

# **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování**

Bc. Radka Vallová

---

Diplomová práce  
2016



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2015/2016

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Radka Vallová**

Osobní číslo: **M14339**

Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **Finance**

Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

#### I. Teoretická část

- Zpracujte teoretické poznatky z oblasti oceňování podniku.

#### II. Praktická část

- Zpracujte strategickou a finanční analýzu vybraného podniku.
- Na základě analýzy zpracujte finanční plán vybraného podniku.
- Stanovte hodnotu vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování.

### Závěr

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

Seznam odborné literatury:

**ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken, NJ: Wiley, 2010, 275 p. ISBN 978-0-470-48179-0.**

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

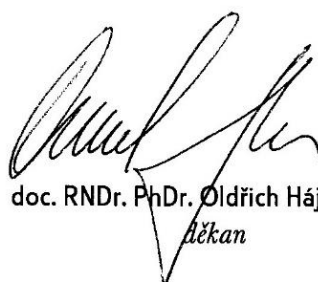
**KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.**

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

**PINTO, Jerald E., Elaine HENRY, Thomas R. ROBINSON a John D. STOWE. Equity asset valuation. Second edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2010, 441 stran. CFA institute investment series. ISBN 978-0-470-57143-9.**

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná, Ph.D.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**  
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016

  
doc. RNDr. PhDr. Oldřich Hájek, Ph.D.  
*děkan*



  
doc. Ing. Miloš Král, CSc.  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE


### Prohlašuji, že

- 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;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byla jsem seznámena s tím, že 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;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

### Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 15.4.2016

  
.....  
podpis diplomanta

## **ABSTRAKT**

Obsahem diplomové práce je stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování. Teoretická část poskytuje znalostní základ pro vypracování daného projektu. Úvod je věnován definici podniku, příslušným legislativním normám a působení faktoru rizika a času v procesu oceňování. Stěžejní pasáž teoretické části je zaměřena na popis postupu stanovení hodnoty podniku a na charakteristiku jednotlivých oceňovacích metod. V analytické části je nejprve představena vybraná společnost. Následuje strategická a finanční analýza podniku, které jsou nezbytným krokem samotného ocenění podniku. Projektová část zahrnuje sestavení strategického finančního plánu, určení nákladů na kapitál a vyčíslení provozně nutných aktiv podniku. Závěr projektové části obsahuje výslednou hodnotu podniku, která je doprovázena citlivostní analýzou.

**Klíčová slova:** Oceňování, hodnota podniku, výnosové metody ocenění, strategická analýza, finanční analýza, strategický finanční plán, náklady na kapitál, ekonomická připadaná hodnota, diskontované cash flow, kapitalizované čisté výnosy

## **ABSTRACT**

The content of the master thesis is value determination of the chosen company by yield valuation methods. The theoretical part provides a knowledge base for an elaboration of the project. The introduction is dedicated to the definition of a company, the relevant legislative standards and impact of risk and time factors in the valuation process. Pivotal passage of the theoretical part is focused on characterization each valuation methods and the description of a valuation process of the company. Follows strategic and financial analysis of the company, which are necessary steps to a valuation of the company. The project section contains preparation of the strategic financial plan, determining costs of the capital and enumeration net operating assets of the company. The conclusion of the project part contains the final value of the chosen company, which is associated with sensitivity analysis.

**Keywords:** Valuation, Value of Company, Yield-based Valuation, Strategic Analysis, Financial Analysis, Strategic Financial Plan, Costs of Capital, Economic Value Added, Discounted Cash Flow, Capitalized net Income

Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Evě Kramné, Ph.D. za odborné vedení práce. Poděkování patří také vybrané společnosti za ochotu a poskytnutí materiálů a informací nezbytných pro vypracování diplomové práce.

# **OBSAH**

<b>ÚVOD</b> .....	<b>11</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>12</b>
<b>I. TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>13</b>
<b>1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU</b> .....	<b>14</b>
1.1 DEFINICE PODNIKU .....	14
1.2 HODNOTA PODNIKU .....	14
1.2.1 Tržní hodnota.....	14
1.2.2 Investiční neboli subjektivní hodnota .....	15
1.2.3 Objektivizovaná hodnota .....	15
1.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy .....	15
1.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU .....	16
1.4 LEGISLATIVNÍ ÚPRAVA .....	17
1.4.1 Současná právní úprava v České republice.....	17
1.4.2 Mezinárodní oceňovací standardy .....	17
<b>2 PŮSOBENÍ FAKTORU RIZIKA A ČASU</b> .....	<b>19</b>
2.1 FAKTOR RIZIKA .....	19
2.1.1 Systematické riziko .....	19
2.1.2 Nesystematické riziko .....	19
2.1.3 Interakce systematického a nesystematického rizika.....	20
2.1.4 Další dělení rizika .....	20
2.2 FAKTOR ČASU .....	21
2.3 DISKONTNÍ MÍRA.....	21
2.3.1 Diskontní míra pro modely ocenění na bázi DCF a EVA .....	22
<b>3 POSTUP PŘI STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU</b> .....	<b>24</b>
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT .....	24
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU .....	24
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU .....	25
3.4 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN .....	26
3.4.1 Plán výkazu zisku a ztrát .....	27
3.4.2 Plán Cash Flow .....	27

3.4.3	Plán rozvahy .....	27
3.5	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ .....	28
3.5.1	Vymezení NOA (C) .....	28
3.5.1.1	Aktivace položek, které v rozvaze chybí .....	28
3.5.1.2	Vyloučení aktiv, která nesouvisí s hlavní výdělečnou činností .....	29
3.5.1.3	Snížení o aktiva, která nenesou náklad .....	29
3.5.2	Vymezení NOPAT .....	30
3.6	VÝBĚR VHODNÉ METODY OCENĚNÍ A STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU .....	30
<b>4</b>	<b>METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....</b>	<b>31</b>
4.1	OCENĚNÍ PODNIKU NA ZÁKLADĚ MAJETKOVÝCH METOD .....	31
4.1.1	Likvidační hodnota .....	31
4.1.2	Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen .....	31
4.1.3	Substanční hodnota na principu reprodukčních cen .....	31
4.1.4	Substanční hodnota na principu úspory nákladů .....	32
4.2	OCENĚNÍ PODNIKU NA ZÁKLADĚ VÝNOSOVÝCH METOD .....	32
4.2.1	Metoda diskontovaného Cash Flow .....	32
4.2.1.1	Dvoufázová metoda .....	33
4.2.1.2	Třífázová metoda .....	35
4.2.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	35
4.2.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	36
4.3	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU .....	37
4.4	VOLBA SPRÁVNÉ METODY .....	37
<b>II.</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>38</b>
<b>5</b>	<b>PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI .....</b>	<b>39</b>
5.1	PŘEDMĚT ČINNOSTI PODNIKU .....	39
5.2	STRATEGIE A CÍLE SPOLEČNOSTI .....	39
5.3	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA .....	39
5.4	DŮVODY PRO OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI .....	40
<b>6</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA .....</b>	<b>41</b>
6.1	ANALÝZA A PROGNÓZA TRHU .....	41
6.1.1	Velikost relevantního trhu .....	41



6.1.2	Analýza atraktivitu trhu .....	42
6.1.3	Prognóza trhu .....	44
6.2	ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ .....	45
6.2.1	Politické a legislativní faktory .....	45
6.2.2	Ekonomické faktory .....	46
6.2.3	Sociálně – kulturní faktory .....	48
6.2.4	Technologické faktory .....	49
6.2.5	Ekologické faktory .....	49
6.3	ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ A KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU .....	49
6.3.1	Stanovení tržního podílu podniku .....	50
6.3.2	Identifikace hlavních konkurentů .....	50
6.3.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly .....	52
6.4	PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU .....	53
6.5	SWOT ANALÝZA .....	55
6.6	ZHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY .....	55
<b>7</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>56</b>
7.1	VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA .....	56
7.1.1	Analýza majetkové a finanční struktury .....	56
7.1.2	Analýza výnosů, nákladů a VH .....	60
7.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ .....	64
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ .....	65
7.3.1	Ukazatele rentability .....	65
7.3.2	Ukazatele zadluženosti .....	66
7.3.3	Ukazatele likvidity .....	67
7.3.4	Ukazatele aktivity .....	68
7.4	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ .....	69
7.4.1	Z-score .....	69
7.4.2	Index IN05 .....	70
7.5	HODNOCENÍ VLIVU ZADLUŽENOSTI NA RENTABILITU VLASTNÍHO KAPITÁLU .....	71
7.6	ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ SPOLEČNOSTI .....	71
<b>8</b>	<b>STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI .....</b>	<b>73</b>
8.1	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY .....	73

8.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA .....	74
8.3	PLÁNOVANÉ CASH FLOW.....	76
8.4	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU .....	76
<b>9</b>	<b>PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ.....</b>	<b>78</b>
9.1	VYČÍSLENÍ PROVOZNĚ NUTNÝCH AKTIV A KORIGOVANÉHO VH .....	78
9.1.1	Stanovení NOA (C) .....	78
9.1.2	Stanovení NOPAT .....	80
9.2	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY .....	80
9.2.1	Náklady na cizí kapitál .....	80
9.2.2	Náklady na vlastní kapitál.....	81
9.2.3	Vážené průměrné náklady na kapitál.....	84
9.3	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU .....	85
9.3.1	Odhad tempa růstu – g.....	85
9.3.2	Ocenění metodou diskontovaného Cash Flow.....	85
9.3.3	Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty .....	87
9.3.4	Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů.....	89
9.4	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH METOD.....	90
9.4.1	Citlivostní analýza změny parametrů na hodnotu vlastního kapitálu.....	91
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>93</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....</b>	<b>95</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>99</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>101</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>102</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>104</b>

## ÚVOD

Oceňování podniku je komplexní mezioborový proces, který má nezastupitelné místo mezi významnými ekonomickými disciplínami. V praxi existuje mnoho situací, kdy je nutné znát tržní hodnotu podniku, která je důležitá jednak pro vlastníky, ale i pro věřitele případně jiné subjekty. Proces ocenění představuje složitou činnost, která vyžaduje dostatečné teoretické znalosti a praktické zkušenosti.

Práce je členěna na teoretickou a praktickou část. Teoretická část je orientována na průzkum literární zdrojů zabývající se problematikou oceňování. Úvodem jsou vymezeny teoretické základy, jež jsou nezbytné pro stanovení hodnoty podniku. Dále následuje kapitola věnovaná působení faktoru rizika a času při procesu oceňování, která je doplněna o popis kroků nezbytných k určení diskontní míry. Významná část práce je věnována postupu při stanovení hodnoty podniku, který zahrnuje zejména popis jednotlivých analýz a stanovení nezbytných kroků před samotným procesem ocenění. Závěr teoretické části práce je zaměřen na definici a charakteristiku jednotlivých metod, jež jsou rozděleny podle tří základních přístupů, a to na metody majetkové, výnosové a metody založené na analýze trhu.

Analytická část, jež je součástí praktické části, je zaměřena na strategickou a finanční analýzu společnosti. Strategická analýza je orientována na vymezení, charakteristiku a prognózu vývoje relevantního trhu. Tato část se rovněž orientuje na analýzu makroekonomického prostředí podniku včetně využití PESTE analýzy. Důležitá oblast práce je věnována prognóze tržeb společnosti, které jsou predikovány na základě analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Na strategickou analýzu navazuje volně analýza finanční, jejímž úkolem je posoudit finanční zdraví společnosti a zjistit, zda je splněn předpoklad budoucího pokračování společnosti ve své podnikatelské činnosti.

Projektová část obsahuje samotný proces stanovení hodnoty vybrané společnosti. Na základě poznatků získaných z analytické části je sestaven strategický finanční plán společnosti pro období 2015 – 2018, jenž slouží jako výchozí bod použití výnosových metod ocenění. V návaznosti na sestavení strategického plánu jsou vyčíslena provozně nutná aktiva a korigovaný výsledek hospodaření. Významná část projektové části je věnována vyčíslení diskontní míry a odhadu budoucího tempa růstu – g. Pro stanovení hodnoty podniku byly zvoleny metody diskontovaného cash flow, ekonomické přidané hodnoty a čistých kapitalizovaných výnosů. Závěr práce je věnován shrnutí výsledků jednotlivých metod rozšířených o citlivostní analýzu.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení hodnoty vybraného podniku k datu 1. 1. 2015 pomocí výnosových metod oceňování. K naplnění tohoto cíle je nutné určit cíle dílčí, které zahrnují zejména:

1. Provedení literární rešerše a vytvoření uceleného teoretického základu, který je nezbytným předpokladem pro vypracování projektu. V teoretické části převládá metoda popisná a metoda srovnání. Pomocí těchto metod je možné porovnat různé pohledy jednotlivých autorů na problematiku týkající se oceňování, včetně porovnání a popisu jednotlivých oceňovacích metod.
2. Zpracování analytické části zahrnující strategickou analýzu, jejímž cílem je prozkoumání vlivu trendů makroekonomických a mikroekonomických faktorů na daný trh, a to s využitím metody syntézy, konkrétně odvětvové analýzy. Načež navazujícím cílem je pomocí statistické metody lineární regrese stanovit predikci vývoje relevantního trhu včetně stanovení předpokládaných tržeb, jež jsou klíčové pro strategický finanční plán.
3. Rozšíření analytické části o provedení finanční analýzy, která si klade za cíl posouzení finančního zdraví a budoucí perspektivnosti vybrané společnosti včetně identifikace rizikových faktorů.
4. Sestavení strategického finančního plánu, který slouží jako podklad pro vypracování projektové části práce.
5. Vyčíslení parametrů nezbytných pro stanovení hodnoty podniku, mezi které náleží výpočet vážených aritmetických nákladů na kapitál, určení provozně nutných aktiv včetně korigovaného výsledku hospodaření a odhad tempa růstu s využitím poznatků ze strategické a finanční analýzy.
6. Ocenění vybrané společnosti pomocí výnosových přístupů diskontovaného cash flow, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů, a to s využitím metody srovnání výsledků, jež jednotlivé přístupy poskytují.
7. Doplnění postupu ocenění o analýzu citlivosti dopadu změny diskontní míry a hodnoty tempa růstu –  $g$  na hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

## 1.1 Definice podniku

Všeobecně existuje mnoho definic, jež nahlíží na podnik jako na ekonomicko-právní subjekt, který zhotovuje a zhodnocuje věcné statky a služby. Podnik je možné vymezit na základě různých charakteristik, mezi které náleží jeho smysl, dění uvnitř něj, jeho funkce a rozlišovací znaky. (Zámečnick, Tučková, Novák, 2011, str. 15)

Avšak pro účely ocenění je klíčová zejména definice uvedená v § 502 Nového občanského zákoníku, jenž definuje podnik (obchodní závod) následovně:

*„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“*

(Česko, 2012)

## 1.2 Hodnota podniku

Hodnota podniku je všeobecně určena očekávanými budoucími příjmy, které plynou vlastníkům či investorům, převedenými na jejich současnou hodnotu. Jak uvádí Mařík et al. (2011, str. 20-21) hodnota podniku není objektivní vlastností a odvíjí se od různých faktorů, jako je účel ocenění nebo subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

### 1.2.1 Tržní hodnota

Zjednodušeně tržní hodnota představuje sumu, kterou jsou **běžní zájemci** ochotni zaplatit za daný podnik na daném trhu. Je však důležité zmínit definici tržní hodnoty publikovanou Mezinárodním výborem (IVSC), která je považována za jádro mezinárodních oceňovacích standardů:

*Tržní hodnota je odhadovaná částka, za kterou by mělo být aktivum nebo závazek převeden mezi dobrovolnými kupujícími a dobrovolnými prodávajícími v den ocenění při transakci za obvyklých podmínek, po řádném uvedení na trh, přičemž obě strany jednájí vědomě, obezřetně a bez donucení.*

(International valuation standards, 2011, str. 20)

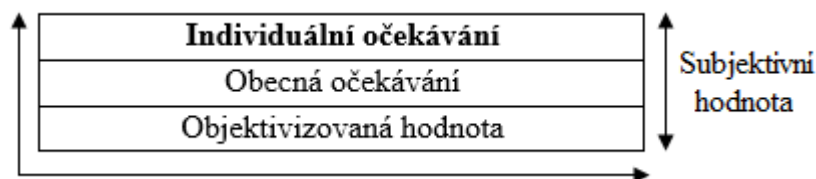
Z uvedeného vyplývá, že existence trhu s podniky, případně s vlastnickými podíly, je podmíněna vyšším počtem kupujících a prodávajících, kteří tak vytvářejí podmínky pro vznik tržní ceny. (Mařík et al., 2011, str. 22)

### 1.2.2 Investiční neboli subjektivní hodnota

Mezinárodní oceňovací standardy popisují investiční hodnotu, jako hodnotu aktiva pro vlastníka či budoucího majitele za účelem dosažení individuálních investic. Investiční hodnota na rozdíl od tržní hodnoty představuje budoucí výnosy očekávané **konkrétním zájemcem** na trhu. Paragraf 38 standardu IVS 103 rovněž uvádí, že rozdíl mezi tržní a investiční hodnotou poskytuje kupujícím a prodávajícím motivaci vstupu na trh. (International valuation standards, 2011, str. 23)

### 1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Tento přístup se snaží přiblížit k všeobecně platné hodnotě podniku – hodnotě objektivní, která však neexistuje. Jak již bylo zmíněno, hodnota podniku není objektivní vlastností a je nutné ji objektivizovat podle vybraných zásad, přičemž obsah subjektivních prvků by měl být minimální. Při ocenění je kladen důraz na analýzu minulosti a přítomnosti podniku. Predikce budoucnosti zahrnuje pouze skutečnosti, které je možné prokázat či zdůvodnit. Objektivizovaná hodnota představuje dolní mez hodnoty pro vlastníky, proto by se skutečná hodnota podniku měla pohybovat minimálně na této úrovni. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 120, 121). Mařík vyjadřuje souhrnný pohled na objektivizovanou hodnotu pomocí následujícího obrázku:



Obr. 1 – Vztah subjektivní a objektivizované hodnoty  
(vlastní zpracování dle Maříka et al. 2011, str. 29)

### 1.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Stanovení hodnoty podniku na základě přístupu Kolínské školy je oblíbené nejenom v Německu, ale i ve všeobecné oceňovací praxi. Kolínská škola vychází z předchozích tří přístupů kategorie hodnoty, ze kterých čerpá nejdůležitější poznatky. Tento přístup dává

přednost subjektivní hodnotě před tržní. Důvodem je výrazné omezení na trzích s podniky a nižší transparentnost trhu. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 121)

### 1.3 Důvody pro ocenění podniku

Oceňování podniku je složitý a individuální proces, jehož výsledkem je tržní hodnota podniku. Při stanovování hodnoty společnosti je třeba brát v úvahu různé faktory, které působí na současnou a především budoucí ekonomickou situaci podniku. A právě tyto faktory způsobují rozdíl mezi hodnotou podniku a cenou podniku. Volba metody, způsob či rozsah ocenění podniku závisí především na podnětu ocenění vybrané společnosti. (Managementmania, ©2013)

#### Podněty související s vlastnickými změnami:

- Ocenění v případě koupě či prodeje obchodního závodu (podniku), a to pro účely kupní smlouvy je upraveno novým občanským zákoníkem konkrétně §2176.
- Ocenění za účelem stanovení základu daně v případě dědění, darování, převedení podniku či jiného majetkového vypořádání dle zákona o daních z příjmu č. 586/1992 Sb.
- Vklad podniku do obchodní korporace pro účely smlouvy na základě zákona o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb. konkrétně §15 a §21.
- Ocenění v případě přeměny společnosti, ať už se jedná o fúzi či rozdělení společnosti, v souladu se zákonem o přeměnách obchodních společností a družstev č. 128/2008 Sb.

(Managementmania, ©2013; Česko, 1992; Česko, 2012)

#### Podněty nesouvisející s vlastnickými změnami:

- Stejně jako v případě oceňování podniku při přeměnách společnosti, i změna právní formy si vyžaduje stanovení hodnoty dle zákona o přeměnách obchodních společností a družstev č. 128/2008 Sb.
- Při vstupu podniku na kapitálový trh, kdy je nutné charakterizovat výchozí situaci společnosti. A právě mezi takové charakteristiky hodnota patří.
- Při žádosti o úvěr banka prověřuje situaci daného podniku, přičemž ocenění podniku patří k součásti analýzy. Banka tím zjišťuje, zda je podnik bonitní a disponuje dostatečnými aktivy či zdroji, které může využít.



- Mezi další důvody ocenění podniku je možné uvést rozhodování mezi likvidací a sanací podniku, pojištění pro účely pojistné smlouvy, snížení či zvýšení základního kapitálu, privatizace aj.

(Kislingerová, 2001, str. 11; Mařík et al., 2011, str. 35-36)

## 1.4 Legislativní úprava

Úvodem je důležité zmínit, že v České republice není oblast oceňování majetku upravena právem Evropské unie, a tudíž nepodléhá všeobecné harmonizaci. Existují pouze doporučení v podobě Evropských oceňovacích standardů a Mezinárodních účetních standardů. Tyto standardy respektují obecně platné zásady oceňování majetku a jsou slučitelné s účetními předpisy Evropské unie. (Znalecký portál, ©2013)

### 1.4.1 Současná právní úprava v České republice

Nejdůležitějším předpisem je **Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR**. Tento zákon má obecnou povahu a orientuje se pouze na postupy a metody dílčího ocenění majetku, jako jsou nemovitosti a ostatní druhy majetku a služeb. Zákon se nezaměřuje na ocenění podniku jako celku. První část zákona obsahuje základní ustanovení a rozdělení majetku na věci nemovité, majetková práva, cenné papíry, ostatní majetek a obchodní závod. Tento zákon je doprovázen vyhláškou zaměřenou na způsoby a metody oceňování pozemků, staveb, trvalých porostů a majetkových práv. (Mařík et al., 2011, str. 18; Znalecký portál, ©2013; Ministerstvo financí České republiky, ©2014)

Mezi další dokumenty, které se dotýkají tématu oceňování, patří metodický pokyn – **Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění**. Tento dokument rovněž neslouží jako příručka popisující postup při ocenění podniku a jeho účastnických papírů, ale pouze shrnuje požadavky zajišťující důvěryhodnost a přesvědčivost ocenění. Jedná se o kritéria, na základě kterých ČNB posuzuje znalecké posudky. (Česká národní banka, ©2014)

### 1.4.2 Mezinárodní oceňovací standardy

Při oceňování podniku je možné inspirovat se pokyny zahraničních oceňovacích standardů, které mají rovněž povahu mezinárodně uznávaných doporučení.

- **Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)** – tyto standardy jsou charakteristické svou úzkou vazbou na Mezinárodní standardy účetního výkaznictví IFRS. Stejně jako IFRS i IVS se vyznačují důrazem na Fair Value, která je jádrem konceptu oceňovacích standardů. IVS nejsou závazné ani v podmínkách českých firem ani pro firmy vykazující podle IFRS. Avšak díky tomu, že jsou tyto standardy považovány za všeobecně platný základ odhadu hodnoty podniku, jsou využívány na celém světě. (Krabec, 2009, str. 175; Kislingerová, Nový, 2005, s. 141)
- **Evropské oceňovací standardy (EVS)** – Tyto standardy navazovaly na přijetí 4. směrnice EU zabývající se harmonizací finančních výkazů a výročních zpráv společností. A právě vstupem ČR do Evropské unie se staly tyto standardy klíčové i pro české podniky. Významný je především standard č. 4, který definuje základní kategorie hodnot a rovněž směrnice č. 7, která se zabývá problematikou odhadu hodnoty podniku. (Kislingerová, Nový, 2005, s. 141)

Mařík et al. (2011, str. 19) dodává, že pro stanovení hodnoty podniku, je možné využívat i národní standardy jiných zemí. Jedná se například o německé či americké oceňovací standardy, které mohou být vhodnou inspirací při stanovení hodnoty podniků v ČR.

## 2 PŮSOBENÍ FAKTORU RIZIKA A ČASU

### 2.1 Faktor rizika

Obecně je riziko chápáno jako matematická pravděpodobnost, že se výsledná situace bude lišit od předpokládaného vyústění. V kontextu finančního řízení je riziko vysvětlováno jako nejistota ohledně budoucích výsledků a pravděpodobnost vzniku případné odchylky od plánu. (Černohorský, Teplý, 2011, s. 149)

Nápomocen s identifikací, měřením a kontrolou rizika v podniku by měl být risk management. Tato část organizace by měla být schopna analyzovat většinu nebezpečí, která ohrožují život, majetek a případně příjmy společnosti. (Springer, 2015, s. 16-19)

Značné množství autorů uvádí jako základní dělení rizik na:

- systematická rizika
- nesystematická, tzv. unikátní rizika

#### 2.1.1 Systematické riziko

Systematické riziko, známé také jako tržní nebo nediverzifikovatelné, je riziko připadající na celý trh nebo tržní segment. Faktory, které vyvolávají tato rizika, jsou pro všechny podniky společné, a proto je složité těmto rizikům předcházet. Jako příklad jsou často uváděny hrozby spojené s ekonomickým cyklem jednotlivých států. V případě ekonomického poklesu mohou být některá odvětví ohrožena silným poklesem poptávky, a tím tak vzniká systematické riziko pro podniky operující v daném odvětví. Velikost tohoto rizika se v mnoha matematických modelech značí jako beta –  $\beta$ . (Fotr, Hnilica, 2014, s. 265-266).

Přestože se společnosti nemohou této skupině rizik vyhnout, je možné predikovat jejich dopad. Vliv systematických hrozeb může být na jedno odvětví výrazně jiné než na odvětví ostatní. Stejně takto individuálně to platí pro jednotlivé společnosti v rámci jednoho odvětví. Proto je pravidlem, že jednou z fází procesu oceňování podniku a investic je také snaha o zanalyzování tohoto druhu rizik. (Vasigh, 2015, s. 177-118)

#### 2.1.2 Nesystematické riziko

Nesystematické (unikátní) rizika se liší v závislosti na konkrétním podniku či investiční aktivitě. Tato specifika vyplývají z odlišné povahy, oborové příslušnosti, věcné náplně a

tím i unikátnosti rizikových faktorů ovlivňujících hospodářské výsledky organizací či projektů. (Fotr a Souček, 2011, s. 354)

### 2.1.3 Interakce systematického a nesystematického rizika

Nesystematické riziko může být snižováno diverzifikací portfolia. Investoři mají zpravidla snahu rozdělit své aktivity do různých oblastí, tak aby případný neúspěch jedné z akvizic neohrozil celkovou návratnost investice. Manažerům pak zbývá nutnost analyzovat systematické riziko. Toto riziko může být zkoumáno pomocí korelace mezi měsíčním výnosem společnosti a průměrným výnosem trhu. Vysoká korelace představuje nízkou hladinu unikátního rizika a naopak nízká shoda indikuje vysoké systematické riziko. Avšak bez ohledu na sílu korelace je možné analyzovat sklon podílu mezi výnosy a průměrnými výnosy trhu, tento podíl poté ukazuje systematické riziko. (Garlick, 2007, s. 149-150)

### 2.1.4 Další dělení rizika

Mimo zmíněná systematická a nesystematická rizika uvádí Vereba (2009, s. 600-603) další hlediska, dle kterých mohou být rizika dělena. Jsou jimi například rizika:

- **Podnikatelská a čistá** – Manažerské rozhodování sebou nese rizika, že se výsledný stav bude lišit od plánů, na jejichž základě byla daná rozhodnutí učiněna. Výsledná odchylka však může být pozitivní, kdy skutečnost může být lepší než odhad nebo naopak negativní, kdy plán není naplněn. Čistá rizika jsou hrozby toho typu, kdy může být výsledkem pouze ztráta či škoda.
- **Vnitřní a vnější** – Vnitřní rizika se vztahují k faktorům uvnitř firmy, kdy je podnik může ovlivnit a může jim snáze předcházet než rizikům vnějším. Může jít o hrozby vztahující se k vlastním zaměstnancům či vývoji a výzkumu prováděném v organizaci. Naproti tomu vnější rizika přichází z okolí, ve kterém se daný subjekt vyskytuje. Tyto vnější faktory se obvykle dělí na politická, ekonomická, sociální, technicko- technologická a ekologická.
- **Ovlivnitelná a neovlivnitelná** – Každé riziko může být také děleno na základě toho, jak může být samotnou organizací ovlivněno. V případě ovlivnitelných nebezpečí existuje možnost jejich eliminace a předcházení. Má proto smysl taková rizika snižovat a bojovat proti nim. Naopak na neovlivnitelná není možné působit a není tak možné předcházet jejím vznikům ze strany společnosti.

- **Primární a sekundární rizika** – Sekundární riziko je vyvoláno přijetím určitého opatření na snížení primárního rizika. V takovém případě je sekundární riziko přidružené k rozhodnutí, jehož cílem bylo vyřešení jiného problému.

Fotr, Součet (2005, s. 139-140) se zabývají dělením rizik na základě jejich věcné náplně. Z tohoto pohledu uvádí rizika **technicko-technologická**, jakými mohou být problémy spojené s výzkumem a jeho případnou aplikací. **Výrobní** rizika vedoucí k omezení schopnosti vyrábět v požadovaném množství a kvalitě. **Ekonomické** hrozby jsou spojené s náklady, jež mohou být vyvolány například růstem cen vstupů. **Tržní** rizika spojené s poptávkou. **Finanční rizika** představující neschopnost zajistit přiměřené financování společnosti. Dále pak **legislativní, politická, environmentální a informační** rizika.

## 2.2 Faktor času

Čas je jedna ze základních skutečností, jež ovlivňuje vývoj konečné hodnoty peněz. Faktor času je principem, který je všeobecně přijímán jako jeden z klíčových prvků při posouzení výhodnosti a návratnosti investic, výběru jednotlivých forem financování majetku a jeho oceňování. (Dluhošová, 2010, s. 29)

Gallagher a Andrwe (2003, s. 190-193) objasňují, že základem pro pochopení faktoru času jsou úrokové míry. Objem získaných peněžních prostředků dnes má pro držitele větší hodnotu než stejný objem prostředků získaný v budoucnu. Důvodem je, že daný obnos může být nabídnut jinému subjektu. Tento subjekt pak bude ochotný za dané peněžní prostředky uhradit úrok. Na základě tohoto principu je možné cenu peněz vyčíslit. Tento princip je nazýván časová hodnota peněz.

Pratt (2010, s. 697) zmiňuje dva faktory, kterými je časová hodnota peněz determinována:

- Prvním faktorem je **cena peněz** neboli velikost úroku. V případě, že je velikost reálného úroku nula, je nulová i časová hodnota peněz a faktor času by nebyl brán v potaz. Obdobně poroste-li úroková sazba, bude stoupat i význam faktoru času.
- Druhým ovlivňujícím faktorem je délka časové periody. S delším časovým obdobím je časová hodnota peněz vyšší.

## 2.3 Diskontní míra

Diskontní míra je procentní sazba, o kterou se diskontují budoucí výnosy, náklady či peněžní toky v jednotlivých obdobích na současnou hodnotu. Úlohou diskontní míry je sna-

ha o vyjádření očekávané výnosnosti investice v čase a zároveň zohlednění míry rizika s investicí spojenou. V diskontní míře se tedy odráží jak faktor času, tak i riziko, které je s konkrétní investicí spojeno. Obecně platí, že čím je míra rizika větší, tím vyšší je výnos, který investor očekává. (Kislingerová, 2001, s. 174)

Základním předpokladem pro stanovení diskontní míry je volba vhodné metody, zohlednění vlivu inflace a určení bezrizikové úrokové míry. Přestože obecně platí, že žádná zcela bezriziková aktiva neexistují, jako bezriziková je brána úroková míra, kterou by v případě investice přinesly státní pokladniční poukázky. Často bývá doporučováno, aby se používaly instrumenty s podobnou délkou životnosti. Proto se odborníci přiklánějí k tomu, aby pro účely ocenění podniku byla využita například výnosnost desetiletých státních obligací. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 152)

Lasák (2012, s. 66) také zmiňuje nutnost dodržení zásad konzistence, tedy nutnost ponechat stále oceňovací techniky, která zaručí správnou srovnatelnost dat.

### 2.3.1 Diskontní míra pro modely ocenění na bázi DCF a EVA

Diskontní míra pro metody ocenění DCF a EVA má podobu WACC, čili vážených průměrných nákladů na celkový kapitál:

$$WACC = N_{CK} \times \frac{CK}{C} + N_{VK} \times \frac{VK}{C} \quad (1)$$

*Kde: CK = cizí kapitál, VK = vlastní kapitál a C představuje celkový kapitál*

Jednodušším bodem je při výpočtu WACC je určení nákladů cizího kapitálu  $N_{CK}$ . Jedná se o vážený průměr z úrokových sazeb –  $i$  (bankovních úvěrů, dluhopisů apod.), které podnik platí svým věřitelům snížený o daňový štít ( $T$ ). Pokud je úrok vázán na sazby PRIBOR či LIBOR s pevnou procentní přírůžkou, je vhodné znát ratingové hodnocení společnosti. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 166)

$$N_{CK} = i \times (1 - T) \quad (2)$$

Druhým bodem je určení nákladů na vlastní kapitál  $N_{VK}$ , jenž představuje výnosové očekávání investorů. Požadovaný výnos je stanoven alternativním výnosem z investice nesoucí stejné riziko – je to tedy výnos, který by investoři mohli získat, kdyby investovali do aktiva, které nese stejné riziko. (Knápková, Pavelková, 2012, str. 168)

Pratt, Grabowski (2014, str.) uvádějí následující základní přístupy stanovení nákladů na vlastní kapitál:

- **Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)** – tento model vychází z rozdělení rizika na systematické a nesystematické, přičemž pro účely stanovení očekávaného výnosu je důležité pouze riziko systematické.

$$N_{VK} = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (3)$$

Základem výpočtu je určení bezrizikové úrokové míry  $r_f$ , očekávané výnosnosti trhu  $r_m$  a výše koeficientu  $\beta$ , který představuje citlivost investice vůči trhu.

- **Stavebnicový model** – princip modelu tkví v tom, že k bezrizikové úrokové míře  $r_f$  jsou přičítány jednotlivé rizikové prémie. Příkladem je přírážka za velikost podniku  $r_{LA}$ , za podnikatelské riziko  $r_{podnikatelské}$ , za finanční stabilitu  $r_{finstab}$  a za finanční strukturu  $r_{finstr}$ .

$$N_{VK} = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} \quad (4)$$

Stavebnicový model na rozdíl od metody CAPM počítá i s nesystematickým rizikem.

- **Model arbitrážního oceňování (APT)** – vychází ze stejného předpokladu jako metoda CAPM, s tím rozdílem, že APT metoda není závislá pouze na jednom faktoru  $\beta$ , nýbrž na více makroekonomických faktorech.
- **Dividendový model** – hodnota akcie představuje současnou hodnotu příjmů, které plynou držitelům této akcie. Tato metoda je vhodná převážně pro podniky vyplácející dividendy podle stabilní dividendové politiky.
- **Odhad na základě průměrné rentability** – stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí průměrné rentability odvětví podniku je velmi jednoduché díky dostupnosti dat. Tato metoda není kvůli zkreslující skutečnosti příliš vhodná.
- **Odvození z nákladů na cizí kapitál** – základní myšlenkou této metody je skutečnost, že náklady na vlastní kapitál jsou považovány za dražší než náklady na cizí kapitál. Je tedy možné získat odhad  $N_{VK}$  přičtením několika procentních bodů k nákladům na kapitál cizí.

### 3 POSTUP PŘI STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

Zvolené metody a techniky u procesu stanovení hodnoty podniku, by měly vycházet především z účelu ocenění podniku a z kategorie hodnoty, která by měla být výsledkem ocenění. Proces stanovení hodnoty podniku zahrnuje všeobecně následující postup:

#### 3.1 Sběr vstupních dat

Kislingerová (2001, str. 26) rozlišuje členění sběru dat na vnější a vnitřní. Vnější prostředí zahrnuje zejména informace z makroprostředí a mikroprostředí podniku. Naopak do vnitřního prostředí se řadí údaje z minulosti, současnosti a budoucnosti daného podniku.

Dle Maříka et al. (2011, str. 54-55) je možné sběr dat blíže rozlišit do 7 skupin:

1. **Základní informace o podniku** – zahrnují zejména data na základě, kterých je možné identifikovat podnik, formu podnikání a informace o majetkových podílech.
2. **Ekonomická data** – účetní výkazy, výroční podnikové a auditorské zprávy.
3. **Relevantní trh** – identifikace odvětví, tržní podíly, predikce vývoje trhu.
4. **Konkurenční struktura trhu** – informace o hlavních konkurentech, bariéry vstupu do odvětví, konkurenční produkty.
5. **Odbyt a marketing** – data zabývající se převážně strukturou odbytu, produkty, cenovou politikou, reklamou a oblastí výzkumu a vývoje.
6. **Výroba a dodavatelé** – do této skupiny se řadí řízení kvality, kapacity výroby a informace o struktuře dodávek a dodavatelů.
7. **Pracovníci** – tato kategorie zahrnuje zejména informace o stavu na trhu práce, struktuře pracovníků a jejich fluktuaci, produktivitě a osobních nákladech.

Marek (2006, str. 528) doplňuje výčet o ekologickou situaci související s činností podniku, analýzu smluvních závazků a o informace platební morálky podniku.

#### 3.2 Strategická analýza podniku

Strategická analýza vymezuje celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, a proto je nezbytnou součástí oceňovacího procesu. Sedláčková, Buchta (2006, str. 10) rozlišují strategickou analýzu na:

- Analýzu okolí podniku (vnější potenciál)
- Analýzu vnitřních zdrojů a schopností (vnitřní potenciál)



V rámci provádění strategické analýzy za účelem ocenění podniku doplňuje Mařík et al. (2011, str. 58) dělení strategické analýzy o prognózu tržeb oceňovaného podniku, jež je určena na základě výše zmíněných analýz.

Analýza vnějšího potencionálu zahrnuje zejména základní data o trhu, na kterém vybraný podnik působí, jeho atraktivitě a predikci vývoje. Sedláčková, Buchta (2006, str. 10) dodávají, že k analýze makro okolí je možné využít dvě metody. Jedná se o PESTE analýzu a o metodu 4C, přičemž výsledky PESTE analýzy přináší podklady pro SWOT matici. Analýza mikro okolí je poté zaměřena na analýzu odvětví s důrazem na konkurenční prostředí. Vhodným nástrojem analýzy může být například Porterův pětifaktorový model.

Analýza vnitřních zdrojů a schopností se zaměřuje na identifikaci strategické způsobilosti, kterou musí podnik disponovat, aby byl schopen čelit hrozbám a příležitostem, jež vznikají v jeho okolí. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 11)

Závěr strategické analýzy by měl být dle Maříka et al. (2011, str. 93) věnován prognóze budoucího vývoje daného podniku, jež je složena z hodnocení perspektivy podniku a vlastní prognózy tržeb.

### **3.3 Finanční analýza podniku**

Finanční analýza podniku se provádí za účelem komplexního zhodnocení finanční situace podniku. Výsledek analýzy poskytuje odpovědi na otázky, zda je podnik dostatečně ziskový, jaká je jeho kapitálová struktura, jestli řídí svá aktiva efektivně a upozorňuje na slabá místa v procesu efektivního řízení. Znalost finanční situace v podniku je důležité jednak ve vztahu k minulosti, ale také poskytuje cenné informace pro budoucí vývoj podniku, jež je základem zjišťování hodnoty podniku. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 17)

#### **1. Zajištění vstupních údajů**

Mají-li výsledky analýzy odrážet reálnou finanční situaci podniku, je nezbytné zajistit správnost a průkaznost vstupních údajů. Hlavním zdrojem dat pro zpracování analýzy je společnost sama. Dalším zdrojem jsou informace poskytnuté státními orgány v podobě reportů z daného odvětví či ekonomické situace země. (Peterson, Fabozzi, 2012, str. 11)

#### **2. Analýza účetních výkazů**

Jak již bylo zmíněno, mezi základní účetní výkazy patří rozvaha, výkaz zisku a ztrát a výkaz peněžních toků (výkaz cash flow). V prvním kroku je třeba věnovat pozornost vývoji

bilanční sumy a struktury aktiv a pasiv, k čemuž slouží horizontální a vertikální analýza. Při analýze výsledku hospodaření je vhodné zkoumat výsledek hospodaření jednak na celkové úrovni, ale i na úrovni provozního a finančního výsledku hospodaření. Analýzou výkazu peněžních toků získává podnik přehled přírůstků a úbytků peněžních prostředků a zjišťuje důvody, na základě kterých k nim došlo, a to v členění na provozní, investiční a finanční CF. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 48)

### **3. Analýza poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele představují nejčastěji používané rozborové postupy finanční analýzy. Jejich výpočet je stanoven poměrem účetních položek, mezi kterými existuje nějaký vypočítací vztah. Přestože poměrové ukazatele vycházejí primárně z údajů rozvahy a výkazu zisků a ztrát (ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti), je možné rozšířit tuto skupinu o ukazatele kapitálového trhu a ukazatele vycházející z cash flow. (Růčková, 2011, str. 47)

### **4. Provedení souhrnného zhodnocení podniku**

K celkové analýze je možné využít souhrnné ukazatele. Tyto ukazatele, jako je Altmanův index (Z-skóre) nebo Index IN05, patří mezi tzv. bankrotní indexy, které pomáhají zachytit potencionální problémy, se kterými se může podnik setkat. Naopak bonitní indexy pomáhají zjistit finanční zdraví podniku na základě bodového ohodnocení. (Pavelková, Knápková, Šteker, 2013, str. 131; Businessvize, ©2011)

Mařík et al. (2011, str. 109) uvádí, že závěr finanční analýzy by měl patřit celkovému zhodnocení finančního zdraví podniku a posouzení předpokladu budoucí existence společnosti. Pokud se dá u analyzovaného podniku očekávat budoucí rozvoj, je možné aplikovat výnosové metody oceňování.

## **3.4 Strategický finanční plán**

Finanční plán je součástí podnikového plánu, a měl by vycházet z dlouhodobé vize a strategie podniku. Ocenění na základě výnosových metod vyžaduje sestavení komplexního finančního plánu, který zahrnuje plán rozvahy, výkazu zisku a ztrát a plán výkazu cash flow. (Podnikátor, ©2012)

Při sestavení finančního plánu je nutné určit výchozí předpoklady, a to v podobě finanční analýzy, která objasní finanční zdraví podniku. Dále je nutné definovat finanční cíle, které musí být v souladu se strategickými cíli podniku. (Podnikátor, ©2012)

### 3.4.1 Plán výkazu zisku a ztrát

Plánovaný výkaz zisku a ztrát vychází z predikce vývoje jednotlivých položek výnosů a nákladů, a to v členění na hlavní činnost, náklady na cizí kapitál, náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem a celkový výsledek hospodaření. Největší pozornost by měla být věnovaná položkám, které jsou generátory hodnoty. Jedná se zejména o položky tržeb, obchodní marže, přidané hodnoty a osobní náklady. Náklady na cizí kapitál, čili nákladové úroky jsou převzaty z plánu financování. Celkový hospodářský výsledek a daň jsou určeny podle očekávané daňové sazby pro následující roky. (Mařík et al., 2011, str. 153-154)

### 3.4.2 Plán Cash Flow

Na začátek je důležité zmínit, že plán cash flow je rozdílný od plánu rozpočtu nebo výdajového plánu. Rozpočet je projekce toho, kolik podnik v daném období vydělá, a podává návrhy jak s výdělkem naložit. Zatímco výkaz cash flow odráží skutečný tok peněz. (Grable, Klock, Lytton, 2008, str. 89)

Při sestavení plánů peněžních toků je z výsledovky převzat plánovaný korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je pomocí nepřímé metody transformován podle jednotlivých úrovní (provozní, investiční a finanční) na peněžní toky. Jednotlivé kroky transformace KVH na peněžní toky vycházejí z jednotlivých dílčích plánů – plán investic, plán pracovního kapitálu, plán zdrojů financování aj. (Mařík et al., 2011, str. 154 – 155)

### 3.4.3 Plán rozvahy

Při sestavování plánu rozvahy je rovněž třeba vycházet z dílčích podnikových plánů. Jedním takovým je plán investic a plán odpisů, jež jsou klíčové pro položky dlouhodobého majetku. Pozornost je třeba také věnovat plánu zásob a pohledávek vycházející z plánu pracovního kapitálu. Provázanost jednotlivých výkazů je možné pozorovat i v případě plánování peněžních prostředků, které jsou převzaty z výkazu cash flow. (Mařík et al., 2011, str. 155)

Při plánování strany pasiv je možné položky jako základní kapitál, kapitálové fondy a fondy tvořené ze zisku ponechat v predikci beze změny. Ke stanovení výsledku hospodaření z běžného roku slouží rovněž plán výkazu zisků a ztrát, ze kterého jsou údaje pro rozvahu převzaty. Stejně jako při určení budoucích zásob a pohledávek slouží plán pracovního kapitálu i pro predikci krátkodobých závazků, které mohou být doplněny ještě o méně významné či neprovozní závazky. Pro určení dlouhodobých závazků a bankovních úvěrů je

stejně tak využito dílčích plánů, a to plánu financování a výkazu finančního cash flow. (Mařík et al., 2011, str. 156)

### 3.5 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Důvodem pro rozlišení majetku na provozně nutný a nenutný je zejména to, že část majetku nemusí být vůbec podnikem využívána a neplynou z něj žádné příjmy. Důležitým faktorem je rovněž riziko, které může být u nepotřebných aktiv odlišné a může zkreslovat výslednou hodnotu podniku. Mařík et al. (2011, str. 119) uvádí, že aktiva, která neslouží k hlavní činnosti podniku, by měla být oceňována zvlášť.

Pro účely této práce se předpokládá:

Provozně nutná aktiva = NOA (C) a korigovaný výsledek hospodaření KPVH = NOPAT.

- **Provozně nepotřebná aktiva** – jedná se o aktiva, které nesouvisejí s hlavní činností podniku, málo využitelný a nepotřebný majetek, např. neprodejně zásoby.
- **Provozně potřebná aktiva** – představují aktiva produkující operativní zisk. Určení provozně nutných aktiv vychází z rozvahy, která vyžaduje úpravy. (viz kapitola 3.5.1)
- **Korigovaný výsledek hospodaření** – pro stanovení korigovaného výsledku hospodaření je nutné vycházet z provozně nutných aktiv. KVH by neměl obsahovat náklady a výnosy související s provozně nenutným majetkem a rovněž by měl být očištěn o mimořádné položky. Podrobnější úpravy jsou uvedeny v kapitole 3.5.2.

(Pavelková, Knápková, 2012, str. 60 – 62)

#### 3.5.1 Vymezení NOA (C)

Ke stanovení NOA je nutné určit aktiva, která produkují operativní zisk. Jedná se o aktiva krytá vlastním a cizím úročeným kapitálem vyžadující následné úpravy:

##### 3.5.1.1 Aktivace položek, které v rozvaze chybí

Zahrnuje aktiva, která v podniku slouží k hlavní výdělečné činnosti. Jedná se především o aktivaci následujících položek:

- **Náklady na výzkum a vývoj a vzdělávání zaměstnanců** – tyto náklady by měly být součástí dlouhodobého nehmotného majetku, z toho důvodu, že se o nich očekávají dlouhodobé účinky, díky kterým společnost dosáhne v budoucnu jistý pro-

spěch. Kromě nákladů na výzkum a vývoj a vzdělávání zaměstnanců se jedná také o náklady na reklamu, logistiku a restrukturalizaci podniku.

- **Leasing** – Jedná se o majetek, který je podnikem využíván k hlavní výdělečné činnosti, avšak z účetního pohledu není v rozvaze obsažen. Leasing je aktivován prostřednictvím současné hodnoty budoucích leasingových splátek.
- **Goodwill** – Pokud nedošlo k transakci jako je koupě, vklad nebo ocenění majetku a závazků v rámci přeměn společnosti, položka goodwill se v českém účetnictví nevykazuje, avšak pro výpočet ukazatele EVA by měla být hodnota goodwillu v NOA zahrnuta.
- **Oceňovací rozdíl** – Jedná se o úpravu operativních aktiv z důvodu používání historických cen v účetnictví, které je potřeba upravit na ceny reprodukční snížené o reálné opotřebení.
- **Tiché rezervy** – Pokud společnost vytváří tiché rezervy, snižuje tím úmyslně hodnotu aktiv, nebo vytváří nadbytečné rezervy.

### 3.5.1.2 *Vyloučení aktiv, která nesouvisí s hlavní výdělečnou činností*

Neoperativní aktiva nepřispívající k hlavní činnosti podniku:

- **Dlouhodobý finanční majetek**, který je portfoliového charakteru, a neslouží k propojení činnosti s podniky, do kterých bylo investováno.
- **Krátkodobý finanční majetek** je třeba vyloučit v případě, kdy převyšuje částku, která je nutná k zajištění přiměřené likvidity.
- **Nedokončené investice** – tento majetek bývá z pravidla v budoucnu provozně potřebný, avšak v současné době se nepodílí na tvorbě výsledků hospodaření, a proto musí být vyčleněn.
- **Nevyužité pozemky, budovy a málo využívaný majetek** – Tyto položky je nutné vyloučit z toho důvodu, že nepřinášejí společnosti žádný ekonomický prospěch.

(Knápková, Pavelková, 2012, str. 60-61)

### 3.5.1.3 *Snížení o aktiva, která nenesou náklad*

Tyto aktiva zahrnují krátkodobé závazky, jež představují dodavatelské úvěry, závazky k zaměstnancům apod. Dále je třeba provést snížení o pasivní položky časového rozlišení a neuhrazené dlouhodobé závazky. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 61)

### 3.5.2 Vymezení NOPAT

Druhým krokem je stanovení čistého operativního zisku po zdanění, při jehož výpočtu je nutné vycházet z aktiv tvořící NOA. Je třeba zaměřit se na výsledek hospodaření z běžné činnosti, ze kterého je nutné vyloučit placené úroky z finančních nákladů, které jsou obsaženy již ve WACC, a tím zamezit jejich duplicitnímu výskytu při výpočtu EVA.

Stejně jako v případě úprav NOA se vylučují náklady a výnosy mimořádného charakteru (příkladem jsou výnosy z prodeje dlouhodobého majetku, mimořádné odpisy, rozpouštění rezerv, výnosy z provozně nepotřebného majetku a výnosy z finančního majetku, který je portfoliového charakteru). Rovněž je nutné započítat odpisy nově aktivovaného majetku, zejména leasingu.

Finální úprava NOPAT vyžaduje stanovení upravené daně, která se bude lišit v porovnání s účetním výsledkem hospodaření z běžné činnosti. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 62)

### 3.6 Výběr vhodné metody ocenění a stanovení hodnoty podniku

Poslední krokem při stanovení hodnoty podniku je volba vhodné metody. Při procesu oceňování je zpravidla použito více metod, které však mohou poskytovat rozdílné výsledky. Mařík et al. (2011, str. 424) nedoporučuje jako souhrnnou hodnotu použít aritmetický průměr výsledků jednotlivých metod. Je třeba zvážit různé aspekty a přiřadit jednotlivým metodám určitou váhu. Účel a funkce ocenění hraje při volbě vhodné metody rovněž klíčovou roli, stejně jako kategorie hodnoty nebo charakteristika oceňované společnosti (jimiž je například fáze rozvoje společnosti, postavení na trhu a vývoj společnosti do budoucna). (Kislingerová, 2001, str. 367)

## 4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Metody ocenění podniku se rozlišují na tři základní přístupy, a to na stanovení hodnoty podniku na základě majetkových, výnosových metod a metod využívající analýzy trhu.

### 4.1 Ocenění podniku na základě majetkových metod

V případě ocenění společnosti na základě majetkových metod dochází k ocenění každé jednotlivé složky majetku. Souhrnnou hodnotu podniku poté tvoří součet jednotlivě oceněných složek majetku.

#### 4.1.1 Likvidační hodnota

Pokud není možné počítat s předpokladem trvání společnosti do budoucna, použije se pro ocenění hodnota likvidační. Jedná se o celkovou sumu, která bude získána prodejem jednotlivých složek podniku. Tato hodnota představuje nejnižší hodnotu společnosti, tzn., pokud v případě ocenění metodou výnosovou bude hodnota nižší než likvidační, bude za hodnotu společnosti označena hodnota likvidační. Nevýhoda této metody spočívá v dlouhodobém procesu likvidace, a často také v minimálních výnosech z prodeje majetku. (Poláček, Attl, 2006, str. 150)

#### 4.1.2 Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Při stanovení účetní hodnoty podniku se vychází z rozvahy dané společností. Výše vlastního kapitálu podniku se stanoví jako rozdíl celkových aktiv společnosti a cizích zdrojů. Účetní hodnota podniku bývá zpravidla pouze informativní, protože neodpovídá hodnotě reálné. Reálné ocenění vychází z aktuálních cen na trhu k datu ocenění, kdežto účetní hodnota je tvořena na principu historických cen. Výhodou použití účetní hodnoty je jednoduchost zjištění a také její průkaznost. Z tohoto důvodu se účetní hodnota označuje jako hodnota výchozí. (Mařík et al., 2011, str. 324)

#### 4.1.3 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Důležitým předpokladem stanovení substanční hodnoty podniku je předpoklad pokračování podniku ve své činnosti. Podstata substanční metody spočívá v analýze jednotlivých složek podniku. K určení této hodnoty se stanovují jednotlivé reprodukční ceny daného majetku, které jsou poníženy o reálné opotřebení. Jde v podstatě o hodnotu podniku vyjád-

řenou v nákladech, které by musely být vynaloženy na znovuvybudování daného podniku k datu ocenění. (Poláček, Attl, 2006, str. 150)

Krabec (2009, str. 212 – 213) rozlišuje substanční hodnotu založenou na principu reprodukčních cen následovně:

- **Úplná substanční hodnota** – tato hodnota zahrnuje výši veškerých nákladů na znovuvybudování podniku
- **Neúplná substanční hodnota** – zahrnující pouze samostatně vymežitelný hmotný a nehmotný majetek

#### 4.1.4 Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Tuto metodu je vhodné využít, pokud se investor rozhoduje mezi vybudováním nového podniku nebo jeho koupí. Jak uvádí Mařík et al. (2011, str. 328) u metody úspory nákladů nedochází k individuálnímu ocenění jednotlivých složek majetku. Tato metoda vychází pouze z peněžních toků spojených s danými majetkovými složkami. Hodnota majtkové podstaty společnosti vychází z plánovaných investičních výdajů a provozních nákladů.

## 4.2 Ocenění podniku na základě výnosových metod

Podstata výnosových metod spočívá ve stanovení hodnoty společnosti pomocí očekávaného užítku, který plyne vlastníkům z daného podniku. Pokud hodnota podniku zahrnuje rovněž reálné ocenění závazků společnosti, označuje se jako hodnota brutto. Je-li od brutto hodnoty odečtena výše závazků, je získána netto hodnota podniku, čili hodnota VK.

### 4.2.1 Metoda diskontovaného Cash Flow

Pratt (2002, str. 133) uvádí, že se jedná o metodu založenou na diskontovaných peněžních tocích. Tyto toky představují reálný příjem – vyjádření užítku, který plyne z daného podniku jeho majitelům. Allman (2010, str. 2) u metody DCF rozlišuje tři přístupy, a to:

- **Metoda Entity** – jedná se o peněžní toky, které plynou vlastníkům i věřitelům, jež se diskontují za účelem získání brutto hodnoty. Hodnota vlastního kapitálu se stanoví odečtením cizího kapitálu od hodnoty brutto.
- **Metoda Equity** – tato metoda představuje peněžní toky plynoucí pouze vlastníkům, jejichž diskontováním je získána přímo netto hodnota vlastního kapitálu. (Pinto, 2010, str. 312)



- **Metoda AVP** – hodnota podniku v případě využití metody AVP je stanovena součtem hodnoty nezadluženého podniku a současné hodnoty daňových úspor z úroků.

V prvním kroku u metody entity je nezbytné stanovit korigovaný výsledek hospodaření. Jedná se o korekturu stejnou jako v případě výpočtu NOPAT u metody ekonomické přidané hodnoty. Tyto úpravy výsledku hospodaření vyžadují vyloučení placených úroků, mimořádných položek, výnosů z mimořádných aktiv, nákladů na výzkum a vývoj a vzdělávání zaměstnanců apod. Rovněž je nutné upravit VH o dodatečné odpisy z nově zařazeného leasingového majetku. (Allman, 2010, str. 2; Mařík et al., 2011, str. 171)

Co se týká investic, měly by být použity pouze investice vykazující kladnou čistou současnou hodnotu, a mělo by se jednat o investice pouze do provozně nutného majetku. (Mařík et al., 2011, str. 171)

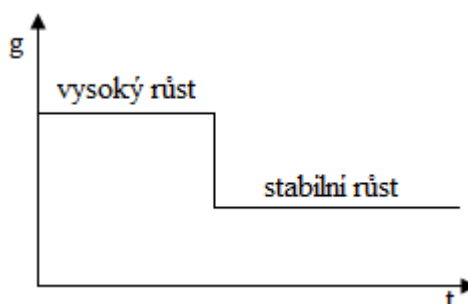
Tab. 1 – Postup při určení volného peněžního toku (metoda entity)

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	-	Upravená daň z příjmů (=KPVH <sub>D</sub> × daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozních VH, které nejsou výdaji v BO
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	=	<b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

Zdroj: Vlastní zpracování dle (Mařík et al., 2011, str. 170)

#### 4.2.1.1 Dvofázová metoda

Dvofázová metoda vychází z předpokladu, že je možné budoucnost podniku rozdělit na dvě období. V první fázi období je možné sledovat a plánovat vývoj volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze poté představuje období od konce první fázi do nekonečna, a označuje se jako pokračující hodnota. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 220)



Obr. 2 – Průběh dvofázové metody (vlastní zpracování)

Důležitým krokem je stanovení délky jednotlivých fází. Délku první fáze je možné odvodit z tvorby hodnoty, fáze životního cyklu, fáze cyklu konjunktury, z celkové rovnováhy nebo z délky podnikových plánů. Při odhadu pokračující hodnoty je možné přihlídnout k stabilizovaným základním parametrům, konstantnímu růstu podniku či výnosnosti investic. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 220)

- **1. fáze**

Hodnota podniku brutto  $H_b$  se stanoví jako součet první fáze a pokračující hodnoty  $PH$ :

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

Kde:  $FCFF$  = peněžní toky plynoucí do firmy,  $i_k$  = kalkulovaná úroková míra,  $t$  = rok

- **Pokračující hodnota**

Gordonův vzorec spolu s parametrickým vzorcem patří mezi techniky výpočtu pokračující hodnoty na principu DCF. (Mařík et al., 2011, str. 183)

#### A. Gordonův vzorec

Při využití Gordonova vzorce se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Jedná se o současnou hodnotu nekonečně jdoucí řady peněžních toků ve druhé fázi.

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

Důležitá podmínka platnosti vzorce:  $i_k > g$ , kde  $g$  představuje tempo růstu

#### B. Parametrický vzorec

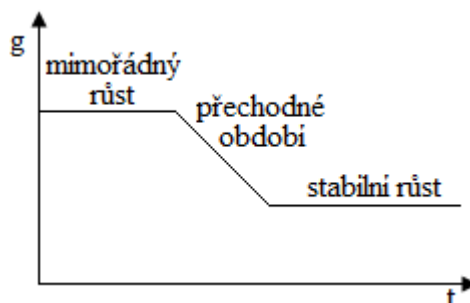
Tato technika výpočtu pokračující hodnoty počítá s využitím generátorů hodnoty – tempa růstu  $g$  a očekávané rentability nových investic  $r_I$ .

$$\text{pokračující hodnota v čase } T = \frac{KPVH_{T+1} \times (1 - \frac{g}{r_I})}{(i_k - g)} \quad (3)$$

Kromě Gordonova a parametrického vzorce existují techniky výpočtu PH založené na jiné než výnosové metodě. Jedná se například o účetní, likvidační a substanční metodu či multiplikátor  $P/E$ . (Mařík et al., 2011, str. 199)

#### 4.2.1.2 Třífázová metoda

Třífázová metoda představuje podrobnější členění budoucnosti, a to na tři fáze – fázi mimořádného růstu, fázi přechodu a fázi stabilního růstu (pokračující hodnoty).



Obr. 3 – Průběh třífázové metody  
(vlastní zpracování)

Obdobně jako v případě dvoufázové metody je brutto hodnota podniku  $H$  stanovena následovně:

$$H = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} \times (i_k - g)} \quad (4)$$

Kde:  $FCF$  = peněžní tok pro vlastníky,  $T$  = počet let,  $i_k$  = úroková míra,  $g$  = tempo růstu

(Mařík et al., 2011, str. 200)

#### 4.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda čistých kapitalizovaných výnosů je založena na stanovení tzv. trvalého zisku, jenž představuje prostředky, které mohou být rozděleny vlastníkům, aniž by byla dotčena majetková podstata podniku. Východiskem pro stanovení trvalého zisku je řada minulých účetních VH, které jsou převedeny na reálnou úroveň. VH je třeba upravit zejména o odpisy, které by se měly odchylovat pouze minimálně od reálného opotřebení, dále by se měly vyloučit náklady a výnosy, jež nesouvisí s provozně nutným majetkem a rovněž je vhodné vyloučit mimořádné náklady a výnosy. Korektura VH vyžaduje účtování nákladů a výnosů do období, se kterým časově a věcně souvisí. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 226)

Ke stanovení trvalého zisku se využívají dvě metody:

- **Analytická metoda** – ocenění závisí na předpovědi budoucích výsledků hospodaření, které jsou upraveny o vliv financování. Tato metoda je založena na podobném principu

jako metoda DCF, s tím rozdílem, že nevychází z peněžních toků, ale upravených budoucích výsledků hospodaření. Předpokladem využití analytické metody je možnost stanovit řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů ČV a předpoklad trvání podniku. Pro dvoufázovou metodu tedy platí:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (5)$$

Kde:  $T\check{C}V$  = trvale odnímatelný výnos,  $i_k$  = úroková míra,  $T$  = počet let

- **Paušální metoda** – využití této metody je vhodné zejména u podniků s obtížně předpověditelnou budoucností. Tento přístup vychází z předpokladu, že podnik bude v budoucnu dosahovat obdobných výnosů jako v minulosti, a rovněž předpokládá, že podnik nebude vykazovat výrazné růstové tendence. Dalším specifickým paušální metody je stanovení úrokové míry, kterou je nutné očistit o inflaci, vzhledem k tomu, že paušální metoda kalkuluje ve stálých cenách. Netto hodnota podniku  $H_n$  je vyjádřena:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (6)$$

Kde:  $T\check{C}V$  = trvale odnímatelný čistý výnos,  $i_k$  = úroková míra

(Mařík et al., 2011, str. 272)

#### 4.2.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota – EVA znázorňuje ekonomický zisk, který tvoří podnik po odečtení všech nákladů na kapitál včetně nákladů na kapitál vlastní. Tento ukazatel se řadí mezi moderní přístupy hodnotového řízení a měří, jak podnik přispívá svými aktivitami ke zvýšení nebo snížení hodnoty pro vlastníky za dané období. (Pavelková, Knápková, 2012)

$$EVA = NOPAT - WACC \times C \quad (7)$$

Kde:  $NOPAT$  = čistý operativní zisk,  $WACC$  = vážené náklady na kapitál,  $C$  = kapitál

Ukazatel EVA je možné využít v různých směrech, například pro hodnocení investičních projektů, měření výkonnosti podniku, jako měřítko pro odměňování manažerů a oceňování podniků a akvizic. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 52)

Jako nástroj pro ocenění podniků má ukazatel EVA význam především proto, že zahrnuje hlavní faktory, které přispívají k tvorbě hodnoty podniku. Výsledná hodnota podniku se stanoví jako součet investovaného kapitálu  $NOA_0$  a současné hodnoty budoucích EVA. Podrobněji rozepsaný tvar je stanoven:

$$H = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (8)$$

Kde:  $g$  = tempo růstu,  $D_0$  = úročený dluh,  $A_0$  = neoperativní aktiva  $T$  = počet let

Mařík et al. (2011, str. 280) dodává, že obdobně jako u metody DCF je možné i u metody ekonomické přidané hodnoty aplikovat vzorec pro třífázový průběh.

### 4.3 Metody založené na analýze trhu

Základem těchto metod je porovnání oceňovaných podniků, emitovaných akcií a celkové finanční situace se srovnatelnými podniky. Jedná se o metody, které jsou vázány na tržní prostředí. Mezi tyto metody se řadí:

- Přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu
- Metoda tržního porovnání (metoda srovnatelných podniků a transakcí)

(Poláček, Attl, 2006, str. 148)

### 4.4 Volba správné metody

Jak uvádí profesor Fernandez ve svém odborném článku na téma metody oceňování, nejčastější chyba vyskytující při stanovení hodnoty podniku spočívá ve volbě metody, která se přespříliš orientuje na historická data. Tyto data jsou nejčastěji přebírána z rozvahy a výkazu zisku a ztrát. Nedostatečnou vypovídací schopnost účetních dat ilustruje na příkladu dvou firem s totožnými výkazy, ale s různým potenciálem. První firma je charakteristická vysokým obratem, ziskem a se schopností tvořit přidanou hodnotu. Druhá firma je stabilní, avšak v přímém ohrožení konkurence, které je schopna čelit s jen obtížemi. Z toho plyne, že není možné ocenit tyto firmy stejnou hodnotou, i přestože mají identické účetní výkazy. V návaznosti na to, hodnotí profesor Fernandez jako nevhodnější metodu diskontovaného cash flow, neboť tato metoda dokáže vyjádřit hodnotu VK pomocí schopnosti generovat peněžní toky pro vlastníky. Z toho vyplývá, že výběr správné metody je základním předpokladem pro co nejuvěrnější zobrazení reálné hodnoty podniku. (Fernandez, 2015, 13)

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI

Vybraná společnost patří mezi významné tuzemské výrobně – obchodní podniky s dlouholetou tradicí již od roku 1952. V roce 1991 byla společnost transformována na akciovou společnost, která patří mezi největší průmyslové podniky působící v Jihomoravském kraji. Zvolený podnik je držitelem mnoha certifikátů a ocenění, a to především za přístup ke svým zaměstnancům a za koncepty nových produktů a technologií.

### 5.1 Předmět činnosti podniku

Společnost působí více než 60 let na mezinárodním trhu s gumárenskými výrobky a technickými pěny. Široký sortiment výrobků nalézá uplatnění v několika různých odvětvích současně. Jedná se zejména o:

- **automobilový průmysl** – pěnové výplně opěrek, clon, sedáků a ostatní prvky interiérů automobilů.
- **nábytkářský průmysl** – jádra do postelových matrací, technické a speciálně povrchově upravované textilie.
- **vzduchem plněné systémy** – nafukovací čluny, lodě a rafty + speciální záchranné a nafukovací systémy.

### 5.2 Strategie a cíle společnosti

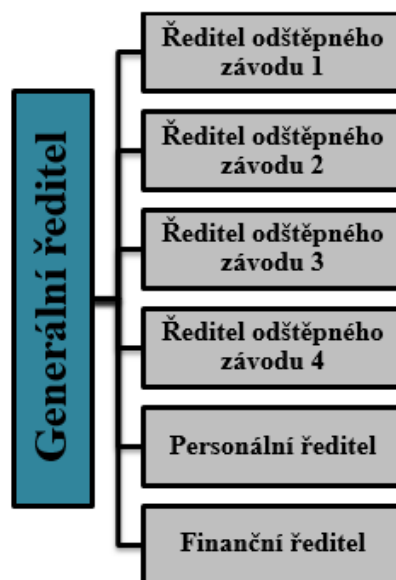
Mezi hlavní cíle si společnost klade spokojenost svých zákazníků, kterou zabezpečuje nabídkou širokého sortimentu vysoce kvalitních výrobků. Výroba dokonalých produktů s použitím nejmodernější technologie s minimálním dopadem na životní prostředí je zde zcela klíčová.

Součástí dlouhodobé strategie je cílená obchodní a marketingová politika. Vybraná společnost považuje za jádro podnikání důvěru a spolehlivost, kterou může nabídnout svým zákazníkům a partnerům. Dlouhodobé záměry a strategické cíle jsou orientovány na udržení trvalého růstu a neustálé zvyšování prosperity firmy.

### 5.3 Organizační struktura

Vybraná akciová společnost je organizačně rozdělena do tří výrobních odštěpných závodů a jednoho odštěpného závodu, který zabezpečuje servis výrobním závodům a ostatním úsekům. Podnik rozlišuje 3 úseky zajišťující vrcholové řízení, personální, mzdovou a eko-

nomickou agendu. Jedná se o úsek generálního ředitele, personální úsek a ekonomický úsek. Každý odštěpný závod má svou samostatnost a může rozhodovat o podnikatelské činnosti, která pod něj náleží. Odštěpné závody nemají právní subjektivitu, ta náleží pouze společnosti jako celku.



Obr. 4 – Organizační členění podniku

Vybraný podnik patří mezi největší zaměstnavatele v regionu. Svědčí o tom rovněž i fakt, že zaměstnává v průměru 1 100 osob. Přehled o vývoji zaměstnanců ve vybraném podniku podává tabulka č. 2. Z toho nejvíce, tedy celkem 40 % tvoří zaměstnanci odštěpného závodu OZ 1 zabývající se výrobou pryží a plastů, a 31 % zaměstnanců působí v OZ 2, pod který spadá výroba autopříslušenství. Co se týká struktury zaměstnanců dle dosaženého vzdělání, největší zastoupení (50 %) mají zaměstnanci se středním odborným vzděláním.

Tab. 2 – Vývoj zaměstnanců vybrané společnosti

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Muži	513	495	511	479	421	440
Ženy	703	688	742	721	594	622
<b>Celkem</b>	<b>1 216</b>	<b>1 183</b>	<b>1 253</b>	<b>1 200</b>	<b>1 015</b>	<b>1 062</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 5.4 Důvody pro ocenění společnosti

Ocenění vybrané společnosti má informativní charakter a slouží pro interní potřeby managementu. Cílem procesu ocenění je stanovení tržní hodnoty vybraného podniku k datu 1. 1. 2015.

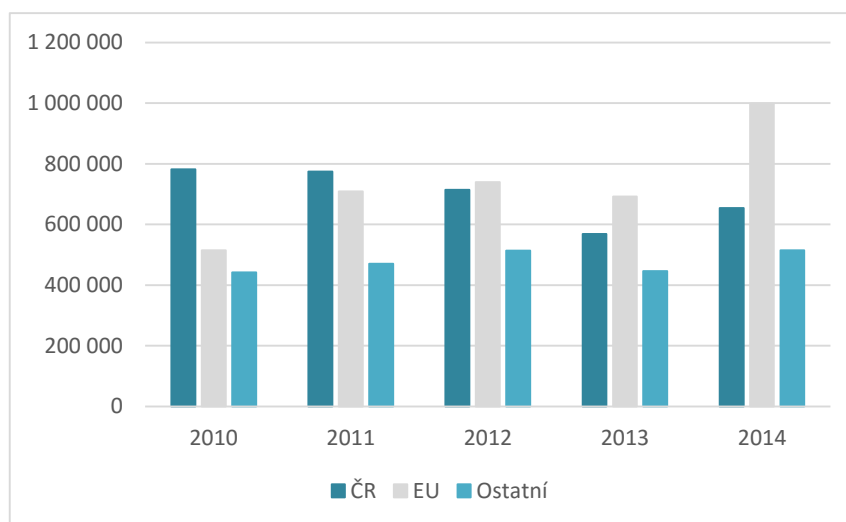


## 6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Úvod strategické analýzy je věnován průzkumu a prognóze trhu, na kterém vybraná společnost působí. Následuje průzkum vnějšího prostředí včetně stanovení tržního podílu, identifikace konkurence a analýzy vnitřního potenciálu společnosti. Závěr strategické analýzy je věnován prognóze tržeb a celkovému shrnutí v podobě SWOT analýzy.

### 6.1 Analýza a prognóza trhu

Vybraný podnik působí na trhu tuzemském i v zahraničí. Společnost patří mezi významné exportéry a její výrobky putují zejména do zemí EU a USA (podíl exportu tvoří více než 65% celkových tržeb). Obrázek č. 5, znázorňuje tržby v CZK plynoucí z jednotlivých trhů.



Obr. 5 – Vývoj tržeb z územního hlediska (vlastní zpracování)

Relevantní trh vybrané společnosti z hlediska územního se dělí na tuzemský a zahraniční. Dle struktury zákazníků je možné trh rozdělit na zákazníky převážně z odvětví Automotivace. Doplňkové zákazníky poté tvoří odběratelé z nábytkářského průmyslu, textilního průmyslu a ostatních sektorů zahrnujíc např. sport a volný čas. Z hlediska konkurence tvoří trh všechny podniky, které působí v oblasti zpracování polyuretanových pěn, výroby nafukovacích člunů, matrací a textilu s povrchovou úpravou směsmi na bázi kaučuků nebo plastů, a v neposlední řadě podniky zabývající se výrobou záchranných systémů.

#### 6.1.1 Velikost relevantního trhu

Velikost tuzemského trhu je možné určit na základě informací o prodejkách v odvětví, do kterého vybraný podnik náleží. Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE se spo-

lečnost řadí do sekce C (zpracovatelský průmysl) konkrétně do podsekce **C- 22 (výroba pryžových a plastových výrobků)**. Velikost tržeb z vybraného odvětví je uvedena v následující tabulce:

Tab. 3 – Vývoj tržeb odvětví C-22 dle jednotlivých trhů v letech 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Tuzemský trh (v mil. EUR)</b>					
<b>C-22</b>	3 950,1	4 439,6	4 724,4	4 688,2	5 064,9
<b>Evropský trh (v mil. EUR)</b>					
<b>C-22 EU-27</b>	64 367,1	74 347,7	72 961,8	70 718,1	72 050,4

Zdroj: vlastní zpracování dle statistik MPO a Eurostat

Celkové tržby v odvětví uvedené ve statistikách MPO v CZK byly přepočítány kurzem 27,7 CZK/EUR vyhlášeným ČNB k datu ocenění podniku z důvodu lepšího porovnání s tržbami plynoucími z Evropských zemí.

### 6.1.2 Analýza atraktivity trhu

V rámci analýzy atraktivity trhu je nutné sledovat faktory, které mohou být významné z hlediska poptávky a prodeje:

- **Růst trhu** – na základě tabulky č. 4, lze říci, že tuzemský trh vykazuje převážně klesající tendenci tempa růstu trhu, vyjma roku 2014. Obdobně i Evropský trh znamenal mírný pokles tržeb v roce 2012 a 2013. Důvodem mohl být vliv ekonomické krize. Celkový růst tržeb v EU v daném odvětví má pomalejší trend než v případě trhu tuzemského.

Tab. 4 – Tempo růstu tržeb dle jednotlivých trhů v letech 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Tuzemský trh	22,06%	12,39%	6,42%	-0,77%	8,03%
EU-27	12,24%	15,51%	-1,86%	-3,08%	1,88%

Zdroj: vlastní zpracování

- **Velikost trhu** – odvětví C-22 (výroba pryžových a plastových výrobků) dosahuje na tuzemském trhu podíl na celkovém zpracovatelském průmyslu téměř 6 %. Pozice tohoto odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu je velmi významná, především z důvodu úzkých vazeb na další odběratelská odvětví (např. výroba automobilů, stavebnictví, strojírenství). Na Evropském trhu tvoří odvětví C-22 zhruba 1 % z celkového zpracovatelského průmyslu.

- **Přímá konkurence** – Konkurenční nevýhodou v tomto odvětví je velmi úzká specializace jednotlivých produktů, což představuje závislost na malém počtu odběratelů. Riziko je možné také spatřit v nízké cenové konkurenceschopnosti v případě průniku východoasijské konkurence na trh.
- **Průměrná rentabilita, substituty a bariéry vstupu** – Dané odvětví je charakteristické vysokou rentabilitou, která činí téměř 26 %. Vysoká rentability souvisí s většími bariérami vstupu do odvětví a nízkou možností substituce výrobků.
- **Citlivost na konjunkturu** – vzhledem k faktu, že jednou z nejvýznamnějších skupin zákazníků tohoto odvětví tvoří Automotive, je možné předpokládat snížení poptávky po daných výrobcích v období poklesu ekonomiky.
- **Struktura zákazníků** – odvětví CZ NACE C-22 je charakteristické širokou škálou výrobků, které jsou určeny jednak pro podniky k dalšímu zpracování, ale i pro konečné spotřebitele. Široké spektrum zákazníků je možné hodnotit pozitivně.
- **Vlivy prostředí** – do této kategorie lze zahrnout riziko vývoje cen přírodního kaučuku, který je základní surovinou pro dané odvětví. Vzhledem k nepříznivému počasí a následnému nedostatku kaučuku, může dojít k nárůstu cen tohoto vstupu.

Tab. 5 – Analýza atraktivity na tuzemském trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					×			12
Velikost trhu	2				×				6
Intenzita konkurence	3			×					6
Průměrná rentabilita	2						×		10
Bariéry vstupu	1					×			4
Možnosti substituce	1					×			4
Citlivost na konjunkturu	1			×					2
Struktura zákazníků	2						×		10
Vlivy prostředí	1				×				3
<b>Celkem</b>	<b>16</b>								<b>57</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Mařika et al.

Maximální počet bodů =  $16 \times 6 = 96$

Dosažené hodnocení odvětví činí 57 bodů, tedy 59,375 %. Atraktivita trhu je hodnocena celkově jako mírně nadprůměrná.

### 6.1.3 Prognóza trhu

Pro stanovení predikce vývoje tuzemského trhu byla zvolena regresní analýza. Předpokládá se vývoj relevantního trhu (vysvětlovaná proměnná) podle vývoje HDP České republiky (vysvětlující proměnná). Predikce vývoje HDP pro roky 2015 – 2018 byla stanovena na základě lineárního trendu podle funkce Lintrend v MS excel. Následně s využitím regresní analýzy bylo možné odhadnout vývoj relevantního trhu. O celkové dynamičnosti tuzemského trhu svědčí vývoj tempa růstu trhu znázorněný v následující tabulce:

Tab. 6 – Vývoj a prognóza tuzemského relevantního trhu

	(V mil EUR)	HDP ČR	Relevantní trh	Tempo růstu
<b>Skutečnost</b>	2009	116 563,50	3 236,17	-
	2010	119 441,80	3 950,09	22,06%
	2011	121 614,00	4 439,61	12,39%
	2012	120 372,20	4 724,42	6,42%
	2013	119 247,70	4 688,23	-0,77%
	2014	121 632,65	5 064,85	8,03%
<b>Predikce</b>	2015	122 164,14	5 040,82	-0,47%
	2016	122 836,19	5 238,04	3,91%
	2017	123 508,24	5 435,25	3,77%
	2018	124 180,29	5 632,47	3,63%
<b>Tempo růstu tržeb 2010-2014</b>				<b>9,63%</b>
<b>Tempo růstu tržeb 2015-2018</b>				<b>2,71%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle MPO, Eurostat

Analýzy zpracované Ministerstvem průmyslu a obchodu (MPO, © 2015) uvádí, že ohlášené investiční záměry v daném odvětví naznačují, že v nejbližších letech bude i nadále docházet k dynamickému rozvoji tohoto odvětví. Studie MPO rovněž dodávají, že v produkci plastů existují rezervy, a předpokládá se, že se daná výroba bude velmi rychle rozvíjet. V nejbližších letech se očekává rozmach pozitivního trendu bioplastů. Tento rozvoj by měla podpořit i směrnice EU, která má v plánu omezit produkci plastových tašek, a tím podpořit regionální produkci kompostovatelných plastů.

K predikci vývoje evropského trhu byla rovněž využita regresní analýza. Jako vysvětlující proměnná bylo v tomto případě zvoleno HDP EU27. Evropský trh v daném odvětví rovněž vykazuje rostoucí tempo růstu tržeb, avšak rychlost růstu za minulé období není tak dynamická jako v případě trhu tuzemského. Zprávy MPO uvádí, že hrozbou pro Evropský trh může být konkurence s Ruska, Číny, Brazílie a Indie. Odborníci předpokládají, že se

v budoucnu část produkce z těchto lokalit může přesunout do Západní Evropy, a tím ohrožit místní dodavatele. Střední Evropa (včetně ČR) nemusí být tolik světovou konkurencí ohrožena, z důvodu toho, že výrobci z této oblasti jsou schopni produkovat s celkovými nižšími náklady, což se pro konkurenci nemusí zdát atraktivní. (MPO, ©2015)

Tab. 7 – Vývoj a prognóza Evropského relevantního trhu

	(V mil EUR)	HDP EU-27	Relevantní trh	Tempo růstu
<b>Skutečnost</b>	2009	11 341 991,30	56 337,10	-
	2010	11 572 000,20	64 367,10	14,25%
	2011	11 763 507,30	74 347,70	15,51%
	2012	11 718 952,00	72 961,80	-1,86%
	2013	11 730 189,80	70 718,10	-3,08%
	2014	11 906 142,65	72 050,40	1,88%
<b>Predikce</b>	2015	11 997 207,56	79 084,37	9,76%
	2016	12 090 086,71	82 118,85	3,84%
	2017	12 182 965,86	85 153,33	3,70%
	2018	12 275 845,01	88 187,81	3,56%
<b>Tempo růstu tržeb 2010-2014</b>				<b>5,34%</b>
<b>Tempo růstu tržeb 2015-2018</b>				<b>5,21%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu

## 6.2 Analýza makroprostředí

Účelem analýzy ekonomického makroprostředí pomocí PESTE analýzy je identifikace faktorů, které by mohly mít vliv na ekonomický vývoj podniku.

### 6.2.1 Politické a legislativní faktory

Současná vláda ČR se v programovém prohlášení zavázala k boji proti daňovým únikům. Jedním z takových je kontrola daně z přidané hodnoty. Od 1. 1. 2016 vznikla plátcům DPH zákonná povinnost podávat kontrolní hlášení. Jedná se o speciální daňové tvrzení podávané pouze prostřednictvím elektronického formuláře, jenž má sloužit k odhalení daňových úniků a podvodů. Pro vybraný podnik, který je plátcem DPH, to představuje úpravy softwaru pro účely kontrolního hlášení a zvýšení výdajů spojených se školením zaměstnanců, případně se zajištěním externího poradenství. Zavedení KH představuje rovněž i zvýšení časové náročnosti při zadávání dat do systému. Bude-li hlášení podáno opožděně případně s kritickými chybami, může to představovat pro společnost zvýšení nákladů ve formě vysokých pokut. (Finanční správa, ©2016)

Dne 1. 1. 2016 nabylo účinnosti rozhodnutí vlády o zvýšení minimální mzdy o 700 Kč. Minimální mzda pro rok 2016 tedy představuje 9 900 Kč (hodinová mzda 58,7 Kč/hod). Pro vybraný podnik to může představovat nárůst osobních nákladů. (ING, ©2016)

Novela zákoníků práce, která vešla v platnost v říjnu 2015, zahrnuje úpravu problematiky týkající se odškodného v případě pracovního úrazu nebo nemoci z povolání. Tato novela zahrnuje zvýšení odškodnění u bolestného ze 120 Kč na 250 Kč, které může rovněž pro společnost představovat zvýšení osobních nákladů. (ING, ©2016)

### 6.2.2 Ekonomické faktory

V rámci strategické analýzy je vhodné sledovat hlavní ekonomické ukazatele, které zahrnují zejména:

#### Hrubý domácí produkt

Na základě tabulky č. 8, je možné pozorovat vývoj HDP ve stálých cenách v ČR, který byl v minulých letech značně kolísavý. Avšak v roce 2014 byl započat růstový trend vývoje HDP, který by měl na základě analýz Ministerstva Financí i Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) pokračovat i ve střednědobém horizontu. Rostoucí trend je potvrzen i bližší analýzou v kapitole 6.1.3. Prognóza trhu.

Tab. 8 – Vývoj HDP v ČR v letech 2010-2015

(v mil. EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>HDP</b>	119 441,8	121 614,0	120 372,2	119 247,7	121 632,7
<b>Tempo přírůstku HDP</b>	2,47%	1,82%	-1,02%	-0,93%	2,00%

Zdroj: (www.kurzy.cz, ©2016)

#### Inflace

Aktuální meziroční míra inflace se pohybuje okolo 0,5 %. Nejvyšší inflace bylo dosaženo počátkem roku 2008, kdy růst cen dosahoval 7,5 %. Tato skutečnost byla způsobena ekonomickou krizí, která se v daných letech výrazně projevila. Od roku 2012 je možné opět pozorovat pokles meziroční inflace, která se nyní dlouhodobě pohybuje na velmi nízké úrovni. Nízká inflace má pozitivní vliv na ekonomický vývoj.



Obr. 6 – Vývoj meziroční inflace v ČR (tradingeconomics.com, ©2016)

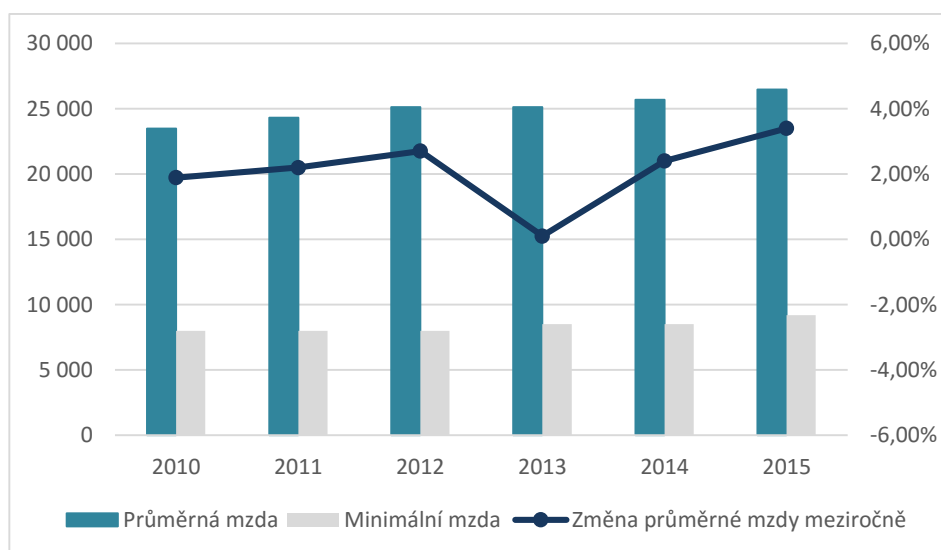
### Změna průměrné nominální mzdy

Průměrná mzda za posledních 6 let vykazuje rostoucí trend. Na základě analýz je možné předpokládat nárůst průměrné mzdy i v dalších letech. Pokud na to podnik nebude reagovat zvýšením mezd svých pracovníků, může to zaměstnance demotivovat, a na základě toho mohou odejít pracovat ke konkurenci. V opačném případě se zvýšení mezd projeví růstem osobních nákladů. Stejně tak tomu je i v případě minimální mzdy, která od roku 2013 narůstá. Jak již bylo zmíněno, v roce 2016 došlo ke zvýšení minimální mzdy na 9 900 Kč.

Tab. 9 – Vývoj průměrné mzdy v ČR v letech 2010-2015

(v Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Průměrná mzda</b>	23 488	24 319	25 109	25 128	25 686	26 467
<b>Změna prům. mzdy meziročně</b>	1,89%	2,20%	2,70%	0,10%	2,40%	3,40%
<b>Minimální mzda</b>	8 000	8 000	8 000	8 500	8 500	9 200

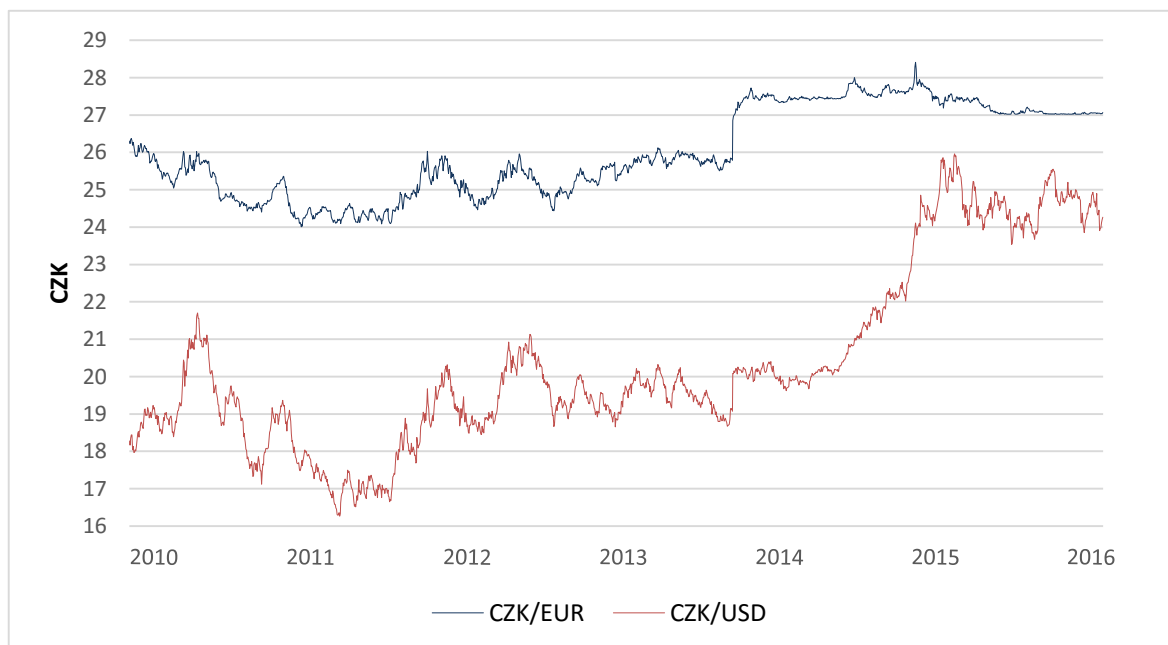
Zdroj: (kurzy.cz, ©2016)



Obr. 7 – Vývoj průměrné a minimální mzdy v ČR (vlastní zpracování)

### Vývoj kurzu měny

Vzhledem ke skutečnosti, že je daný podnik významným exportérem, a to především do zemí Evropské Unie a Ameriky, je vhodné sledovat vývoj měn daných zemí. Obr. č. 8 znázorňuje vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD. Významný vliv pro společnost mělo oslabení koruny v roce 2013, které plánuje ČNB udržet až do roku 2017. Toto oslabení se může projevit pozitivně v důsledku zvýšení cen výrobků exportovaných do zahraničí. Naopak negativní důsledek pro společnost představuje díky intervenci zdražení cen vstupů dovážených ze zahraničních zemí. Tato skutečnost může způsobit horší vyjednávací pozici s dodavateli i odběrateli. Kolísavost kurzu může pro podnik představovat rovněž zvýšení/snížení ziskovosti dodávek v podobě kurzového rozdílu. Aby se společnost chránila proti těmto změnám, může využít hedging.



Obr. 8 – Vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD (vlastní zpracování dle kurzů ČNB)

### 6.2.3 Sociálně – kulturní faktory

Sociálně kulturní faktory zahrnují vlivy, které jsou spojené s postojem, životní úrovní a strukturou obyvatelstva. Lidé se v současné době dožívají vyššího věku, to představuje potenciální nutnost posunu věkové hranice odchodu do důchodu. Rovněž roste vzdělanost obyvatelstva, v posledních letech stoupá počet lidí se středoškolským a vysokoškolským vzděláním, naopak ubývá lidí vyučených v řemesle. Pro vybraný podnik to může představovat obtížné hledání dostatečně kvalifikovaných pracovníků na obsluhu zařízení a rovněž zvýšení nákladů na udržení kvalitních pracovníků ve výrobě. Zvýšení osobních nákladů



může představovat rovněž i růst životní úrovně obyvatelstva. Lidé zvyšují poptávku po luxusním zboží a vyžadují zvýšení mezd. S rostoucí životní úrovní se mění i osobní priority. Zaměstnanci se orientují na kvalitně strávený čas, a především roste poptávka po českých ekologicky nezávadných výrobcích. V dnešním globalizovaném světě může pro vybranou společnost představovat hrozbu odchod mladých lidí do zahraničí, což se může projevit nedostatkem pracovníků na vyšších stupních řízení. Naopak rostoucí požadavky na výuku cizích jazyků může společnosti umožnit najímání jazykově vzdělaných lidí, a tím rozšířit komunikaci a spolupráci se zahraničními podniky.

#### **6.2.4 Technologické faktory**

Požadavky zákazníků dnešní doby představují vysokou míru kvality výrobku, kterou může zabezpečit neustálá modernizace výrobního procesu. Snaha o všeobecné zdokonalování se může projevit nárůstem investic za cílem podpory výzkumu a vývoje, a to především v oblasti nových materiálů. Růst trendu automatizace výroby může pro vybraný podnik představovat nárůst fixních nákladů a způsobit změny v zaměstnanosti.

#### **6.2.5 Ekologické faktory**

Ekologicky nezávadná výroba s minimálním dopadem do životního prostředí je dnes nezbytnou nutností. V posledních letech vzešly v platnost vyhlášky zabývající se ochrannou životního prostředí (odpadové a vodní hospodářství, nakládání s nebezpečnými látkami, ochrana ovzduší, spotřeba energií). S každou legislativní změnou v oblasti ŽP je nutné provést hodnocení souladu činnosti podniku s jednotlivými právními požadavky, jenž může pro vybranou společnost představovat zvýšení nákladů. Příkladem legislativní změny v oblasti ŽP je novela zákona o odpadech, jež nabyla účinnosti 1. 10. 2015. Tato novela se týká především upřesnění způsobu využívání a odstraňování odpadů. Významnou roli mezi ekologickými faktory může mít třídění odpadů, při kterém může podnik získat značné množství druhotných surovin, které může následně recyklovat nebo případně prodat.

### **6.3 Analýza mikroprostředí a konkurenční síly podniku**

Analýza mikroprostředí podniku se zabývá především vnitřním potenciálem vybraného podniku – tedy vnitřních schopností podniku se zaměřením na konkurenceschopnost. Východiskem pro tuto analýzu je rovněž určení a predikce tržního podílu.

### 6.3.1 Stanovení tržního podílu podniku

Tržního podíl společnosti v peněžním vyjádření je stanoven jako podíl tržeb vybraného podniku k celkovým tržbám odvětví, na kterém společnost působí. Pro stanovení tržního podílu zvláště pro tuzemský a Evropský trh bylo nezbytné rozdělit celkové tržby za výrobky a služby dle jednotlivých území. Tržby plynoucí z tuzemského trhu jsou uvedeny v tabulce č. 10. Tento podíl se pohybuje průměrně na úrovni 0,5 % s klesající tendencí, a můžeme jej označit jako velmi malý.

Tab. 10 – Tržní podíl vybrané společnosti na tuzemském trhu

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
ČR	109 417 503	122 977 292	130 866 542	129 863 963	140 296 349
Tržby spol.	782 294	774 583	714 068	568 490	654 637
<b>Tržní podíl</b>	<b>0,71%</b>	<b>0,63%</b>	<b>0,55%</b>	<b>0,44%</b>	<b>0,47%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení tržního podílu na Evropském trhu bylo nutné nejdříve přepočítat korunové tržby na měnu EUR kurzem ČNB k datu ocenění (27,7 CZK/EUR). Přehled vývoje tržního podílu poskytuje tabulka č. 11. Celkový tržní podíl, přestože dosahuje mírné rostoucí tendence, je na Evropském trhu zanedbatelný a pohybuje se v řádu setin procenta.

Tab. 11 – Tržní podíl vybrané společnosti na Evropském trhu

(v mil. EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
EU-27	64 367,10	74 347,70	72 961,80	70 718,10	72 050,40
Tržby spol.	18,58	25,61	26,69	24,99	36,05
<b>Tržní podíl</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,04%</b>	<b>0,04%</b>	<b>0,05%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 6.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

Určení hlavních konkurentů a jejich základních finančních ukazatelů umožňuje vybrané společnosti porovnat oblasti, ve kterých dosahuje lepších výsledků než konkurence a rovněž také určit kritická místa. K přehledu finanční situace konkurence je možné využít tzv. spider analýzu, jejíž výsledky jsou prezentovány v tabulce č. 12. Spider analýza obsahuje čtyři základní skupiny ukazatelů – rentabilita, likvidita, zadluženost a aktivita.

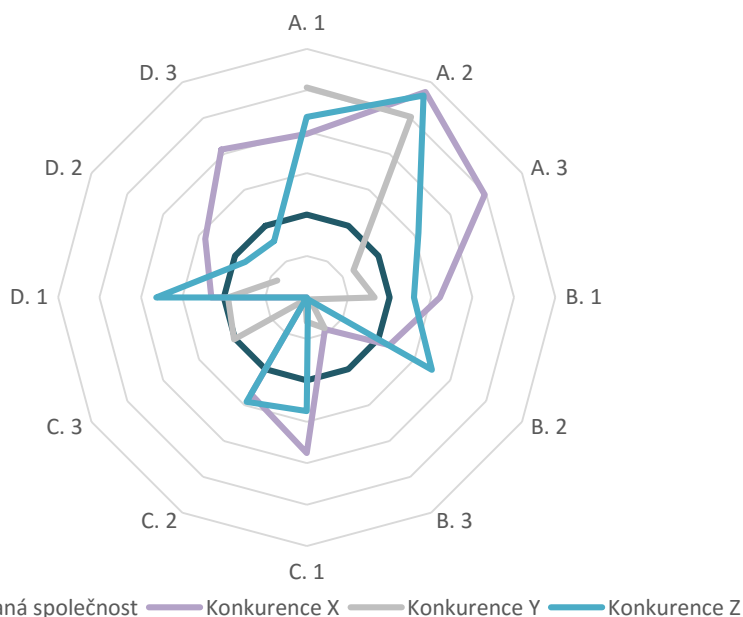
Identifikace největších konkurentů spočívala ve výběru takových podniků, u kterých je obdobná struktura produkce i zákazníků – čili odvětví výroba pryžových a plastových výrobků s orientací na zákazníky z oblasti Automotive.

Tab. 12 – Spider analýza vybrané společnosti a konkurenčních podniků pro rok 2014

	Vybraná společnost	Konkurence X	Konkurence Y	Konkurence Z
A. 1 Rentabilita VK	8,93%	17,61%	50,11%	19,44%
A. 2 Rentabilita aktiv	4,44%	12,70%	11,24%	12,49%
A. 3 Rentabilita tržeb	3,68%	9,13%	9,25%	5,73%
B. 1 Běžná likvidita	0,90	1,45	0,59	1,17
B. 2 Pohotová likvidita	0,57	0,66	0,47	1,00
B. 3 Okamžitá likvidita	0,07	0,03	0,003	0,002
C. 1 Vlastní kapitál/aktiva	0,36	0,68	0,16	0,50
C. 2 Krytí DM dl. zdroji	0,92	1,24	0,27	1,34
C. 3 Úrokové krytí	5,01	0,01	0,15	0,01
D. 1 Obratovost aktiv	1,21	1,39	1,22	2,19
D. 2 Obratovost pohledávek	5,25	7,43	5,00	4,50
D. 3 Obratovost závazků	5,72	11,78	2,34	4,49

Zdroj: vlastní zpracování

Z následujícího grafu je patrné, že zvolená společnost má oproti konkurenci výrazné problémy s rentabilitou. O nic lépe na tom není ani v případě ukazatelů likvidity, avšak v této oblasti dosahuje společnost lepších výsledků, zejména u ukazatele okamžité likvidity. Pozitivně můžeme hodnotit ukazatel C. 2., který se nejvíce blíží doporučené hodnotě 1, podnik tedy není ani podkapitalizovaný ani překapitalizovaný. V obratovosti aktiv počítaných z tržeb dosahuje podnik, sice nejnižších, ale uspokojivých hodnot. Celkově můžeme říci, že vybraná společnost mírně zaostává za konkurencí, převážně v oblasti rentability.



Obr. 9 – Spider analýza vybraného podniku a konkurence pro rok 2014

### 6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Analýza vnitřního potenciálu dle Maříka et al. (2011, str. 77) spočívá v posouzení vnitřních vývojových schopností a zjišťuje, jak je vybraná společnost schopna využít příležitostí, které nabízí daný trh, případně jak dokáže čelit různým hrozbám a konkurenci.

Prvním krokem je určení a analýza faktorů, které mají vliv na tržní podíl společnosti. Tyto faktory je možné rozdělit na **přímé** – v tabulce č. 13 se jedná o kritéria 1. - 10. (tyto faktory vnímá přímo zákazník) a **nepřímé** – kritéria 10. - 15.

Tab. 13 – Zhodnocení konkurenční síly podniku

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Váha × Body	
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5		6
1. Cenová úroveň	3				×				9
2. Šíře sortimentu	2					×	×		8
3. Kvalita zboží	2							×	12
4. Běžná dostupnost	2			×					6
5. Intenzita reklamy	1				×				3
6. Kvalita obsluhy	1				×				3
7. Úroveň prodejen	1					×			4
8. Účinnost reklamy	2				×				6
9. Image firmy	1					×			4
10. Kvalita managementu	3				×				9
11. Výkonný personál	2					×			8
12. Výzkum a vývoj	1					×			4
13. Logistika	2				×				6
14. Majetek a investice	2					×			8
15. Finanční situace	1				×				3
<b>Celkem</b>	<b>26</b>								<b>93</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka et al. (2011)

Maximální počet bodů =  $26 \times 6 = 156$  bodů.

Vybraný podnik dosáhl hodnocení 93 bodů, což činí 59,6 %

Při analýze vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti se vychází z předpokladu, že pokud daný podnik dosahuje hodnocení v rozmezí 40 – 60%, udrží si svůj tržní podíl. Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly slouží jako podklad pro prognózu vývoje tržeb. Vzhledem k tomu, že vybraná společnost dosáhla hodnocení 59,6 %, je možné předpokládat vývoj tempa růstu tržeb na stejné úrovni jako je tempo růstu relevantního trhu.

## 6.4 Prognóza tržeb podniku

Při posouzení perspektivnosti podniku je třeba vycházet nejen z analýzy vnitřního potenciálu, ale i z analýzy atraktivity trhu v daném odvětví. O vybrané společnosti s konkurenční silou 59,6%, která zároveň působí na trhu vyznačující se atraktivitou na úrovni 59 %, můžeme říci, že se řadí mezi podniky **s přijatelnou až dobrou perspektivou**. Na základě toho je možné sestavit prognózu tržeb společnosti.

V analýze vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku získala společnost hodnocení < 60 %. Tato skutečnost znamená, že u vybraného podniku existuje předpoklad udržení si současného tržního podílu, který na tuzemském trhu činí 0,47 % a na Evropském trhu 0,05 %. Na základě zmíněného předpokladu bylo tempo růstu tržeb stanoveno na stejné úrovni jako tempo růstu tržeb obou relevantních trhů. Vzhledem k tomu, že predikce vývoje tuzemského i zahraničního trhu byla uvedena v mil. EUR, byly i tržby podniku plynoucí z jednotlivých trhů stanoveny ve stejných jednotkách. Jak znázorňuje tabulka č. 14, tempo růstu tuzemského relevantního trhu a tempo růstu tržeb podniku jsou totožné, na základě čehož byly dopočítány tržby vybraného podniku pro daný trh.

Tab. 14 – predikce vývoje tržeb vybraného podniku pro tuzemský trh

	Období	Tržby tuzemský trh		Tržní podíl	Tržby podnik	
		V mil. EUR	Tempo růstu		V mil. EUR	Tempo růstu
Skutečnost	2009	3 236	×	×	26,89	×
	2010	3 950	22,06%	0,71%	28,24	5,05%
	2011	4 440	12,39%	0,63%	27,96	-0,99%
	2012	4 724	6,42%	0,55%	25,78	-7,81%
	2013	4 688	-0,77%	0,44%	20,52	-20,39%
	2014	5 065	8,03%	0,47%	23,63	15,15%
Predikce	2015	5 041	-0,47%	0,47%	23,52	-0,47%
	2016	5 238	3,91%	0,47%	24,44	3,91%
	2017	5 435	3,77%	0,47%	25,36	3,77%
	2018	5 632	3,63%	0,47%	26,28	3,63%
<b>Tempo růstu tržeb podniku 2010-2014</b>						<b>-1,80%</b>
<b>Tempo růstu tržeb podniku 2015-2018</b>						<b>2,71%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak uvádí tabulka č. 14, tempo růstu tržeb plynoucí z tuzemského trhu bylo spíše klesající. Jeho průměrná hodnota za období 2009 – 2014 byla -1,80 %. Daleko optimističtější je období plánu, které dosahuje stejné tempo růstu jako tuzemský relevantní trh, a to 2,71 %.

Stejným způsobem byly predikovány tržby podniku pro evropský trh. Vývoj tržeb byl stanoven dle tempa růstu tržeb evropského relevantního trhu.

Tab. 15 – Predikce vývoje tržeb vybraného podniku pro trhu EU27

	Období	Tržby trh EU27		Tržní podíl	Tržby podnik	
		V mil. EUR	Tempo růstu		V mil. EUR	Tempo růstu
Skutečnost	2009	56 337	×	×	16,74	×
	2010	64 367	14,25%	0,03%	18,58	11,00%
	2011	74 348	15,51%	0,03%	25,61	37,80%
	2012	72 962	-1,86%	0,04%	26,69	4,25%
	2013	70 718	-3,08%	0,04%	24,99	-6,38%
	2014	72 050	1,88%	0,05%	36,05	44,26%
Predikce	2015	79 045	9,76%	0,05%	39,57	9,76%
	2016	82 086	3,84%	0,05%	41,09	3,84%
	2017	85 126	3,70%	0,05%	42,61	3,70%
	2018	88 167	3,56%	0,05%	44,13	3,56%
<b>Tempo růstu tržeb podniku 2010-2014</b>						<b>18,19%</b>
<b>Tempo růstu tržeb podniku 2015-2018</b>						<b>5,21%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledné tržby byly pro účely sestavení finančního plánu přepočteny na jednotky CZK kurzem 27,7 CZK/EUR, který byl vyhlášen ČNB k datu ocenění podniku. Vzhledem k absenci informací pro tržby plynoucí z ostatních trhů byla pro predikci ostatních tržeb využita funkce Lintrend, která počítá s lineárním průběhem jejich vývoje.

Z tabulky č. 16 je patrné, že vybraná společnost může i nadále očekávat tržby vyšší než 2 mld. Kč s růstovou tendencí. Vysoký nárůst tržeb je možné očekávat především za výrobky exportované do zemí EU, naopak nižší tempo růstu je možné pozorovat u tržeb z tuzemského trhu a také za výrobky vyvážené do ostatních zemí, zejména do USA.

Tab. 16 – Predikce celkových tržeb vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Tržby tuzemský trh	651 531	677 022	702 512	728 003
Tržby trh EU27	1 096 171	1 138 232	1 180 292	1 222 352
Tržby ostatní	521 300	536 574	551 848	567 123
<b>Tržby celkem</b>	<b>2 269 002</b>	<b>2 351 827</b>	<b>2 434 652</b>	<b>2 517 477</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné tempo růstu celkových tržeb stanovené za celé období, tedy období skutečnosti a plánu (2009 – 2018) bylo na úrovni 5,43 %.

## 6.5 SWOT analýza

Dle analýzy vnějšího a vnitřního prostředí společnosti včetně analýzy konkurenceschopnosti byly určeny silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby, jejichž přehled je znázorněn v následující tabulce:

Tab. 17 – SWOT analýza vybraného podniku

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Držitel mnoha certifikátů</li> <li>• Vysoká kvalita výrobků</li> <li>• Široký sortiment</li> <li>• Tradice výroby</li> <li>• Schopnost výroby s nižšími náklady</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nedostatek kvalitních pracovníků</li> <li>• Zastaralé stroje a technologie</li> <li>• Závislost na dovozu</li> <li>• Jediný strategický dodavatel</li> <li>• Nedostatečné využití kapacity</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Průnik na nové zahraniční trhy</li> <li>• Možnost rozšíření výroby</li> <li>• Snížení nákladovosti výrobků</li> <li>• Narůstající trend výroby automobilů</li> <li>• Rezervy v oblasti zpracování plastů</li> <li>• Rozvoj bioplastů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nízká cenová konkurence schopnost</li> <li>• Legislativní změny</li> <li>• Kurzová rizika</li> <li>• Pokles poptávky po výrobcích</li> <li>• Špatná rozhodnutí managementu</li> <li>• Výkyvy cen vstupů</li> <li>• Růst průměrné mzdy</li> </ul>

Zdroj: vlastní zpracování

## 6.6 Zhodnocení strategické analýzy

Vybraný podnik působí v odvětví C-22 výroba pryžových a plastových výrobků. Společnost dodává své výrobky nejen na tuzemský trh, ale jako významný exportér i na trhy zahraniční, a to zejména na trh evropský. Jako relevantní byly tedy zvoleny 2 trhy. Na základě analýz bylo zjištěno, že se oba trhy vyznačují mírně nadprůměrnou atraktivitou. Dle vývoje HDP byl pomocí regresní analýzy stanoven očekávaný vývoj tržeb jednotlivých trhů. Vysoké tempo růstu tržeb svědčí o dynamičnosti obou trhů. Rovněž i analýzy zpracované MPO uvádějí, že v produkci výrobků daného odvětví existují rezervy, a vzhledem k plánovaným investičním záměrům se bude výroba na daných trzích rychle rozvíjet. Analýzou makro a mikro prostředí včetně konkurenční síly vybraného podniku byl stanoven předpoklad, že si daná společnost udrží svůj dosavadní tržní podíl. Na základě této skutečnosti byla stanovena predikce vývoje tržeb společnosti, jejichž průměrné tempo růstu bylo stanoveno na úrovni 5,43 %. Výsledky SA byly shrnuty do podoby analýzy SWOT.

## 7 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza je zaměřena na rozbor informací z účetní závěrky vybrané společnosti za období 2010-2014. Všechny tabulky, obrázky a grafy finanční analýzy byly zpracovány na základě interních údajů vybraného podniku, které jsou dostupné na obchodním rejstříku.

### 7.1 Vertikální a horizontální analýza

Vertikální analýza vybrané společnosti se zaměřuje na procentuální podíl jednotlivých složek rozvahy vůči zvolené základně, tedy k celkovým aktivům, pasivům, výnosům a nákladům. Horizontální analýza podává přehled o vývoji struktury vybraných položek v čase.

#### 7.1.1 Analýza majetkové a finanční struktury

Přehled struktury celkových aktiv podniku poskytuje tabulka č. 18. Na jejím základě byla zpracována vertikální a horizontální analýza.

Tab. 18 – Majetková struktura vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 174 052</b>	<b>1 457 995</b>	<b>1 390 889</b>	<b>1 560 619</b>	<b>1 829 228</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>592 074</b>	<b>790 923</b>	<b>805 889</b>	<b>883 092</b>	<b>1 052 952</b>
DNM	39 813	39 795	34 478	26 996	20 511
DHM	451 629	465 102	462 186	548 729	678 096
DFM	100 632	286 026	309 225	307 367	354 345
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>573 711</b>	<b>657 900</b>	<b>577 291</b>	<b>661 027</b>	<b>751 757</b>
Zásoby	224 911	242 365	219 022	224 302	274 886
Dlouhodobé pohledávky	1 304	266	5 245	462	226
Krátkodobé pohledávky	307 072	400 950	308 858	345 999	419 982
KFM	40 424	14 319	44 166	90 264	56 663
<b>Časové rozlišení</b>	<b>8 267</b>	<b>9 172</b>	<b>7 709</b>	<b>16 500</b>	<b>24 519</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2010-2014

Z tabulky č. 18 je patrné, že poměr dlouhodobého a oběžného majetku společnosti je poměrně vyrovnaný, avšak v posledních letech podíl dlouhodobého majetku začal narůstat. Největší zastoupení v DM má dlouhodobý hmotný majetek, který se na celkovém majetku podílí 37 %, což je pro výrobní podnik typické. Významný podíl DM tvoří dlouhodobý finanční majetek, který představuje téměř 20 % celkových aktiv. V případě DFM se převážně jedná o majetkové účasti v jiných společnostech. Z oběžných aktiv má potom největší zastoupení položka krátkodobých pohledávek tvořící 20 % a zásoby (převážně vlastní výrobky a materiál), které představují 15 % z celkového majetku vybrané společnosti.



Tab. 19 – Vertikální analýza majetkové struktury vybrané společnosti

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>50,43%</b>	<b>54,25%</b>	<b>57,94%</b>	<b>56,59%</b>	<b>57,56%</b>
DNM	3,39%	2,73%	2,48%	1,73%	1,12%
DHM	38,47%	31,90%	33,23%	35,16%	37,07%
DFM	8,57%	19,62%	22,23%	19,70%	19,37%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>48,87%</b>	<b>45,12%</b>	<b>41,51%</b>	<b>42,36%</b>	<b>41,10%</b>
Zásoby	19,16%	16,62%	15,75%	14,37%	15,03%
Dl. pohledávky	0,11%	0,02%	0,38%	0,03%	0,01%
Kr. pohledávky	26,15%	27,50%	22,21%	22,17%	22,96%
KFM	3,44%	0,98%	3,18%	5,78%	3,10%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,70%</b>	<b>0,63%</b>	<b>0,55%</b>	<b>1,06%</b>	<b>1,34%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Největší nárůst 23,58 % je možné pozorovat v roce 2014 u DHM. V tomto roce společnost investovala do pořízení strojního a technologického zařízení. Jedná se např. o pořízení nové linky SPUR včetně stavebních úprav haly a nákup nové linky Passat B8/Audi TT. Tato skutečnost mohla souviset s rozšířením výroby a s nárůstem zásob (převážně materiálu a nedokončené výroby), které vzrostly v roce 2014 o 22 %.

Tab. 20 – Horizontální analýza majetkové struktury vybrané společnosti

	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14
<b>AKTIVA</b>	<b>11,59%</b>	<b>24,18%</b>	<b>-4,60%</b>	<b>12,20%</b>	<b>17,21%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>9,93%</b>	<b>33,59%</b>	<b>1,89%</b>	<b>9,58%</b>	<b>19,23%</b>
DNM	13,01%	-0,05%	-13,36%	-21,70%	-24,02%
DHM	6,25%	2,98%	-0,63%	18,72%	23,58%
DFM	28,53%	184,23%	8,11%	-0,60%	15,28%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>13,43%</b>	<b>14,67%</b>	<b>-12,25%</b>	<b>14,50%</b>	<b>13,73%</b>
Zásoby	17,06%	7,76%	-9,63%	2,41%	22,55%
Dl. pohledávky	-68,04%	-79,60%	1871,80	-91,19%	-51,08%
Kr. pohledávky	11,24%	30,57%	-22,97%	12,03%	21,38%
KFM	20,65%	-64,58%	208,44%	104,37%	-37,23%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>6,30%</b>	<b>10,95%</b>	<b>-15,95%</b>	<b>114,04%</b>	<b>48,60%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### Pohledávky po splatnosti

Vybraná společnost eviduje v majetku pohledávky po splatnosti, jejichž přehled je uveden v tabulce č. 21. Tyto pohledávky tvoří 1/5 na celkových pohledávkách, což může znamenat, že podnik neefektivně řídí své pohledávky.

Tab. 21 – Pohledávky po splatnosti vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
Krátkodobé pohledávky	307 072	400 950	308 858	345 999	419 982
Pohledávky po splatnosti	68 113	94 891	30 760	56 462	105 476
<b>Pohl. po splatnosti v %</b>	<b>22,18%</b>	<b>23,67%</b>	<b>9,96%</b>	<b>16,32%</b>	<b>25,11%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Přehled struktury celkových pasiv podniku poskytuje tabulka č. 22., na základě, které byla zpracována vertikální a horizontální analýza.

Tab. 22 – Finanční struktura vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PASIVA</b>	<b>1 174 052</b>	<b>1 457 995</b>	<b>1 390 889</b>	<b>1 560 619</b>	<b>1 829 228</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>454 390</b>	<b>449 740</b>	<b>533 996</b>	<b>598 248</b>	<b>662 137</b>
Základní kapitál	155 709	155 709	155 709	155 709	155 709
Kapitálové fondy	76 733	42 782	60 781	65 564	71 735
Rezervní fondy	16 515	211 496	213 449	217 037	219 275
VH minulých let	64 315	9 234	27 913	99 458	156 309
VH běžného období	141 118	30 519	76 144	60 480	59 109
<b>Cizí Zdroje</b>	<b>713 896</b>	<b>990 281</b>	<b>843 949</b>	<b>948 377</b>	<b>1 138 890</b>
Rezervy	24 155	6 113	9 894	25 284	4 125
Dlouhodobé závazky	9 685	26 989	3 699	16 200	37 318
Krátkodobé závazky	335 056	349 188	278 961	299 259	385 749
Bankovní úvěry	345 000	607 991	551 395	607 634	711 698
• dlouhodobé	0	239 407	199 875	218 783	265 437
• krátkodobé	345 000	368 584	351 520	388 851	446 261
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>5 766</b>	<b>17 974</b>	<b>12 944</b>	<b>13 994</b>	<b>28 201</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2010-2014

Přehled o struktuře zdrojů krytí majetku společnosti poskytuje tabulka č. 23. Cizí zdroje se podílí na celkovém kapitálu 60 %. Největší zastoupení cizích zdrojů mají krátkodobé závazky z obchodních vztahů (20 %) a bankovní úvěry (převážně krátkodobé) – 40 %. Z vlastního kapitálu převažuje podíl rezervních fondů, který tvoří 12 % a následuje základní kapitál a VH m. o. (obojí 8,5 %)

Tab. 23 – Vertikální analýza finanční struktury vybrané společnosti

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PASIVA</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>38,70%</b>	<b>30,85%</b>	<b>38,39%</b>	<b>38,33%</b>	<b>36,20%</b>
Základní kapitál	13,26%	10,68%	11,19%	9,98%	8,51%

Kapitálové fondy	6,54%	2,93%	4,37%	4,20%	3,92%
Rezervní fondy	1,41%	14,51%	15,35%	13,91%	11,99%
VH minulých let	5,48%	0,63%	2,01%	6,37%	8,55%
VH běžného období	12,02%	2,09%	5,47%	3,88%	3,23%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>60,81%</b>	<b>67,92%</b>	<b>60,68%</b>	<b>60,77%</b>	<b>62,26%</b>
Rezervy	2,06%	0,42%	0,71%	1,62%	0,23%
Dlouhodobé závazky	0,82%	1,85%	0,27%	1,04%	2,04%
Krátkodobé závazky	28,54%	23,95%	20,06%	19,18%	21,09%
Bankovní úvěry	29,39%	41,70%	39,64%	38,94%	38,91%
• dlouhodobé	0,00%	16,42%	14,37%	14,02%	14,51%
• krátkodobé	29,39%	25,28%	25,27%	24,92%	24,40%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,49%</b>	<b>1,23%</b>	<b>0,93%</b>	<b>0,90%</b>	<b>1,54%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Nejvyšší nárůst je možné pozorovat v letech 2012 – 2014 u VH m. o. Tato skutečnost je způsobena tím, že společnost většinu zisku (93 %) reinvestuje zpět do firmy. Výrazný pohyb proběhl u položky rezerv, kdy společnost v roce 2010 a 2011 čerpala rezervu na generální opravy. Podnik také tvoří rezervu na daň z příjmu a od roku 2011 i na roční prémie THP (ostatní rezervy), které v roce 2014 čerpala. V roce 2014 došlo k nárůstu bankovních úvěrů, prostřednictvím kterých podnik částečně financoval své investiční záměry.

Tab. 24 – Horizontální analýza finanční struktury vybrané společnosti

	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14
<b>PASIVA</b>	<b>11,59%</b>	<b>24,18%</b>	<b>-4,60%</b>	<b>12,20%</b>	<b>17,21%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>36,21%</b>	<b>-1,02%</b>	<b>18,73%</b>	<b>12,03%</b>	<b>10,68%</b>
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	-20,04%	-44,25%	42,07%	7,87%	9,41%
Rezervní fondy	51,13%	1180,63	0,92%	1,68%	1,03%
VH minulých let	-253,61%	-85,64%	202,29%	256,31%	57,16%
VH běžného období	25,03%	-78,37%	149,50%	-20,57%	-2,27%
<b>Cizí Zdroje</b>	<b>0,15%</b>	<b>38,72%</b>	<b>-14,78%</b>	<b>12,37%</b>	<b>20,09%</b>
Rezervy	-49,03%	-74,69%	61,85%	155,55%	-83,69%
Dlouhodobé závazky	-69,33%	178,67%	-86,29%	337,96%	130,36%
Krátkodobé závazky	1,50%	4,22%	-20,11%	7,28%	28,90%
Bankovní úvěry	13,59%	76,23%	-9,31%	10,20%	17,13%
• dlouhodobé	0,00%	0,00%	-16,51%	9,46%	21,32%
• krátkodobé	13,59%	6,84%	-4,63%	10,62%	14,76%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,72%</b>	<b>211,72%</b>	<b>-27,98%</b>	<b>8,11%</b>	<b>101,52%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### Závazky po splatnosti

Společnost eviduje závazky po splatnosti, jejichž výši uvádí tabulka č. 25. Je patrné, že podíl závazků po splatnosti výrazně narůstá, což nelze hodnotit velmi pozitivně, neboť to může znamenat, že společnost nehradí své závazky včas.

Tab. 25 – Závazky po splatnosti vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
Krátkodobé závazky	335 056	349 188	278 961	299 259	385 749
Závazky po splatnosti	47 289	62 630	64 229	61 515	102 944
<b>Závazky po splatnosti v %</b>	<b>14,11%</b>	<b>17,94%</b>	<b>23,02%</b>	<b>20,56%</b>	<b>26,69%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 7.1.2 Analýza výnosů, nákladů a VH

Následující tabulka podává přehled o struktuře výnosů vybrané společnosti, jež jsou podkladem pro zpracování vertikální a horizontální analýzy.

Tab. 26 – Struktura výnosů vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	47 915	64 036	52 988	38 319	36 856
<b>Výkony</b>	<b>1 807 113</b>	<b>1 984 640</b>	<b>1 975 878</b>	<b>1 736 377</b>	<b>2 211 576</b>
Tržby za vl. výrobky a sl.	1 738 826	1 953 994	1 966 903	1 707 247	2 168 629
Změna stavu zásob	39 409	15 796	-7 267	21 269	34 369
Aktivace	28 878	14 850	16 242	7 861	8 578
Tržby z prodeje DM a mat.	23 230	20 150	36 068	17 794	20 427
Ostatní provozní výnosy	30 166	22 475	15 423	28 100	29 592
Tržby z prodeje CP	0	0	0	0	8 065
Výnosy z DFM	7 650	8 160	5 100	5 100	6 120
V z přec. CP a derivátů	98 912	58 882	60 765	12 213	12 827
Výnosové úroky	579	61	82	74	218
Ostatní finanční výnosy	33 588	95 557	61 748	50 739	35 332
Mimořádné výnosy	0	0	5 261	0	0
<b>VÝNOSY</b>	<b>2 049 153</b>	<b>2 253 961</b>	<b>2 213 313</b>	<b>1 888 716</b>	<b>2 361 013</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jelikož je vybraná společnost výrobní podnik, je evidentní, že největší podíl tvoří výkony. Konkrétně se jedná o tržby za vlastní výrobky a služby podílející se na celkových výnosech v průměru 89 %. Zbytek výnosů tvoří převážně výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů, dále také tržby za prodej zboží, dlouhodobého majetku a ostatní provozní a finanční výnosy.

Tab. 27 – Vertikální analýza výnosů vybrané společnosti

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	2,34%	2,84%	2,39%	2,03%	1,56%
<b>Výkony</b>	<b>88,19%</b>	<b>88,05%</b>	<b>89,27%</b>	<b>91,93%</b>	<b>93,67%</b>
Tržby za výrobky	84,86%	86,69%	88,87%	90,39%	91,85%
Změna stavu zásob	1,92%	0,70%	-0,33%	1,13%	1,46%
Aktivace	1,41%	0,66%	0,73%	0,42%	0,36%
Tržby za DM a mat.	1,13%	0,89%	1,63%	0,94%	0,87%
Ostatní prov. výnosy	1,47%	1,00%	0,70%	1,49%	1,25%
Tržby z prodeje CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,34%
Výnosy z DFM	0,37%	0,36%	0,23%	0,27%	0,26%
V z přec. CP a derivátů	4,83%	2,61%	2,75%	0,65%	0,54%
Výnosové úroky	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Ostatní finanční výnosy	1,64%	4,24%	2,79%	2,69%	1,50%
Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,24%	0,00%	0,00%
<b>VÝNOSY</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce č. 28 je možné pozorovat výrazný pohyb u položky výkony v roce 2013, kdy celkové tržby za vlastní výrobky a služby klesly o 13,20 %. Tato skutečnost pramenila ze špatných rozhodnutí vrcholového managementu, následkem čehož došlo k významnému snížení objednávek z USA.

Tab. 28 – Horizontální analýza výnosů vybrané společnosti

	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14
Tržby za prodej zboží	-30,99%	33,64%	-17,25%	-27,68%	-3,82%
<b>Výkony</b>	<b>12,01%</b>	<b>9,82%</b>	<b>-0,44%</b>	<b>-12,12%</b>	<b>27,37%</b>
Tržby za výrobky	6,84%	12,37%	0,66%	-13,20%	27,02%
Změna stavu zásob	-249,62%	-59,92%	-146,01%	-392,68%	61,59%
Aktivace	135,16%	-48,58%	9,37%	-51,60%	9,12%
Tržby za DM a mat.	-11,60%	-13,26%	79,00%	-50,67%	14,80%
Ostatní prov. výnosy	26,89%	-25,50%	-31,38%	82,20%	5,31%
Tržby z prodeje CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosy z DFM	0,00%	6,67%	-37,50%	0,00%	20,00%
V z přec. CP a derivátů	-1,56%	-40,47%	3,20%	-79,90%	5,03%
Výnosové úroky	87,99%	-89,46%	34,43%	-9,76%	194,59%
Ostatní finanční výnosy	-20,62%	184,50%	-35,38%	-17,83%	-30,37%
Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>VÝNOSY</b>	<b>9,23%</b>	<b>9,99%</b>	<b>-1,80%</b>	<b>-14,67%</b>	<b>25,01%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 29 – Struktura nákladů vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
Náklady na zboží	40 132	55 905	47 249	35 154	34 639
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>1 230 100</b>	<b>1 416 047</b>	<b>1 337 636</b>	<b>1 145 621</b>	<b>1 520 756</b>
<i>Spotřeba materiálu a ener-</i>	<i>1 037 653</i>	<i>1 201 479</i>	<i>1 142 608</i>	<i>965 866</i>	<i>1 227 824</i>
<i>Služby</i>	<i>192 447</i>	<i>214 568</i>	<i>195 028</i>	<i>179 755</i>	<i>292 932</i>
<b>Osobní náklady</b>	<b>449 270</b>	<b>471 562</b>	<b>453 444</b>	<b>415 247</b>	<b>454 227</b>
Daně a poplatky	2 190	2 224	2 686	1 692	2 672
Odpisy DHM a DNM	68 900	75 974	86 635	54 629	62 851
ZC prodaného DM a mat.	21 826	17 691	29 220	15 053	19 106
Změna stavu rezerv provoz.	-22 992	-7 788	1 487	3 012	379
Ostatní provozní náklady	17 469	22 388	17 848	18 433	51 353
Prodané CP	0	0	0	0	200
N z přecenění CP a derivátů	5 155	84 655	1 809	21 407	54 505
Nákladové úroky	10 421	12 936	19 557	14 142	16 207
Ostatní finanční náklady	57 166	69 660	91 208	80 192	79 169
Daň z příjmů	28 398	2 188	15 658	23 654	5 840
Mimořádné náklady	0	0	32 732	0	0
<b>NÁKLADY</b>	<b>1 908 035</b>	<b>2 223 442</b>	<b>2 137 169</b>	<b>1 828 236</b>	<b>2 301 904</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Nejvyšší podíl na celkových nákladech tvoří výkonová spotřeba, konkrétně spotřeba materiálu a energie představuje více než 50 % z celkových nákladů. Služby poté tvoří v průměru 10 % celkových nákladů. Významný podíl zaujímají osobní náklady, které činí 22 % (jedná se převážně o mzdové náklady a náklady na sociální a zdravotní pojištění). Skutečnost vysokého podílu výkonové spotřeby a osobních nákladů je dána výrobním charakterem společnosti. Zbytek nákladů zahrnují zejména náklady na prodané zboží, odpisy dlouhodobého majetku a ostatní provozní a finanční náklady.

Tab. 30 – Vertikální analýza nákladů vybrané společnosti

	2010	2011	2012	2013	2014
Náklady na zboží	2,10%	2,51%	2,21%	1,92%	1,50%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>64,47%</b>	<b>63,69%</b>	<b>62,59%</b>	<b>62,66%</b>	<b>66,07%</b>
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	<i>54,38%</i>	<i>54,04%</i>	<i>53,46%</i>	<i>52,83%</i>	<i>53,34%</i>
<i>Služby</i>	<i>10,09%</i>	<i>9,65%</i>	<i>9,13%</i>	<i>9,83%</i>	<i>12,73%</i>
<b>Osobní náklady</b>	<b>23,55%</b>	<b>21,21%</b>	<b>21,22%</b>	<b>22,71%</b>	<b>19,73%</b>
Daně a poplatky	0,11%	0,10%	0,13%	0,09%	0,12%
Odpisy DHM a DNM	3,61%	3,42%	4,05%	2,99%	2,73%
ZC prodaného DM	1,14%	0,80%	1,37%	0,82%	0,83%
Změna stavu rezerv	-1,21%	-0,35%	0,07%	0,16%	0,02%

Ostatní provozní N	0,92%	1,01%	0,84%	1,01%	2,23%
Prodané CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
N z přecenění CP a derivátů	0,27%	3,81%	0,08%	1,17%	2,37%
Nákladové úroky	0,55%	0,58%	0,92%	0,77%	0,70%
Ostatní finanční náklady	3,00%	3,13%	4,27%	4,39%	3,44%
Daň z příjmů	1,49%	0,10%	0,73%	1,29%	0,25%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	1,53%	0,00%	0,00%
<b>NÁKLADY</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Významný pokles spotřeby materiálu a energie o 15,48 % v roce 2013 byl způsoben poklesem objednávek, jenž rovněž souvisí se skutečností popsanou u horizontální analýzy výnosů. Spolu s poklesem výkonové spotřeby došlo ke snížení osobních nákladů o 8,42 %. V roce 2014 došlo opět k růstu výkonové spotřeby, která může být zapříčiněna pořízením nových strojů a s nimi spojenou rozšířenou výrobou. Pořízení nových výrobních linek v roce 2014 způsobilo nárůst odpisů o 15 %. Výrazné změny v oblasti rezerv jsou způsobeny čerpáním a tvorbou rezerv popsaných v kapitole o finanční struktuře podniku. Taktéž čerpání nových úvěrů zapříčinilo zvýšení nákladových úroků o 15 %.

Tab. 31 – Horizontální analýza nákladů vybrané společnosti

	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14
Náklady na zboží	-32,18%	39,30%	-15,48%	-25,60%	-1,46%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>18,67%</b>	<b>15,12%</b>	<b>-5,54%</b>	<b>-14,35%</b>	<b>32,75%</b>
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	<i>16,23%</i>	<i>15,79%</i>	<i>-4,90%</i>	<i>-15,48%</i>	<i>27,12%</i>
<i>Služby</i>	<i>33,86%</i>	<i>11,49%</i>	<i>-9,11%</i>	<i>-7,83%</i>	<i>62,96%</i>
<b>Osobní náklady</b>	<b>4,44%</b>	<b>4,96%</b>	<b>-3,84%</b>	<b>-8,42%</b>	<b>9,39%</b>
Daně a poplatky	10,83%	1,55%	20,77%	-37,01%	57,92%
Odpisy DHM a DNM	-18,67%	10,27%	14,03%	-36,94%	15,05%
ZC prodaného DM	-5,01%	-18,95%	65,17%	-48,48%	26,92%
Změna stavu rezerv	225,21%	-66,13%	-119,1%	102,56%	-87,42%
Ostatní provozní N	-22,40%	28,16%	-20,28%	3,28%	178,59%
Prodané CP	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
N z přecenění CP a derivátů	-38,29%	1542,2%	-97,86%	1083,4%	154,61%
Nákladové úroky	-16,76%	24,13%	51,18%	-27,69%	14,60%
Ostatní finanční náklady	-11,47%	21,86%	30,93%	-12,08%	-1,28%
Daň z příjmů	8,83%	-92,30%	615,63%	51,07%	-75,31%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%
<b>NÁKLADY</b>	<b>8,26%</b>	<b>16,53%</b>	<b>-3,87%</b>	<b>-14,46%</b>	<b>25,91%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

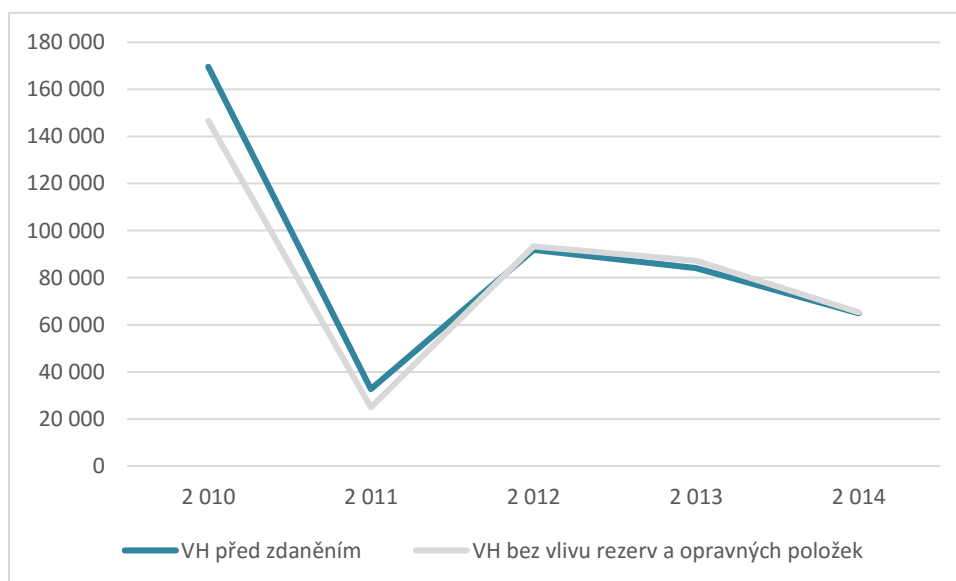
Tabulka č. 32 podává přehled struktury zisku před úroky a zdaněním (EBIT). Zhruba 17 % z hrubého zisku společnost zaplatí svým věřitelům na úrocích. Nejvíce společnost zaplatila na daních v roce 2010, avšak kvůli snížení EBIT v následujících letech nebyly závazky ke státu již tak vysoké. EAT tvoří v průměru 70 %, který společnost reinvestuje zpět do firmy.

Tab. 32 – Dělení výsledku hospodaření před úroky a zdaněním

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
Věřitel (nákladové úroky)	10 421	12 936	19 557	14 142	16 207
Stát (daň)	28 398	2 188	15 658	23 654	5 840
Podnik (Čistý zisk) EAT	141 118	30 519	76 144	60 480	59 109
<b>EBIT</b>	<b>179 937</b>	<b>45 643</b>	<b>111 359</b>	<b>98 276</b>	<b>81 156</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Obr. č. 11 znázorňuje vývoj výsledku hospodaření před zdaněním a vývoj výsledku hospodaření, který byl očištěn od vlivu rezerv a opravných položek. Jak je možné vidět, obě křivky se téměř kopírují. Tato skutečnost je zapříčiněna tím, že společnost zároveň tvořila a čerpala rezervy (viz kapitola o finanční struktuře vybrané společnosti).



Obr. 10 – vývoj EBT a VH bez vlivu rezerv a opravných položek

## 7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Mezi hlavní rozdílové ukazatele patří čistý pracovní kapitál. Tento ukazatel představuje vyšší oběžného majetku, která je financována dlouhodobými zdroji. Avšak v případě vybrané společnosti je ukazatel ČPK záporný, což znamená, že část dlouhodobých aktiv je kryta krátkodobým kapitálem a společnost může mít problémy s likviditou.



Tab. 33 – Čistý pracovní kapitál vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
ČPK	- 106 345	- 59 872	- 53 190	- 27 083	- 80 253

Zdroj: vlastní zpracování

### 7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů vybrané společnosti zahrnuje ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity za období 2010 – 2014.

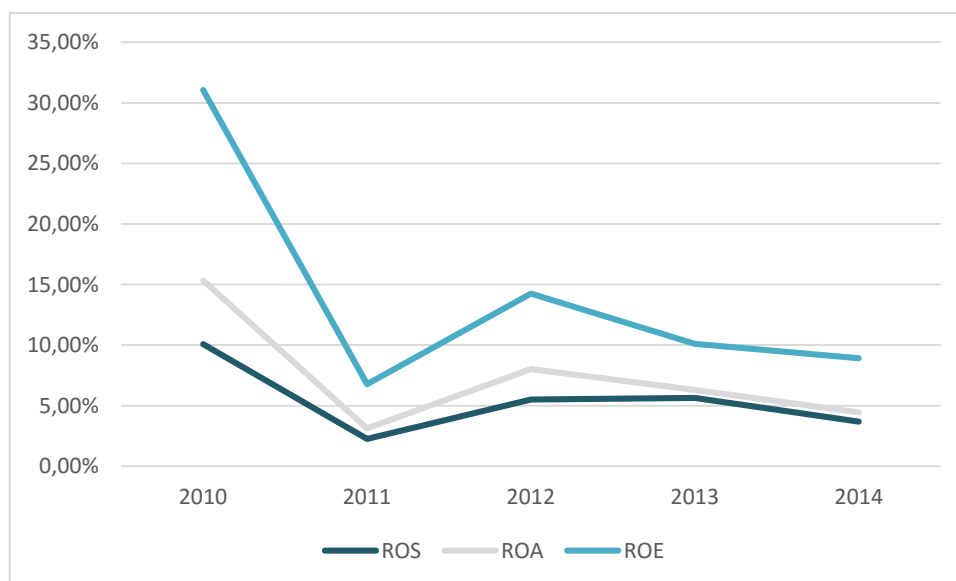
#### 7.3.1 Ukazatele rentability

Vývoj ukazatelů rentability v tabulce č. 34, signalizuje, že vybraná společnost je stabilně zisková, přestože mají klesající trend. Nejspokojivějších výsledků dosahoval podnik v roce 2010. V následujících letech poklesl výsledek hospodaření téměř o 78% (důvodem byl rychlejší růst nákladů než výnosů), což způsobilo pokles všech ukazatelů rentability. Prodej dlouhodobého majetku a materiálu v roce 2012 kladně ovlivnil ukazatel rentability celkového kapitálu, kdy došlo nárůstu zisku a snížení aktiv.

Tab. 34 – Ukazatele rentability vybrané společnosti v letech 2010-2014

		2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilita tržeb	<b>ROS</b>	10,07%	2,26%	5,51%	5,63%	3,68%
Rentabilita celkového kapitálu	<b>ROA</b>	15,33%	3,13%	8,01%	6,30%	4,44%
Rentabilita vlastního kapitálu	<b>ROE</b>	31,06%	6,79%	14,26%	10,11%	8,93%
Rentabilita úplatného kapitálu	<b>ROCE</b>	17,65%	2,89%	7,02%	5,02%	4,30%

Zdroj: vlastní zpracování



Obr. 11 – Vývoj ukazatele rentability tržeb, aktiv a VK (vlastní zpracování)

### 7.3.2 Ukazatele zadluženosti

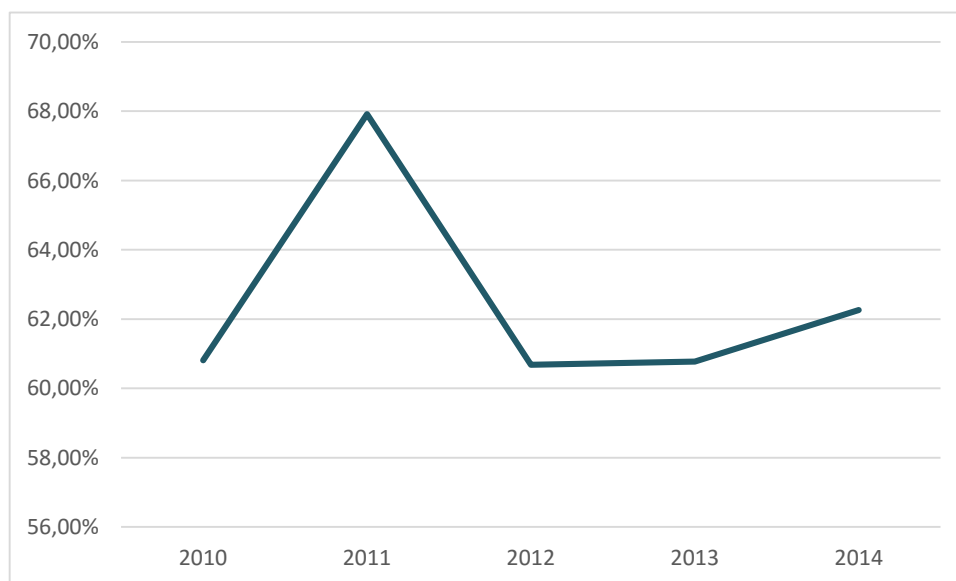
Celková zadluženost vybraného podniku se pohybuje na úrovni 60 %. V porovnání s odvětvím (30 %) je zadlužení výrazně vyšší. Ukazatel krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem v případě vybrané společnosti dosahuje hodnot menších než 1, což znamená, že podnik nevyužívá vlastní kapitál ke krytí oběžného majetku a tím dává přednost výnosu před stabilitou. U ukazatele krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem, platí zlaté pravidlo financování. V případě společnosti se výsledný podíl tohoto ukazatele pohybuje mírně pod hranicí hodnoty 1, což znamená, že čistý pracovní kapitál je záporný a podnik je mírně podkapitalizovaný. Hodnota ukazatele krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji nižší než 1 svědčí o agresivní strategii financování, avšak v případě zvolené společnosti s ukazatelem pohybujícím se těsně pod touto hranicí by bylo možné zařadit společnost mezi podniky s neutrální strategií financování.

Tab. 35 – Ukazatele zadluženosti vybrané společnosti v letech 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	60,81%	67,92%	60,68%	60,77%	62,26%
Míra zadluženosti	1,57	2,20	1,58	1,59	1,72
Vlastní kapitál/DM	0,77	0,57	0,66	0,68	0,63
Dlouhodobý kapitál/DM	0,82	0,91	0,93	0,97	0,92
Úrokové krytí (z EBIT)	17,27	3,53	5,69	6,95	5,01

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel úrokového krytí vyšší než doporučená hodnota 5 znamená, že vybraná společnost tvořila ve všech analyzovaných letech zisk dostatečný k úhradě nákladových úroků, daně a část bylo možné ponechat v podobě čistého zisku pro společnost.



Obr. 12 – Vývoj celkové zadluženosti (vlastní zpracování)

### 7.3.3 Ukazatele likvidity

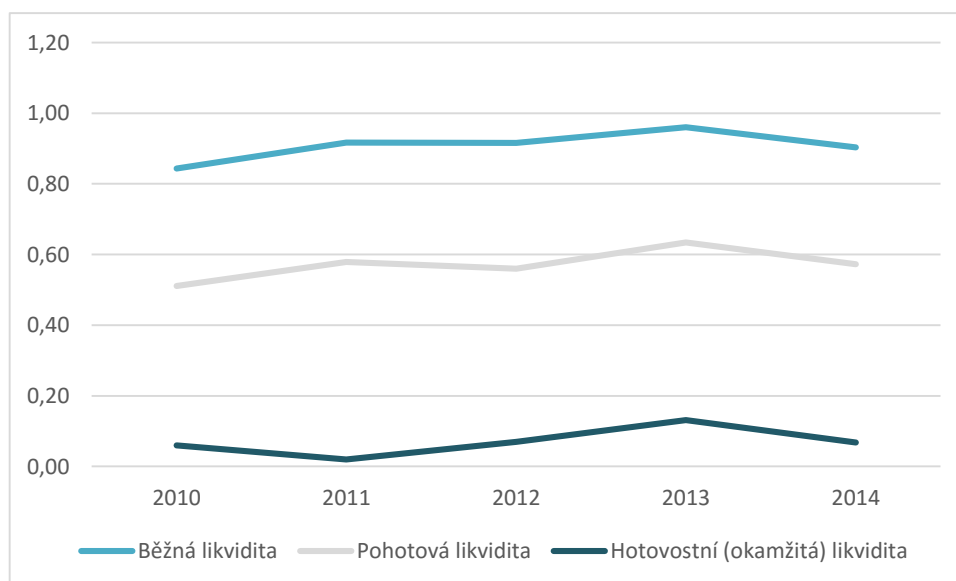
Ukazatele likvidity znázorňují schopnost vybraného podniku hradit své závazky. Tabulka č. 36 podává přehled o jednotlivých úrovních likvidity. U výpočtu běžné a pohotové likvidity bylo třeba vyloučit z oběžných aktiv pohledávky po splatnosti, které by mohly zkreslovat výsledek. Dle doporučené hodnoty by měl ukazatel běžné likvidity pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5, avšak ukazatel v případě vybrané společnosti dosahoval hodnot výrazně nižších. Doporučeného rozmezí hodnot pohotové likvidity, které by mělo činit 1 – 1,5 nedosahuje společnost ani v tomto případě. O nic lépe na tom není podnik ani v případě hotovostní likvidity, kdy se ukazatel nacházel hluboko pod doporučeným rozmezím 0,2 – 0,5, což ale v případě dobrého plánování cash flow nemusí představovat vážené riziko.

Tab. 36 – Ukazatele likvidity vybrané společnosti v letech 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	0,74	0,78	0,87	0,88	0,78
Pohotová likvidita	0,41	0,45	0,51	0,55	0,45
Hotovostní (okamžitá) likvidita	0,06	0,02	0,07	0,13	0,07
Podíl ČPK na oběžných aktivech	-0,19	-0,09	-0,09	-0,04	-0,11

Zdroj: vlastní zpracování

Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech představuje krátkodobou finanční stabilitu. Tento podíl by se měl ideálně pohybovat mezi 30 a 50 %, ale jelikož má vybraná společnost záporný pracovní kapitál, existuje riziko nedostatku finančních prostředků v případě jejich potřeby. Avšak společnost má k dispozici kontokorentní úvěr, tudíž v případě nutné potřeby peněžních prostředků má finanční zdroje zajištěny.



Obr. 13 – Vývoj ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)

### 7.3.4 Ukazatele aktivity

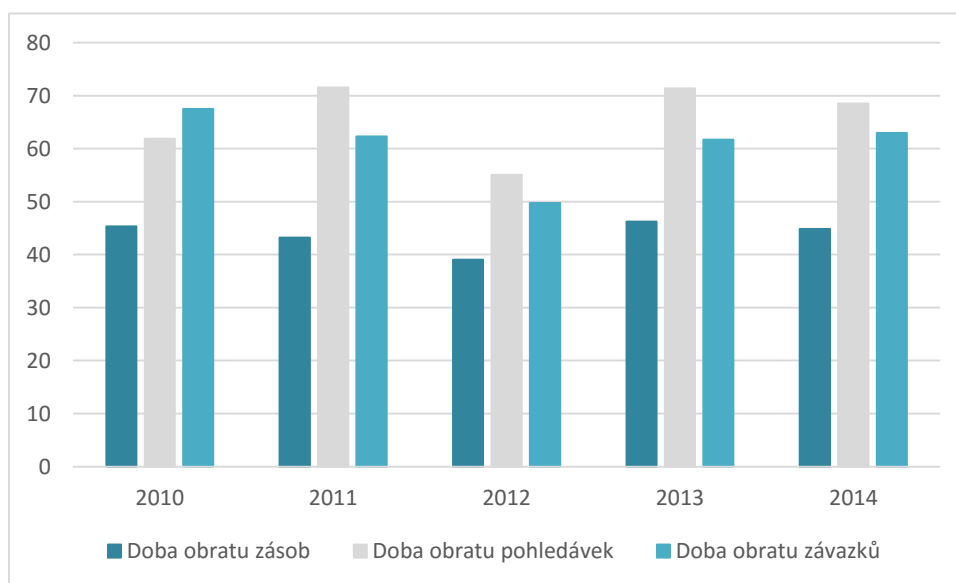
Hodnota ukazatele obratu aktiv počítaná z tržeb se ve všech analyzovaných letech pohybovala nad minimální požadovanou hranicí 1. Tato skutečnost se dá hodnotit pozitivně, protože společnost efektivně využívá majetek vložený k podnikání.

Tab. 37 – Ukazatele aktivity vybrané společnosti v letech 2010-2014

		2010	2011	2012	2013	2014
Obrat aktiv z tržeb	×	1,52	1,38	1,45	1,12	1,21
Doba obratu zásob	<b>dny</b>	45	43	39	46	45
Doba obratu pohledávek	<b>dny</b>	62	72	55	71	69
Doba obratu závazků	<b>dny</b>	68	62	50	62	63
Obratovost zásob	×	7,94	8,33	9,22	7,78	8,02
Obratovost pohledávek	×	5,82	5,03	6,54	5,05	5,25
Obratovost závazků	×	5,33	5,78	7,24	5,83	5,72

Zdroj: vlastní zpracování

Obrázek č. 15 podává přehled o situaci týkající se doby obratu pohledávek a závazků, která nesplňuje požadavek (vyjma roku 2010), kdy doba obratu závazků by neměla být nižší než doba obratu pohledávek. Přestože rozdíl doby obratu pohledávek a závazku není nijak zvlášť výrazný, měla by společnost tento rozdíl snížit pokud možno na minimum například nabídnutím využití skonta svým odběratelům. Kratší doba splatnosti pohledávek by mohla zlepšit likviditu společnosti, která dle analýzy byla pod doporučenými hodnotami. Na druhou stranu delší doba splatnosti pohledávek představuje určitou konkurenční výhodu.



Obr. 14 – Doba obratu zásob, pohledávek a závazků (vlastní zpracování)

## 7.4 Analýza souhrnných ukazatelů

Pro výpočet souhrnného ukazatele Z skóre vybrané společnosti byl použit vztah  $Z\text{-skóre} = 1,2 \times X_1 + 1,4 \times X_2 + 3,3 \times X_3 + 0,6 \times X_4 + 1,0 \times X_5 - 1,0 \times X_6$  a pro IN05 =  $0,13 \times \text{aktiva/cizí kapitál} + 0,04 \times \text{EBIT/nákladové úroky} + 3,97 \times \text{EBIT/aktiva} + 0,21 \times \text{výnosy/aktiva} + 0,09 \times \text{běžná likvidita}$ . Oba ukazatele byly počítány za roky 2010-2014, jejichž kompletní vývoj znázorňuje obrázek č 15 a 16.

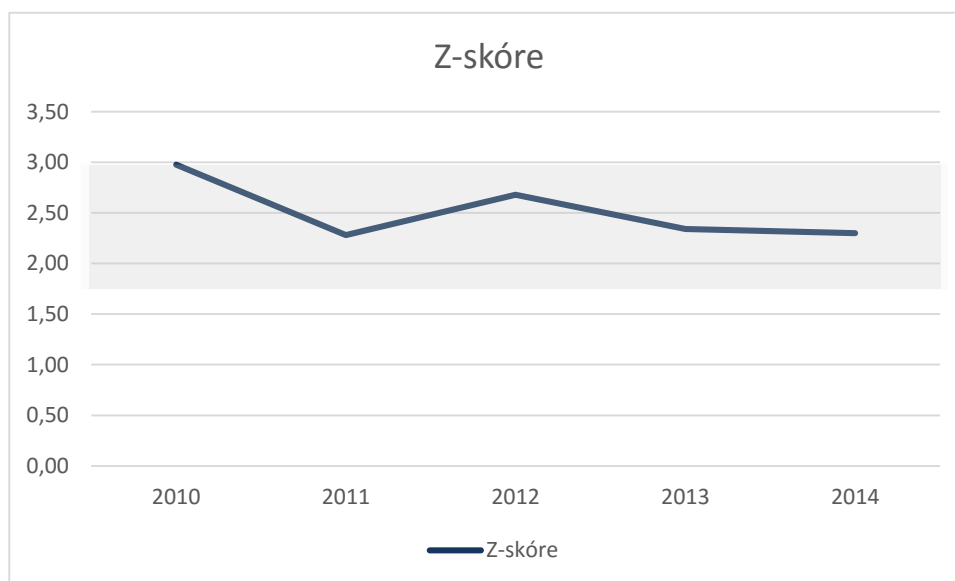
### 7.4.1 Z-scóre

Na základě výpočtu souhrnného ukazatele Z-skóre vybrané společnosti je patrné, že podnik měl ve všech letech nevyhraněnou finanční situaci. Na obr. č 16 je možné pozorovat, že se ukazatele nacházely tzv. v šedé zóně. Nejvýznamněji ovlivnila výsledek rentabilita aktiv, která dosahovala ve všech pozorovaných letech nižších hodnot.

Tab. 38 – Z-skóre vybrané společnosti

			2012		2013		2014	
1.2	×	ČPK/A	0,21	<b>0,26</b>	0,23	<b>0,28</b>	0,20	<b>0,24</b>
1.4		Nerozdělené zisky/A	0,23	<b>0,32</b>	0,24	<b>0,34</b>	0,24	<b>0,33</b>
3.3		EBIT/A	0,08	<b>0,26</b>	0,06	<b>0,21</b>	0,04	<b>0,15</b>
0.6		VK/CZ	0,63	<b>0,38</b>	0,63	<b>0,38</b>	0,58	<b>0,35</b>
1.0		T/A	1,46	<b>1,46</b>	1,14	<b>1,14</b>	1,23	<b>1,23</b>
-1.0		Závazky po spl. /V	0,00	<b>0,00</b>	0,00	<b>0,00</b>	0,00	<b>0,00</b>
<b>Z-skóre</b>			<b>2,68</b>		<b>2,34</b>		<b>2,30</b>	

Zdroj: vlastní zpracování



Obr. 15 – Vývoj ukazatele Altmanova Z-skóre (vlastní zpracování)

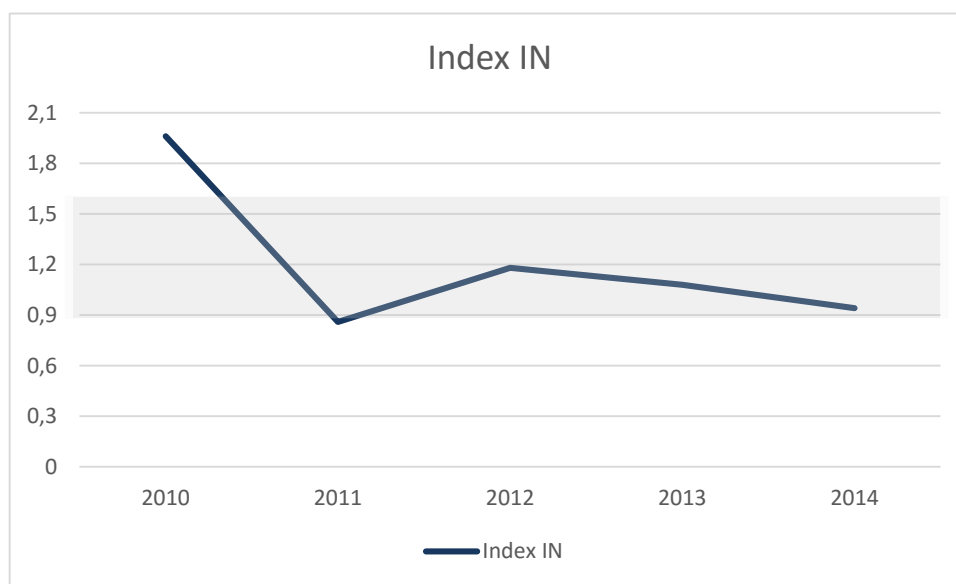
### 7.4.2 Index IN05

Stejně jako v případě výpočtu Altmanova Z-skóre i u výpočtu ukazatele Index IN05 se společnost pohybovala převážně v oblasti šedé zóny, která značí nevyhraněnou finanční situaci. V roce 2010 se vybraná společnost nacházela nad hranicí šedé zóny, tedy měla uspokojivou finanční situaci. Vypočítaná hodnota byla vyšší než 1,6, tudíž vybraná společnost dle tohoto ukazatele tvořila hodnotu. Tato skutečnost byla ovlivněna převážně mimořádně vysokým hospodářským výsledkem. Výrazný pokles EBIT a nárůst nákladových úroků v následujících letech způsobil pokles ukazatele úrokového krytí, a tím i celkový pokles ukazatele Index IN05. Nižší hodnotu ukazatele index IN05 rovněž ovlivňuje nízká rentabilita aktiv a stejně tak i nízká hodnota ukazatele likvidity. Pozitivně lze hodnotit obrat aktiv počítaný z výnosů společnosti.

Tab. 39 – Index IN05 vybrané společnosti

			2012		2013		2014	
0.13	×	A/CZ	1,65	<b>0,21</b>	1,65	<b>0,21</b>	1,61	<b>0,21</b>
0.04		EBIT/n.ú.	5,69	<b>0,23</b>	6,95	<b>0,28</b>	5,01	<b>0,20</b>
3.97		EBIT/A	0,08	<b>0,32</b>	0,06	<b>0,25</b>	0,04	<b>0,18</b>
0.21		V/A	1,59	<b>0,33</b>	1,21	<b>0,25</b>	1,29	<b>0,27</b>
0.09		OA/kr. záv. a úvěry	0,92	<b>0,08</b>	0,96	<b>0,09</b>	0,90	<b>0,08</b>
			<b>1,18</b>		<b>1,08</b>		<b>0,94</b>	

Zdroj: vlastní zpracování



Obr. 16 – Vývoj ukazatele Index IN05 (vlastní zpracování)

## 7.5 Hodnocení vlivu zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu

Ukazatel multiplikátor VK slouží k posouzení, zda existuje v případě vybraného podniku možnost dalšího zadlužení. Jak znázorňuje následující tabulka, ve všech analyzovaných letech vyšla hodnota multiplikátoru  $> 1$ , což znamená, že pokud by podnik uvažoval o zvýšení podílu cizích zdrojů, mělo by to pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

Tab. 40 – Multiplikátor vlastního kapitálu vybrané společnosti

	2010	2011	2012	2013	2014
EBT/EBIT	0,94	0,72	0,82	0,86	0,80
A/VK	2,58	3,24	2,60	2,61	2,76
<b>multiplikátor</b>	<b>2,43</b>	<b>2,32</b>	<b>2,15</b>	<b>2,23</b>	<b>2,21</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.6 Zhodnocení finančního zdraví společnosti

Na základě zjištěných skutečností bylo provedeno zhodnocení výsledků finančního zdraví vybrané společnosti v letech 2010 – 2014. Společnost můžeme označit jako stabilní podnik, jehož rozšiřující majetková struktura je kryta převážně cizím kapitálem. Podíl cizích zdrojů, který tvoří na celkovém kapitálu přibližně 60 %, je tvořen převážně bankovními úvěry a krátkodobými závazky. Horizontální analýzou byl zjištěn převážně rostoucí trend tržeb za vlastní výrobky a služby. Pokles nastal v roce 2013, který byl ovlivněn špatným rozhodnutím managementu. Úměrně výkonům rostla i výkonová spotřeba. Společnost dosahovala ve všech analyzovaných letech kladného VH, který byl zhruba ve výši 70 % reinvestován zpět do firmy.

Ukazatele rentability, přestože mají klesající charakter, dosahují převážně uspokojivých hodnot. Výjimku tvoří rentabilita celkových aktiv, která se pohybovala v analyzovaných letech na nižší úrovni. Nejuspokojivějších hodnot v oblasti rentability bylo dosaženo v roce 2010. Důvodem byl mimořádně velký výsledek hospodaření, kterého se v následujících letech nepodařilo již dosáhnout. Co se týká zlatého pravidla financování, hodnota ukazatele krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji se pohybovala mírně pod hranicí 1, což znamená, že čistý pracovní kapitál byl záporný a podnik byl mírně podkapitalizovaný. Přestože se hodnota zmíněného ukazatele pohybovala pod hodnotou 1, stále můžeme společnost zařadit mezi podniky s neutrální strategií financování. Co se týká likvidity, pohybuje se společnost výrazně pod doporučenými hodnotami. Avšak společnost má k dispozici kontokorentní úvěr a v případě nedostatku finančních prostředků má rovněž možnost čer-

pat finanční prostředky od svých dceřiných podniků. Při dobrém plánování cash flow nemusí nízká likvidita představovat výrazný problém. Velmi dobrých výsledků dosahuje společnost v oblasti aktivity. Ukazatel obratu aktiv byl ve všech analyzovaných letech větší než 1, což znamená, že společnost efektivně využívá svůj majetek vložený k podnikání. Bližší analýzou ukazatelů aktivity bylo zjištěno, že doba obratu závazků je nižší než doba obratu pohledávek. Přestože tento rozdíl není zvláště výrazný, měla by její společnost snižovat na minimum např. nabídnutím skonta svým odběratelům při dřívějším uhrazení pohledávek nebo nastavení kratší splatnosti pohledávek, čímž by mohl být zároveň zmírněn problém s nízkou likviditou.

Výpočet souhrnných ukazatelů Z-skóre a Index IN05 potvrdily zařazení společnosti mezi podniky s nevyhraněnou finanční situací, tyto ukazatele byly ovlivněny zejména nízkou rentabilitou celkových aktiv a nízkou likviditou.

Na základě provedené finanční analýzy je možné konstatovat, že vybrané společnosti nehrozí bankrot, je dlouhodobě stabilní, trvale zisková a předpoklad budoucího pokračování podnikatelské činnosti není ohrožen.



## 8 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI

Sestavení strategického finančního plánu je prvním krokem projektové části. Tato kapitola se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztrát, plánované rozvahy a plánovaného cash flow ve zkrácené podobě. Kompletní plánované výkazy jsou uvedeny v příloze této práce. Finanční plány byly sestaveny na základě minulého vývoje a budoucího očekávání vybrané společnosti. Položky, které společnost neevidovala v minulých letech, nebyly plánovány ani pro budoucí období. Závěr kapitoly je věnován finanční analýze a zhodnocení finančního zdraví podniku na základě plánovaných výkazů.

### 8.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

#### Výnosy

Položka tržby za vlastní výrobky a služby byla naplánována pomocí regresní analýzy vývoje relevantního trhu uvedené v kapitole 6.4. Prognóza tržeb. Poměrem k celkovým výkonům na základě analýzy minulého vývoje byly naplánovány položky aktivace vnitropodnikových služeb a změna stavu výrobků. Ostatní výnosové položky jako jsou tržby za prodej dlouhodobého majetku a ostatní provozní a finanční výnosy byly naplánovány po konzultaci s odpovědným pracovníkem vybrané společnosti.

Tab. 41 – Plán výnosů vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	36 856	38 454	44 364	44 785	41 807
<b>Výkony</b>	<b>2 211 576</b>	<b>2 291 221</b>	<b>2 359 097</b>	<b>2 444 499</b>	<b>2 500 388</b>
Tržby za vlastní výrobky	2 168 629	2 269 002	2 351 827	2 434 652	2 517 477
Aktivace	34 369	10 889	4 180	6 757	-20 179
Změna stavu výrobků	8 578	11 330	3 090	3 090	3 090
Tržby za prodej DM	20 427	5 665	6 210	6 832	10 306
Ostatní provozní výnosy	29 592	12 268	5 984	5 640	7 538
Ostatní finanční výnosy	35 332	2 529	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování na základě očekávání společnosti

#### Náklady

Výkonová spotřeba byla naplánována k poměru k výkonům společnosti, která v minulosti tvořila přibližně 65 %. Ve spolupráci s odpovědným pracovníkem společnosti byly naplánovány jednotlivé položky výkonové spotřeby, spotřeby materiálu a energie a služby. Osobní náklady mají rostoucí charakter a tvoří je v největší míře mzdové náklady, u kte-

rych společnost předpokládá nárůst z důvodu zvyšování mezd a nabírání nových pracovníků. Odpisy byly stanoveny na základě odpisového plánu, který byl převzat z plánu investic společnosti. Zůstatková cena dlouhodobého majetku a položky ostatních a finančních nákladů byly stanoveny na základě očekávání vybraného podniku.

Tab. 42 – Plánované náklady vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Náklad na prodané zboží	34 639	36 603	40 229	40 493	40 518
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>1 520 756</b>	<b>1 525 831</b>	<b>1 570 340</b>	<b>1 615 580</b>	<b>1 537 079</b>
Spotřeba materiálu a ener.	1 227 824	1 253 851	1 130 644	1 175 612	1 088 954
Služby	292 932	271 981	439 696	439 968	448 125
Osobní náklady	454 227	550 835	554 216	584 868	679 587
Daně a poplatky	2 672	2 422	2 074	2 074	2 332
Odpisy	62 851	93 461	93 820	102 138	132 258
ZC prodaného DM a mat.	19 106	4 841	5 279	5 808	8 760
Ostatní provozní náklady	51 353	13 001	18 536	14 727	16 134
Náklady z přecenění CP	5 155	0	644	918	0
Nákladové úroky	10 421	12 128	11 730	12 979	13 102
Ostatní finanční náklady	57 166	7 655	1 749	1 749	1 792

Zdroj: vlastní zpracování na základě očekávání společnosti

## 8.2 Plánovaná rozvaha

### Aktiva

Plán dlouhodobého majetku vychází z interního investičního plánu společnosti. Mezi nejvýznamnější investiční akce budou patřit investice do strojních zařízení ve výrobě pro automobilový průmysl a rovněž ve výrobě nafukovacích matrací. Co se týká nehmotného majetku, plánuje společnost na rok 2018 provést technické zhodnocení softwaru. V období plánu společnost nehodlá navyšovat či snižovat podíly v ovládaných a řízených osobách.

Zásoby, které tvoří převážně materiál a vlastní výrobky byly plánovány po konzultaci s odpovědným pracovníkem společnosti. Rostoucí trend položky zásob je zapříčiněn plánovaným rozšířením výroby a zvyšováním odbytu, který je očekáván i na základě provedené strategické analýzy. Položka dlouhodobé pohledávky zahrnuje dlouhodobé poskytnuté zálohy, které jsou plánovány ve stejné výši jako v roce 2014. Společnost očekává nárůst krátkodobých pohledávek, které souvisejí se zvyšujícím se odbytem. Položka krátkodobý finanční majetek byla převzata z plánovaného výkazu cash flow a ostatní přechodné aktivní účty se plánují na stejné úrovni jako v roce 2014.

Tab. 43 – Plán rozvahy vybrané společnosti – strana aktiv

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 829 228</b>	<b>1 948 125</b>	<b>2 040 834</b>	<b>2 254 272</b>	<b>2 376 998</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>1 052 952</b>	<b>1 159 977</b>	<b>1 256 970</b>	<b>1 350 699</b>	<b>1 406 261</b>
DNM	20 511	15 162	13 867	15 061	28 710
DHM	678 096	790 470	888 758	981 293	1 023 206
DFM	354 345	354 345	354 345	354 345	354 345
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>751 757</b>	<b>763 629</b>	<b>759 345</b>	<b>879 054</b>	<b>946 217</b>
Zásoby	274 886	277 153	279 318	328 160	356 880
Dlouhodobé pohledávky	226	226	226	226	226
Krátkodobé pohledávky	419 982	411 755	415 559	499 781	538 791
KFM	56 663	74 494	64 242	50 887	50 321
<b>Časové rozlišení</b>	<b>24 519</b>	<b>24 519</b>	<b>24 519</b>	<b>24 519</b>	<b>24 519</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě očekávání společnosti

### Pasiva

Vybraná společnost neplánuje v nejbližších letech zvyšovat či snižovat základní kapitál, stejně jako položky kapitálových a rezervních fondů. Výsledek hospodaření jednotlivých let byl převzat z plánu výkazu zisku a ztrát. Vzhledem k tomu, že společnost neplánuje vyplácení zisku společníkům ani další přidělování do rezervního fondu, tvoří položka výsledek hospodaření minulého období kumulované zisky předchozích let.

Predikce dlouhodobých a krátkodobých závazků byla nastavena dle očekávání společnosti. Vybraná společnost plánuje čerpat dlouhodobé i krátkodobé bankovní úvěry, kterými hodlá částečně financovat své investiční záměry. Položky časového rozlišení a rezerv byly predikovány na stejné úrovni jako v roce 2014.

Tab. 44 – Plán rozvahy vybrané společnosti – strana pasiv

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASIVA</b>	<b>1 829 228</b>	<b>1 948 125</b>	<b>2 040 834</b>	<b>2 254 272</b>	<b>2 376 998</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>662 137</b>	<b>745 859</b>	<b>840 661</b>	<b>938 202</b>	<b>1 042 268</b>
Základní kapitál	155 709	155 709	155 709	155 709	155 709
Kapitálové fondy	71 735	71 135	71 135	71 135	71 135
Rezervní fondy	219 275	219 275	219 275	219 275	219 275
VH minulých let	156 309	215 418	299 140	393 942	491 483
VH běžného období	59 109	83 722	94 802	97 541	104 066
<b>Cizí Zdroje</b>	<b>1 138 890</b>	<b>1 174 064</b>	<b>1 171 972</b>	<b>1 287 869</b>	<b>1 306 529</b>
Rezervy	4 125	4 125	4 125	4 125	4 125
Dlouhodobé závazky	37 318	15 480	11 330	11 330	11 330
Krátkodobé závazky	385 749	512 763	535 892	585 675	597 822

Bankovní úvěry	711 698	641 697	620 625	686 740	693 252
• dlouhodobé	265 437	272 872	191 200	221 715	234 727
• krátkodobé	446 261	368 825	429 425	465 025	458 525
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>28 201</b>	<b>28 201</b>	<b>28 201</b>	<b>28 201</b>	<b>28 201</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě očekávání společnosti

### 8.3 Plánované Cash Flow

Plánované cash flow vychází z plánovaných výsledků hospodaření, ke kterému byly přičteny odpisy dle odpisového plánu společnosti. CF z provozní činnosti zahrnovalo úpravy výsledku hospodaření dle všeobecného postupu nepřímé metody stanovení peněžního toku. Investiční CF dosahovalo záporných hodnot, protože společnost ve všech letech plánuje realizovat své investiční záměry, a to zejména v oblasti pořízení nových výrobních strojů. Peněžní tok z financování je úzce spjat s dlouhodobými bankovními úvěry. Záporná hodnota CF z financování v prvních dvou letech znamená, že společnost převážně splácela dlouhodobé bankovní úvěry, a až od roku 2017 plánuje tuto položku znovu navýšit za cílem financování svých investičních činností. Tabulka č. 45 podává přehled o vývoji celkového peněžního toku v plánovaném období. Součtem počátečního stavu krátkodobého finančního majetku a celkové hodnoty peněžního toku byl získán konečný stav KFM, který byl převzat do plánované rozvahy.

Tab. 45 – Plánované cash flow vybrané společnosti

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
<b>PS KFM</b>	<b>56 663</b>	<b>74 494</b>	<b>64 242</b>	<b>50 887</b>
CF provozní	232 721	266 382	151 998	174 242
CF investiční	-200 486	-190 813	-195 867	-187 820
CF z financování	-14 403	-85 822	30 515	13 012
<b>Celkové CF</b>	<b>17 831</b>	<b>-10 253</b>	<b>-13 354</b>	<b>-566</b>
<b>KS KFM</b>	<b>74 494</b>	<b>64 242</b>	<b>50 887</b>	<b>50 321</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 8.4 Finanční analýza plánu

Nezbytnou součástí sestavení strategických plánů je i provedení finanční analýzy plánovaných výkazů, s využitím především poměrových ukazatelů. Tato analýza by měla posoudit budoucí finanční situaci a vývoj vybraného podniku, včetně stanovení předpokladu jeho nekonečného trvání.

Ukazatele rentability značí, že společnost bude i v období plánu trvale zisková. Pozitivní je zejména každoroční růst rentability tržeb. Trend vývoje ukazatelů ROA a ROE je mírně klesající, přesto ale dosahuje uspokojivých hodnot.

Jak je možné vidět v tabulce č. 46, poměr cizích zdrojů vůči celkovému kapitálu mírně klesá. Důvodem je nárůst kumulovaných výsledků hospodaření, které se zvyšují rychlejším tempem než růst cizích zdrojů financování. S tím souvisí i postupné snižování ukazatele míry zadluženosti. Velmi dobrých hodnot dosahuje ukazatel úrokového krytí, který se v plánovaném období pohybuje převážně na úrovni vyšší než 10. To znamená, že společnost bude i nadále dosahovat zisk, kterým stačí pokrýt závazky vůči státu a věřitelům a současně jí zbyde část zisku pro možnou reinvestici zpět do firmy.

V oblasti likvidity je na tom společnost podobně jako v přecházejících letech. Pozitivně lze hodnotit pouze vývoj pohotové likvidity, která vykázala rostoucí tendenci. S nízkou likviditou souvisí i záporný čistý pracovní kapitál, jenž dosahuje stále vyšších hodnot.

Co se týká ukazatelů aktivity, je možné pozorovat příznivou změnu v oblasti doby obratu a závazků. Společnost nyní splňuje požadavek kratší doby obratu pohledávek než závazků, což se dá hodnotit velmi pozitivně.

Tab. 46 – Finanční analýza plánu vybrané společnosti

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Rentabilita</b>					
ROS	3,68%	5,01%	5,37%	5,38%	5,53%
ROA	4,44%	5,93%	6,31%	5,92%	5,96%
ROE	8,93%	11,22%	11,28%	10,40%	9,98%
<b>Zadluženost</b>					
Celková zadluženost	62,26%	60,27%	57,43%	57,13%	54,97%
Míra zadluženosti	1,72	1,57	1,39	1,37	1,25
Úrokové krytí z EBIT	5,01	9,52	10,98	10,28	10,81
<b>Likvidita</b>					
Běžná	0,78	0,31	0,29	0,31	0,34
Pohotová	0,45	0,55	0,50	0,52	0,56
Okamžitá	0,07	0,08	0,07	0,05	0,05
<b>Aktivita</b>					
Doba obratu zásob	45	43	42	48	50
Doba obratu pohledávek	69	64	62	73	76
Doba obratu závazků	63	80	81	85	84
<b>ČPK v tis. Kč</b>	<b>- 80 253</b>	<b>-117 959</b>	<b>-205 972</b>	<b>-171 646</b>	<b>-110 130</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 9 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ

Projektová část navazuje na strategickou analýzu, která se zabývala potenciálním vývojem podniku, a rovněž na finanční analýzu poskytující přehled o finančním zdraví vybrané společnosti. Výsledky analytické části potvrdily zařazení společnosti do skupiny podniků s přijatelnou až dobrou perspektivou. To určuje předpoklad pokračování společnosti v podnikání, který je nezbytný pro ocenění podniku pomocí výnosových metod.

Projekt je rozdělen na dvě části. První část se zabývá stanovením základních parametrů potřebných pro výpočet hodnoty podniku. Mezi takové náleží určení vážených průměrných nákladů na kapitál, vyčíslení provozně nutných a nenutných aktiv včetně stanovení čistého operativního výsledku hospodaření. Druhá část je zaměřena přímo na stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod ocenění. Závěr projektové části je věnován shrnutí výsledků použitých metod a stanovení výsledné hodnoty vybrané společnosti ke dni 1. 1. 2015, jenž představuje naplnění cílů této práce.

### 9.1 Vyčíslení provozně nutných aktiv a korigovaného VH

Vzhledem ke skutečnosti, že účetní pohled ne vždy odráží reálnou ekonomickou situaci, je třeba provést úpravy rozvahy, které zahrnují především aktivaci chybějících položek a vyčlenění neoperativních aktiv a neúročeného cizího kapitálu. V návaznosti na tyto úpravy a dodržení symetrie NOA a NOPAT, je důležité upravit i výkaz zisku a ztrát a tím stanovit čistý operativní zisk.

#### 9.1.1 Stanovení NOA (C)

Vybraný podnik eviduje ve své podrozvahové evidenci majetek pořízený formou leasingu. Jedná se převážně o dopravní prostředky (DHM), které je třeba aktivovat do operativního majetku společnosti. Hodnota aktivovaného leasingu byla stanovena současnou hodnotou leasingových splátek s využitím diskontní míry, která byla zjištěna pomocí alternativního způsobu založeného na tržních datech (viz kapitola 9.2.1. Náklady na cizí kapitál). Výše hodnoty leasingu se projeví jednak na straně majetku, ale i vznikem závazku z finančního pronájmu. DM je rovněž upraven o výši oceňovacího rozdílu. Hodnotu kladného oceňovacího rozdílu bylo třeba snížit o dodatečné odpisy, které se projeví ve výpočtu NOPAT. Stejný postup byl dodržen i v případě aktivace nákladů na výzkum a vývoj do DNM. Z majetku bylo nutné vyčlenit položky, které nesouvisí s činností podniku, či nevytváří

v současné době hodnotu. V případě vybraného podniku se jednalo o nedokončený DM a zálohy na pořízení majetku. Posledním krokem úprav je snížení aktiv o pasiva, která nejsou úročena. Výsledná hodnota operativních aktiv je dána součtem DM a PK.

Tab. 47 – Úprava majetkové části rozvahy – stanovení NOA

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>DM</b>	<b>1 031 016</b>	<b>1 204 462</b>	<b>1 320 931</b>	<b>1 462 912</b>	<b>1 516 700</b>
DNM	64 092	58 778	58 011	59 205	72 854
DHM	589 987	782 582	902 817	1 045 637	1 087 550
DFM	353 925	354 345	354 345	354 345	354 345
Leasing	23 012	8 757	5 758	3 725	1 951
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>317 623</b>	<b>221 265</b>	<b>197 659</b>	<b>267 585</b>	<b>322 602</b>
Zásoby	274 886	275 437	279 318	328 160	356 880
Pohledávky	416 948	407 384	409 128	493 350	532 360
KFM	56 663	74 494	64 242	50 887	50 321
Časové rozlišení	24 519	24 519	24 519	24 519	24 519
- Neúročené závazky	455 393	-560 569	-579 548	-629 331	-641 478
<b>NOA</b>	<b>1 348 639</b>	<b>1 425 727</b>	<b>1 518 590</b>	<b>1 730 497</b>	<b>1 839 302</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Z pohledu finanční struktury je nezbytné doplnit položky financování a zajistit rovnost s položkou NOA. Cizí zdroje jsou doplněny o leasingový závazek, který tvoří současná hodnota leasingových splátek. Rovněž je třeba vyloučit z cizích zdrojů neúročené závazky. Výraznou změnu je možné pozorovat u hodnoty ekvivalenty VK, která slouží jako vyrovnávací položka k zajištění konzistence aktiv a pasiv.

Tab. 48 – Úprava finanční části rozvahy – stanovení C

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>613 929</b>	<b>775 273</b>	<b>892 207</b>	<b>1 040 032</b>	<b>1 144 099</b>
Základní kapitál	155 709	155 709	155 709	155 709	155 709
Kapitálové fondy	71 735	71 735	71 735	71 735	71 735
Fondy tvořené ze zisku	219 275	219 275	219 275	219 275	219 275
VH minulých let	156 309	215 418	299 140	393 942	491 483
VH běžného období	59 109	83 722	94 802	97 541	104 066
Ekvivalenty VK	- 48 208	29 414	51 546	101 830	101 831
<b>Cizí zdroje</b>	<b>734 710</b>	<b>650 454</b>	<b>626 383</b>	<b>690 465</b>	<b>695 203</b>
Bankovní úvěry a výpomoci	711 698	641 697	620 625	686 740	693 252
Leasingový závazek	23 012	8 757	5 758	3 725	1 951
<b>C</b>	<b>1 348 639</b>	<b>1 425 727</b>	<b>1 518 590</b>	<b>1 730 497</b>	<b>1 839 302</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.1.2 Stanovení NOPAT

Při vyčíslení NOPAT je nutné vycházet z hospodářského výsledku z běžné činnosti. První krok zahrnuje vyloučení finančních nákladů, jako jsou nákladové úroky z úvěru a úroky z leasingu. Úroky z leasingu byly stanoveny vynásobením odhadnuté sazby leasingu (viz tab. č. 50) a leasingových splátek k počátku daného období. Dále bylo třeba vyloučit náklady na výzkum a vývoj, které byly aktivovány do DNM. Úpravy NOPAT vyžadují vyčlenění mimořádných či jednorázových položek, jako je rozdíl mezi tržbami za prodej DM a jeho zůstatkovou cenou. Je důležité neopomenout snížit provozní výsledek hospodaření o dodatečný odpis nově aktivovaného majetku (leasing, oceňovací rozdíl, výzkum a vývoj).

Posledním krokem je výpočet upravené daně. Jednou z možností je stanovení dodatečné daně z rozdílu vzniklého mezi EBT a NOPBT a přičtení k původně placené dani. Druhá možnost je vynásobení upraveného hospodářského výsledku daňovou sazbou 19 %. Výpočet čistého operativního zisku dle prvního způsobu je uveden v následující tabulce:

Tab. 49 – Výpočet korigovaného výsledku hospodaření

(v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
EBT původní	64 949	103 361	117 039	120 421	128 476
EBT po úpravách	112 378	146 927	160 041	164 540	172 161
<b>Rozdíl</b>	47 429	43 567	43 002	44 118	43 685
Původně placená daň	12 340	19 639	22 237	22 880	24 410
Dodatečně vypočtená daň	9 012	8 278	8 170	8 382	8 300
<b>NOPAT (KPVH)</b>	<b>91 026</b>	<b>119 011</b>	<b>129 633</b>	<b>133 277</b>	<b>139 451</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 9.2 Stanovení diskontní míry

Nezbytným krokem v procesu ocenění podniku je stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál. Pro zjištění nákladů na vlastní kapitál je využito více metod, popsaných v publikaci od Pavelkové a Knápkové (2012, str. 168-174), kterým byla přiřazena váha podle jejich vypovídací schopnosti. Náklady na VK jsou následně aplikovány při ocenění metodou čistých kapitalizovaných výnosů. Pro ocenění metodou DCF entity a EVA je nezbytné určit vážené průměrné náklady na celkový kapitál.

### 9.2.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál mají podobu úroku, který musí společnost za získání kapitálu zaplatit. Vybraný podnik využívá k financování bankovní úvěry i leasing. Úroková sazba



bankovních úvěrů byla zjištěna z interních materiálů společnosti váženým aritmetickým průměrem všech úrokových sazeb z poskytnutých úvěrů. Výsledná sazba 1,89 %, jenž v sobě zahrnuje i daňový štít, byla potvrzena podílem nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů. Obě varianty se lišily pouze v desetínách procenta.

Při stanovení nákladů na leasing bylo využito alternativního způsobu výpočtu založeného na tržních datech. Tato metoda spočívá v určení bezrizikové míry (bezriziková úroková míra byla určena podle materiálů MPO), ke které je následně přičtena riziková prémie. Přirážka je stanovena dle ukazatele úrokového krytí, kterému je přiřazeno ratingové hodnocení dle profesora Damodarana (©2016). V konečné fázi určení leasingové sazby je nutné zohlednit daňový štít. Výpočet výsledné sazby leasingu uvádí následující tabulka:

Tab. 50 – Stanovení nákladů na leasing

Položka	Hodnota
Bezriziková sazba - $r_f$	1,58%
EBIT/nákladové úroky	5,01
Rating	A
Riziková přirážka	0,85%
Daňový štít	19,0%
<b>Odhadnutá sazba leasingu</b>	<b>1,97%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti, MPO, Damodaran

Výsledná hodnota nákladů na cizí kapitál je vypočtena jako vážený aritmetický průměr stanovený dle poměru leasingového a úvěrového financování. Z tabulky č. 51 je evidentní, že podnik pracoval s velice nízkými náklady na cizí kapitál, což může být pro společnost výhodné v případě dalšího financování cizím kapitálem.

Tab. 51 – Výpočet nákladů na cizí kapitál

Cizí kapitál	$n_{CK}$	Hodnota kapitálu	Náklad
Leasing	1,97%	23 407	461
Úvěr	1,89%	711 698	13 451
Celkem		735 105	13 912
<b>Náklady cizího kapitálu</b>			<b>1,89%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 9.2.2 Náklady na vlastní kapitál

Při stanovení nákladů na vlastní kapitál bylo využito několik metod, které přinášejí poněkud rozdílné výsledky. Z tohoto důvodu, jak již bylo zmíněno, byly jednotlivým metodám přiděleny váhy, které odrážejí vypovídací schopnost použitých metod.

**Model CAPM s využitím odhadu  $\beta$  koeficientu metodou analogie**

Metoda CAPM vychází z určení bezrizikové úrokové míry, ke které je přičtena riziková prémie zahrnující vliv koeficientu  $\beta$ . Vzhledem k faktu, že vybraný podnik není obchodovatelný na kapitálových trzích, byla k odhadu parametru  $\beta$  využita metoda analogie, která odráží citlivost investice vůči trhu v odvětví Rubber&Tires. Tyto údaje spolu s rizikovou prémie pro ČR jsou k dispozici na webové stránce Damodaran (©2016). Před samotným dosazením do vzorce bylo nutné upravit koeficient  $\beta$  dle kapitálové struktury vybraného podniku. Výsledný výpočet nákladů na vlastní kapitál je uveden v následující tabulce:

Tab. 52 – Náklady na vlastní kapitál stanovené modelem CAPM

Položka	2014
Bezriziková sazba - $r_f$	1,58%
$\beta$ - zadlužená	2,11
$\beta$ - nezadlužená	1,07
Riziková prémie	6,80%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>15,93%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Damodarana

**Stavebnicový model – MPO**

Stavebnicový model sestavený podle metodiky výpočtu MPO je založen na principu přiřítání jednotlivých přírážek k bezrizikové úrokové míře. Veškeré údaje potřebné pro stanovení nákladů na vlastní kapitál na základě této metody jsou uvedeny ve statistikách MPO.

Tab. 53 – Náklady na vlastní kapitál stanovené stavebnicovým modelem (MPO)

Položka	2014
Bezriziková sazba - $r_f$	1,58%
Riziková přírážka za velikost podniku - $r_{LA}$	0,99%
Riziková přírážka za obchodní riziko - $r_{podnikatelské}$	2,93%
Riziková přírážka za finanční stabilitu - $r_{finstab}$	1,01%
Riziková přírážka za finanční strukturu - $r_{finstr}$	0,84%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>7,35%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle MPO

**Stavebnicový model – pro vybraný podnik**

Přesnější výsledky poskytuje stavebnicová metoda, která kalkuluje s přírážkami přesně stanovenými pro vybraný podnik. Riziková prémie za velikost podniku ( $r_{LA}$ ) byla určena na základě vztahu:

$$r_{LA} = \frac{(3 - \text{úplatný kapitál})^2}{168,2}$$

Přirážka za podnikatelské riziko či nižší stabilitu vychází z porovnání ROA a nákladů na cizí kapitál. Je-li rentabilita aktiv vyšší než náklady na cizí kapitál (jako tomu bylo v případě vybrané společnosti), přebírá se hodnota přirážky za podnikatelské riziko z dat odvětví. Příliš nízká likvidita vybraného podniku vyžaduje vysokou přirážku za finanční stabilitu (10 %), avšak zde je nutné zohlednit výši celkových aktiv a skutečnost, že se jedná o významný mateřský podnik. MPO uvádí tyto skutečnosti jako případy, kdy si společnost může nižší likviditu dovolit a zvolit přirážku ve výši 7 %. Riziková prémie za finanční strukturu je stanovena podílem EBIT a nákladových úroků. Pokud je výsledná hodnota větší nebo rovna 3 (hodnota ukazatele společnosti činí 5,01), je výše přirážky nulová.

Tab. 54 – Náklady na vlastní kapitál stanovené dle stavebnicové metody pro podnik

Položka	2014
Bezriziková sazba - $r_f$	1,58%
Riziková přirážka za velikost podniku - $r_{LA}$	1,57%
Riziková přirážka za obchodní riziko - $r_{\text{podnikatelské}}$	2,93%
Riziková přirážka za finanční stabilitu - $r_{\text{finstab}}$	7,00%
Riziková přirážka za finanční strukturu - $r_{\text{finstr}}$	0,00%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>13,08%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### Průměrná rentabilita v odvětví

Náklady na vlastní kapitál dle průměrné rentability v odvětví C – 22 (výroba pryžových a plastových výrobků) je možné získat z finančních analýz prováděných MPO. Tato metoda není považována za příliš vhodnou, proto je jí přidělena nízká váha.

Tab. 55 – Náklady na vlastní kapitál stanovené dle průměrné rentability v odvětví

Položka	2014
Průměrná rentabilita v odvětví	27,05%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>27,05%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle MPO

### Odvození nákladů vlastního kapitálu od nákladů cizího kapitálu

Jednou z dalších možností stanovení nákladů na VK je odvození od nákladů na CK, které v případě vybraného podniku činily 1,89 %. Vzhledem k tomu, že vlastní kapitál je považován za dražší, byla k sazbě nákladů na cizí kapitál přičtena přirážka ve výši 5 %.

Tab. 56 – Náklady na vlastní kapitál stanovené odvozením od nákladů na cizí kapitál

	2014
Náklady na cizí kapitál	1,89%
Riziková přírážka	5,00%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>6,89%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 57 podává přehled o nákladech na VK stanoveným podle různých metod. Jednotlivým metodám byly přiděleny váhy podle jejich vypovídací schopnosti. Nejvyšší váhu mají metody zohledňující přímo situaci podniku (CAPM, II. Stavebnicová metoda). Menší váhy mají metody, které mají spíše obecný charakter.

Tab. 57 – Stanovení průměrných nákladů na vlastní kapitál

	Váha	$N_{VK}$	Přepočtené $N_{VK}$
CAPM	4	15,93%	63,72%
I. Stavebnicový model (MPO)	2	7,35%	14,70%
II. Stavebnicový model (podnik)	3	13,08%	39,24%
Průměrná rentabilita v odvětví	0,5	27,05%	13,53%
Odvození od nákladů na cizí kapitál	0,5	6,89%	3,45%
Celkem	10	×	134,63%
<b>Průměrné náklady na VK</b>			<b>13,46%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.2.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Vážené průměrné náklady na kapitál byly stanoveny dle poměru upravené kapitálové struktury. Parametry pro výpočet WACC jsou uvedeny v tabulce č. 58, přičemž náklady na cizí kapitál (1,89 %) v sobě již zahrnují daňový štít. Společnost dokáže pracovat s poměrně nízkými náklady na kapitál, což je pozitivní z hlediska tvorby hodnoty pro vlastníky.

Tab. 58 – Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál

Položka	
Náklady na vlastní kapitál	13,46%
Náklady na cizí kapitál	1,89%
Vlastní kapitál	613 929
Cizí kapitál	734 710
Kapitál celkem (C)	1 348 639
<b>WACC</b>	<b>7,16%</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

### 9.3 Stanovení hodnoty podniku

Druhá část projektové části je věnována stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti k datu 1. 1. 2015. Při výpočtu byla použita dvoufázová metoda, která dělí budoucí období vybraného podniku na dvě fáze. První fáze podniku byla určena na základě délky zpracování podnikových plánů, které byly v případě společnosti sestaveny pro období 2015 – 2018. Druhá fáze (pokračující hodnota) zahrnuje odhad tempa růstu –  $g$ , které je klíčové pro vyčíslení pokračující hodnoty pomocí Gordonova a parametrického vzorce. Pro stanovení hodnoty společnosti byly zvoleny výnosové metody diskontovaného cash flow, ekonomické přidané hodnoty a čistých kapitalizovaných výnosů, jejichž přehled a srovnání je uveden v závěru projektové části.

#### 9.3.1 Odhad tempa růstu – $g$

Při určení tempa růstu –  $g$  je možné vycházet z predikce vývoje HDP ve stálých cenách pro rok 2015 uveřejněné ČNB. Tato hodnota činila 4,7 %. Další možností stanovení tempa růstu –  $g$  je odvození z průměrného tempa růstu tržeb podniku zahrnující minulé i plánované období, které činilo 5,43 %. Vybraná společnost si udržuje stabilní tržní podíl, proto je možné přihlídnout k dlouhodobému průměrnému tempu růstu relevantního trhu, které dosahovalo v případě tuzemského trhu 6,55 % a v případě trhu EU27 5,28 %. Dále je vhodné vzít v úvahu fázi životního cyklu podniku. Vybranou společnost můžeme zařadit mezi zralé podniky, u kterých se předpokládá rychlejší vývoj v první fázi a ustálení tempa růstu na nižší úrovni ve fázi další. Po zohlednění všech faktorů a dodržení zásady opatrnosti bylo odhadnuto tempo růstu –  $g$  na úrovni 5 %.

#### 9.3.2 Ocenění metodou diskontovaného Cash Flow

V případě vybrané společnosti byla zvolena metoda diskontovaného cash flow varianta entity. Tato metoda vychází z transformace korigovaného provozního výsledku hospodaření na peněžní toky do firmy (FCFF). Při přeměně výsledku hospodaření na peněžní tok se vychází z KPVH po zdanění, ze kterého jsou vyloučeny odpisy, čímž je získán předběžný tok z provozní činnosti podniku. Následně je nutné vyčlenit investice do provozně nutného dlouhodobého majetku, které byly stanoveny jako rozdíl mezi hodnotou DM mezi jednotlivými roky navýšený o odpisy. Hodnota brutto investic do DM byla v roce 2015 a 2016 záporná, protože se v daných letech investovalo méně, než činil roční odpis. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu byly stanoveny opět jako změna výše hodnoty PK

mezi dvěma po sobě jdoucími roky. Těmito úpravami byly získány peněžní toky za období plánu (2015 – 2018) pro vlastníky i věřitele, které bylo nutné převést na současnou hodnotu s využitím kalkulované úrokové míry na úrovni WACC – 7,16 %. Výsledná hodnota první fáze je uvedena v následující tabulce:

Tab. 59 – Výpočet 1. fáze podle metody DCF entity

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
<b>KPVH před zdaněním</b>	<b>146 927</b>	<b>160 041</b>	<b>164 540</b>	<b>172 161</b>
Upravená daň	27 916	30 408	31 263	32 710
<b>KPVH po zdanění</b>	<b>119 011</b>	<b>129 633</b>	<b>133 277</b>	<b>139 451</b>
Odpisy	93 461	93 820	102 138	132 258
Investice do provozně nutného DM	96 358	23 606	-69 926	-55 017
Investice do provozně nutného PK	-266 907	-210 289	-244 119	-186 046
<b>FCFF</b>	<b>41 923</b>	<b>36 770</b>	<b>-78 630</b>	<b>30 646</b>
<b>Diskontované CF</b>	<b>39 122</b>	<b>32 021</b>	<b>-63 898</b>	<b>23 240</b>
<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>30 485</b>			

Zdroj: vlastní zpracování

V dalším kroku byla stanovena pokračující hodnota pomocí Gordonova a parametrického vzorce. Jako tempo růstu byla zvolena hodnota 5 %.

### Gordonův vzorec

Použití Gordonova vzorce předpokládá stabilní a trvalý růst peněžního toku ve druhé fázi. Nejprve bylo nutné vymezit hodnotu KPVH a netto investic pro rok 2019, na základě čehož byl určen peněžní tok pro rok 2019.

$$KPVH_{2019} = KPVH_{2018} \times (1 + g) = 139\,451 \times (1 + 0,05) = 146\,423,55 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{netto_{2019}} = C_{2018} \times g = 1\,839\,302 \times 0,05 = 91\,965,1 \text{ tis. Kč}$$

$$FCFF_{2019} = KPVH_{2019} - I_{netto_{2019}} = 146\,423,55 - 91\,965,1 = 54\,458,45 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{FCFF_{2019}}{i_K - g} = \frac{54\,458,45}{0,0716 - 0,05} = 2\,521\,224,537 \text{ tis. Kč}$$

Následně byly všechny známé parametry dosazeny do vzorce, čímž byla zjištěna pokračující hodnota ve výši 2 521 224,537 tis. Kč.

### Parametrický vzorec

Jak uvádí Mařík et al. (2011, str. 186), parametrický vzorec využívá dva základní generátory hodnoty, jimiž je tempo růstu  $g$  a očekávaná rentabilita nových investic  $r_I$ .

Hodnota korigovaného provozního výsledku hospodaření a netto investic pro rok 2019 byla zjištěna již výpočtem parametrů pro Gordonův vzorec. Nyní je možné zjistit hodnotu míry investic  $m_I$ , a následně hodnotu rentability nových investic  $r_I$ , která je důležitým parametrem pro stanovení pokračující hodnoty dle parametrického vzorce.

$$m_I = \frac{I_{netto_{2019}}}{KPVH_{2019}} = \frac{91\,965,1}{146\,423,55} = 62,80\%$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0,05}{0,628075} = 7,96\%$$

$$PH = \frac{KPVH_{2019} \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_K - g} = \frac{146\,423,55 \times \left(1 - \frac{0,05}{0,0796}\right)}{0,0716 - 0,05} = 2\,521\,224,537 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota určená podle parametrického vzorce je shodná s výší pokračující hodnoty vypočítané podle Gordonova vzorce. Současná hodnota druhé fáze byla stanovena diskontováním pokračující hodnoty.

Postup stanovení hodnoty vlastního kapitálu vybrané společnosti podle metody DCF entity je uveden v tabulce č. 60. Brutto hodnota podniku byla dána součtem současné hodnoty první a druhé fáze. Odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění od brutto hodnoty byla získána hodnota vlastního kapitálu. K této hodnotě byl přičten neprovozní majetek, který představuje zejména nedokončený DM a zálohy na pořízení majetku.

Tab. 60 – Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody DCF

(v tis. Kč)	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	30 485
Současná hodnota 2. fáze	1 911 968
<b>Hodnota brutto</b>	<b>1 942 453</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	734 710
<b>Hodnota netto</b>	<b>1 207 743</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	156 470
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF</b>	<b>1 364 213</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.3.3 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty

Jednou z možností využití ukazatele EVA je její použití jako nástroj ocenění podniku. Stejně jako v případě metody DCF byla aplikována varianta entity. Hodnota první fáze byla stanovena sumou veličin EVA stanovených pro období plánu (2015 – 2018) převedených na současnou hodnotu s využitím WACC na úrovni 7,16 %.

Tab. 61 – Výpočet 1. fáze podle metody EVA

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
NOA	1 425 727	1 518 590	1 730 497	1 839 302
NOPAT	119 011	129 633	133 277	139 451
WACC × NOA <sub>T-1</sub>	96 563	102 082	108 731	123 904
<b>EVA</b>	<b>22 448</b>	<b>27 551</b>	<b>24 546</b>	<b>15 547</b>
Odúročitel	0,9332	0,8708	0,8126	0,7584
Diskontovaná EVA	20 948	23 993	19 947	11 790
<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>76 678</b>			

Zdroj: vlastní zpracování

Ke stanovení pokračující hodnoty bylo nutné nejdříve stanovit čistý operativní zisk pro rok 2019 a následně vyčíslit ekonomickou přidanou hodnotu pro rok 2019. Hodnota tempa růstu –  $g$  byla stanovena ve výši 5 %.

$$NOPAT_{2019} = NOPAT_{2018} \times (1 + g) = 139\,451 \times (1 + 0,05) = 146\,423,55 \text{ tis. Kč}$$

$$\begin{aligned} EVA_{2019} &= NOPAT_{2019} - (NOA \times WACC) = 146\,423,55 - (1\,839\,302 \times 0,0716) = \\ &= 14\,729,52 \text{ tis. Kč.} \end{aligned}$$

$$PH = \frac{EVA_{2019}}{WACC - g} = \frac{14\,729,52}{0,0716 - 0,05} = 681\,922,537 \text{ tis. Kč}$$

Po zjištění hodnoty  $EVA_{2019}$  byly všechny známé parametry dosazeny do vzorce pro stanovení pokračující hodnoty, která činila **681 922,537 tis. Kč**.

Diskontováním pokračující hodnoty byla stanovena současná hodnota druhé fáze. Součtem současné hodnoty 1. a 2. fáze byla vyčíslena hodnota přidaná trhem (MVA), která přičtením k NOA k datu ocenění tvoří brutto hodnotu podniku. Odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění byla získána netto hodnota vlastního kapitálu vybrané společnosti. Stejně jako u předchozí metody bylo nutné přičíst hodnotu neprovozního majetku, který byl při úpravách čistých operativních aktiv vyčleněn.

V tabulce č. 62 je uvedena výsledná cena vlastního kapitálu podle metody EVA. Tato hodnota je ve stejné výši jako částka stanovená podle metody diskontovaného cash flow. Důvodem je, že v obou metodách bylo počítáno se stejnou diskontní mírou na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál, stejným operativním ziskem i investovaným kapitálem. Model ocenění podle ekonomické přidané hodnoty navíc poskytuje informaci o tom, že z provozní hodnoty brutto je 1 348,6 mil. Kč v podniku již vytvořeno a 593,8 mil. Kč tvoří hodnota, která bude vytvořena v budoucnosti.



Tab. 62 – Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody EVA

(v tis. Kč)	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	76 678
Současná hodnota 2. fáze	517 136
<b>MVA</b>	<b>593 814</b>
NOA k datu ocenění	1 348 639
<b>Hodnota brutto</b>	<b>1 942 453</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	734 710
<b>Hodnota netto</b>	<b>1 207 743</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	156 470
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA</b>	<b>1 364 213</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.3.4 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Jak uvádí Mařík et al. (2011, str. 271), metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na analýze minulých výsledků hospodaření a jejich odhadu vývoje do budoucnosti. Prvním krokem výpočtu je vyčíslení upraveného výsledku hospodaření upraveného o inflaci. Úpravy vycházejí z EBT, ke kterému jsou přičteny odpisy. Dále je důležité vyčlenit mimořádné položky včetně výnosů a nákladů na prodaný DM. V případě vybrané společnosti je třeba neopomenout vyloučit výnosy z DFM, které nesouvisí s provozní činností podniku. Těmito kroky byl získán upravený výsledek hospodaření, u kterého bylo nutné zohlednit vliv inflace pomocí bazického indexu. Následně byly UVH přiděleny jednotlivé váhy.

Tab. 63 – Úprava VH pro výpočet trvale odnímatelného výnosu

(v tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014
<b>EBT</b>	<b>169 516</b>	<b>32 707</b>	<b>91 802</b>	<b>84 134</b>	<b>64 949</b>
Odpisy	68 900	75 974	86 635	54 629	62 851
Finanční výnosy z DFM	-57	-35	-45	-74	-12
Tržby z prodeje DM	-23 230	-20 150	-36 068	-17 794	-20 427
ZC prodaného DM	21 826	17 691	29 220	15 053	19 106
Mimořádné výnosy	0	0	-5 261	0	0
Mimořádné náklady	0	0	32 732	0	0
<b>Upravený VH před daní</b>	<b>236 955</b>	<b>106 187</b>	<b>199 015</b>	<b>135 948</b>	<b>126 467</b>
Cenový index řetězový	1,015	1,019	1,033	1,014	1,004
Cenový index bazický	0,933	0,951	0,982	0,996	1,000
<b>UVH upravený o inflaci</b>	<b>253 929</b>	<b>111 672</b>	<b>202 608</b>	<b>136 492</b>	<b>126 467</b>
Váhy	1	2	3	4	5
<b>UVH × váha</b>	<b>253 929</b>	<b>223 344</b>	<b>607 825</b>	<b>545 967</b>	<b>632 335</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Váženým aritmetickým průměrem UVH z let 2010 – 2014 byl získán trvale odnímatelný výnos. Finální úpravy zahrnovaly korekci o odpisy z reprodukčních cen a následné zdanění. Kalkulovaná úroková míra byla stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál (13,46 %) a následně upravena o dlouhodobý inflační cíl ČNB (2 %). Provozní hodnota vlastního kapitálu společnosti byla vypočítána jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu a kalkulované úrokové míry. Posledním krokem bylo přičtení hodnoty neprovozního majetku, čímž byla získána finální hodnota vlastního kapitálu.

Tab. 64 – Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody ČKV

(v tis. Kč)	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	150 893
Odpis	-62 851
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech	88 042
Daň	16 728
Trvale odnímatelný čistý výnosy po dani	71 314
Kalkulovaná úroková míra	11,46%
<b>Provozní hodnota VK</b>	<b>622 289</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	156 470
<b>Hodnota vlastního kapitálu podle metody ČKV</b>	<b>778 759</b>

Zdroj: vlastní zpracování

#### 9.4 Shrnutí výsledků použitých metod

Pro stanovení hodnoty vybrané společnosti k datu 1. 1. 2015 byly použity tradiční výnosové metody. Mezi tyto metody patří především metoda diskontovaného cash flow, metoda ekonomické přidané hodnoty a jako třetí byla zvolena metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Jako doporučení se uvádí použití minimálně dvou metod při oceňování, z důvodu poněkud rozdílných výsledků, které jednotlivé metody poskytují. Výsledné hodnoty VK vybrané společnosti dle jednotlivých metod zachycuje následující tabulka:

Tab. 65 – Srovnání výsledků jednotlivých metod

(v tis. Kč)	DCFF	EVA	KČV
Diskontní míra	7,16%	7,16%	11,46%
Současná hodnota I. fáze	30 485	76 678	×
Současná hodnota II. fáze	1 911 968	517 136	×
Provozní hodnota brutto	1 942 453	1 942 453	1 077 682
Provozní hodnota netto	1 207 743	1 207 743	622 289
<b>Hodnota vlastního kapitálu</b>	<b>1 364 213</b>	<b>1 364 213</b>	<b>778 759</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Dle výsledků strategické a finanční analýzy byl vybraný podnik označen jako perspektivní. Na základě tohoto důvodu, byly zvoleny metody diskontovaného cash flow a ekonomické připadané hodnoty (obě ve variantě entity) jako základní pro stanovení výsledné hodnoty podniku. V obou metodách bylo kalkulováno se stejnými váženými průměrnými náklady na kapitál, stejným ziskem i investovaným kapitálem. Proto obě metody přinášejí stejnou výslednou hodnotu, což může plnit kontrolní funkci. Avšak, jak již bylo zmíněno, model ekonomické přidané hodnoty navíc poskytuje informaci o tom, jaká hodnota byla v podniku již vytvořena a jaká hodnota bude vytvořena v budoucnosti. Jako doplňková metoda byla zvolena metoda kapitalizovaných čistých výnosů – konkrétně paušální metoda. Přestože je paušální metoda využívána v případech, kdy není možné odhadnout budoucí vývoj podniku, je velmi často využívána zároveň s metodou DCF, protože poskytuje doplňkovou informaci o dolním limitu výnosového ocenění vybrané společnosti. Jak je patrné z tabulky č. 65, výsledná hodnota VK dle metody KČV je oproti ostatním metodám nižší o 585 mil. Kč. Tato skutečnost je způsobena tím, že metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na analýze účetních dat a nebere v úvahu růstové příležitosti dané společností.

Hodnota společnosti by měla být zvolena na základě jedné konkrétní metody. **Výsledná hodnota vybraného podniku byla k datu 1. 1. 2015 stanovena na úrovni metody diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty, a to ve výši 1 364 213 tis. Kč.** Dolní limit výnosového ocenění dle metody čistých kapitalizovaných výnosů tvoří hodnota 778 759 tis. Kč. Rozdíl 585 454 tis. Kč mezi jednotlivými hodnotami je považován za ocenění budoucích růstových příležitostí, kterými společnost disponuje.

#### **9.4.1 Citlivostní analýza změny parametrů na hodnotu vlastního kapitálu**

Vhodným nástrojem doprovázející stanovení hodnoty podniku je analýza citlivosti změny hodnoty vlastního kapitálu na základě změny vstupních parametrů (diskontní míry a tempa růstu) o +/- 1 procentní bod. Pro zjednodušení se předpokládá, že ke změně parametrů nedochází současně, ale vždy pouze změnou jen jednoho parametru. Jak je patrné z tabulky č. 66, podnik je výrazně citlivý na změnu diskontní míry. Snížením diskontní míry o 1 procentní bod by narostla hodnota kapitálu stanovená pomocí DCF a EVA o 130 %. Naopak zvýšením WACC na 8,16 % by došlo ke snížení hodnoty téměř o 50 %. U metody čistých kapitalizovaných výnosů není citlivost tak výrazná. Změnou sazby o 1 % se hodnota vlastního kapitálu pohybuje +/- 10 %. Tento rozdíl může být způsoben rozdílnou velikostí a

strukturou kapitálu. Změna sazby tempa růstu – g není tak citlivá jako v případě diskontní míry, avšak její změnou se hodnota podniku pohybuje v rozmezí desítek procent.

Tab. 66 – Citlivostní analýza

(v tis. Kč)	Diskontní míra			Tempo růstu – g		
	-1,00%	původní	+ 1,00%	-1,00%	původní	+ 1,00%
diskontní míra	6,16%	7,16%	8,16%	4,00%	5,00%	6,00%
<b>DCF + EVA</b>	<b>3 148 554</b>	<b>1 364 213</b>	<b>711 450</b>	<b>1 167 097</b>	<b>1 364 213</b>	<b>1 901 186</b>
Změna v %	+130,8%	×	-47,85%	-14,45%	×	+39,36%
diskontní míra	10,46%	11,46%	12,46%	×	×	×
<b>KČV</b>	<b>838 251</b>	<b>778 759</b>	<b>728 616</b>			
Změna v %	+7,64%	×	-6,44%			

Zdroj: vlastní zpracování

Z důvodu příliš velké citlivosti změny parametrů na hodnotu vlastního kapitálu je důležité věnovat náležitou pozornost při stanovení nákladů na celkový kapitál a rovněž i určení tempa růstu – g, a to z důvodu zachování věrného zobrazení hodnoty podniku.

## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu vybrané společnosti k datu 1. 1. 2015 pomocí výnosových metod oceňování.

Aby byl naplněn zadaný cíl, bylo nutné provést literární rešerši českých i zahraničních zdrojů k vytvoření uceleného teoretického základu nezbytného k vypracování projektu. Důraz byl kladen zejména na výnosové metody oceňování.

Na základě nabytých teoretických znalostí bylo možné vypracovat strategickou a finanční analýzu. Zpracování strategické analýzy umožnilo stanovit předpoklady vývoje trhu v odvětví – výroba pryžových a plastových výrobků, do kterého vybraný podnik náleží. Toto odvětví bylo shledáno jako dynamické a atraktivní s růstovým potenciálem do budoucna. Na základě provedené analýzy vnitřního potenciálu bylo zjištěno, že podnik disponuje konkurenční silou 59,6 % a je možné ho zařadit mezi podniky s přijatelnou až dobrou perspektivou. Nicméně k určení předpokladu „going concern“, který je rovněž nezbytnou podmínkou využití výnosových metod ocenění, bylo nutné provést analýzu finančního zdraví společnosti. V návaznosti na provedení finanční analýzy bylo zjištěno, že společnost je zisková a netrpí výraznými problémy. Přestože se u podniku projeví nedostatky v oblasti likvidity, nebyla tato skutečnost shledána jako kritická. Důvodem je fakt, že společnost má k dispozici nástroje, které může v případě nutné potřeby finančních prostředků využívat. Bylo tedy možné konstatovat, že společnosti nehrozí bankrot, je dlouhodobě stabilní, trvale zisková a splňuje předpoklad budoucího pokračování v podnikatelské činnosti.

V návaznosti na poznatky z provedené strategické a finanční analýzy byl sestaven finanční plán podniku pro roky 2015 – 2016. Dle počtu roků, pro které byl plán sestaven, se odvíjela i délka první fáze. Klíčovou položku plánů tvořily tržby stanovené na základě vývoje relevantního trhu. Vzhledem k tomu, že tržby byly shledány jako významný generátor hodnoty, odvíjelo se od nich plánování ostatních položek výkazu zisku a ztrát. Plány jednotlivých výkazů se rovněž odvíjely od očekávání managementu společnosti. Finanční analýzou sestavených plánů byl rovněž zjištěn předpoklad budoucího trvání podniku. Důležitým krokem bylo určení jednotlivých parametrů pro samotný výpočet hodnoty. Jednalo se převážně o úpravy účetních položek rozvahy a výsledku zisku a ztrát, tak aby odrážely reálnou ekonomickou situaci podniku. Výsledkem těchto úprav bylo stanovení čistých operativních aktiv a čistého operativního zisku. Volba diskontní míry představovala výpočet vážených nákladů na kapitál podniku. Poměrně snadné bylo stanovit náklady na cizí kapi-

tál, který zahrnovaly úrokovou sazbu bankovních úvěrů a leasingu, které společnost využívá. Naproti tomu k vyčíslení nákladů na vlastní kapitál bylo použito více metod, kterým byla přiřazena váha dle jejich vypovídací schopnosti. Značná pozornost byla věnována určení předpokládaného tempa růstu  $g$ . Hodnota zmíněného parametru byla stanovena na základě principu opatrnosti po zvážení různých faktorů, jako je vývoj HDP a tempo růstu trhu včetně tempa růstu tržeb podniku.

Po zjištění všech parametrů byly zvoleny jednotlivé přístupy k ocenění. Jako výchozí byly vybrány metody založené na diskontovaném cash flow a ekonomické přidané hodnotě. Vzhledem ke skutečnosti, že obě metody kalkulovaly se stejnou diskontní mírou, ziskem i celkovým kapitálem, byly výsledné hodnoty podniku totožné, což plnilo rovněž kontrolní funkci. Jako doplňková metoda byla zvolena metoda kapitalizovaných čistých výnosů, která poskytuje informaci o dolní hranici hodnoty podniku. V samotném závěru byla práce doplněna o analýzu citlivosti změny hodnoty vlastního kapitálu na základě změny vstupních parametrů 1 procentní bod. Jednalo se o diskontní míru a tempo růstu  $g$ , u kterých se ukázalo, že je hodnota společnosti velmi citlivá na jejich změnu. To znamená, že v rámci co nejvěrnějšího vyčíslení hodnoty vybrané společnosti je důležité věnovat značnou pozornost při určování těchto parametrů.

Vybraná společnost byla k datu 1. 1. 2015 oceněna ve výši 1 364 213 tis. Kč, čímž byl naplněn cíl diplomové práce.

**SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ**

ALLMAN, Keith A. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken, NJ: Wiley, 2010. ISBN 978-0-470-48179-0.

*Businessvize: IN05 – Bankrotní index z Česka, který funguje na české firmy* [online]. Nita-na, 2011 [cit. 2016-03-16]. Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/in05-bankrotni-index-z-ceska-ktery-funguje-na-ceske-firmy>

ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.

ČESKO. Zákon č. 586 ze dne 20. listopadu 1992 o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1992, částka 117, s. 3473-3491. ISSN 1211-1244. Dostupné z: <http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2640>

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2012. Wiley finance series. ISBN 11-180-1152-X.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

FERNANDEZ, Pablo. *Company valuation methods*. *Social Science Research Network* [online]. 2015, 18 [cit. 2016-04-13]. Dostupné z: [https://papers.ssrn.com/sol3/Data\\_Integrity\\_Notice.cfm?abid=274973](https://papers.ssrn.com/sol3/Data_Integrity_Notice.cfm?abid=274973)

*Finanční správa: Kontrolní hlášení DPH* [online]. Praha: Finanční správa, 2016 [cit. 2016-03-26]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/dane-a-pojistne/dane/dan-z-pridane-hodnoty/kontrolni-hlaseni-DPH>

FOTR, Jiří a Jiří HNILICA. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-5104-7

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3293-0.

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. Expert (Grada). ISBN 80-247-0939-2.

VASIGH, Bijan. *Foundations of airline finance: methodology and practice*. Second edition. New York: Routledge, Taylor, 2015. ISBN 978-041-5743-266.

GARLICK, Andy. *Estimating risk: a management approach*. Hampshire: Gower Publishing, c2007. ISBN 978-0-566-08776-9.

GRABLE, John E., Derek D. KLOCK a Ruth H. LYTTON. *The case approach to financial planning: writing a financial plan*. Cincinnati, Ohio: National Underwriter Co, 2008. ISBN 978-087-2186-699.

*Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění*. Praha: Česká národní banka, 2014, ročník 2014, číslo 1.1.

*Informační materiál z oblasti oceňování majetku: Nová právní úprava oceňování majetku*. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2014.

*ING: Vybrané legislativní novinky pro rok 2016* [online]. Praha: Finanční skupina ING, 2016 [cit. 2016-03-26]. Dostupné z: <http://www.ingbank.cz/zpravodaj/clanky/vybrane-legislativni-novinky-pro-rok-2016.html>

*International valuation standards 2011*. London: International Valuation Standards Council, 2011. ISBN 978-0-9569313-0-6.

Interní materiály vybrané společnosti za období 2010 – 2014

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck, 2001. C. H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a Ivan NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. Praha: C. H. Beck, 2005. *Ekonomie* (C. H. Beck). ISBN 80-717-9847-9.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 0014-2751.

LASÁK, Jan. *Zákon o nabídkách převzetí: komentář*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2012. *Komentáře* (Wolters Kluwer ČR). ISBN 978-80-7357-888-6.



Managementmania. *Managementmania* [online]. Creative Commons, 2013 [cit. 2016-03-13]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/metody-ocenovani-podniku>

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-861-1937-8.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

Ocenění podniku a částí jeho majetku. *Oceňování podniků, jejich částí a podílů* [online]. Kladno: Ing. Kateřina Valentová Worschová, 2014 [cit. 2016-03-13]. Dostupné z: <http://www.ocenovani-podniku.cz/oceneni-podniku-casti-jeho-majetku>

PETERSON DRAKE, Pamela a Frank J FABOZZI. *Analysis of financial statements*. Third edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley, 2012. ISBN 978-111-8331-910.

PINTO, Jerald E, Elaine HENRY, Thomas R ROBINSON a John D STOWE. *Equity asset valuation*. Second edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2010. CFA institute investment series. ISBN 978-0-470-57143-9.

*Podnikátor* [online]. 2012 [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: <http://www.podnikator.cz/zacatek-podnikani/n:16084/Financni-plan>

POLÁČEK, Bohumil a Attl JAN. *Posudek znalce a podnik*. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-717-9503-8.

PRATT, Shannon P. *Cost of capital: estimation and applications*. 2nd. Hoboken: John Wiley, 2002. ISBN 04-712-2401-4.

PRATT, Jamie. *Financial accounting in an economic context*. 8th ed. Hoboken, NJ: Wiley, 2011. ISBN 9780470635292.

*Probability distributions in risk management operations*. New York, NY: Springer Berlin Heidelberg, 2015. ISBN 9783319142555.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. C. H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9367-1.

ŠKOCH, Petr. *Oceňovací vyhláška pro rok 2014*. In: *Znalecký portál* [online]. 2013 [cit. 2016-03-13]. Dostupné z:

[http://znaleckyportal.cz/index.php?option=com\\_content&view=article&id=247:ocenovaci-vyhlaska-pro-rok-2014&catid=73:ekonomika-ceny-a-odhady&Itemid=113](http://znaleckyportal.cz/index.php?option=com_content&view=article&id=247:ocenovaci-vyhlaska-pro-rok-2014&catid=73:ekonomika-ceny-a-odhady&Itemid=113)

TIMOTHY J. GALLAGHER, JOSEPH D. ANDREW, JR., Timothy J. Gallagher, Joseph D. Andrew, Jr. *Financial management: principles and practice*. 3rd ed. Upper Saddle River, N. J: Prentice Hall, 2003. ISBN 0131768824.

Trading Economics: Czech Republic Inflation Rate. *Trading Economics* [online]. 2016 [cit. 2016-03-14]. Dostupné z: <http://www.tradingeconomics.com/czech-republic/inflation-cpi>

VEBER, Jaromír. *Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2009. ISBN 978-80-7261-200-0.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

ZÁMEČNÍK, Roman, Zuzana TUČKOVÁ a Petr NOVÁK. *Podniková ekonomika I*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. ISBN 978-80-7318-701-9.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjust Present Value
BO	Běžné období
C	Celkový kapitál
CAMP	Capital Pricing Model
CF	Cash Flow
CK	Cizí kapitál
CP	Cenné papíry
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	Diskontované Cash Flow
DM	Dlouhodobý majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EAT	Earnings After Tax
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBT	Earnings Before Tax
EU	Evropská unie
EVS	European Valuation Standards
EVA	Economic Value Added
FA	Finanční analýza
FCF	Peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Peněžní toky pro vlastníky i věřitele

---

HDP	Hrubý domácí produkt
IFRS	International Financial Reporting Standards
IVSC	International Valuation Standard Committee
IVS	International Valuation Standards
KH	Kontrolní hlášení
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MO	Minulé období
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MS	Microsoft
MVA	Market Value Added
N	Náklady
NOA	Net Operating Assets
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
NOPBT	Net Operating Profit Before Tax
OA	Oběžná aktiva
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OZ	Odštěpný závod
PK	Pracovní kapitál
SA	Strategická analýza
THP	Technicko-hospodářský pracovník
UVH	Upravený výsledek hospodaření
V	Výnosy
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Wighted Average Cost of Capital
ŽP	Životní prostředí

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obr. 1 – Vztah subjektivní a objektivizované hodnoty .....	15
Obr. 2 – Průběh dvoufázové metody .....	33
Obr. 3 – Průběh třífázové metody.....	35
Obr. 4 – Organizační členění podniku .....	40
Obr. 5 – Vývoj tržeb z územního hlediska .....	41
Obr. 6 – Vývoj meziroční inflace v ČR.....	47
Obr. 7 – Vývoj průměrné a minimální mzdy v ČR .....	47
Obr. 8 – Vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD .....	48
Obr. 9 – Spider analýza vybraného podniku a konkurence pro rok 2014 .....	51
Obr. 10 – vývoj EBT a VH bez vlivu rezerv a opravných položek .....	64
Obr. 11 – Vývoj ukazatele rentability tržeb, aktiv a VK .....	65
Obr. 12 – Vývoj celkové zadluženosti.....	66
Obr. 13 – Vývoj ukazatelů likvidity .....	67
Obr. 14 – Doba obratu zásob, pohledávek a závazků.....	68
Obr. 15 – Vývoj ukazatele Altmanova Z-skóre.....	69
Obr. 16 – Vývoj ukazatele Index IN05 .....	70

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1 – Postup při určení volného peněžního toku (metoda entity) .....</i>	<i>33</i>
<i>Tab. 2 – Vývoj zaměstnanců vybrané společnosti .....</i>	<i>40</i>
<i>Tab. 3 – Vývoj tržeb odvětví C-22 dle jednotlivých trhů v letech 2010-2014.....</i>	<i>42</i>
<i>Tab. 4 – Tempo růstu tržeb dle jednotlivých trhů v letech 2010-2014 .....</i>	<i>42</i>
<i>Tab. 5 – Analýza atraktivity na tuzemském trhu.....</i>	<i>43</i>
<i>Tab. 6 – Vývoj a prognóza tuzemského relevantního trhu .....</i>	<i>44</i>
<i>Tab. 7 – Vývoj a prognóza Evropského relevantního trhu .....</i>	<i>45</i>
<i>Tab. 8 – Vývoj HDP v ČR v letech 2010-2015 .....</i>	<i>46</i>
<i>Tab. 9 – Vývoj průměrné mzdy v ČR v letech 2010-2015.....</i>	<i>47</i>
<i>Tab. 10 – Tržní podíl vybrané společnosti na tuzemském trhu .....</i>	<i>50</i>
<i>Tab. 11 – Tržní podíl vybrané společnosti na Evropském trhu .....</i>	<i>50</i>
<i>Tab. 12 – Spider analýza vybrané společnosti a konkurenčních podniků pro rok 2014 .....</i>	<i>51</i>
<i>Tab. 13 – Zhodnocení konkurenční síly podniku.....</i>	<i>52</i>
<i>Tab. 14 – predikce vývoje tržeb vybraného podniku pro tuzemský trh.....</i>	<i>53</i>
<i>Tab. 15 – Predikce vývoje tržeb vybraného podniku pro trhu EU27 .....</i>	<i>54</i>
<i>Tab. 16 – Predikce celkových tržeb vybrané společnosti .....</i>	<i>54</i>
<i>Tab. 17 – SWOT analýza vybraného podniku .....</i>	<i>55</i>
<i>Tab. 18 – Majetková struktura vybrané společnosti.....</i>	<i>56</i>
<i>Tab. 19 – Vertikální analýza majetkové struktury vybrané společnosti .....</i>	<i>57</i>
<i>Tab. 20 – Horizontální analýza majetkové struktury vybrané společnosti.....</i>	<i>57</i>
<i>Tab. 21 – Pohledávky po splatnosti vybrané společnosti .....</i>	<i>58</i>
<i>Tab. 22 – Finanční struktura vybrané společnosti .....</i>	<i>58</i>
<i>Tab. 23 – Vertikální analýza finanční struktury vybrané společnosti .....</i>	<i>58</i>
<i>Tab. 24 – Horizontální analýza finanční struktury vybrané společnosti.....</i>	<i>59</i>
<i>Tab. 25 – Závazky po splatnosti vybrané společnosti .....</i>	<i>60</i>
<i>Tab. 26 – Struktura výnosů vybrané společnosti .....</i>	<i>60</i>
<i>Tab. 27 – Vertikální analýza výnosů vybrané společnosti.....</i>	<i>61</i>
<i>Tab. 28 – Horizontální analýza výnosů vybrané společnosti .....</i>	<i>61</i>
<i>Tab. 29 – Struktura nákladů vybrané společnosti .....</i>	<i>62</i>
<i>Tab. 30 – Vertikální analýza nákladů vybrané společnosti .....</i>	<i>62</i>
<i>Tab. 31 – Horizontální analýza nákladů vybrané společnosti .....</i>	<i>63</i>
<i>Tab. 32 – Dělení výsledku hospodaření před úroky a zdaněním .....</i>	<i>64</i>
<i>Tab. 33 – Čistý pracovní kapitál vybrané společnosti.....</i>	<i>65</i>

<i>Tab. 34 – Ukazatele rentability vybrané společnosti v letech 2010-2014</i> .....	65
<i>Tab. 35 – Ukazatele zadluženosti vybrané společnosti v letech 2010-2014</i> .....	66
<i>Tab. 36 – Ukazatele likvidity vybrané společnosti v letech 2010-2014</i> .....	67
<i>Tab. 37 – Ukazatele aktivity vybrané společnosti v letech 2010-2014</i> .....	68
<i>Tab. 38 – Z-skóre vybrané společnosti</i> .....	69
<i>Tab. 39 – Index IN05 vybrané společnosti</i> .....	70
<i>Tab. 40 – Multiplikátor vlastního kapitálu vybrané společnosti</i> .....	71
<i>Tab. 41 – Plán výnosů vybrané společnosti</i> .....	73
<i>Tab. 42 – Plánované náklady vybrané společnosti</i> .....	74
<i>Tab. 43 – Plán rozvahy vybrané společnosti – strana aktiv</i> .....	75
<i>Tab. 44 – Plán rozvahy vybrané společnosti – strana pasiv</i> .....	75
<i>Tab. 45 – Plánované cash flow vybrané společnosti</i> .....	76
<i>Tab. 46 – Finanční analýza plánu vybrané společnosti</i> .....	77
<i>Tab. 47 – Úprava majetkové části rozvahy – stanovení NOA</i> .....	79
<i>Tab. 48 – Úprava finanční části rozvahy – stanovení C</i> .....	79
<i>Tab. 49 – Výpočet korigovaného výsledku hospodaření</i> .....	80
<i>Tab. 50 – Stanovení nákladů na leasing</i> .....	81
<i>Tab. 51 – Výpočet nákladů na cizí kapitál</i> .....	81
<i>Tab. 52 – Náklady na vlastní kapitál stanovené modelem CAPM</i> .....	82
<i>Tab. 53 – Náklady na vlastní kapitál stanovené stavebnicovým modelem (MPO)</i> .....	82
<i>Tab. 54 – Náklady na vlastní kapitál stanovené dle stavebnicové metody pro podnik</i> .....	83
<i>Tab. 55 – Náklady na vlastní kapitál stanovené dle průměrné rentability v odvětví</i> .....	83
<i>Tab. 56 – Náklady na vlastní kapitál stanovené odvozením od nákladů na cizí kapitál</i> .....	84
<i>Tab. 57 – Stanovení průměrných nákladů na vlastní kapitál</i> .....	84
<i>Tab. 58 – Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál</i> .....	84
<i>Tab. 59 – Výpočet 1. fáze podle metody DCF entity</i> .....	86
<i>Tab. 60 – Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody DCF</i> .....	87
<i>Tab. 61 – Výpočet 1. fáze podle metody EVA</i> .....	88
<i>Tab. 62 – Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody EVA</i> .....	89
<i>Tab. 63 – Úprava VH pro výpočet trvale odnímatelného výnosu</i> .....	89
<i>Tab. 64 – Výsledná hodnota VK vybrané společnosti podle metody ČKV</i> .....	90
<i>Tab. 65 – Srovnání výsledků jednotlivých metod</i> .....	90
<i>Tab. 66 – Citlivostní analýza</i> .....	92

**SEZNAM PŘÍLOH**

P I: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT 2013 – 2014

P II: ROZVAHA STRANA AKTIV 2013 – 2014

P III: ROZVAHA STRANA PASIV 2013 – 2014

P IV: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT 2011 – 2012

P V: ROZVAHA STRANA AKTIV 2011 – 2012

P VI: ROZVAHA STRANA PASIV 2011 – 2012

P VII: PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT 2015 – 2018

P VIII: PLÁN ROZVAHY STRANA AKTIV 2015 – 2018

P IX: PLÁN ROZVAHY STRANA PASIV 2015 – 2016

P X: PLÁN CASH FLOW 2015 – 2018

P XI: REGRESNÍ ANALÝZA – TUZEMSKÝ TRH

P XII: REGRESNÍ ANALÝZA – EVROPSKÝ TRH



## PŘÍLOHA P I: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT 2013 – 2014

Označení a	Text b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			běžném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01	36 856	38 319
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	34 639	35 154
+	Obchodní marže (ř. 01-02)	03	2 217	3 165
II.	Výkony (ř.05+06+07)	04	2 211 576	1 736 377
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	2 168 629	1 707 247
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	34 369	21 269
II.3.	Aktivace	07	8 578	7 861
B.	Výkonová spotřeba (ř.09+10)	08	1 520 756	1 145 621
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	1 227 824	965 866
B.2.	Služby	10	292 932	179 755
+	Přidaná hodnota (ř.03+04-08)	11	693 037	593 921
C.	Osobní náklady (ř.13 až 16)	12	454 227	415 247
C.1.	Mzdové náklady	13	325 472	301 834
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	4 144	2 544
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	108 955	98 824
C.4.	Sociální náklady	16	15 656	12 045
D.	Daně a poplatky	17	2 672	1 692
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	62 851	54 629
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)	19	20 427	17 794
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	1 072	1 151
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	21	19 355	16 643
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	22	19 106	15 053
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	1 371	153
F.2.	Prodaný materiál	24	17 735	14 900
G.	Změna stavu rezerv a opr. položek v prov. oblasti a komplex. nákl. příštích období (+/-)	25	379	3 012
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	29 592	28 100
H.	Ostatní provozní náklady	27	51 353	18 433
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		
*	<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ</b> (ř. 11-12-17-18+19-22-(+/-25)+26-27+(-28)-(-29))	30	<b>152 468</b>	<b>131 749</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	8 065	
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	200	
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř.34 až 36)	33	6 120	5 100
VII.1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účet. jednotkách pod podstatným vlivem	34	6 120	5 100
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	12 827	12 213
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	54 505	21 407
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41		
X.	Výnosové úroky	42	218	74
N.	Nákladové úroky	43	16 207	14 142
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	35 332	50 739
O.	Ostatní finanční náklady	45	79 169	80 192
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	<b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ</b> (ř. 31-32+33+37-38+39-40-(+/-41)+42-43+44-45+(-46)-(-47))	48	<b>-87 519</b>	<b>-47 615</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř.50+51)	49	5 840	23 654
Q.1.	- splatná	50	396	18 866
Q.2.	- odložená	51	5 444	4 788
**	<b>VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST</b> (ř. 30+48-49)	52	<b>59 109</b>	<b>60 480</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	53		
R.	Mimořádné náklady	54		
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř.56+57)	55	0	0
S.1.	- splatná	56		
S.2.	- odložená	57		
*	<b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ</b> (ř.53-54-55)	58	0	0
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b> (ř.52+58-59)	60	<b>59 109</b>	<b>60 480</b>
	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř.30+48+53-54)	61	64 949	84 134

## PŘÍLOHA P II: ROZVAHA STRANA AKTIV 2013 – 2014

Označ. a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Min. úč. obd.	
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4	
	<b>AKTIVA CELKEM</b> (ř. 02+03+31+63) = ř.67	001	3 062 319	-1 233 091	1 829 228	1 560 619	
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002					
B.	<b>Dlouhodobý majetek</b> (ř. 04+13+23)	003	2 242 488	-1 189 536	1 052 952	883 092	
B.I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b> (ř. 05 až 12)	004	92 645	-72 134	20 511	26 996	
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005					
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006	3 039	-3 039			
B.I.3.	Software	007	51 831	-37 661	14 170	19 157	
B.I.4.	Ocenitelná práva	008	15 316	-9 538	5 778	7 576	
B.I.5.	Goodwill (+/-)	009	21 896	-21 896			
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010					
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	563		563	263	
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na dlouh. nehmotný majetek	012					
B.II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b> (ř. 14 až 22)	013	1 795 498	-1 117 402	678 096	548 729	
B.II.1.	Pozemky	014	25 222		25 222	25 222	
B.II.2.	Stavby	015	644 909	-403 923	240 986	237 909	
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	972 898	-713 479	259 419	150 664	
B.II.4.	Pěstitecké celky trvalých porostů	017					
B.II.5.	Základní stádo a tažná zvířata	018					
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	16		16	16	
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	64 884		64 884	127 772	
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	87 569		87 569	7 146	
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku (+/-)	022					
B.III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b> (ř. 24 až 30)	023	354 345		354 345	307 367	
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	165 871		165 871	117 082	
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstat. vlivem	025					
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	188 054		188 054	188 054	
B.III.4.	Půjčky a úvěry – ovládající a řídicí osoba, podst. vliv	027	420		420	2 231	
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028					
B.III.6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029					
B.III.7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030					
C.	<b>Oběžná aktiva</b> (ř. 32+39+48+58)	031	795 312	-43 555	751 757	661 027	
C.I.	<b>Zásoby</b> (ř. 33 až 38)	032	283 676	-8 790	274 886	224 302	
C.I.1.	Materiál	033	107 252	-6 638	100 614	85 877	
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	107 081		107 081	74 140	
C.I.3.	Výrobky	035	64 886	-2 152	62 734	62 426	
C.I.4.	Zvířata	036					
C.I.5.	Zboží	037	2 776		2 776	1 161	
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	1 681		1 681	698	
C.II.	<b>Dlouhodobé pohledávky</b> (ř.40 až 47)	039	226		226	462	
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040					
C.II.2.	Pohledávky ovládající a řídicí osoba	041					
C.II.3.	Pohledávky – podstatný vliv	042					
C.II.4.	Pohledávky za společníky, čl. druž. a za účastn.sdružení	043					
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	226		226	235	
C.II.6.	Dohadné účty aktivní	045					
C.II.7.	Jiné pohledávky	046				227	
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka	047					
C.III.	<b>Krátkodobé pohledávky</b> (ř.49 až 57)	048	454 747	-34 765	419 982	345 999	
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	417 916	-27 209	390 707	300 465	
C.III.2.	Pohledávky – ovládající a řídicí osoba	050					
C.III.3.	Pohledávky – podstatný vliv	051					
C.III.4.	Pohledávky za společníky, čl. druž. a za účastn.sdružení	052					
C.III.5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053					
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	054	21 760		21 760	15 187	
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	2 808		2 808	20 267	
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	056	3 148		3 148	1 471	
C.III.9.	Jiné pohledávky	057	9 115	-7 556	1 559	8 609	
C.IV.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b> (ř. 59 až 62)	058	56 663		56 663	90 264	
C.IV.1.	Peníze	059	729		729	725	
C.IV.2.	Účty v bankách	060	55 934		55 934	89 539	
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061					
C.IV.4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062					
D.I.	<b>Časové rozlišení</b> (ř. 64 až 66)	063	24 519		24 519	16 500	
D.I.1.	Náklady příštích období	064	10 620		10 620	5 933	
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	065	13 581		13 581	944	
D.I.3.	Příjmy příštích období	066			318	9 623	

## PŘÍLOHA P III: ROZVAHA STRANA PASIV 2013 – 2014

Označ. a	PASIVA b	Číslo řádkuc	Stav v běž. účt. období 5	Stav v min. úč. období 6
	PASIVA CELKEM [A. + B. + C.]	067	1 829 228	1 560 619
A.	Vlastní kapitál [Σ A.I. až A.V.]	068	662 137	598 248
A.I.	Základní kapitál [Σ A.I.1. až A.I.3.]	069	155 709	155 709
A.I.1.	Základní kapitál	070	155 709	155 709
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071		
3.	Změny základního kapitálu	072		
A.II.	Kapitálové fondy [Σ A.II.1. až A.II.4.]	073	71 735	65 564
A.II.1.	Ážio	074		
2.	Ostatní kapitálové fondy	075	242	242
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	71 493	65 322
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací	077		
5.	Rozdíly z přeměn obchodních korporací	078		
6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací	079		
A.III.	Fondy ze zisku [A.III.1. + A.III.2.]	080	219 275	217 037
A.III.1.	Rezervní fond	081	219 196	216 335
2.	Statutární a ostatní fondy	082	79	702
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let [A.IV.1. + A.IV.2.]	083	156 309	99 458
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	084	156 309	99 458
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	085		
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	086		
A.V.1.	Výsledek hosp.běžného účet.období (+/-) [řádek***výkazu zisku a ztrát]	087	59 109	60 480
A.V.2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku (-)	088		
B.	Cizí zdroje [B.I. + B.II. + B.III. + B.IV.]	089	1 138 890	948 377
B.I.	Rezervy [Σ B.I.1. až B.I.4.]	090	4 125	25 284
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	091		
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	092		
3.	Rezerva na daň z příjmů	093		9 832
4.	Ostatní rezervy	094	4 125	15 452
B.II.	Dlouhodobé závazky [Σ B.II.1. až B.II.10.]	095	37 318	16 200
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	096		
2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	097		
3.	Závazky - podstatný vlivem	098		
4.	Závazky ke společníkům	099		
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	100		
6.	Vydané dluhopisy	101		
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	102		
8.	Dohadné účty pasivní	103		
9.	Jiné závazky	104	26 804	11 130
10.	Odložený daňový závazek	105	10 514	5 070
B.III.	Krátkodobé závazky [Σ B.III.1. až B.III.11.]	105	385 749	299 259
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	106	261 420	211 565
2.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	107		
3.	Závazky - podstatný vliv	108		
4.	Závazky ke společníkům	109		
5.	Závazky k zaměstnancům	110	163	119
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	111	12 113	10 071
7.	Stát - daňové závazky a dotace	112	3 046	2 523
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	113	1 365	3 709
9.	Vydané dluhopisy	114		
10.	Dohadné účty pasivní	115	12 689	5 077
11.	Jiné závazky	116	94 953	66 195
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci [Σ B.IV.1. až B.IV.3.]	117	711 698	607 634
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	118	265 437	218 783
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	119	446 261	388 851
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	120		
C.I.	Časové rozlišení [C.I.1. + C.I.2.]	121	28 201	13 994
C.I.1.	Výdaje příštích období	122	16 762	13 966
2.	Výnosy příštích období	123	11 439	28

## PŘÍLOHA P IV: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT 2011 – 2012

Označení a	Text b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			běžném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01	52 988	64 036
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	47 249	55 905
	<b>+ Obchodní marže</b> (ř. 01-02)	03	5 739	8 131
II.	<b>Výkony</b> (ř. 05+06+07)	04	1 975 878	1 984 640
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	1 966 903	1 953 994
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	-7 267	15 796
II.3.	Aktivace	07	16 242	14 850
B.	<b>Výkonová spotřeba</b> (ř. 09+10)	08	1 337 636	1 416 047
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	09	1 142 608	1 201 479
B.2.	Služby	10	195 028	214 568
	<b>+ Přidaná hodnota</b> (ř. 03+04-08)	11	643 981	576 724
C.	<b>Osobní náklady</b> (ř. 13 až 16)	12	453 444	471 562
C.1.	Mzdové náklady	13	329 332	338 757
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	1 599	1 064
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	108 952	116 724
C.4.	Sociální náklady	16	13 561	15 017
D.	Daně a poplatky	17	2 686	2 224
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	86 635	75 974
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)	19	36 068	20 150
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	19 639	997
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	21	16 429	19 153
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	22	29 220	17 691
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	14 193	290
F.2.	Prodáný materiál	24	15 027	17 401
G.	Změna stavu rezerv a opr. položek v prov. oblasti a komplex. nákl. příštích období (+/-)	25	1 487	-7 788
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	15 423	22 475
H.	Ostatní provozní náklady	27	17 848	22 388
V.	Převod provozních výnosů	28		
I.	Převod provozních nákladů	29		
*	<b>PROVOZNI VÝSLEDEK HOSPODARENÍ</b> (ř. 11-12-17-18+19-22-(-/-25)+26-27+(-28)-(-29))	30	104 152	37 298
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31		
J.	Prodáné cenné papíry a podíly	32		
VII.	<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</b> (ř. 34 až 36)	33	5 100	8 160
VII.1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účet. jednotkách pod podstatným vlivem	34	5 100	8 160
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35		
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37		
K.	Náklady z finančního majetku	38		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	60 765	58 882
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	1 809	84 655
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41		
X.	Výnosové úroky	42	82	61
N.	Nákladové úroky	43	19 557	12 936
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	61 748	95 557
O.	Ostatní finanční náklady	45	91 208	69 660
XII.	Převod finančních výnosů	46		
P.	Převod finančních nákladů	47		
*	<b>FINANČNI VÝSLEDEK HOSPODARENÍ</b> (ř. 31-32+33+37-38+39-40-(-/-41)+42-43+44-45+(-46)-(-47))	48	15 121	-4 591
Q.	<b>Daň z příjmu za běžnou činnost</b> (ř. 50+51)	49	15 658	2 188
Q.1.	- splatná	50	15 391	2 109
Q.2.	- odložená	51	267	79
**	<b>VÝSLEDEK HOSPODARENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST</b> (ř. 30+48-49)	52	103 615	30 519
XIII.	Mimořádné výnosy	53	5 261	
R.	Mimořádné náklady	54	32 732	
S.	<b>Daň z příjmu z mimořádné činnosti</b> (ř. 56+57)	55		
S.1.	- splatná	56		
S.2.	- odložená	57		
*	<b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODARENÍ</b> (ř. 53-54-55)	58	-27 471	
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59		
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b> (ř. 52+58-59)	60	76 144	30 519
	Výsledek hospodaření před zdaněním (ř. 30+48+53-54)	61	91 802	32 707

## PŘÍLOHA P V: ROZVAHA STRANA AKTIV 2011 – 2012

Označ. a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Min. úč. obd.
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
	<b>AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+31+63) = ř.67</b>	<b>001</b>	<b>2 548 872</b>	<b>-1 157 983</b>	<b>1 390 889</b>	<b>1 457 995</b>
<b>A.</b>	<b>Pohledávky za upsaný základní kapitál</b>	<b>002</b>				
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek (ř. 04+13+23)</b>	<b>003</b>	<b>1 930 670</b>	<b>-1 124 781</b>	<b>805 889</b>	<b>790 923</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)</b>	<b>004</b>	<b>90 343</b>	<b>-55 865</b>	<b>34 478</b>	<b>39 795</b>
B.I.1.	Zřizovací výdaje	005	106	-106		
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006	3 399	-3 399		10
B.I.3.	Software	007	50 981	-28 868	24 113	28 669
B.I.4.	Ocenitelná práva	008	8 768	-6 516	2 252	3 527
B.I.5.	Goodwill (+/-)	009	21 895	-18 976	2 919	7 299
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010				
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	5 194		5 194	290
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na dlouh. nehmotný majetek	012				
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)</b>	<b>013</b>	<b>1 531 102</b>	<b>-1 088 918</b>	<b>462 186</b>	<b>465 102</b>
B.II.1.	Pozemky	014	25 243		25 243	28 201
B.II.2.	Stavby	015	623 266	-370 566	252 690	241 251
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	842 064	-698 350	143 714	134 408
B.II.4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017				
B.II.5.	Základní stádo a tažná zvířata	018				
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	16		16	82
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	28 756		28 756	44 361
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	11 767		11 767	16 799
B.II.9.	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku (+/-)	022				
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)</b>	<b>023</b>	<b>309 225</b>		<b>309 225</b>	<b>286 026</b>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	121 170		121 170	97 972
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstat. vlivem	025				
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	188 055		188 055	188 054
B.III.4.	Půjčky a úvěry – ovládající a řídicí osoba, podst. vliv	027				
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028				
B.III.6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	029				
B.III.7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030				
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva (ř. 32+39+48+58)</b>	<b>031</b>	<b>610 493</b>	<b>-33 202</b>	<b>577 291</b>	<b>657 900</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby (ř. 33 až 38)</b>	<b>032</b>	<b>222 268</b>	<b>-3 246</b>	<b>219 022</b>	<b>242 365</b>
C.I.1.	Materiál	033	104 639	-2 462	102 177	104 831
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	034	60 087		60 087	71 831
C.I.3.	Výrobky	035	56 338	-784	55 554	62 248
C.I.4.	Zvířata	036				
C.I.5.	Zboží	037	1 048		1 048	3 191
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	156		156	264
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky (ř.40 až 47)</b>	<b>039</b>	<b>5 245</b>		<b>5 245</b>	<b>266</b>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040				31
C.II.2.	Pohledávky ovládající a řídicí osoba	041				
C.II.3.	Pohledávky – podstatný vliv	042				
C.II.4.	Pohledávky za společníky, čl. druž. a za účastn. sdružení	043				
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	235		235	235
C.II.6.	Dohadné účty aktivní	045				
C.II.7.	Jiné pohledávky	046	5 010		5 010	
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka	047				
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky (ř.49 až 57)</b>	<b>048</b>	<b>338 814</b>	<b>-29 956</b>	<b>308 858</b>	<b>400 950</b>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	298 125	-21 799	276 326	360 528
C.III.2.	Pohledávky – ovládající a řídicí osoba	050				428
C.III.3.	Pohledávky – podstatný vliv	051				
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052				
C.III.5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053				
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	054	7 195		7 195	31 388
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	2 238		2 238	3 362
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	056	9 795		9 795	1 786
C.III.9.	Jiné pohledávky	057	21 461	-8 157	13 304	3 458
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)</b>	<b>058</b>	<b>44 166</b>		<b>44 166</b>	<b>14 319</b>
C.IV.1.	Peníze	059	484		484	905
C.IV.2.	Účty v bankách	060	43 682		43 682	13 414
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061				
C.IV.4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	062				
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení (ř. 64 až 66)</b>	<b>063</b>	<b>7 709</b>		<b>7 709</b>	<b>9 172</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	064	7 165		7 165	7 709
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	065				
D.I.3.	Příjmy příštích období	066	544		544	1 463

## PŘÍLOHA P VI: ROZVAHA STRANA PASIV 2011 – 2012

Označ. a	PASIVA b	Číslo řádku c	Stav v běž. účet. období 5	Stav v min. úč. období 6
	<b>PASIVA CELKEM</b> (ř. 68+85+118) = ř.001	067	1 390 889	1 457 995
A.	<b>Vlastní kapitál</b> (ř. 69+73+78+81+84)	068	533 996	449 740
A.I.	<b>Základní kapitál</b> (ř. 70+72)	069	155 709	155 709
A.I.1.	Základní kapitál	070	155 709	155 709
A.I.2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071		
A.I.3.	Změny základního kapitálu (+/-)	072		
A.II.	<b>Kapitálové fondy</b> (ř.74 až 77)	073	60 781	42 782
A.II.1.	Emisní ážio	074		
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	075	242	241
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	076	60 539	42 541
A.II.4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách (+/-)	077		
A.III.	<b>Rezervní fondy, nedělit. fond a ost. fondy ze zisku</b> (ř. 79+80)	078	213 449	211 496
A.III.1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	079	212 527	211 001
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	080	922	495
A.IV.	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b> (ř.82+83)	081	27 913	9 234
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	27 913	9 234
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	083		
A.V.	<b>Výsledek hospodaření běžného úč. období (+/-)</b>	084	76 144	30 519
B.	<b>Cizí zdroje</b> (ř. 86+91+102+114)	085	843 949	990 281
B.I.	<b>Rezervy</b> (ř. 87 až 90)	086	9 894	6 113
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	087		
B.I.2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	088		
B.I.3.	Rezerva na daň z příjmů	089	183	
B.I.4.	Ostatní rezervy	090	9 711	6 113
B.II.	<b>Dlouhodobé závazky</b> (ř. 92 až 101)	091	3 699	26 989
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	092		
B.II.2.	Závazky – ovládající a řídicí osoba	093		
B.II.3.	Závazky - podstatný vliv	094		
B.II.4.	Závazky ke společníkům, čl. družstva a k účastníkům sdružení	095		
B.II.5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	096		
B.II.6.	Vydané dluhopisy	097		
B.II.7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	098		
B.II.8.	Dohadné účty pasivní	099		
B.II.9.	Jiné závazky	100	3 417	26 974
B.II.10.	Odložený daňový závazek	101	282	15
B.III.	<b>Krátkodobé závazky</b> (ř. 103 až 113)	102	278 961	349 188
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	103	186 494	220 762
B.III.2.	Závazky – ovládající a řídicí osoba	104		
B.III.3.	Závazky - podstatný vliv	105		
B.III.4.	Závazky ke společníkům, čl. družstva a k účastníkům sdružení	106		
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	107	62	88
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	108	10 398	11 310
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	109	2 154	2 463
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	110	24	6
B.III.9.	Vydané dluhopisy	111		
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	112	12 718	9 549
B.III.11.	Jiné závazky	113	67 111	105 010
B.IV.	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b> (ř. 115 až 117)	114	551 395	607 991
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	115	199 875	239 407
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	116	351 520	368 584
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	117		
C.I.	<b>Časové rozlišení</b> (ř. 119 až 120)	118	12 944	17 974
C.I.1.	Výdaje příštích období	119	12 885	14 338
C.I.2.	Výnosy příštích období	120	59	3 636

## PŘÍLOHA P VII: PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT 2015 – 2018

<i>(V tis. Kč)</i>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tržby za prodej zboží	38 454	44 364	44 785	41 807
Náklady vynaložené na prodané zboží	36 603	40 229	40 493	40 518
<b>Obchodní marže</b>	<b>1 851</b>	<b>4 136</b>	<b>4 291</b>	<b>1 288</b>
Výkony	2 291 221	2 359 097	2 444 499	2 500 388
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 269 002	2 351 827	2 434 652	2 517 477
Změna stavu vnitropodn. zásob vl. výroby	10 889	4 180	6 757	-20 179
Aktivace	11 330	3 090	3 090	3 090
Výkonová spotřeba	1 525 831	1 570 340	1 615 580	1 537 079
Spotřeba materiálu a energie	1 253 851	1 130 644	1 175 612	1 088 954
Služby	271 981	439 696	439 968	448 125
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>767 241</b>	<b>792 892</b>	<b>833 210</b>	<b>964 598</b>
Osobní náklady	550 835	554 216	584 868	679 587
Daně a poplatky	2 422	2 074	2 074	2 332
Odpisy dlouh. nehmotného a hmotného majetku	93 461	93 820	102 138	132 258
Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	5 665	6 210	6 832	10 306
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	4 841	5 279	5 808	8 760
Změna stavu rezerv a opravných položek				
Ostatní provozní výnosy	12 268	5 984	5 640	7 538
Ostatní provozní náklady	13 001	18 536	14 727	16 134
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>120 615</b>	<b>131 161</b>	<b>136 067</b>	<b>143 371</b>
Výnosy z přecenění majetkových CP a derivátů	0	0	0	0
Náklady z přecenění majetkových CP a derivátů	0	644	918	0
Výnosové úroky	0	0	0	0
Nákladové úroky	12 128	11 730	12 979	13 102
Ostatní finanční výnosy	2 529	0	0	0
Ostatní finanční náklady	7 655	1 749	1 749	1 792
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-17 254</b>	<b>-14 123</b>	<b>-15 646</b>	<b>-14 895</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	19 639	22 237	22 880	24 410
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>83 722</b>	<b>94 802</b>	<b>97 541</b>	<b>104 066</b>
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Převod podílu na VH společníkům	0	0	0	0
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>83 722</b>	<b>94 802</b>	<b>97 541</b>	<b>104 066</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>103 361</b>	<b>117 039</b>	<b>120 421</b>	<b>128 476</b>

## PŘÍLOHA P VIII: PLÁN ROZVAHY STRANA AKTIV 2015 – 2018

<i>(V tis. Kč)</i>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 948 125</b>	<b>2 040 834</b>	<b>2 254 272</b>	<b>2 376 998</b>
<b>Stálá aktiva</b>	<b>1 159 977</b>	<b>1 256 970</b>	<b>1 350 699</b>	<b>1 406 261</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>15 162</b>	<b>13 867</b>	<b>15 061</b>	<b>28 710</b>
- software	11 346	11 913	14 047	28 620
- ocenitelná práva	3 287	1 954	1 014	90
- nedokončený DNM	528	0	0	0
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>790 470</b>	<b>888 758</b>	<b>981 293</b>	<b>1 023 206</b>
- pozemky	25 979	25 979	25 979	25 979
- stavby	280 578	354 468	350 799	453 685
- SMV a soubory mov. věcí	411 682	458 027	496 365	532 727
- jiný dlouhodobý hmotný majetek	16	0	0	0
- nedokončený DHM	57 137	50 285	108 150	10 815
- poskytnuté zálohy na DHM	15 078	0	0	0
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>354 345</b>	<b>354 345</b>	<b>354 345</b>	<b>354 345</b>
- podíl. v ovládaných a řízených os.	160 649	160 649	160 649	160 649
- ostatní dlouh. cenné papíry a podíly	193 696	193 696	193 696	193 696
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>763 629</b>	<b>759 345</b>	<b>879 054</b>	<b>946 217</b>
<b>Zásoby</b>	<b>277 153</b>	<b>279 318</b>	<b>328 160</b>	<b>356 880</b>
- materiál	93 750	110 397	122 237	128 259
- nedokončená výroba a polotovary	110 501	121 817	122 918	137 790
- výrobky	68 560	73 809	80 495	88 083
- zboží	2 627	2 295	2 510	2 748
- poskytnuté zálohy na zásoby	1 716	0	0	0
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>226</b>	<b>226</b>	<b>226</b>	<b>226</b>
- ostatní poskytnuté zálohy	226	226	226	226
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>411 755</b>	<b>415 559</b>	<b>499 781</b>	<b>538 791</b>
- pohledávky z obchodních vztahů	370 537	372 282	456 503	495 513
- státní daňové pohledávky	34 222	34 222	34 222	34 222
- ostatní poskytnuté zálohy	3 090	5 150	5 150	5 150
- dohadné účty aktivní	2 624	2 624	2 624	2 624
- jiné pohledávky	1 281	1 281	1 281	1 281
<b>Finanční majetek</b>	<b>74 494</b>	<b>64 242</b>	<b>50 887</b>	<b>50 321</b>
- peníze	553	553	553	553
- účty v bankách	73 941	63 688	50 334	49 768
<b>Časové rozlišení</b>	<b>24 519</b>	<b>24 519</b>	<b>24 519</b>	<b>24 519</b>



## PŘÍLOHA P IX: PLÁN ROZVAHY STRANA PASIV 2015 – 2016

<i>(V tis. Kč)</i>	2015	2016	2017	2018
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>1 948 125</b>	<b>2 040 834</b>	<b>2 254 272</b>	<b>2 376 998</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>745 859</b>	<b>840 661</b>	<b>938 202</b>	<b>1 042 268</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>155 709</b>	<b>155 709</b>	<b>155 709</b>	<b>155 709</b>
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>71 735</b>	<b>71 735</b>	<b>71 735</b>	<b>71 735</b>
- ostatní kapitálové fondy	242	242	242	242
- oceňovací rozdíly z přecenění	71 493	71 493	71 493	71 493
<b>Rezervní fondy, fondy tvořené ze zisku</b>	<b>219 275</b>	<b>219 275</b>	<b>219 275</b>	<b>219 275</b>
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>215 418</b>	<b>299 140</b>	<b>393 942</b>	<b>491 483</b>
<b>Výsledek hospodaření</b>	<b>83 722</b>	<b>94 802</b>	<b>97 541</b>	<b>104 066</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>1 174 064</b>	<b>1 171 972</b>	<b>1 287 869</b>	<b>1 306 529</b>
<b>Rezervy</b>	<b>4 125</b>	<b>4 125</b>	<b>4 125</b>	<b>4 125</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>15 480</b>	<b>11 330</b>	<b>11 330</b>	<b>11 330</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>512 763</b>	<b>535 892</b>	<b>585 675</b>	<b>597 822</b>
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>641 697</b>	<b>620 625</b>	<b>686 740</b>	<b>693 252</b>
- bankovní úvěry dlouhodobé	272 872	191 200	221 715	234 727
- běžné bankovní úvěry	368 825	429 425	465 025	458 525
<b>Časové rozlišení</b>	<b>28 201</b>	<b>28 201</b>	<b>28 201</b>	<b>28 201</b>

## PŘÍLOHA P X: PLÁN CASH FLOW 2015 – 2018

<i>(v tis. Kč)</i>	2015	2016	2017	2018
<b>PS KFM</b>	<b>56 663</b>	<b>74 494</b>	<b>64 242</b>	<b>50 887</b>
VH běžné období	83 722	94 802	97 541	104 066
Odpisy	93 461	93 820	102 138	132 258
Změna stavu zásob	2 267	2 165	48 842	28 720
Změna stavu pohledávek	8 227	3 804	84 222	39 010
Změna stavu krátkodobých závazků	127 014	23 129	49 783	12 148
Zvýšení/Snížení krátkodobých BÚ	77 436	60 600	35 600	6 500
<b>CF provozní</b>	<b>232 721</b>	<b>266 382</b>	<b>151 998</b>	<b>174 242</b>
Nabytí DM	200 486	190 813	195 867	187 820
<b>CF investiční</b>	<b>-200 486</b>	<b>-190 813</b>	<b>-195 867</b>	<b>-187 820</b>
Změna stavu dlouhodobých závazků	21 838	4 150	0	0
Zvýšení/Snížení dlouhodobých BÚ	7 435	81 672	30 515	13 012
<b>CF z financování</b>	<b>-14 403</b>	<b>-85 822</b>	<b>30 515</b>	<b>13 012</b>
<b>Celkové CF</b>	<b>17 831</b>	<b>-10 253</b>	<b>-13 354</b>	<b>-566</b>
<b>KS KFM</b>	<b>74 494</b>	<b>64 242</b>	<b>50 887</b>	<b>50 321</b>

## PŘÍLOHA P XI: REGRESNÍ ANALÝZA – TUZEMSKÝ TRH

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,841644821
Hodnota spolehlivosti R	0,708366006
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,635457507
Chyba stř. hodnoty	398,140355
Pozorování	6

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	1540110,759	1540111	9,715822147	0,035629058
Rezidua	4	634062,969	158515,7		
Celkem	5	2174173,728			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-30809,00542	11281,03184	-2,73104	0,052386508	-62130,17105	512,1602132	-62130,17105	512,1602132
Soubor X 1	0,293456202	0,094146356	3,117021	0,035629058	0,032064013	0,55484839	0,032064013	0,55484839

## PŘÍLOHA P XII: REGRESNÍ ANALÝZA – EVROPSKÝ TRH

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,924863176
Hodnota spolehlivosti R	0,855371894
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,819214868
Chyba stř. hodnoty	2925,083578
Pozorování	6

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	202413199,2	202413199,2	23,65714163	0,008256219
Rezidua	4	34224455,75	8556113,939		
Celkem	5	236637655			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-313727,4585	78586,80751	-3,992113543	0,016236316	-531919,4156	-95535,50151	-531919,4156	-95535,50151
Soubor X 1	0,032738654	0,006731001	4,863860774	0,008256219	0,014050398	0,05142691	0,014050398	0,05142691