

Projekt stanovení hodnoty podniku XY, a.s. využitím výnosových metod oceňování

Bc. Zuzana Jakešová

Diplomová práce
2012



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Zuzana JAKEŠOVÁ**
Osobní číslo: **M100244**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

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

Zásady pro vypracování:

Úvod

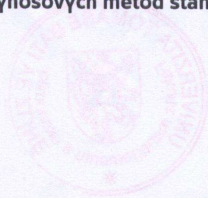
I. Teoretická část

- Na základě dostupné odborné literatury charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Proveďte analýzu vnějšího a vnitřního prostředí pro hospodaření podniku XY, a. s.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy trhu vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Pomocí vybraných výnosových metod stanovte hodnotu podniku.

Závěr



Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**

Rozsah příloh:

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

BLAHA, Zdeněk Sid a JINDŘICHOVSKÁ, Irena. Jak posoudit finanční zdraví firmy. 3. rozšířené vyd. Praha: Management Press, 2006. s 191. ISBN 80-7261-145-3.

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. s 191. ISBN 80-86119-58-0.

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

MAŘÍK Miloš a MAŘÍKOVÁ, Pavla. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, 2.vyd, Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza, 1.vyd., Praha: GRADA, 2007. ISBN 978-80-247-1386-1.

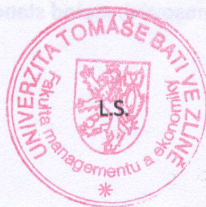
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **26. března 2012**

Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2012**

Ve Zlíně dne 26. března 2012

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/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 obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/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. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

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

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlédnutí veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

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

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

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

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 21.4.2012

Jakšová

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je určit hodnotu podniku XY, a.s. k 1. 1. 2011 využitím výnosových metod oceňování. Teoretická část definuje podnik, jeho hodnotu a poskytuje přehled o metodách oceňování. Analytická část seznamuje s výsledky strategické a finanční analýzy dat, na základě kterých je poté zpracován strategický finanční plán. Projektová část prezentuje postup při stanovení tržní hodnoty společnosti XY, a.s. a její výsledné ocenění.

Klíčová slova: finanční analýza, oceňování podniku, strategická analýza, strategický finanční plán, výnosové metody oceňování

ABSTRACT

The aim of Master's thesis is to determine the enterprise value of XY, Inc. on the date of January 1, 2011. by using the yield methods of valuation. The theoretical part defines the company, its value and provides an overview of valuation methods. Analytical part presents the strategic financial plan which is based on the results of the strategic and financial analysis. The project part presents procedure for determining the market value of XY, Inc. and the resulting valuation.

Keywords: financial analysis, enterprise valuation, strategic financial plan, yield valuation methods

Děkuji panu Ing. Přemyslovi Pálkovi za poskytnuté cenné rady, připomínky a odborné vedení v průběhu zpracování této diplomové práce. Dále chci poděkovat vedení oceňované společnosti za poskytování informací potřebných pro zpracování diplomové práce.

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

Motto

„Cena věcí se nedá měřit podle toho, kolik daná věc stojí, ale podle toho, čeho se musíte vzdát, abyste ji získali.“

*Archibald MacLaish (*1892 - †1982)*

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 DEFINICE PODNIKU	13
1.2 DEFINICE HODNOTY PODNIKU	14
1.3 PĚT NEJVĚTŠÍCH MÝTŮ O HODNOTĚ PODNIKU	14
1.4 HLADINA HODNOTY PODNIKU	15
1.4.1 Kategorie hodnoty	15
1.4.1.1 Tržní hodnota	16
1.4.2 Subjektivní (Investiční) hodnota	16
1.4.2.1 Objektivizovaná hodnota	17
1.4.2.2 Hodnota podle Kolínské školy	17
1.5 FAKTORY, KTERÉ OVLIVNÍ CENU SPOLEČNOSTI.....	17
1.6 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	18
1.6.1 Důvody související s vlastnickými změnami	18
1.6.2 Oceňování bez vlastnických změn	18
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	19
2.1 FAKTOR ČASU.....	19
2.2 FAKTOR RIZIKA.....	19
2.2.1 Klasifikace rizika.....	19
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	20
2.3.1 Diskontní míra a riziko.....	20
2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění	21
3 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	22
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT	22
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	23
3.2.1 Účel strategické analýzy	23
3.2.2 Postup strategické analýzy	24
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	25
3.3.1 Postup finanční analýzy.....	25
3.3.2 Nevýhody finanční analýzy	26
3.4 PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA.....	26
3.5 GENERÁTORY HODNOTY.....	27
3.6 FINANČNÍ PLÁN	28
3.6.1 Důvody pro sestavení finančního plánu	28
3.6.2 Sestavení finančního plánu.....	28
4 METODY OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	30

4.1	METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW.....	30
4.1.1	Metoda DCF entity.....	30
4.1.2	Metoda DCF equity.....	30
4.1.3	Diskontní míra pro metodu DCF.....	31
4.2	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	31
4.3	KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY.....	31
4.4	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	32
4.4.1	Výpočet ukazatele NOA.....	32
4.4.2	EVA jako nástroj ocenění.....	33
4.5	PRAXE V ČR A VE SVĚTĚ.....	34
II	PRAKTICKÁ ČÁST.....	36
5	ANALÝZA SPOLEČNOSTI XY, A.S.....	37
5.1	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S.....	37
5.1.1	Historie.....	39
5.1.2	Organizační struktura.....	39
5.1.3	Struktura zaměstnanců.....	40
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	41
6.1	RELEVANTNÍ TRH.....	41
6.1.1	Kvalitativní vymezení trhu.....	41
6.1.2	Kvantitativní vymezení relevantního trhu.....	45
6.1.3	Analýza konkurenční síly.....	46
6.1.4	Tržní podíl společnosti XY, a. s.....	48
6.1.5	Prognóza vývoje trhu.....	50
7	FINANČNÍ ANALÝZA.....	52
7.1	ANALÝZA ZÁKLADNÍCH ÚČETNÍCH VÝKAZŮ.....	52
7.1.1	Vertikální a horizontální analýza rozvahy.....	52
7.1.2	Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztrát.....	53
7.1.3	Analýza výsledku hospodaření.....	54
7.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ.....	55
7.2.1	Ukazatele zadluženosti.....	55
7.2.2	Ukazatele likvidity.....	55
7.2.3	Ukazatele rentability.....	56
7.2.4	Ukazatele aktivity.....	57
7.3	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ.....	57
7.4	SPIDER ANALÝZA.....	58
7.5	POSOUZENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU XY, A.S.....	59
8	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....	61
8.1	PLÁNOVÁNÍ POLOŽEK FINANČNÍHO PLÁNU.....	61
8.2	VYHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	66
9	PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU XY, A.S. VYUŽITÍM VÝNOSOVÝCH METOD.....	68

9.1	VOLBA VHODNÉ METODY OCENĚNÍ	68
9.2	DISKONTNÍ MÍRA PRO OCENĚNÍ.....	68
9.2.1	Náklady na vlastní kapitál	68
9.2.2	Náklady na cizí kapitál	73
9.2.3	Vážené průměrné náklady na kapitál - WACC	74
9.3	OCENĚNÍ METODOU FCFF (FREE CASH FLOW TO FIRM).....	75
9.4	OCENĚNÍ METODOU FCFE (FREE CASH FLOW TO EQUITY).....	78
9.5	OCENĚNÍ METODOU EVA	79
9.6	OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ – PAUŠÁLNÍ METODA	82
9.7	OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ – ANALYTICKÁ METODA	83
9.8	SYNTÉZA VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ PODNIKU	85
	ZÁVĚR	87
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	90
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	93
	SEZNAM OBRÁZKŮ	95
	SEZNAM TABULEK.....	96
	SEZNAM PŘÍLOH.....	98

ÚVOD

V České republice existuje celá řada důvodů pro ocenění podniku, jako je koupě, prodej či fúze společností, ocenění pro podporu podnikatelského rozhodování, nebo úřední ocenění, která vychází z obchodního zákoníku.

Oceňování podniku je velmi náročná disciplína, která zahrnuje několik vědních oborů (podnikovou ekonomiku, marketing a management, finance, atd.). Pro komplexní zpracování celé problematiky oceňování podniku a stanovení co nejpřesnější hodnoty podniku je potřeba disponovat rozsáhlými vědomostmi, dlouholetými praktickými zkušenostmi a schopností jejich účelného využití. Každý oceňovatel je zároveň vystaven riziku, že ať už vědomě či nevědomě, použije nevhodnou kategorii metody, nebo jsou jeho odhady chybné. Tato diplomová práce je založena na teoretických znalostech, odborné literatuře, dostupných ekonomických datech a zájmu o problematiku oceňování podniku.

Cílem diplomové práce je vymezit finanční a strategickou pozici společnosti XY, a.s., sestavit strategický finanční plán a na základě poznatků týkajících se oceňování podniku určit hodnotu dané společnosti.

Literárně rešeršní část se věnuje definování podniku a jeho hodnoty, faktorům ovlivňujícím cenu společnosti, postupům a důvodům pro ocenění podniku. Dále uvádí postup při strategické analýze, finanční analýze, sestavování strategického finančního plánu a popis jednotlivých výnosových metod.

V analytické části je uvedena charakteristika oceňované společnosti XY, a.s. Dále je provedena strategická analýza dat podniku s vymezením jeho postavení na trhu a finanční analýza dat s posouzením finančního zdraví firmy. Na základě naplnění předpokladu neomezeného trvání podniku tzv. „going concern“ je sestaven strategický finanční plán.

V projektové části je stanovena tržní hodnota firmy XY, a.s., pomocí výnosových metod oceňování, která vychází ze strategického finančního plánu. Pro potřeby ocenění podniku je využit program Evalent – systém pro stanovení hodnoty podniku.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Při oceňování podniku musíme mít jasnou představu o tom, co skutečně oceňujeme a jakého výsledku chceme dosáhnout. Účelem samotného oceňování je však stanovení hodnoty podniku. Zabýváme se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Tedy přiřazujeme podniku určitou hodnotu. (Mařík, 2003, s. 13)

Důležité je si uvědomit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní hodnotu, tedy neexistuje jediné, obecně platné a univerzální ocenění.

Ocenění vycházejí z různých podnětů, například:

- Koupě podniku
- Prodej podniku
- Splynutí či sloučení společností
- Poskytování úvěru
- Změna právní formy společnosti
- Placení různých daní, atd. (Kislingerová, 2001, s. 6)

1.1 Definice podniku

Obecně lze podnik chápat jako uspořádaný a řízený celek (se vstupy a výstupy) vzniklý za účelem podnikání. Z makroekonomického hlediska je podnik základním článkem ekonomiky daného státu, z hlediska mikroekonomického je to pak subjekt, který je založený za účelem výkonu podnikatelské činnosti. (Šiman, 2010, s. 6)

Pro oceňování má však nejpřesnější význam definice z obchodního zákoníku, dle § 5:

„Podnik je soubor hmotných, osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikatelskému subjektu a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. V právním smyslu je podnik považován za věc, a to věc hromadnou.“

Dále je potřeba mít na paměti, že musíme brát v úvahu i rozsah závazků veškerého druhu a že na podnik je nutno z ekonomického hlediska pohlížet jako na funkční celek. (Mařík, 2003, s. 13-14)

1.2 Definice hodnoty podniku

V ekonomickém smyslu je hodnota chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota vychází z toho, že lidské potřeby obecně nemají hranice a zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

Hodnota podniku je pak dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. Není objektivní vlastnost celku, protože se jedná o odhad. Nelze tedy sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožnil hledanou hodnotu určit. Hodnota je závislá na účelu ocenění a na subjektu, z jehož hlediska je určována. (Mařík, 2003, s. 16-17)

1.3 Pět největších mýtů o hodnotě podniku

Mýtus 1: Oceňování soukromé firmy by mělo být provedeno jen tehdy, pokud je společnost připravena k prodeji, nebo jej vyžaduje věřitel. Ačkoliv prodej i úvěrové procesy obvykle ocenění vyžadují, napoprvé zde hrozí to, že obchodní a majetkové otázky plánování nebyly řešeny. Při přechodu vlastnictví je důležité řádné ocenění pro efektivní plánování.

Mýtus 2: Firmy v našem odvětví jsou vždy prodávány za dvojnásobek ročních výnosů, tak proč bychom měli platit někoho, kdo ohodnotí náš podnik? Jednoduchá odpověď je, že hodnoty prodejních cen jsou vygenerovány napříč celým oborem podnikání. Toto řešení používají spíše brokeři, kteří pro své individuální potřeby vyhodnocují střední hodnotu těchto cen (median). Podle zdroje Pratt Stats (Private company merger and Aquisition transaction Database, 2011) lze uvést příklad: nedávné násobky výnosů v odvětví autodílů se pohybovaly od 0,98 do 8,3 (median 2,9). Pokud byste tedy oceňovali vaši firmu k prodeji a vaše roční výnosy by byly \$100.000, pak může být váš podnik oceněn v rozmezí od \$98.000 do \$830.000. Samozřejmě je velice důležité zjistit, kde se v tomto rozpětí firma nachází, a proto je dobré využít oceňovací metody a přihlídnout k odvětvovým specifikům.

Mýtus 3: Před šesti měsíci prodal místní konkurent svůj podnik za trojnásobek výnosů, moje firma má minimálně stejnou hodnotu! Možná ano a možná ne. Není relevantní posuzovat hodnotu podniku podle hodnoty jiného před půl rokem a také na oceňování vaší firmy, nemá vliv hodnota firmy jiné, i když se vám zdá být podobná. Jak si vaše firma stojí

dnes, závisí na třech faktorech: 1) kolik hotovosti generujeme dnes, 2) lze očekávat růst hotovosti v dohledné budoucnosti a 3) jakou návratnost investice požaduje kupující.

Mýtus 4: Ocenění podniku závisí na tom, k čemu jej využíváme. Hodnota podniku je tržní hodnota podniku (FMV), což je hodnota, kterou je ochotný zaplatit kupující prodávajícímu za předpokladu plné informovanosti a skutečnosti, že nejsou pod nátlakem.

Mýtus 5: Naše firma nedosahuje zisku, nemá velkou hodnotu. Většina soukromých firem působí, že je ve ztrátě. Zdání, ale může klamat. Příklad: uvažujme o nákupu podniku s auto-díly v Californii. Požadovaná cena je 950.000 dolarů a dle daňového přiznání firma sotva dosáhla zisku. Tyto podniky generují množství hotovosti, které je ale dále vynakládáno na legitimní náklady. Jedna kategorie nákladů u této firmy ale vyčnívá – náklady na mzdy vedoucím pracovníkům. Zmíněná mzda obsahuje mzdu vlastníka 80.000 dolarů za rok + 150.000 dolarů bonus na konci roku. Mzda 80.000 dolarů je částka, kterou by museli zaplatit osobě, která by dělala tutéž práci jako vlastník. Bonus 150.000 dolarů na druhou stranu můžeme považovat za návratnost vloženého kapitálu. Shrnutí: společnost generuje hotovost a hotovost udává hodnotu podniku. (Score, 2011)

1.4 Hladina hodnoty podniku

Pro oceňování podniku rozlišujeme dvě hladiny hodnoty:

Brutto hodnota: hodnota podniku jako celku, zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele. V obchodním zákoníku bychom našli označení pod pojmem obchodní majetek.

Netto hodnota: ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňujeme vlastní kapitál, jehož pojetí nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím. V obchodním zákoníku je označena jako vlastní kapitál. (Mařík, 2003, s. 14)

1.4.1 Kategorie hodnoty

Při oceňování podniku bychom měli hledat odpověď na následující otázky, z nichž plynou následující kategorie hodnoty podniku:

A) Jaké je tržní ocenění? (Kolik je tedy ochoten zaplatit běžný zájemce?) = TRŽNÍ HODNOTA

B) Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího? = SUBJEKTIVNÍ HODNOTA

- c) Jakou hodnotu můžeme považovat za nespornou? = OBJEKTIVIZOVANÁ
HODNOTA (Mařík, 2003, s. 18)

1.4.1.1 Tržní hodnota

Vychází z předpokladu, že existuje trh s podniky nebo trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Vytváří se podmínky pro vznik tržní ceny prostřednictvím existence většího množství kupujících a prodávajících.

Podle International Valuation Standards je definována takto: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěčtivým kupujícím a prodejčtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Tržní hodnota obsahuje ještě předpoklad nejlepšího možného využití majetku, definováno je jako: „Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“

Finanční plán, diskontní míra i projekce výnosů musí být alespoň z části postaveny na obecných názorech (vycházet z tržních dat). (Mařík, 2003, s. 20)

1.4.2 Subjektivní (Investiční) hodnota

U dané metody je pro nás důležitý individuální názor účastníků transakce. Hodnota je poté dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího apod.

Investiční hodnota je tedy hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovené investiční cíle. Tato hodnota může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota daného aktiva.

Charakteristiky:

Budoucí peněžní toky jsou odhadovány na základě představ manažerů daného podniku. Reprezentují představu řídicích pracovníků, nebo investora. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno. Subjektivní hodnota je dána subjektivními názory a představami subjektu, z jehož hlediska je sestavena. Za určitý předpoklad můžeme považovat objektivizovanou hodnotu. (Mařík, 2003, s. 21)

1.4.2.1 *Objektivizovaná hodnota*

Objektivizovaná hodnota bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. Posléze přihlíží k faktům, které ovlivňují ocenění a jsou obecně známá. V co největší míře by měla být zaměřena na všeobecně uznávaná data a při výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění.

Mezi zásady patří:

- udržovat substanci - tak, aby nebyla ohrožena majetková postata podniku
- volný zisk – část zisku, který je možno vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku
- nepotřebný majetek – oceňován samostatně
- možnost změn v podniku – v rámci dosavadního konceptu
- metoda – jasná a jednoznačná
- management – předpoklad setrvání dosavadního managementu
- zdanění – i daně na úrovni vlastníka (Mařík, 2003, s. 22-23)

1.4.2.2 *Hodnota podle Kolínské školy*

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji. Zastává názor, že ocenění není možno modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale je potřeba využít obecné funkce oceňovatele:

- poradenská - je nejdůležitější, podklady kupujícímu o maximální a minimální ceně
- rozhodčí – nezávislý oceňovatel
- argumentační – podklad pro jednání ke zlepšení pozice dané strany
- komunikační – podklady pro veřejnost (investory, banky,...)
- daňová – podklady pro daňové účely (Mařík, 2003, s. 23-24)

1.5 **Faktory, které ovlivní cenu společnosti**

Cenu společnosti není možné stanovit pouze na základě hospodářských ukazatelů a ekonomických výsledků. Především z pohledu investora je důležitý výnos jeho investice v budoucnu. Výsledky z minulých období fungují spíše jako vodítko, díky němuž je možné odhalit kritická místa a sestavit vhodný plán pro jejich odstranění. Velmi důležitý je pro stanovení ceny firmy záměr investora. Co přesně chce s koupenou společností podniknout, jaké změny bude muset realizovat, kolik prostředků musí investovat do restrukturalizace a jak dlouho bude trvat jejich provedení. Dále je podstatné zda může investor například využít již existující distribuční kanály či vhodně doplnit prodejní sortiment.

Při akvizici jsou důležité dlouhodobé prodejní smlouvy, podíl firmy na trhu a obrat. Důvodem může být průnik na nové trhy.

Vlastníci menších rodinných firem si podle autora článku Petra Jirůtky (prezident investičního klubu InvestClub) neuvědomují, že nejdůležitějším aktivem (ve firmě) jsou oni sami. Firma nebude schopna dlouhodobě dále fungovat bez jejich osobního nasazení. (Jirůtka, 2011)

1.6 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění je služba, kterou si objedná zákazník, který z něj má určitý užitek. Tento užitek závisí na potřebách a cílech zákazníka. Ocenění tedy samo o sobě vychází z různých podnětů a je využíváno různými způsoby k různým účelům. Bez ocenění se nelze obejít například při fúzích či přeměnách podniku. Můžeme rozlišit ocenění, které souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nesouvisí. U každého ocenění je ale nutno vyjasnit z jakého podnětu vychází, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká hladina hodnoty má být určena.

1.6.1 Důvody související s vlastnickými změnami

Mezi hlavní důvody související s vlastnickými změnami patří zejména:

- Koupě a prodej podniku na základě smlouvy dle obchodního zákoníku
- Fúze dle obchodního zákoníku
- Nabídka na převzetí
- Nepeněžitý vklad do obchodní společnosti (vklad podniku)
- Rozdělení společností dle obchodního zákoníku

1.6.2 Oceňování bez vlastnických změn

Důvody pro oceňování bez vlastnických změn jsou následující:

- Změna právní formy společnosti
- Reálné ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
- Sanace podniku (Mařík, 2003, s. 27)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Faktor času i rizika se do oceňování promítá prostřednictvím diskontní míry, které se budu dále také věnovat.

2.1 Faktor času

Finanční rozhodování je nemyslitelné bez respektování faktoru času. Peněžní prostředky získané v současnosti mají větší hodnotu, než tytéž peněžní prostředky získané v budoucnosti. (Synek a Kislingerová, 2010, str. 243)

Hodnotu aktiva je možné vymezit jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou jeho držiteli. Všechny budoucí příjmy musíme přepočítat k datu ocenění a teprve poté je můžeme sečíst. Pro přepočet peněžních částek používáme různé techniky, například jednotlivou částku, anuitu či perpetuitu (nekonečná anuita). Základem je však složené úročení. Předpokládáme tedy, že úroky (výnosy) budou ihned investovány a dále úročeny s původní částkou.

Faktor času uplatňujeme při rozhodování o investicích, při kalkulaci výhodnosti jednotlivých forem financování fixního majetku (hledání optimální kapitálové struktury) a při stanovení tržní ceny majetku podniku (jednotlivých složek). (Mařík, 2003, s. 31-32)

2.2 Faktor rizika

Hospodaření podniku je spojeno s celou řadou rizik, tedy s možnostmi, že se dosažené výsledky budou odchylovat od předpokladu. Celkové podnikatelské riziko je možné určit na základě volatility celkového výsledku hospodaření za běžnou činnost. (Valach, 1997, s. 43)

2.2.1 Klasifikace rizika

Systematické riziko se dotýká celého systému, všech podniků a vzniká v důsledku změn celého ekonomického prostředí. Nelze jej tedy vyloučit ani dobře diverzifikovaným portfoliem. Nesystematické riziko je spojeno s příčinami, které jsou specifické pro určitý podnik. Jsou to například chyby ve vedení, uplatňování neověřených poznatků v podniku atd. Ochranou může být vymezení hranic rizika, diverzifikace rizika, převod rizika na jiné subjekty a tvorba rezerv. Členění rizik na systematické a nesystematické má význam

v případě tržního oceňování. Pro oceňování podniku je ale velmi důležité obchodní a finanční riziko, které má jak složku systematickou, tak specifickou.

Obchodní riziko se skládá z prodejního rizika a provozního rizika. Je dáno proměnlivostí čistých výnosů. Rozhodujícím prvkem tohoto ukazatele je proměnlivost prodeje závislá na vývoji ekonomiky a poptávky na konkrétním trhu. Prodejní riziko vyplývá z možnosti, že nebude dosaženo očekávaného zisku v důsledku vývoje situace na trhu. Měřit jej lze pomocí variability čistých tržeb. Zmíněná variabilita závisí na poptávce v jednotlivých segmentech trhu, na diverzifikaci podnikových aktivit a na intenzitě konkurence. Provozní riziko je ovlivněno provozní pákou, tedy podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech. Měříme ji pomocí procentní změny provozních zisků relativně k procentní změně prodeje. Finanční riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů (leasingové splátky, dividendy z prioritních akcií, apod.). Můžeme jej měřit pomocí stupně finanční páky, nebo prostřednictvím ukazatelů zachycujících výši zadlužení a likviditu. (Mařík, 2003, s. 34-38)

2.3 Diskontní míra

Pomocí diskontní míry, jako nástroje, promítáme do hodnoty podniku faktor času a faktor rizika. Je to míra výnosnosti pro přepočet peněžní částky (která má být vydána, nebo přijata v budoucnosti), na současnou hodnotu této částky. Dále je to míra výnosnosti očekávané investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

2.3.1 Diskontní míra a riziko

V praxi neexistuje aktivum, které by nebylo zatíženo riziky. Můžeme využít aktiva, která jsou rizikem zatížena minimálně a mohou tak sloužit jako téměř bezriziková. Abychom se mohli vypořádat s oceněním rizika, můžeme pracovat s rizikovou přírůžkou k „bezrizikové úrokové míře“, nebo použít jistotní ekvivalent výnosů. Co se týká první možnosti, pak bezrizikovou míru upravíme o jistou úroveň, která by měla odpovídat míře rizika. Očekávané příjmy jsou zatíženy určitým rizikem a tomu odpovídá i výše kalkulované úrokové míry. Druhá možnost nabízí omezení očekávané výnosové míry jen na její bezrizikovou část. Poté je třeba vyloučit riziko i z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy

pak vyčíslíme jako jejich jistotní ekvivalent. Kalkulovaná úroková míra by měla být zatížena stejným rizikem jako příjmy, které budou použity pro výpočet ocenění.

Kalkulace diskontní míry je především závislá na tom, jak pojmáme rizika, která by měla být zahrnuta v rizikové příirážce. (Mařík, 2003, s. 42)

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Postup kalkulace by neměl záviset pouze na úvaze oceňovatele, ale na kategorii hodnoty, kterou chceme zjišťovat a také typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno. U kategorie hodnoty je důležité určit, pro jaké hledané hodnoty budeme kalkulovat diskontní míru. Pro tržní hodnotu musíme kalkulaci zakládat na tržních datech a tomu odpovídajících metodách. Při investiční hodnotě vycházíme z konkrétní situace daného investora a jeho ožnutí alternativního využití kapitálu. Pokud chceme objektivizované ocenění, pak je třeba mít takový odhad diskontní míry, který bude co nejvíce podložen běžně dostupnými daty. Nejlépe tržní úroková míra, tj. výnosnost desetiletých státních dluhopisů a rizikové příirážky, která se opírá o uzance, třídy rizika a expertní názor oceňovatele.

Z hlediska povahy investorů rozlišujeme veřejnou společnost, jejíž akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu a investoři jsou akcionáři, kteří mohou tvořit portfolio cenných papírů. Zde se můžeme omezit pouze na systematické riziko. Další možností je soukromá společnost (není akciová, nebo její akcie nejsou obchodovány). Investoři této společnosti nemají možnost snížit riziko diverzifikací podílů mezi více podniků. Zde je třeba kalkulovat do rizikové příirážky systematické i specifické riziko. (Mařík, 2003, s. 43)

3 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Vhodný postup k oceňování je důležité modifikovat podle konkrétního podnětu, kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat, atd.

Základní doporučený postup dle literatury:

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
 - a) strategická analýza
 - b) finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
 - c) rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - d) analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e) orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění
 - a) volba metody
 - b) ocenění podle zvolených metod
 - c) souhrnné ocenění

Při oceňování by měla být v každém případě provedena strategická analýza, finanční analýza (která může být modifikována určitým způsobem) a pokud to dostupné informace umožňují, tak i rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Pokud předpokládáme pokračování podniku a potřebujeme prokázat jeho dlouhodobou perspektivu, pak je potřeba se zabývat analýzou a prognózou generátorů hodnoty. Pokud bychom nepoužili žádnou ze standardních výnosových metod, pak je možnost, aby chyběl finanční plán. Pouze ale v nejjednodušším provedení ocenění. U každého ocenění je také důležité, aby se u použitých metod vyskytovalo patřičné zdůvodnění, pokud používáme více metod, je vhodné na závěr uvést souhrnné ocenění. Doporučeným postupem a jeho popisem se budu zabývat v následujících bodech. (Mařík, 2003, s. 45)

3.1 Sběr vstupních dat

Pro co nejpřesnější ocenění je potřeba získat především odpovídající a přiměřená data, která lze rozdělit do následujících skupin.

- Základní data o podniku – identifikace podniku, název, právní forma, historie podniku, atd.

- Ekonomická data – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány
 - Relevantní trh – vymezení trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity, faktory vývoje trhu, atd.
 - Konkurenční struktura relevantního trhu – přímí konkurenti, bariéry vstupu do odvětví, atd.
 - Odbyt a marketing – struktura odbytu, hlavní produkty, reklama, výzkum a vývoj, atd.
 - Výroba a dodavatelé – řízení kvality, charakter výroby, kapacity, dodavatelé, atd.
 - Pracovníci – struktura pracovníků, situace na trhu práce, fluktuace pracovníků, atd.
- (Mařík, 2003, s. 46)

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza by měla být klíčovou a nejdůležitější fází oceňovacího procesu. Hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na vnějším i vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje.

Vnější potenciál se týká šancí a rizik z podnikatelského prostředí, ve kterém se podnik nachází. Vnitřní potenciál vyjadřuje silné a slabé stránky podniku, dále vyjadřuje i to, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům.



Obr. 1 Analýza vývoje potenciálu podniku (Mařík, 2003, s. 48)

3.2.1 Účel strategické analýzy

Slouží především k doložení věrohodnosti výsledného ocenění. Je tedy nutné, aby měla konkrétní výsledky. Účelem je také zodpovědět jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska na základě strategické analýzy, tu doplníme o finanční analýzu a poté o finanční plán. Pokud totiž strategická analýza zobrazí, že potenciál podniku je malý, pak finanční analýza a podnikový plán pravděpodobně nepřinesou poznatky, které by mohly něco změnit. Volba základních předpokladů musí být řádně a srozumitelně zdůvodněna. Budoucnost trvání podniku nelze exaktně vypočítat, je třeba nashromáždit tolik faktů a argumentů, aby přesvědčily potenciálního investora, že jsou předpoklady o

stavu a vývoji podniku věrohodné. Bylo by také vhodné vyjádřit, zda je podnik zdravý a tedy lze předpokládat going concern, nebo je slabší, může přežít, ale rizika jsou značná. Pokud je podnik nemocný, dotýkají se ho vysoká rizika a životnost je omezená (3-10 let), nebo je to akutně ohrožený podnik, u kterého se nabízí ocenit jej likvidační hodnotou. U podniků, kde lze očekávat určitou budoucnost (zdravý, slabší, nemocný) bychom měli provést dlouhodobou prognózu tržeb. Dále se oceňovatel musí zabývat také riziky v odvětví, intenzitou konkurence, jaký je odbyt podniku atd. Důležité je také počítat s možností, že se rizika objeví až při sestavování finanční analýzy a finančního plánu. (Mařík, 2003, s. 48-49)

Z hlediska cílu strategické analýzy je možné vymežit dva základní okruhy její orientace. Prvním je zaměření na analýzu vnějšího okolí podniku, druhý okruh je orientován na vnitřní zdroje a schopnosti podniku. Výsledky analýzy jsou podkladem pro syntézu potřebnou k určení zdrojů konkurenční výhody a vymezení konkurenční pozice společnosti jako východisko pro strategii podniku. (Synek a Kislingerová, 2010, str. 170-171)

3.2.2 Postup strategické analýzy

1. Analýza a prognóza relevantního trhu (vnější potenciál)

Volba relevantního trhu by měla umožnit získat základní data o daném trhu a posoudit jeho atraktivitu, abychom mohli zpracovat prognózu jeho dalšího vývoje. Měli bychom odhadnout velikost relevantního trhu v hmotných a hodnotových jednotkách, vývoj trhu v čase (min. posledních 5 let) a případnou segmentaci trhu. Tato analýza by měla obsahovat stručnou prognózu vývoje trhu v kvantitativní i kvalitativní podobě a souhrnné hodnocení atraktivity odvětví. Prognóza tempa růstu odvětví je prvním rámcem pro projekci tržeb oceňovaného podniku.

2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Cílem je odhad vývoje tržních podílů oceňované firmy do budoucna. Důležité je stanovit dosavadní tržní podíly daného podniku, identifikovat konkurenty, provést analýzu vnitřního potenciálu a hlavních faktorů jeho konkurenční síly a prognóza tržních podílů. Výsledky analýzy by se měly promítnout do posouzení perspektivnosti podniku, odhadu vývoje tržního podílu a diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění zachycujících riziko podniku. (Mařík, 2003, s. 51-61)

3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (výsledek předchozích analýz)

Pro odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku můžeme použít násobek růstu trhu z analýzy a prognózy trhu a růstu tržního podílu z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Oceňovatel by měl ale zjistit také dosavadní růst těchto tržeb, průměrný růst za minulé roky a extrapolaci tohoto růstu. (Mařík, 2003, s. 79)

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech. Hodnotí firemní minulost, současnost a může předpovídat budoucí finanční podmínky. Hlavním cílem je připravit podklady pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Finanční analýza nám dává možnost hodnotit, jak se firma vyvíjela až do současnosti, ale umožní nám také krátkodobé i strategické plánování. Pro oceňování podniku by měla prověřit finanční zdraví daného podniku a vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého vyvozujeme výnosovou hodnotu. Finanční analýza používá různé ukazatele, pro potřeby oceňování je ale důležité správně a podrobně interpretovat výsledky těchto ukazatelů. Tato analýza by měla doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy a doplnit podklady pro stanovení rizika podniku. Při oceňování podniku není finanční analýzy využito jen pro výpočty poměrových ukazatelů, je potřeba dostat se více do hospodaření podniku a zodpovědět si otázky o: majetkové a finanční struktuře podniku, poměřit shodu s jinými obdobnými podniky prověřit důvody odlišností. Zjistit jaké tendence se projevují ve struktuře aktiv a použitých zdrojích. Dále do jaké míry je zajištěna likvidita a dlouhodobá finanční rovnováha, výnosnost a celkové finanční zdraví podniku. (Růčková, 2007, s. 9-11)

3.3.1 Postup finanční analýzy

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů
2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů
3. Vyhodnocení poměrových ukazatelů
4. Zpracování souhrnného hodnocení dosažených poznatků

Z hlediska úplnosti a správnosti vstupních údajů se oceňovatel může spoléhat do jisté míry na závěry auditora. Pokud společnost auditu nepodléhá, měl by se zaměřit sám na kontrolu účetního stavu. Při analýze základních účetních výkazů se zaměříme na rozvahu, kde je pro oceňovatele nejdůležitější: stav a vývoj bilanční sumy, struktura aktiv (vývoj a přiměřenost

položek) a pasiv (vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu a úvěrů), relace mezi složkami aktiv a pasiv (velikost dlouhodobého majetku a dlouhodobých pasiv nebo vlastního kapitálu, atd.). Dále pak výkaz zisku a ztrát, kde se zaměříme na provozní i finanční výsledek hospodaření. Pro oceňovatele je hlavní zjistit, do jaké míry jsou výsledky hospodaření manipulovány a do jaké míry odpovídají skutečnosti. Pro spolehlivější analýzu finančních poměrů a výnosnosti použijeme výkaz peněžních toků, který podává souhrnný přehled o tom, jak podnik v daném období získával peněžní prostředky a jak je využíval.

Pro analýzu poměrových ukazatelů, kterých je velké množství, by se měl oceňovatel zaměřit především na ukazatele likvidity, dlouhodobé finanční rovnováhy, výnosnosti a aktivity. (Šiman, 2010, s. 139)

3.3.2 Nevýhody finanční analýzy

Finanční analýza z pohledu analytických metod má určité problémy a omezení, které vyžadují větší pozornost a zdravý úsudek těch, kteří s ní pracují.

Problematické části finanční analýzy jsou následující:

- je třeba srovnávat dosažené hodnoty ukazatelů s hodnotami doporučenými
- vliv inflace, která má vliv nejen na výsledek hospodaření
- působí zde vlivy sezónních faktorů
- účetní ukazatele nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko
- použití rozdílných účetních praktik
- orientace na historické účetnictví, které nebere v úvahu změny tržních cen majetku a zkresluje hospodářský výsledek v běžném roce. (Blaha a Jindřichovská, 2006, s. 11-12)

3.4 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Pokud je to jen trochu možné, měl by se oceňovatel snažit rozdělit aktiva na provozně nutná a nenutná. Aktiva, která jsou nezbytná pro základní podnikání, považujeme za nutná. Všechna ostatní aktiva označíme jako nenutná, či neprovozní. Dalším krokem je také vyřazení výnosů a nákladů, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy.

Důvody pro rozdělení majetku:

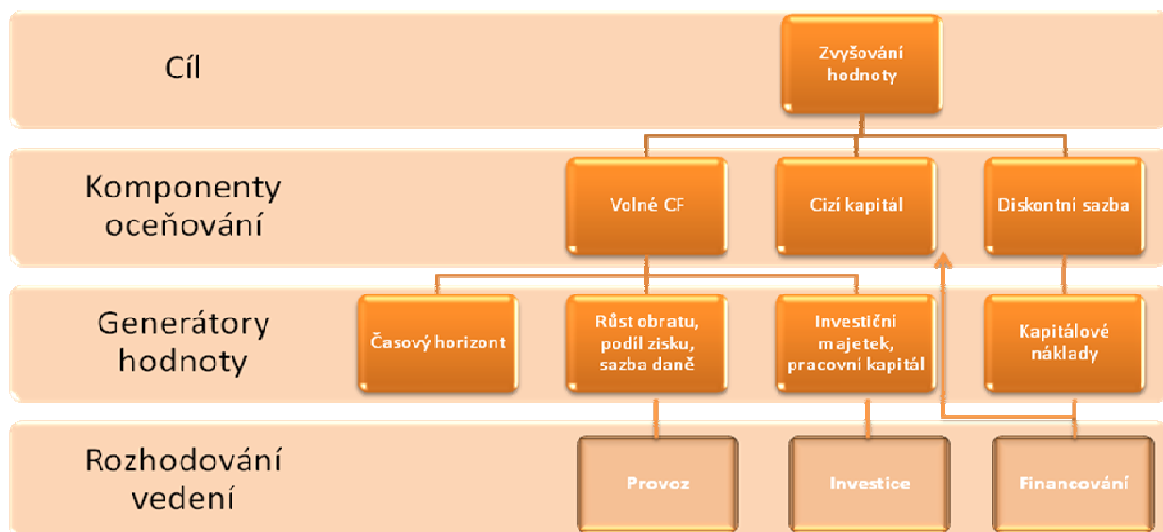
- Z určité části majetku neplynou buď žádné, nebo jen zanedbatelné příjmy. Je možné, že není vůbec využíván. Například nevyužitá pozemky.

- Pokud aktiva určité příjmy přinášejí, ale nesouvisí s provozem, měla by být vyloučena také, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být jiná, než rizika hlavního provozu firmy.
- Aktiva, která neslouží k hlavnímu provozu podniku, bychom měli oceňovat samostatně s předpokladem, že by vlastník tyto aktiva mohl prodat či zlikvidovat.

K nejtýpictějším příkladům položek, které je třeba vyloučit z provozního výsledku hospodaření, patří: tržby + zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku (zisky z prodeje majetku) a odpisy budov i zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání (rekreační chata, atd.). (Mařík, 2003, s. 103-106)

3.5 Generátory hodnoty

Jedná se o soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Vyvozujeme je v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Nejčastěji se za toto východisko považuje metoda diskontovaných peněžních toků. Následující Obr. vystihuje pojem „generátory hodnoty“.



Obr. 2 Generátory hodnoty

Zdroj: vlastní zpracování (Mařík, 2003, s. 109)

Pracujeme tedy s těmito generátory hodnoty:

- a) Tržby (obrat) + jejich růst
- b) Marže provozního zisku
- c) Investice do pracovního kapitálu
- d) Investice do provozně nutného majetku

- e) Diskontní míra
- f) Způsob financování
- g) Doba, po kterou předpokládáme existenci podniku (Mařík, 2003, s. 109)

3.6 Finanční plán

Finanční plán je sestavován na základě dílčích plánů podnikových činností, které jsou převáděny do hodnotového vyjádření. Dílčí plány podporují plnění relevantních podnikových cílů. Je možné, aby plánování podniku vycházelo z marketingem vypracovaného plánu odbytu. Z něj odvozením plánu výroby, plán zásobování a plán práce. Plán nákladů a předběžné kalkulace je pak podkladem pro plán tržeb, ze kterého vychází plán finanční a plán zisku. (Vysušil, 2004, s. 15)

3.6.1 Důvody pro sestavení finančního plánu

Pro oceňovatele podniku není dostatečné pouze provedení finanční analýzy. Sestavení finančního plánu je důležité z toho důvodu, že může potvrdit, nebo změnit předpoklad o budoucích perspektivách podniku, který byl učiněn na základě strategické a finanční analýzy. Bude tedy ovlivňovat volbu oceňovací metody. Dále nám finanční plán pomůže doplnit podklady pro analýzu rizika, která je potřebná při stanovení diskontní míry. Můžeme díky jeho sestavení zjistit, zda je nadále možné předpokládat nekonečné trvání podniku. Pomáhá nám zpracovávat strategie a taktiky vedoucí k dosažení cílů podniku, minimalizuje riskantní jednání managementu, identifikuje a řídí riziko vyplývající ze zapojení různých zdrojů kapitálu a také modeluje dopady současných rozhodnutí managementu do budoucnosti v číselném vyjádření. (Šiman a Petera, 2010, s. 155-165)

3.6.2 Sestavení finančního plánu

Pokud oceňujeme výnosovými metodami, je nutné sestavit kompletní finanční plán.

Finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů: výkaz zisku a ztráty, rozvaha a výkaz peněžních toků. Plán podniku by měl vycházet z jeho vizí a strategií. Je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů.

Patří sem především:

- plány prodeje v pořadí, ve kterém umožní odhad budoucích výnosů
- plány produkce a odhad budoucích nákladů

- plány kapacit, které se promítají do plánů investic, pracovního kapitálu, údržby a obnovy a plánu odpisů
- plány pracovních sil s dopadem do osobních nákladů
- plán budoucích provozních výnosů a nákladů
- plán provozního výsledku, z toho plynoucích daní a podílů na zisku
- plán provozních peněžních toků
- na závěr je plánovaná rozvaha pro všechny roky zvoleného plánového horizontu

Následně po analýze a prognóze generátorů hodnoty, se zaměříme na položky, které budou výrazně ovlivňovat hodnotu podniku: tržby z prodeje hlavních produktů podniku, ziskovou marži, plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků a výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku, které budou nezbytné k udržení hlavního provozu podniku. Dané položky budou tvořit kostru finančního plánu. Pro sestavení kompletní výsledovky je třeba doplnit plán financování, plánované hodnoty některých méně významných položek, položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům a formální dopočty položek, které nebyly spočteny. (Mařík, 2003, s. 130-131)

4 METODY OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

Metody na základě výnosů vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniků jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Základ rozhodování tedy tvoří současná hodnota budoucích výnosů.

4.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Základní výnosovou metodou je metoda diskontovaných peněžních toků, které jsou reálným příjmem a tedy i vyjádřením užitku z podniku. Cílem je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku, tedy vlastního kapitálu. Důležitá je existence volných peněžních toků, které lze odebírat bez zásadních následků na vývoj podniku.

Základní předpoklady pro využívání modelů DCF:

- kapitálové trhy jsou efektivní
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním kapitálem a dluhem
- existuje pouze daň z příjmů
- podnik, z pohledu principu „going concern“, musí trvale investovat do výše odpisů

Základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty pomocí DCF:

- Metoda „entity“ = podnik je označován jako celek
- Metoda „equity“ = vlastní kapitál
- Metoda „APV“ = upravená současná hodnota (součtem hodnoty za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků, zjistíme hodnotu podniku jako celku. Poté odečteme cizí kapitál). (Mařík, 2003, s. 144)

4.1.1 Metoda DCF entity

Můžeme jej považovat za základní způsob výpočtu. Vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům, jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (brutto). Od brutto hodnoty odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění, čímž získáme hodnotu netto, tedy hodnotu vlastního kapitálu.

4.1.2 Metoda DCF equity

Vycházíme z peněžních toků, které mají k dispozici pouze vlastníci, jejich diskontováním získáme hodnotu vlastního kapitálu. (Mařík, 2003, s. 170-172)

4.1.3 Diskontní míra pro metodu DCF

Diskontní míra je významným prvkem modelů DCF, kromě vymezení budoucího výnosu také ovlivňuje výslednou hodnotu. Cílem je vyjádřit současnou hodnotu budoucích příjmů. Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry je závislá na variantě metody DCF:

- DCF entity – WACC (vycházíme z CF pro vlastníky a věřitele)
- DCF equity – odhad nákladů na VK (CF pro vlastníky – FCEE)
- DCF APV – náklady na VK při nulovém zadlužení – hodnota firmy
– náklady cizího kapitálu – hodnota daňového štítu (Mařík, 2003, s. 172)

4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda je dalším z postupů pro oceňování podniku ke zjištění výnosové hodnoty. Existují dvě varianty:

- 1) čistý výnos podniku = příjmy – výdaje. Jedná se tedy o téměř totožnou metodu s DCF equity.
- 2) čistý výnos = výnosy – náklady. Je odvozován z upravených výsledků hospodaření.

Zásady pro oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů:

1. Určující je účel ocenění (zda chceme určit subjektivní, objektivizovanou, či tržní hodnotu).
2. Podnik je třeba oceňovat jako hospodářskou jednotku (při vymezení podniku je potřeba zachytit všechny související oblasti podniku. Objekt ocenění nemusí být totožný s právním vymezením podniku).
3. Princip rozhodného dne (měl by být určen v zadání k ocenění – den, od kterého se odvíjí získané informace).
4. Ocenění provozně nutného majetku (Mařík, 2003, s. 222)

4.3 Kombinované výnosové metody

Jedná se o metody, které kombinují výnosové a majetkové ocenění podniku.

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty - je použitelná v případě, že odlišnost mezi výnosovou a substanční metodou dosahuje 5 až 10 %. Hodnota podniku je vyjádřena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. Daná metoda

určuje hodnotu jako průměr výnosové hodnoty určené metodou kapitalizace zisku a substanční hodnoty netto.

- Metoda vážené střední hodnoty - tato metoda kombinuje hodnotu substanční a výnosovou. Využijeme při posuzování věrohodnosti nebo rizika vyplývajícího ze zjištěných hodnot ať ze substance nebo z výnosů, lze přiřadit oběma veličinám jinou váhu než 0,5.
- Metoda nadzisku, superzisku – podnik musí tvořit vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Nadzisk nebo superzisk je definován jako rozdíl mezi ziskem, který by podnik získal z investovaného kapitálu bez rizika a vygenerovaným ziskem podniku. (Kislingerová, 2001, s. 237-240)

4.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

EVA je definována jako operační zisk snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku. Ukazatel EVA je jedním z klíčových ukazatelů, který je využíván pro měření finanční výkonnosti podniku a pro stanovení hodnoty firem. Maximalizace ukazatele EVA by měla být kritériem pro rozhodování ohledně investic, změn výrobního programu, zásob, pohledávek, výběru dodavatelů či distribučních cest. (Dluhošová, 2006, s.17)

Výpočet ukazatele EVA

$$\boxed{EVA = NOPAT - C \times WACC} \quad (1)$$

Kde:

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) - provozní hospodářský výsledek po dani,

C – investovaný kapitál,

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - vážené kapitálové náklady. (Kislingerová, 2001, s. 224)

4.4.1 Výpočet ukazatele NOA

Do NOA by měla být zahrnuta veškerá aktiva, která podnik využívá, ale nejsou zachycena v účetnictví. Pro zachycení není podstatné, zda k aktivu máme vlastnické právo, ale zda máme kontrolu nad užitky z tohoto aktiva.

Při výpočtu ukazatele NOA vycházíme z rozvahy, kterou upravíme následovně:

1. oddělíme neoperativní aktiva z celkových aktiv
2. snížíme aktiva o neúročený cizí kapitál
3. vyloučíme mimořádné položky
4. účetní aktiva převedeme na skutečná aktiva

$$\text{NOA} = \text{C} = \text{Aktiva} + \text{Leasing} - \text{neoperativní aktiva} - \text{neúročené závazky} \quad (2)$$

NOA hraje zásadní roli v případě měření výnosnosti, čím větší je NOA, tím menší bude, za předpokladu stejných podmínek, EVA. (Pavelková a Knápková, 2005, s. 62-63)

Určení velikosti MVA

MVA je současnou hodnotou budoucích EVA, je to jakýsi provozní goodwill. MVA je pohledem do budoucnosti, který odráží očekávání na trhu z hlediska perspektiv společnosti.

Pro určení velikosti MVA je možné použít dva výpočty:

1. Ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou firmy jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tržní hodnotu vlastního kapitálu pro tyto účely určíme nejsnáze jako součin počtu akcií a jejich aktuální ceny.
2. Ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).

$$\text{MVA} = \text{tržní hodnota} - \text{investovaný kapitál} \quad (3)$$

(Mařík a Maříková, 2005, s. 69)

4.4.2 EVA jako nástroj ocenění

Hodnota operačních aktiv :

$\begin{aligned} & \text{čistá operační aktiva (NOA)} \\ & + \text{tržní přidaná hodnota (MVA)} \\ & = \text{tržní hodnota operačních aktiv} \end{aligned} \quad (4)$

Za hlavní výnosovou metodu (pro oceňování podniků) bývá považována metoda diskontovaných peněžních toků. Především proto, že čisté peněžní příjmy jsou nejpřesnější možností, jak měřit užitky plynoucí z aktiva jeho držiteli. Výnosové ocenění založené na ukazateli EVA by ale mělo poskytnout stejné výsledky ocenění. Tento fakt ukazuje, že je možné metodu EVA/MVA považovat za stejně významnou jako metodu DCF. Pro metodu

EVA/MVA je také možné zkonstruovat variantu entity, equity a APV naprosto stejně jako u DCF.

Metoda EVA má oproti metodě DCF některé podstatné výhody:

- Ukazuje rozložení hodnoty podniku na hodnotu NOA a MVA, tedy jaká je hodnota aktiv a jaká je hodnota goodwill. Na rozdíl od metody DCF z výsledku vyčteme, zda se jedná o prosperující firmu.
- Metoda EVA umožňuje kontinuálně propojit běžnou analýzu podniku s jeho oceněním a motivací vedoucích pracovníků, což metoda DCF neumožňuje.

Postup při ocenění metodou EVA:

1. Výpočet tržní přidané hodnoty ex ante (MVA),
2. Zjištění hodnoty čistých operačních aktiv (NOA),
3. Vyčíslení hodnoty provozně nepotřebných aktiv (A),
4. Výpočet tržní hodnoty úročených dluhů (CK).

Hodnotu podniku jako celku poté vypočteme jako:

$$H_0 = MVA + NOA_0 + A_0 - CK_0$$

(5). (Mařík, 2003, s. 258)

4.5 Praxe v ČR a ve světě

Srovnání ocenění menších firem v USA, VB a ČR

V USA se při prodeji menší firmy pro určení hodnoty používá převážně formule tří až pěti násobek ročního zisku. Do zisku zahrnují výplatu pro majitele. Například firma tvoří zisk 50.000 dolarů, dalších 50.000 si vyplácí majitel. Celkem tedy 100.000 dolarů, což znamená, že prodejní cena by se (velmi zjednodušeně) mohla pohybovat v rozmezí od 300 až 500 tisíc dolarů. Kupující bude zřejmě ochoten zaplatit maximálně 300.000, ale prodávající si bude představovat spíše 500.000 minimálně, proto je dobré vyjednat s protistranou kompromis. Pravidlo, které v USA funguje, se pokusil autor článku aplikovat v České republice, nicméně prodávajícím firmám se tento způsob nezamlouval a hodnotili jej jako velmi nevýhodný a ztrátový. (Podnikání v USA, 2009)

Dalším příkladem je Velká Británie, kde více než 66% vlastníků malých a středních podniků netuší, jakou hodnotu má jejich podnik. Při oceňování podniku je kladen důraz i na dobu trvání podniku, ovšem ne pouze do budoucna, ale i v minulosti. Mladší společnost obvykle znamená pro kupujícího větší riziko, než déle zavedený podnik, proto bývá

oceňován i nižší hodnotou. Nevýhodou je zde sice fakt, že jsou mladší společnosti do budoucna hůře předvídatelné, ale svou roli hraje i druhá strana věci, a to že může mít větší ziskový potenciál, než usedlejší podnik. Dalším faktorem, který zde ovlivňuje hodnotu podniku, je historická finanční výkonnost. Velký důraz je kladen na silnou finanční výkonnost v minulosti, pokud jí společnost dosahuje, je oceněna v mnohem vyšší hodnotě. Zájemce o koupi takového podniku se však bude chtít přesvědčit i o tom, že je velká pravděpodobnost trvání dané finanční situace firmy, což není snadné prokázat. (Business4sale, 2010)

Podmínky oceňování v evropských zemích

V České republice působí znalecký ústav - Institut oceňování majetku. Sídli v Praze a jeho hlavním posláním je příprava znalců a odhadců v oborech oceňování (movitého majetku, nemovitostí, podniků a technologických celků. Další institucí je Certifikační ústav, který uděluje akreditační osvědčení profesní způsobilosti pro specializaci na oceňování podniku a nemovitostí.

Ve Velké Británii funguje nejstarší profesní sdružení odhadců majetku RICS (The Royal Institution of Chartered Surveyors), které vydává zásady a principy oceňování. Obecně v této zemi neexistuje žádné legislativní omezení pro výkon profese odhadce.

Německo je zajímavé tím, že pro odhadce je zde systematicky vytvářena velmi dobrá informační báze, která je průběžně aktualizována. Z profesního hlediska zde odhadce musí mít volnou živnost.

Rakousko upravuje postavení odhadců zákonem a pro výkon této profese je nutné doložit desetiletou praxi v oboru a vykonat zkoušku.

Ve Švédsku existuje instituce s názvem The Swedish Association of Real Estate Economics, které vydala publikaci, která sjednocuje definice, pojmy a metody oceňování (Real Estate Terminology). (Kislingerová, 2001, str. 17-19)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ANALÝZA SPOLEČNOSTI XY, A.S.

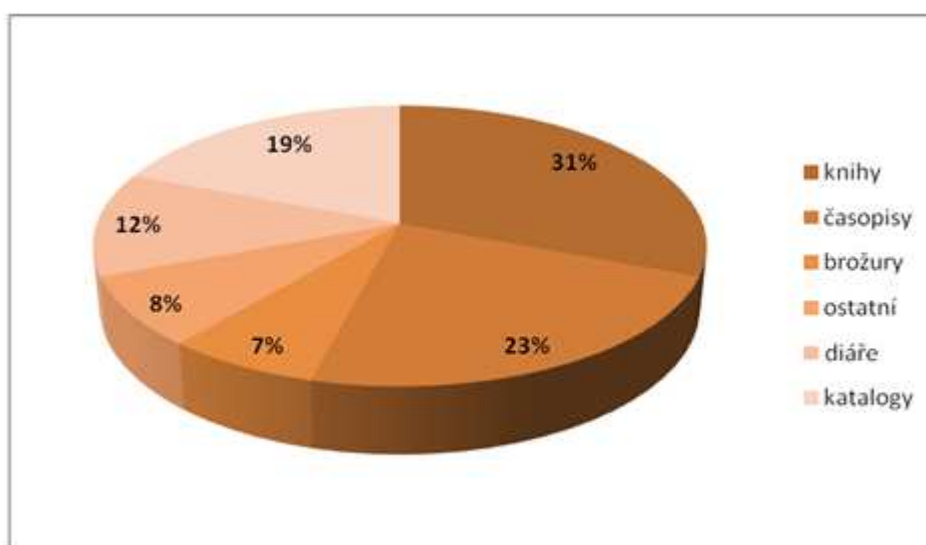
V následujícím oddíle se zaměřím na charakteristiku společnosti, na její vliv na životní prostředí a charakteristiku polygrafického odvětví.

5.1 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S.

Společnost je zařazena do CZ-NACE 18.1 Tisk a činnosti související s tiskem a patří mezi významné evropské ofsetové tiskárny. Předmět podnikání společnosti je kompletní polygrafická výroba a knihařské zpracování v jedné budově. Mezi výrobky patří převážně knihy, časopisy, kalendáře, diáře, letáky a kalendáře. Společnost také poskytuje služby jako je kompletní servis od příjmu a úpravy dat přes tisk, zpracování, balení a včasnou dopravu na místo určení. Dále společnost nabízí zastupování v celním řízení, nebo pronájem movitých věcí. Společnost si zakládá na moderních technologiích, špičkové kvalitě výrobků a vysoce kvalifikovaném personálu. Společnost XY, a.s. také každoročně pořádá výstavy na evropských veletrzích v Londýně, Frankfurtu, Moskvě, Krakově a v Praze. Zajímavostí je, že jako druzí v ČR instalovali do provozu CtP zařízení.

Hlavním cílem společnosti je spokojený zákazník. Mezi základní stavební kameny společnosti patří flexibilita, úplný servis, spolehlivost, kvalita a zkušenosti.

Ročně společnost vytiskne více než 6.000.000 publikací, ze kterých více než 40% směřuje do zahraničí. Dále uvádím graf podílu jednotlivých produktů společnosti na obratu.



Obr. 3 Podíl produktů na obratu

Zdroj: interní materiály podniku XY, a.s.

Životní prostředí

Jeden z hlavních pilířů dané firmy je, co nejmenší dopad výrobních procesů na životní prostředí. Aby daného pilíře dosáhli, využívají ekologických zdrojů energie. Prostřednictvím fotovoltaických panelů na střeše budovy využívají sluneční energii, která pomáhá pokrýt spotřebu energie elektrické. Dále společnost dodržuje systém environmentálního managementu zavedený podle normy ISO 14001:2004, je držitelem certifikátu FSC (zaručuje, že papír byl vyroben ze dřeva, které nepochází z nelegálních těžeb).

Odvětví

Odvětví polygrafického průmyslu se vyznačuje poměrně značnou investiční náročností a potřebou vysoce kvalifikované pracovní síly. Důležitý je dynamický rozvoj především digitalizace výrobní techniky a s tím souvisejících technologických postupů. V důsledku toho dochází ke změnám v zařazení jednotlivých oborů, fúzím vydavatelských společností s tiskařskými kapacitami a k rozvoji nových alternativních médií, především Internetu, on-line publikování atd. V roce 2009, v porovnání s předchozím rokem, se nijak výrazně neměnily podíly jednotlivých oborů na celkových tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. Podíl oboru 18.1 činil 88,9 %. V roce 2009 byl zaznamenán mírný nárůst cenového indexu oproti předchozímu roku. Ceny se pohybovaly pod úrovní celostátního průměru inflace. Tento cenový vývoj je způsoben přebytkem nabídky výrobních kapacit v odvětví, neustále se zdokonalujícími výstupy digitálně řízených tiskáren a velkou konkurencí mezi tiskárnami. Významnou roli hraje také zvyšující se počet zpráv zasílaných e-mailem, či SMS.

Fúze

Za velmi podstatnou skutečnost považují fúzi společnosti XY, a.s. se společností ABC, a.s. k 1. 1. 2009. Firma XY, a.s. byla stanovena jako nástupnická a převzala jmění zanikající společnosti ABC, a.s. Na základě rozhodnutí valné hromady se základní kapitál společnosti fúzí nemění a zůstává ve výši 100 000 000 Kč, v rozdělení na 100 ks kmenových akcií v listinné podobě, ve formě na jméno, v nominální hodnotě 1 000 000 Kč.

Společnost XY, a.s. jako nástupnická firma byla ke dni fúze jediným akcionářem zanikající společnosti, proto v souladu s ustanovením §134 zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev nemohou být akcie zanikající společnosti vyměněny za

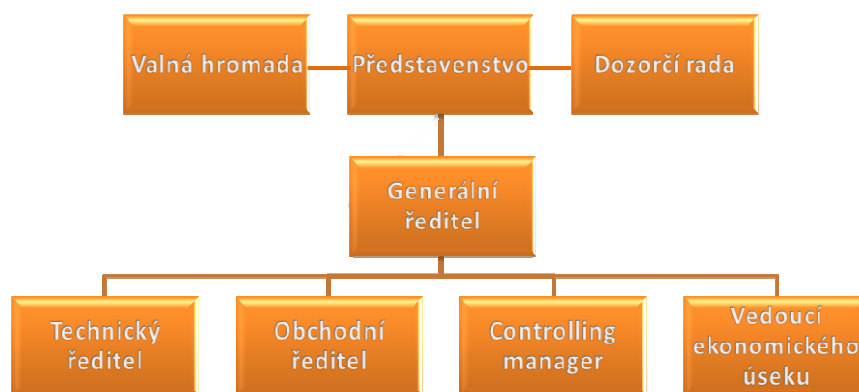
akcie nástupnické společnosti a nástupnickou společností nebyly v důsledku fúze sloučením emitovány nové akcie (proto nebylo třeba ocenit majetek zanikající společnosti). Z hlediska výkazu zisku a ztrát byl stav minulého období za společnost XY, a.s. a stav běžného období je stav fúzovaných společností.

5.1.1 Historie

Kořeny společnosti XY, a.s. sahají do doby, kdy podnikatel Tomáš Baťa zakládal celou řadu podniků, které podporovaly jeho podnikání. Současná budova byla postavena v roce 1976 a vznik firmy se datuje roku 1997. Společnost rozvíjela náročné polygrafické profese a současně vytvářela základní prostor pro realizaci kvalitního barevného tisku. Na náročnou ruční práci navázala práce tiskařských odborníků, kteří převáděli grafické návrhy do tiskové podoby.

5.1.2 Organizační struktura

Jedná se o akciovou společnost. Z obrázku 3 lze vidět, že na nejvyšší úrovni společnosti jsou valná hromada, představenstvo a dozorčí rada. Představenstvo tvoří 14 členů a 4 předsedové. Dozorčí rada se skládá ze 14 členů a 3 předsedů. Každé oddělení (technické, obchodní, controllingu i ekonomické) má svého ředitele, který je přímým podřízeným generálního ředitele společnosti.



Obr. 4 Organizační struktura

5.1.3 Struktura zaměstnanců

V tabulce č. 1 uvádím přehled o průměrném počtu zaměstnanců a výši osobních nákladů, ze které můžeme vidět poměrně velké navýšení celkového počtu zaměstnanců o 27. Úměrně tomu vzrostly i celkové osobní náklady. Společnost je schopná zaměstnávat velké množství lidí, především díky třísměnnému provozu v knihárně a tiskárně. Většina strojů je obsluhována po dvojicích, ale firma vlastní i mnoho strojů, kdy jeden obsluhuje více než 10 zaměstnanců ve stejný čas.

Tab. 1 Průměrný počet zaměstnanců a výše osobních nákladů

	2009		2010	
	celkem zam.	z toho řídící	celkem zam.	z toho řídící
Průměrný počet zaměstnanců	219	5	246	5
Mzdy (v tis. Kč)	55661	2734	58386	2652
Sociální zabezpečení a ZP (v tis. Kč)	17015	1304	18688	1215
Sociální náklady (v tis. Kč)	1512	0	1326	0
Osobní náklady celkem (v tis. Kč)	74188	4038	78400	4038

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

V dané kapitole se zaměřím na vymezení relevantního trhu, shrnutí základních příležitostí a hrozeb daného trhu, uvedení základních údajů a posoudím jeho atraktivitu. Důležitou součástí bude následné provedení prognózy dalšího vývoje zmíněného trhu. Dále zmíním poznatky o konkurenční síle podniku a jeho tržním podílu.

6.1 Relevantní trh

Vymezení daného trhu je poměrně obtížné. Společnost XY, a.s. se sice zaměřuje na Českou republiku, ale vzhledem k nepříliš příznivé velikosti trhu se snaží soustředit také na země v EU. Za relevantní trh tedy považuji jak Českou republiku, tak země EU. Jedná se o polygrafické odvětví (zařazené do CZ-NACE 18.1) a poměrně velkou firmu, která 40% výrobků exportuje do Německa, Francie, Švédska, apod. Konkrétní vymezení trhu budu směřovat na velikost poptávky po tisku, především ze stran různých nakladatelství a vydavatelství jak v rámci ČR, tak v rámci Evropy.

6.1.1 Kvalitativní vymezení trhu

PEST analýza

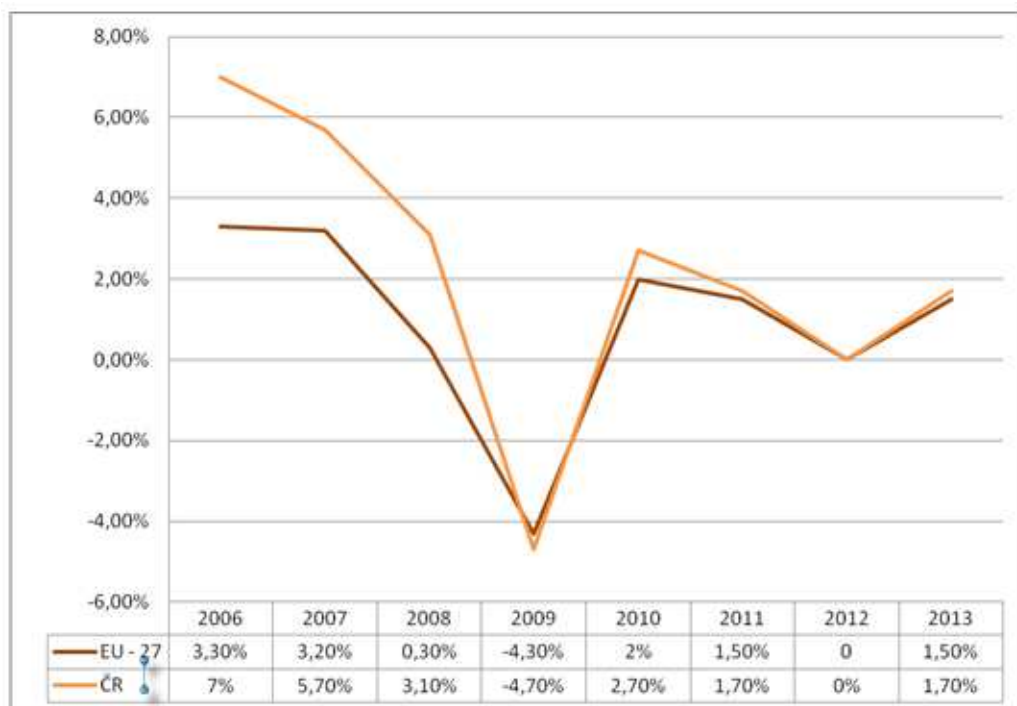
Pro kvalitativní vymezení relevantního trhu jsem se rozhodla využít analýzu PEST a zpracovat veřejně dostupné makroekonomické údaje.

Politicko-legislativní vlivy

Z hlediska legislativy souvisí největší regulace pro polygrafické odvětví s ochranou životního prostředí (CO₂, barvy, použití papíru,...). Standardy, normy ISO i předpisy Evropské unie vedou podniky zabývající se polygrafií k vyšší zodpovědnosti k ochraně životního prostředí. V českých polygrafických podnicích se uplatňují mezinárodní normy ISO 14000, které se týkají implementace environmentálních systémů řízení. Z dalších norem můžeme jmenovat například FSC (Forest Stewardship Council) nebo PEFC (Programme for Endorsement of Forest Certification). Pro společnost XY, a.s. je co nejmenší dopad výrobních procesů na životní prostředí jedním z hlavních pilířů. Společnost využívá fotovoltaické panely, prostřednictvím nichž pomáhá pokrýt spotřebu elektrické energie. Dodržuje systém podle normy ISO 14001 a je držitelem certifikátu FSC, který zaručuje, že papír byl vyroben ze dřeva, které nepochází z nelegálních těžeb.

Ekonomické faktory

Ekonomika České republiky je otevřená vůči zahraničním trhům bez jakýchkoliv omezení. V bilanci polygrafického průmyslu hraje zahraniční obchod podstatnou roli. Rozvoj je do značné míry závislý na vývozu polygrafické produkce. Polygrafický průmysl ČR vykazuje orientaci na Německo, které je naprostou „špičkou“ ve světové polygrafii. Je tedy zřejmé, že vývoj německého trhu ovlivňuje vytížení výrobních kapacit v ČR. Do Německa je vyváženo více než 50% polygrafické produkce a v dovozu dominuje 65%. (Polygrafie, 2009). Ceny v odvětví polygrafie ČR se v posledních letech (2008-2010) pohybovaly pod úrovní celostátního průměru inflace. Cenový propad v roce 2010 byl způsoben přebytkovou nabídkou výrobních kapacit, velkou konkurencí mezi tiskárnami a neustále se zdokonalujícími technologiemi. Dalším faktorem byly dozvuky ekonomické recese v roce 2009. (MPO, 2010). Polygrafický průmysl zaznamenal v roce 2010 rapidní růst cen papíru, kdy se ceny celulózy dostaly na patnáctileté maximum a téměř přesáhly historickou rekordní hranici 1000 dolarů za tunu z roku 1995. Dalším faktorem, který stěžuje uplatnění polygrafické produkce na evropském trhu, je angažovanost čínských výrobců. (Ekonomika, 2010). Z makroekonomických ukazatelů uvádím pro přehled vývoj meziročního růstu HDP v EU27 a ČR za roky 2006-2010 a predikci let 2011-2013. (Eurostat, 2012)



Obr. 5 Meziroční růst HDP (EU27 a ČR)

Zdroj: vlastní zpracování pomocí (Eurostat, 2012)

Sociálně-kulturní faktory

Nejrozsáhlejším sociálním a kulturním tématem v polygrafii je v posledních letech digitalizace knih a ostatních publikací. Společnost je rozmazlená rychlostí a pohodlím internetu a digitálních médií (např. čtečky knih). Pokud by lidé přestali mít zájem publikace číst v listinné podobě, malá a střední nakladatelství by v nejlepším případě musela knihy tisknout prostřednictvím interních zdrojů a tiskárny by přišly o velkou část poptávky. K danému faktoru bohužel nejsou prozatím dostupná věrohodně zpracovaná data. Dalším sociálním faktorem je u polygrafického průmyslu a především tiskáren možnost zaměstnání pro lidi s nízkým stupněm vzdělání. Část prací ve výrobnách tvoří ruční práce, u které není nutná odborná kvalifikace. Na druhou stranu je u průmyslové výroby větší část prací automatizovaná, což znamená potřebu méně zaměstnanců, protože většinu práce vykonává strojní zařízení. V polygrafickém odvětví počet zaměstnaných osob do roku 2008 stoupal, avšak v roce 2009 poklesl o 11,6% a v roce 2010 o dalších 9,2%. (Businessinfo, 2010)

Technologické faktory

Polygrafický průmysl podléhá rychlým změnám pod vlivem vývoje informačních a komunikačních technologií. Společnost XY, a.s. byla druhou firmou v ČR, která zavedla používání zařízení CtP (Computer to Plate). Díky této technologii je schopna dosahovat vysoké kvality výrobků a rychlosti jejich zhotovení. Zcela zásadní bylo zavedení digitálního tisku, který snižuje možnost vzniku chyb a zavádí jej společnosti v celé Evropské unii. Technologická náročnost u polygrafického odvětví je zřejmá, její zdokonalování je důležité i kvůli rostoucímu využívání publikací v elektronické podobě. Digitalizace vede také ke sníženým nákladům na tisk. Mezi nové trendy patří také rozvoj poskytování služeb spojených s tiskem a tím zvyšovat přidanou hodnotu pro zákazníka. Společnost XY, a.s. již tyto služby poskytuje (poradenství, návrhy, web design,...). Mezi další významné tendence v polygrafické výrobě patří propojování tří hlavních fází výrobního procesu (pre-press, press a postpress). Dané spojování těchto tří fází do jednoho celku se děje na základě jednotných datových standardů, s jejich pomocí jsou řízeny všechny polygrafické stroje, zařízení a systémy. (Businessinfo, 2010)

SWOT analýza

Další částí kvalitativní analýzy relevantního trhu je SWOT analýza, která zahrnuje stručný souhrn silných a slabých stránek trhu a jeho příležitosti i hrozby.

Silné stránky relevantního trhu

- Vysoká úroveň technologií
- Dostupnost technologií a výrobních postupů
- Tradice
- Ekologická výroba

Slabé stránky relevantního trhu

- Nepříliš atraktivní odvětví pro mladší generace
- Většina (malých a středních) firem nemá zkušenosti s mezinárodním trhem
- Tlak na ceny ze strany zákazníků – snižování zisku a nemožnost investic
- Časté spoléhání se na existující zákazníky

Příležitosti relevantního trhu

- Poskytovat specializovanou a zároveň flexibilní výrobu
- Modernizace výroby a používaných zařízení
- Digitalizace*
- Exkluzivní distribuce
- Důvěra zákazníka
- Větší integrace do mezinárodního prostředí
- Zaměřit se na výzkum a vývoj
- Technologické inovace

Hrozby relevantního trhu

- Závislost na velkých zákaznících, kterých ale není mnoho
- Rostoucí přítomnost výrobců třetích zemí na evropském trhu
- Cenová válka v EU
- Nízké zaměření na výzkum a vývoj

*Digitalizace umožňuje vytvořit tiskoviny přímo z počítače, bez dalšího mezikroku. Oproti klasickému tisku je výroba výrazně rychlejší.

6.1.2 Kvantitativní vymezení relevantního trhu

V polygrafickém odvětví můžeme zaznamenat postupný růst počtu podniků, kterých je již 9181 v roce 2010. Na druhou stranu si ale nelze nevšimnou klesajícího trendu tržeb za odvětvový průměr. Jak z prognóz Ministerstva průmyslu a obchodu, tak ze zmíněných skutečností lze usuzovat, že v následujících letech 2011-2013 bude počet podniků spíše klesat. Na firmy stále působí dopady hospodářské krize, která zasáhla zpracovatelský průmysl nejvíce (z celkového průmyslu). Některé podniky ukončují svou činnost, jiné zahajují fúze společností a vzhledem k situaci na trhu lze minimálně v roce 2011 předpokládat pokračování klesajícího trendu tržeb za výrobky a služby.

Tab. 2 Základní údaje o trhu

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
Počet podniků	7873	8908	9008	8996	9181
Tržby	37 708 347	40 084 885	41 138 592	37 396 263	33 372 027
Index cen	x	x	98	100,3	92,1

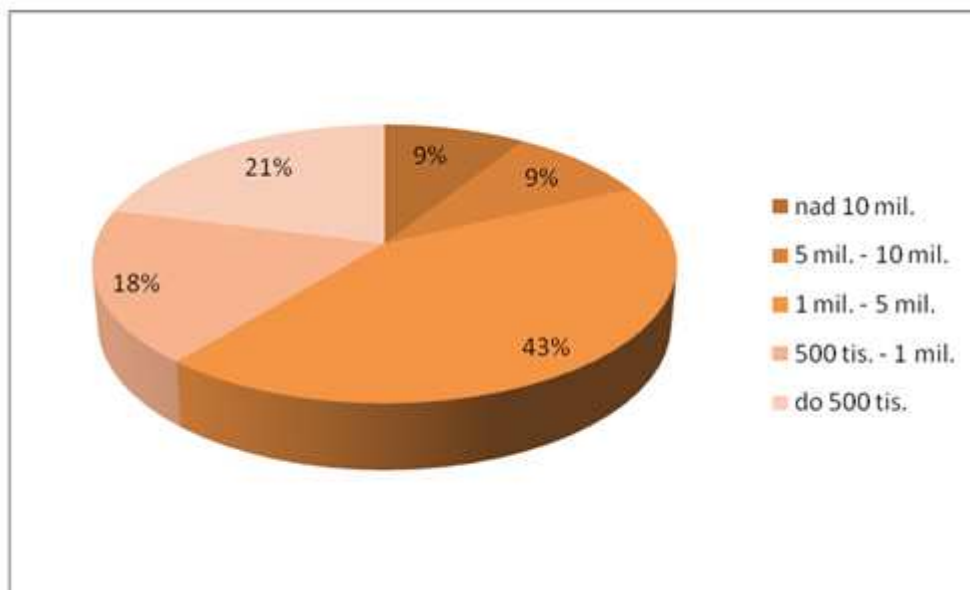
Zdroj: vlastní zpracování (MPO, 2011)

Zákazníci

Společnost XY, a.s. poskytuje kvalitní výrobky a služby více než 600 zákazníkům. Skupiny zákazníků společnosti tvoří převážně střední odběratelé, kteří se podílí největší částí na tržbách podniku XY, a.s. Patří sem grafická studia, knižní distributoři, vydavatelství časopisů, lékárny, koupelňová studia, atd.

Společnost vyváží své výrobky do zemí EU a nejvýznamnějšími zákazníky, kteří tvoří tržby nad 10 mil. Kč, jsou nakladatelství Dutch Media Uitgevers a Alex Media group). Sledovaný podnik exportuje do zahraničí cca 40% své produkce, mezi zahraniční klienty patří Německo, Holandsko, Polsko, Maďarsko,...

Pro přehled uvádím graf podílu zákazníků na tržbách společnosti.



Obr. 6 Podíl zákazníků na tržbách XY, a.s. za rok 2010

Zdroj: vlastní zpracování (interní záznamy společnosti)

Dále uvádím tabulku počtu nakladatelství v ČR, jakožto potenciálních zákazníků, kde lze zaznamenat klesající počet vydaných titulů z důvodu nižší poptávky a naopak rostoucí počet nakladatelství, kterých bylo 4 875 v roce 2010. Od roku 2006 je to nárůst o necelých 1000 nových nakladatelství za čtyři roky.

Tab. 3 Počet nakladatelství a vydaných titulů 2006-2010

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
Počet vydaných titulů	17019	18029	18520	17598	17054
Počet nakladatelství	3908	4073	4344	4583	4875

Zdroj: vlastní zpracování pomocí (SČKN, 2011)

6.1.3 Analýza konkurenční síly

Mezi hlavní konkurenty společnost XY, a.s. na domácím trhu patří převážně větší tiskárenské společnosti. Patří mezi ně Finidr, s.r.o., Těšínská tiskárna, a.s., THB spol. s.r.o., CPI Moravia Books s.r.o. a PB tisk s.r.o.. Nejbližší zahraniční konkurence je pak ze Slovenska (Tlačiareň Bánská Bystrica, Neografia Martin a Slovenská Grafia). V tomto oboru podnikání je velké množství firem různých velikostí. Společnost XY, a.s. vyniká počtem zaměstnanců, který převyšuje 250 lidí. Dále vyvíjí snahu neustále zdokonalovat výrobu inovacemi, koupí lepších zařízení a strojů a v neposlední řadě především plným uspokojením zákazníků kvalitními výrobky za odpovídající cenu.

Tab. 4 Profil konkurenční síly podniku XY, a.s.

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria								Body	Váha × Body	
		Negativní			Průměr	Pozitivní						
		0	1	2		3	4	5	6			
Přímé faktory	1	Kvalita výrobků	3								6	18
	2	Technická úroveň výrobků	2								6	12
	3	Cenová úroveň	3				×				3	9
	4	Intenzita reklamy	2			×					2	4
	5	Výhody místa	1					×			4	4
	6	Výhody distribuce	1				×				3	3
	7	Image firmy	1					×			4	4
	8	Servis a služby	3						×		4	12
Nepřímé faktory	9	Kvalita managementu	1				×				0	0
	10	Výkonný personál	1				×				3	3
	11	Výzkum a vývoj	1	×							0	0
	12	Majetek a investice	3					×			4	12
	13	Finanční situace	1				×				3	3
Celkem			23								42	84

Zdroj: vlastní zpracování pomocí metodiky dle (Mařík, 2011)

Maximální počet bodů (váhy)	138
Dosažený počet bodů	84
Hodnocení	61%

Maximální počet bodů	78
Dosažený počet bodů	42
Hodnocení	54%

Pro vyjádření konkurenční síly podniku jsem využila příklad kritérií a hodnocení pro výrobní podnik (Tab. 4). Hodnocení vychází z veškerých dostupných informací, váhy i bodové ohodnocení vychází z předpokládaných požadavků zákazníků. Největší váhy jsem přiřadila kvalitě výrobků, cenové úrovni výrobků, poskytovanému servisu a službám a nakonec i majetku a investicím. Odvětví, ve kterém se podnik pohybuje, je značně investičně náročné, z důvodu potřeby vybavení pro výrobu vysoce kvalitních výrobků. Společnost vyvíjí velkou snahu pořizovat nová vylepšená zařízení, automatizovat výrobu a na prvním místě je pro ni kvalitní výrobek a spokojený zákazník. Cenová úroveň je průměrná, společnost ale nešetří peníze na kvalitním materiálu, proto je pro ni obtížné konkurovat v oblasti cen. Výjimečná je především poskytováním kompletních služeb a servisu, od grafických návrhů, příjmu a zpracování dat, přes technologické poradenství, tisk, knihařské zpracování až po expedici.

Celkově společnost převažuje konkurenci výsledným hodnocením 61%, pokud bych nepoužila mnou ohodnocené váhy, pak by výsledky společnosti dosahovaly výše 51%.

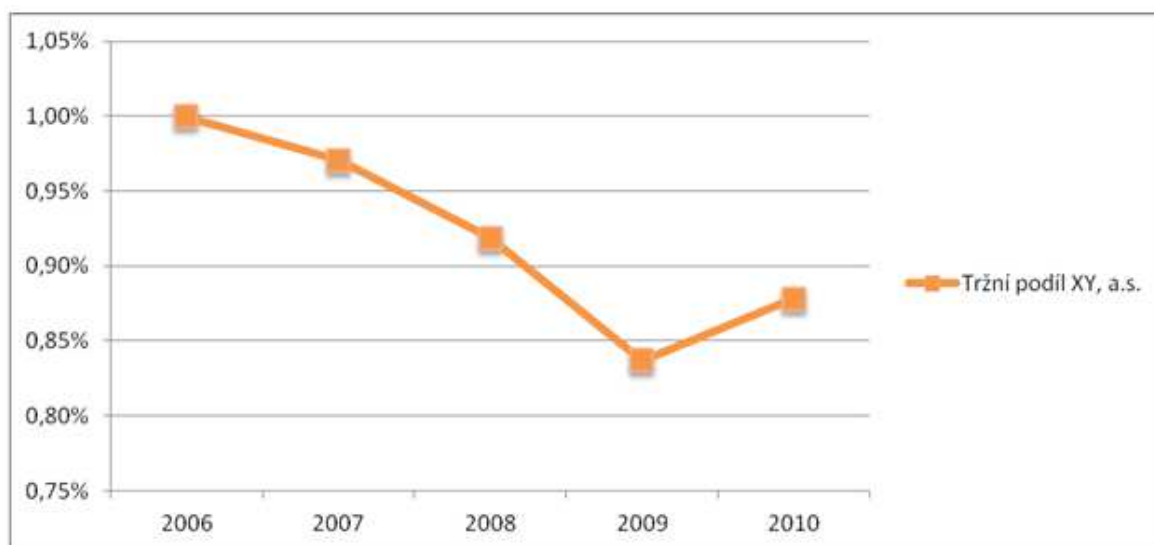
Podle mého názoru má oceňovaná společnost do budoucna průměrný až nadprůměrný potenciál konkurovat aktuálně vysokému množství podniků v odvětví.

6.1.4 Tržní podíl společnosti XY, a. s.

Tab. 5 Tržní podíl společnosti XY, a.s. 2006-2010

Rok	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržby XY, a.s. (mil. Kč)	Tržní podíl XY, a.s.	Tempo růstu tržeb XY, a.s.
2006	37 708		377	1,00%	
2007	40 084	6,30%	389	0,97%	3,18%
2008	41 138	2,63%	378	0,92%	-2,83%
2009	37 396	-9,10%	313	0,84%	-17,20%
2010	33 372	-10,76%	293	0,88%	-6,39%

Tržní podíl společnosti vykazoval klesající trend až do roku 2009, kdy byl nejnižší za sledované období (0,84%). V roce 2010 dosahoval hodnoty 0,88%. Z tabulky můžeme vidět, že vývoj tempa růstu tržeb podniku se od relevantního trhu oddálil nejvíce v roce 2009, kdy byl rozdíl o 8,10%. V roce 2010 podnik udržel poptávku a vývoj tržeb lépe, než tomu bylo v odvětvovém průměru (relevantním trhu). Důležitým faktorem je zde ale skutečnost, že vycházíme z výpočtů na relevantním trhu, na kterém se v roce 2010 nacházelo více než 9000 firem.



Obr. 7 Vývoj tržního podílu XY, a.s. 2006-2010

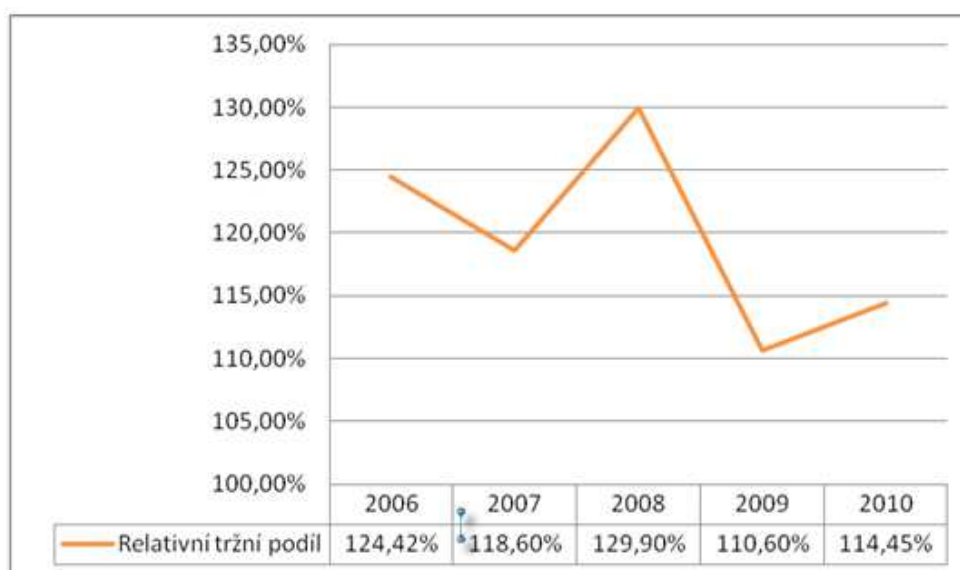
Rozhodla jsem se proto znázornit i relativní tržní podíl vzhledem k největšímu konkurentovi sledované firmy. Jsou to Těšínské tiskárny, které jsou také akciovou společností, a jejichž tržní podíl vůči relevantnímu trhu je blízký oceňované společnosti.

Tab. 6 Relativní tržní podíl XY, a.s.

Rok	Tržby - Těšínské tiskárny a.s. (mil. Kč)	Tržby - XY a.s. (mil. Kč)	Relativní tržní podíl*
2006	303	377	124,42%
2007	328	389	118,60%
2008	291	378	129,90%
2009	283	313	110,60%
2010	256	293	114,45%

*Relativní velikost tržního podílu oproti konkurentovi (Těšínským tiskárnám). Relativní tržní podíl = Tržní podíl podniku XY,a.s / tržní podíl konkurenta. Relativní tržní podíl > 100% = vedoucí postavení na trhu.

Ve všech sledovaných letech můžeme vidět, že relativní tržní podíl společnosti XY, a.s. je v porovnání s největším konkurentem na trhu (Těšínskými tiskárnami a.s.), větší než 100%. Oproti poměrně nízkému tržnímu podílu na relevantním trhu, zde společnost vykazuje možnost vedoucího postavení na trhu až do roku 2008. V roce 2009 tvoří společnost stále více než 100% podílu, ale zaznamenali jsme pokles o 19,30% oproti předcházejícímu roku. Těšínské tiskárny zřejmě lépe odolaly dopadům krize na přelomu let 2008/2009 a stabilnější poptávka po jejich výrobcích jim zajistila menší pokles tržeb, než oceňovanému podniku XY, a.s. V roce 2010 byl podíl stále ovlivněn zmíněným poklesem, ale vzrostl alespoň o necelá 4%.



Obr. 8 Vývoj relativního podílu XY, a.s.

6.1.5 Prognóza vývoje trhu

Pro vybraný relevantní trh neexistují konkrétní číselně vyjádřené predikce pro vývoj tržeb. Pro prognózu tržeb a jejich tempo růstu jsem využila analýzu časové řady, zohlednila jsem vývoj v minulosti, predikci odborníků ohledně očekávaného vývoje ekonomiky a odvětví CZ-NACE 18.1, dopad poklesu domácí poptávky a vliv německé ekonomiky, která je zde považována za významnou. Od roku 2010 do roku 2013 je průměrný roční růst HDP odhadován na 1,7%. Tempo růstu tržeb za celý průmysl ČR 6,25% a pro relevantní trh je průměrný roční pokles -1,42% (2010-2013).

Tab. 7 Vývoj HDP, inflace a tržeb relevantního trhu

	Rok	HDP		Tempo růstu tržeb - průmysl ČR	Míra inflace	Relevantní trh ČR - NACE 18.1 (mil. Kč)	
		mil. Kč	Tempo růstu				
Skutečnost	2006	3 222 400	6,80%	10,10%	2,50%	37 708	
	2007	3 535 500	6,10%	9,30%	2,80%	40 084	6,30%
	2008	3 689 000	2,50%	0,10%	6,30%	41 138	2,63%
	2009	3 628 100	-4,10%	-0,80%	1%	37 396	-9,10%
	2010	3 667 600	2,20%	10,10%	1,50%	33 372	-10,76%
Prognóza	2011	3 807 200	1,70%	2,40%	1,90%	24 695	-26,00%
	2012	3 807 200	1%	7,70%	2,20%	28 830	16,74%
	2013	3 807 200	1,90%	4,80%	1,50%	32 964	14,34%
		průměrný roční růst 2010-2013)	1,70%	6,25%		Průměrný pokles 2010-2013)	-1,42%

Zdroje:

- 1) HDP, Inflace: ČNB, 2011;
- 2) Tržby průmyslu: Kurzy, 2011;
- 3) Tržby relevantního trhu: MPO, 2010

Pro odhad tempa růstu tržeb jsem využila násobek tempa růstu relevantního trhu, prognózy trhu a růstu tržního podílu (pomocí analýzy potenciálu a konkurenční síly podniku XY, a.s.).

Tab. 8 Odhad tempa růstu tržeb

	Rok	Relevantní trh	Růst trhu	Tržní podíl XY, a.s.	Tempo růstu tržeb XY, a.s.	Tržby XY, a.s.	Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s.	
Skutečnost	2006	37 708		1,0%		377		
	2007	40 084	6,30%	1,0%	3,2%	389		
	2008	41 138	2,63%	0,9%	-2,8%	378		
	2009	37 396	-9,10%	0,8%	-17,2%	313		
	2010	33 372	-10,76%	0,9%	-6,4%	293	-6,1%	2006-2010
Predikce	2011	24 695	-26,00%	0,9%	-24,1%	222		
	2012	28 830	16,74%	0,9%	16,7%	260		
	2013	32 964	14,34%	1,0%	27,0%	330	3,0%	2010-2013

Predikce na základě provedených analýz

Z celkových hodnot průmyslu lze vidět, že zpracovatelský průmysl byl postižen recesí nejvíce. Jde o odvětví, které se řídí zahraniční poptávkou. V ukazatelích finanční analýzy se kondice zpracovatelského průmyslu pohybovala v záporných hodnotách. Absolutně nejnižší výkonnost daného odvětví byla zaznamenána v 1. Čtvrtletí roku 2009. Celkově klesala finanční kondice zpracovatelského průmyslu již od konce roku 2007. Od druhé poloviny roku 2009 se na vývoji začalo pozitivně projevovat oživení německé ekonomiky. V roce 2010 průmyslu pomohlo postupné oživování zahraniční poptávky. Nesmíme zapomínat ale na to, že za pozitivním vývojem stojí také nízká základna hodnot z minulých let. Na konci roku 2010 byl zaznamenán pokles domácí poptávky, která by v roce 2011 mohla oslabovat růst průmyslové produkce. Pokud připočteme i vyšší základnu z roku 2010, pak můžeme očekávat v roce 2011 oslabení průmyslu a predikce o poklesu produkce vypovídají o dalším snížení i v roce 2012. Nepříznivé vyhlídky vykazuje také průzkum ČSÚ, ve kterém průmyslové podniky očekávají zpomalení tempa výrobní činnosti a snížení zaměstnanosti.

V zemích EU-27 se průmyslová výroba zvýšila meziročně o 6,7%. Největší nárůst zaznamenalo Estonsko, Lotyšsko a náš nejvýznamnější obchodní partner Německo. (MPO, 2007)

Pro vývoj celkových tržeb za výrobky a služby u společnosti XY, a.s. přepokládám další pokles o 24,1% v roce 2011, kdy odhaduji pokles i pro tempo růstu relevantního trhu o 26%. Průměrné tempo růstu tržeb bylo do roku 2010 -6,1%. V letech 2010-2013 u XY, a.s. predikuji průměrné tempo růstu tržeb na 3% vzhledem k dobrému postavení společnosti, konkurenčním výhodám a možnosti růstu tržního podílu. Průměrný roční růst u hrubého domácího produktu je odborníky predikován na 1,7% v letech 2010-2013.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

V následující kapitole provedu finanční analýzu společnosti XY, a.s. v letech 2006-2010. Informace budu čerpat z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a z výročních zpráv společnosti. Veškerá zpracovaná data (grafy, tabulky), ze kterých budu vycházet, lze nalézt v přílohách.

7.1 Analýza základních účetních výkazů

V této části se budu věnovat základním účetním výkazům. Provedu horizontální i vertikální analýzu rozvahy a výkazu zisku a ztráty u oceňované společnosti a odvětví.

7.1.1 Vertikální a horizontální analýza rozvahy

Při analýze absolutních ukazatelů jsem zaznamenala největší změny mezi lety 2008 a 2009, což bylo způsobeno dopady hospodářské krize na polygrafické odvětví. Celková bilanční suma u podniku XY, a.s. se ve sledovaných pěti letech pohybovala konstantně v rozmezí od 373 976 do 415 162 tis. Kč. Oproti tomu v daném odvětví bilanční suma rapidně vzrostla v roce 2007 a v roce 2009 rapidně klesla. Tento výrazný pokles byl způsoben především recesí na nejdůležitějších trzích a velmi sníženou ochotou investovat. U sledového podniku se daná situace neprojevila natolik výrazně, zřejmě díky již zmíněné fúzi s firmou ABC, a.s. V roce 2009 a 2010 došlo ve firmě k procentuálnímu poklesu dlouhodobého majetku v důsledku snížení podílu na základním kapitálu společnosti MNO, s.r.o. a splacením leasingových splátek.

Ve společnosti dále došlo k postupnému růstu oběžných aktiv, v roce 2006 byl podíl 44,45% a do roku 2010 vzrostl na 63% z důvodu zvýšení objemu neprodejných zásob. Společnost vyrábí především na zakázku, z čehož plynou možné problémy se zásobami. Této problematice se budu věnovat u rozboru ukazatelů likvidity a aktivity. Velmi podobným způsobem rostlo i množství krátkodobých pohledávek, které se společnosti nedaří řádně vymáhat. Podíl oběžných aktiv vzrostl v polygrafickém odvětví v roce 2009 o 15,36% v důsledku růstu objemu krátkodobého finančního majetku. Odvětví zaznamenalo růst zásob v roce 2007 o více než 150%, nicméně v roce 2009 nastal pokles o 80%. Tato skutečnost byla způsobena snahou firem na trhu odklonit se od tradiční výroby velkých objemů na sklad a přechází k tisku pomocí digitálních technologií.

Zajímavá je změna poměru vlastního kapitálu a cizích zdrojů z roku 2008 na rok 2009. Vlastní kapitál společnosti vzrostl v roce 2009 o 37,4%. V letech 2006-2008 byl poměr cca 35:65 a v letech 2009-2010 je to již 53:47. U průmyslové společnosti tento fakt hodnotím velmi pozitivně, protože můžeme vidět snahu o vyváženější kapitálovou strukturu, která je nakloněná k vlastnímu kapitálu a daří se ji firmě udržet již dva roky. Došlo zde ke splacení krátkodobých závazků, které tvořili cca 50% z cizích zdrojů (2006-2008) a 2009-2010 to bylo již pouhých 25%. Odvětvový průměr kapitálové struktury je vyvážený ve všech sledovaných letech. Rezervy společnost vytvořila v roce 2006 ve výši 3200 tis. Kč, což byl 0,81% podíl cizích zdrojů, tyto následně rozpustila a až do roku 2010 žádné netvořila. Výsledek hospodaření společnosti vzrostl v roce 2010 o 130% a poprvé byl od roku 2006 kladným, což je velmi pozitivní. V roce 2007 byl u společnosti navýšen kontokorentní úvěr a z původního podílu 5,04% krátkodobých úvěrů v roce 2006, vzrostl do roku 2010 na 19%.

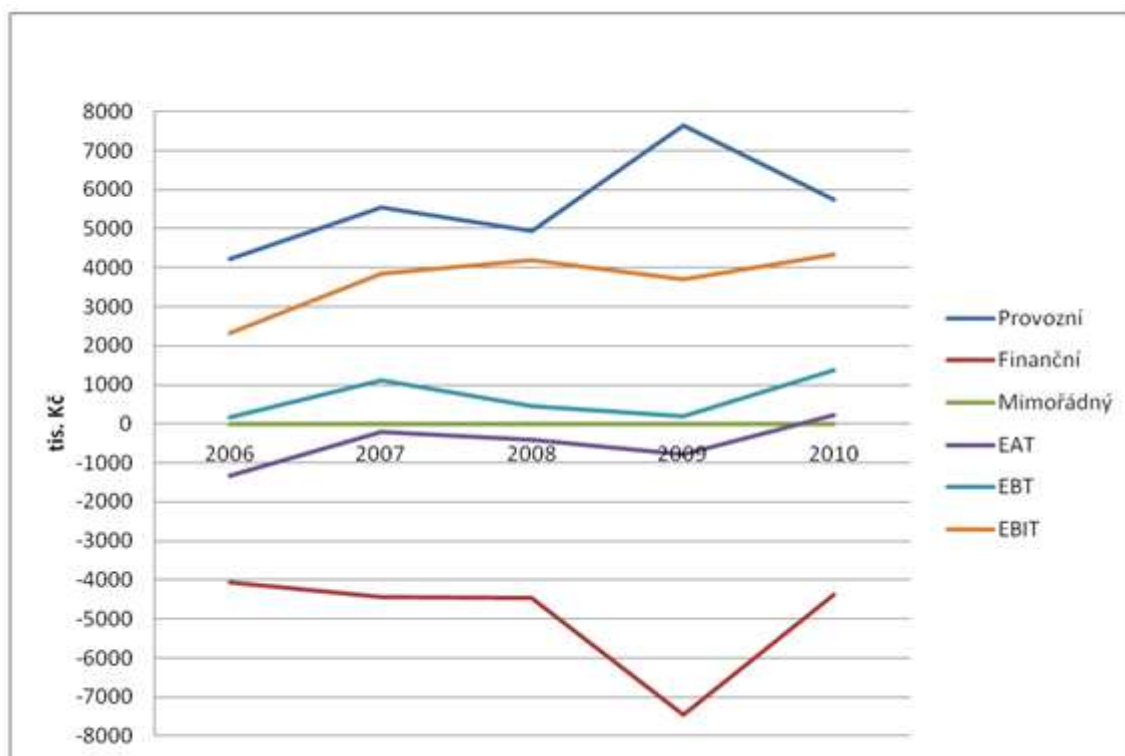
7.1.2 Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Z prvního pohledu na skladbu tržeb je zřejmé, že se společnost zabývá výrobou vlastních výrobků a služeb. Tato položka tvoří v letech 2007-2010 více než 90% celkových tržeb. Firma by měla dbát zvyšování hodnoty tržeb a naopak snižování výkonové spotřeby. Na přelomu let 2006/2007 vzrostly tržby za výrobky o 3,32% a výkonová spotřeba klesla o -5,74, což hodnotíme jako pozitivní jev. V ostatních sledovaných letech došlo ovšem k poklesu u obou položek. Přechod roku 2008 na 2009 zde byl přelomový, protože pokles je zde nejvyšší, u tržeb o -17,20%. Vzhledem k nepříznivé ekonomické situaci předpokládám, že firmě klesala možnost uplatnění její produkce. V roce 2010 tržby za výrobky klesly o dalších -6,39% a výkonová spotřeba o -3,87%. Za negativní zde považujeme větší dynamiku poklesu tržeb, protože 1 Kč tržeb jsme tímto způsobem vyprodukovali s vyššími náklady, než v roce 2009. V odvětví můžeme vidět velmi podobný vývoj, kdy v roce 2007 došlo k růstu tržeb o 197,11%, ale také výkonové spotřeby o 131,91%. Naproti tomu v roce 2007 můžeme zaznamenat vysoký pokles u tržeb o -81,5% a v roce 2009 o dalších -68%, výkonová spotřeba klesla o -5,33% a v roce 2009 o -86,53%. Rok 2010 navázal na tento negativní vývoj a tržby opět klesly o -119,57% a výkonová spotřeba o pouhých -3,08%. Vývoj přímých nákladů je u oboru polygrafického průmyslu závislý především na cenách za energie a vstupní materiály. V roce 2010 byl zaznamenán markantní nárůst cen papíru a proběhly stávkové dělníků pro vývoz papíru ve významných

světových tiskárnách. Celkové výnosy sledovaného podniku v letech postupně mírně klesaly a celkové náklady až do nárůstu v roce 2010 o 0,27% taktéž. U odvětví byl zaznamenán vysoký nárůst v roce 2007, jak u tržeb (164,76%), tak nákladů (149%) a do roku 2010 nastal pokles o cca 100% u obou položek.

7.1.3 Analýza výsledku hospodaření

Společnost XY, a.s. je průmyslový podnik, tudíž je zřejmé, že za nejdůležitější část HV budeme považovat VH z provozní činnosti. Z grafu můžeme vidět, že se opět potvrzuje výjimečnost roku 2008. Provozní HV je rozkolísaný, nicméně tvořil ve všech letech kladnou hodnotu, což je pozitivní. V roce 2009 klesly o více než 40 mil. Kč náklady na služby a výnosy byly zvýšeny změnou stavu zásob. Finanční HV očekáváme u průmyslové společnosti spíše záporný, z důvodu úrokového zatížení společnosti a ve všech letech tomu tak bylo. V roce 2009 klesly ostatní finanční výnosy a vzrostly ostatní finanční náklady na operace s cennými papíry. Mimořádný HV společnost netvořila v žádném ze sledovaných let. Mezi položkou EBT a EBIT můžeme v grafu vidět velkou mezeru, kterou zde tvoří nákladové úroky společnosti. Pohybují se mezi 3,5 až 4 mil. Kč za každý sledovaný rok.



Obr. 9 Vývoj HV 2006-2010

Zdroj: vlastní zpracování

7.2 Analýza poměrových ukazatelů

V následující části provedu analýzu ukazatelů zadluženosti, likvidity, aktivity a rentability u společnosti XY, a.s. a výsledné hodnoty srovnám s odvětvovým průměrem.

7.2.1 Ukazatele zadluženosti

Jak již bylo zmíněno, tak společnost v roce 2009 začala měnit poměr své kapitálové struktury a snížila množství cizích zdrojů. Tímto se vrátila z původních cca 65% celkové zadluženosti v letech 2006-2008 mezi doporučené hodnoty (30%-60%). Od roku 2009 je celková zadluženost mezi 52% a 53%, což hodnotím pozitivně. Průmyslová společnost by měla mít vyváženou kapitálovou strukturu a klonit ji spíše k využívání vlastního kapitálu. Společnost také působí méně rizikově na potenciální věřitele, nejen díky nižšímu podílu cizího kapitálu, ale i proto, že využívá převážně kapitál krátkodobý. Hodnoty v odvětví jsou na tom lépe až do roku 2009, kdy vzrostly a v roce 2010 dokonce převýšily doporučené maximum celkové zadluženosti o 7,11%. Dopady hospodářské krize způsobily mnoho fúzí, ukončení činnosti společností a převážná většina zbylých firem v odvětví byla situací na trhu nucena prodávat svůj majetek. Tento fakt nám dokazuje rapidní snížení hodnoty celkových aktiv v roce 2009 a 2010, která klesla o 80%.

Ukazatel úrokového krytí znázorňuje tzv. bezpečnostní polštář pro věřitele, který by měl tvořit hodnotu cca 5. Společnost dosahuje hodnot alespoň 1 a více ve všech sledovaných letech, což dokazuje, že zisk je alespoň jedenkrát vyšší než nákladové úroky. Hodnotím tuto skutečnost ovšem negativně, protože i když jsou hodnoty relativně pozitivní, musí mít firma na paměti, že po zaplacení úroků nezůstane téměř žádná část zisku pro akcionáře.

Odvětví dosahovalo hodnot okolo 1 do roku 2009, kdy úrokové krytí stouplo na hodnotu 6 a více, čemuž se společnost ani nepřiblížila. Dále je žádoucí, aby byl téměř nelikvidní dlouhodobý majetek kryt převážně vlastním kapitálem. Sledovaný podnik danou podmínku splňuje a ukazatel postupně v letech roste, což hodnotím pozitivně. V odvětví byla daná norma splněna až v posledním sledovaném roce.

7.2.2 Ukazatele likvidity

Hodnoty likvidity jsou jak u odvětví, tak u sledovaného podniku poměrně nízké. Běžná likvidita firmy v průběhu let roste, čímž zvyšuje pravděpodobnost zachování platební schopnosti. V roce 2010 je hodnota nejvyšší (1,35), nicméně stále je pod hranicí

doporučovaných hodnot, které jsou mezi 1,5-2,5. Tuto skutečnost hodnotím negativně, protože je nepříznivá z hlediska získávání nových finančních prostředků a jejich návratnosti. Vhodné by bylo například zkrátit dobu obratu pohledávek. Naproti tomu odvětvový průměr dosahuje doporučeného rozmezí ve všech sledovaných letech.

Pohotová likvidita je počítána po odečtení zásob od oběžných aktiv. U společnosti můžeme vidět poměrně větší pokles ve všech letech. Firma vyrábí na zakázku a vytváří spoustu výrobků, které jsou tvořeny „na míru“. Z daného důvodu, pokud odběratel odstoupí od původních požadavků, vlastní firma přebytky nevyužitelných zásob. Běžná likvidita (hodnota) je zkresleně nadhodnocena těmito neprodejnými zásobami. Skladování neprodejných zásob považuji za velmi neefektivní a doporučila bych alespoň část zásob prodat na recyklaci. V odvětví jsou hodnoty pohotové likvidity v normě ve všech sledovaných letech a pohybují se od 1,02 do 1,47.

Doporučované hodnoty pro hotovostní likviditu jsou pro ČR 0,2-1,1. Odvětví se v letech 2006-2008 blížilo spodní hranici, ale v posledních dvou letech tvoří hodnoty cca 0,55. Sledovaný podnik je od roku 2006 hluboko pod spodní hranicí, postupně od fúze s druhou společností je velmi mírně navyšoval, ale hodnoty by měly být vyšší. Sledovaný podnik, není schopen vypořádávat své závazky, aniž by prodal část zásob.

7.2.3 Ukazatele rentability

Hodnoty rentability by měly mít rostoucí tendenci v průběhu časové řady. Odvětví daný požadavek splňuje do roku 2008, poté se dostavily projevy hospodářské krize a až do roku 2010 hodnoty rentability převážně klesaly. Firma má tendenci kolísavou ve všech sledovaných letech. Pozitivně můžeme zhodnotit fakt, že se firma nachází v kladných číslech a v roce 2007 a 2009 zvyšovala výnosnost celkového vloženého kapitálu. V roce 2008 a 2010 byl zaznamenán rapidní růst cen papíru, z důvodu jeho nedostatku, tudíž byla firma více nákladově zatížena.

Rentabilita vlastního kapitálu kolísá u firmy mezi 3,09% a 3,96%, poměr vlastního kapitálu je téměř konstantní do roku 2008, poté se jeho poměr zvýšil a hodnota tržeb kolísá. Odvětví tvoří mnohem vyšší hodnoty, mezi 8,74%-12,03%, nicméně v roce 2010 klesla až na 3,51%. Bylo to způsobeno převážně vysokým podílem nákladů na materiál (papír), který výrazně podražil po zemětřesení v Chile, které obstarává téměř 7,4% celosvětové produkce celulózy. Dále mohly k tomuto nepříznivému vývoji přispět stávky finských dělníků, které

zastavily vývoz významných papíren. Rentabilita tržeb u podniku je ve všech sledovaných letech nižší než u odvětví, což by mohlo znamenat nízkou cenu výrobků a jejich vysoké náklady.

7.2.4 Ukazatele aktivity

Doba obratu pohledávek je u sledovaného podniku nižší než doba obratu závazků až do roku 2009, což bylo pro společnost velmi pozitivní. V roce 2009 a 2010 je vývoj daných dvou ukazatelů opačný, společnost není schopná stejně efektivně vymáhat pohledávky a platí závazky dříve, než získává prostředky od oběratelů. Nejvyšší doba obratu pohledávek je v roce 2010, kdy společnost vykazovala dvoujnásobnou výši dlouhodobých pohledávek a mírné zvýšení krátkodobých. Mírně utěšující výhodou je fakt, že společnost patří mezi „velké“ podniky, a proto může i přes delší horizont splácení pohledávek, udržet finanční zdraví podniku.

Celková doba obratu závazků od roku 2009 klesla o více než 80 dní, což bylo způsobeno menším využíváním cizího kapitálu společností a snahou zvyšovat hodnoty likvidity u firmy. Firmy v odvětví oproti tomu udržují finanční stabilitu ve všech sledovaných letech. Hodnoty doby obratu pohledávek jsou více než o polovinu nižší než doby obratu závazků. Doba obratu závazků u odvětví v roce 2009 vzrostla téměř čtyřnásobně oproti předchozímu roku, protože firmy nebyly schopny dostát svým závazkům a řádně splácet. Doba obratu zásob ve firmě každý rok vzrostla, což považujeme za negativní, dokazuje to již zmíněné problémy se zásobami a dlouhou dobu vázanosti oběžných aktiv ve formě zásob. Odvětvový průměr tvořil relativně nízké hodnoty do roku 2008, ale opět můžeme vidět zlom a vysoký nárůst hodnot obratu zásob v letech 2009 a 2010, ve kterých převýšily i hodnoty u sledované firmy.

7.3 Analýza rozdílových ukazatelů

Nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál. V tabulce můžeme vidět, že z vysoce ztrátových let 2006-2008 se podnik dostává na kladné hodnoty v roce 2009 a 2010. ČPK v průběhu let roste, díky proporcionálnímu růstu OA s majetkem podniku a postupně výrazným poklesem krátkodobých zdrojů. Z pohledu likvidity považují daný vývoj za pozitivní. Negativně hodnotím podíl ČPK na celkových i oběžných aktivech do roku 2008, který byl vzhledem k záporné hodnotě ČPK v záporných číslech a rozhodně

se ani nepřiblížil hodnotám v odvětví. V roce 2009 a 2010 byl podíl u obou ukazatelů kladný a dokonce převýšil hodnoty v odvětví, což považuji za velmi pozitivní vývoj.

Tab. 9 ČPK společnosti XY, a.s.

Společnost	2006	2007	2008	2009	2010
ČPK	-47 035	-12745	-11 175	125 863	142 015
Podíl ČPK na A	-11,84%	-3,20%	-2,69%	34,42%	37,97%
Podíl ČPK na OA	-26,64%	-7,01%	-5,86%	58,28%	60,31%

Tab. 10 ČPK odvětví

Odvětví	2006	2007	2008	2009	2010
ČPK	5 536 870	13 967 202	11 981 937	3 002 649	3 039 873
podíl ČPK/A	19,30%	18,59%	17,44%	22,56%	26,35%
podíl ČPK/OA	50,10%	49,29%	46,17%	42,84%	56,87%

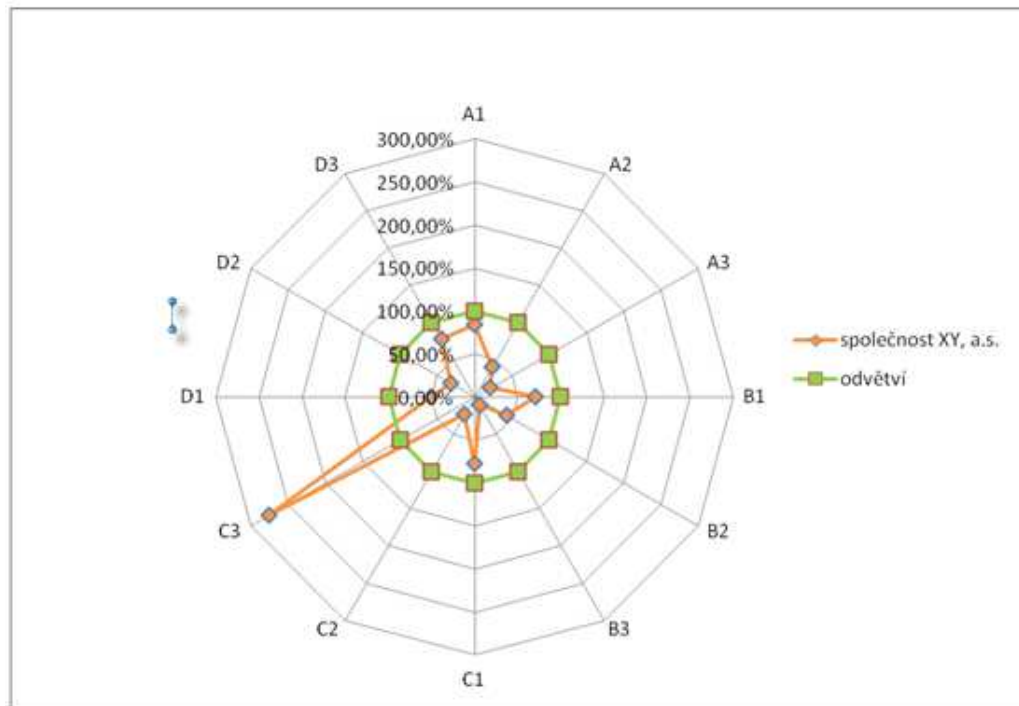
7.4 Spider analýza

Pro přehledné vyhodnocení postavení sledovaného podniku vzhledem k odvětvovému průměru uvádím spider analýzu.

Tab. 11 Spider analýza (2006-2010)

Poměrové ukazatele			2006		2007		2008		2009		2010	
			společnost	odvětví	společnost	odvětví	společnost	odvětví	společnost	odvětví	společnost	odvětví
Rentabilita	A1	ROE	3,09%	8,74%	3,96%	11,70%	3,48%	12,03%	3,92%	10,70%	2,94%	3,51%
	A2	ROA	1,07%	7,53%	1,40%	9,67%	1,19%	10,19%	2,09%	5,72%	1,54%	3,75%
	A3	ROS	1,12%	4,30%	1,42%	6,75%	1,30%	6,75%	2,61%	1,84%	1,84%	8,60%
Likvidita	B1	Běžná likvidita	0,69	1,7	0,71	1,56	0,71	1,53	1,3	1,42	1,35	1,91
	B2	Pohotová likvidita	0,38	1,05	0,41	1,15	0,41	1,02	0,65	1,17	0,63	1,47
	B3	Hotovostní likvidita	-0,02	0,19	0,01	0,22	0,01	0,26	0,09	0,46	0,06	0,55
Zadluženost	C1	Celková zadluženost	65,43%	43,38%	64,78%	43,56%	65,77%	42,36%	53,42%	57,45%	52,29%	67,11%
	C2	Úrokové krytí	1,08	1,15	1,40	1,19	1,13	1,19	1,05	6,70	1,45	6,30
	C3	Krytí A pomocí VK	0,68	0,08	0,69	0,12	0,65	0,09	1,34	0,19	1,43	0,52
Aktivita	D1	Doba obratu pohledávek	93,69	74,34	93,42	79,96	99,81	72,61	117,34	258,2	125,99	249,31
	D2	Doba obratu závazků	201,88	138,54	180,12	156,13	188,95	143,24	99,21	500,54	109,45	345,74
	D3	Doba obratu zásob	70,81	26,31	72,14	35,8	75,99	30,54	115,9	139,9	143,39	184,18

Pro rok 2010 jsem vytvořila spider graf (spider grafy pro další roky jsou uvedené v příloze PI). Největší vychýlení hodnot sledovaného podniku od odvětví sledujeme u ukazatele C3 (Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem). Doporučené hodnoty daného ukazatele jsou mezi 75 a 100%, čehož podnik od roku 2009 dosahuje. Snaha respektovat zlaté pravidlo financování donutila podnik v roce 2009 navyšovat vlastní kapitál, protože nemá téměř žádný cizí dlouhodobý kapitál. Markantní rozdíl zde vidíme především z toho důvodu, že naopak odvětví doporučených hodnot nedosahuje v žádném ze sledovaných let.



Obr. 10 Spider graf za rok 2010

Zdroj: vlastní zpracování

7.5 Posouzení finančního zdraví podniku XY, a.s.

Z finanční analýzy (2006-2010) společnosti XY, a.s. hodnotím negativně převážně roky 2006-2008, kdy společnost nevykazovala důvěryhodnost pro věřitele, neefektivně hospodařila se zásobami a dosahovala ztrát ve výsledku hospodaření. Pozitivně je zde možné hodnotit ukazatel aktivity, kdy doba obratu závazků převažovala nad dobou obratu pohledávek. Celkově ale společnost nepůsobila jako „zdravý podnik“. V roce 2009 začal podnik měnit svou kapitálovou strukturu, snížil množství cizích zdrojů a klonil se spíše k využívání vlastního kapitálu. Tuto skutečnost považuji u průmyslové společnosti za výborný krok. Pozitivní je, že i přes navýšení podílu vlastního kapitálu, dokázala společnost udržet hodnoty ukazatele ROE na téměř stejné výši jako v minulých letech. Podniky v odvětví se vyvíjely opačně. Dále společnost v roce 2009 přestala být schopná vymáhat pohledávky natolik efektivně jako do roku 2008 a závazky platila dříve, čímž se připravila o nejlevnější způsob financování. Za negativní považuji i fakt, že doba obratu zásob u společnosti každým rokem vzrostla.

V roce 2010 tvořila doba obratu zásob nejvyšší hodnoty za sledované období. Řízení zásob považuji za nejvýraznější slabinu společnosti XY, a.s. Firma vyrábí na zakázku a veškeré nevyužité výrobky se stávají neprodejnými zásobami kvůli svým specifickým vlastnostem. Doporučila bych společnosti, aby se více zaměřila na efektivní řízení zásob, sledování vývoje v delším časovém horizontu a využívala strategii just in time. Pozitivním efektem dané strategie je především snížení nákladů spojených s držbou zásob, snížení zásob hotových výrobků a snížení výrobních zásob. Společnost působí jak na trhu České republiky, tak v zemích Evropské unie, proto musí zaměřit pozornost i na bariéry nedostatečné rozvinutosti infrastruktury ve střední a východní Evropě. Další možností by byl prodej nevyužitelných zásob do sběren na recyklaci. V roce 2010 můžeme také vidět nejvyšší dobu obratu pohledávek, kterou by se společnost měla pokusit snížit efektivnějším vymáháním finančních prostředků od odběratelů. Polygrafické odvětví v letech 2009 a 2010 zaznamenalo rapidní pokles hodnoty bilanční sumy o více než 80%. Bylo to způsobeno dopady hospodářské krize, stávkami dopravních pracovníků ve významných evropských papírnách (např. Finsko), zemětřesením v Chile, které dodává více než 7,4% celosvětové produkce celulózy, atd. Z pohledu ČPK, ukazatelů aktivity a zadluženosti je na tom společnost lépe, než odvětvový průměr. Z důvodu restrukturalizace kapitálové struktury a vázání velkého množství oběžných aktiv v zásobách, nebyla schopna dosahování vyšších hodnot rentability a likvidity. Celkově hodnotím podnik jako zdravý podnik, který i vzhledem k okolnostem provázejícím celé odvětví dosahoval pozitivních výsledků.

8 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Strategický finanční plán společnosti XY, a.s. je sestaven na základě konzultací s vedením společnosti, provedené strategické i finanční analýzy, strategiích a cílech firmy. Dále vychází z informací o prognózách vývoje trhu a očekávání společnosti. Tvořen je pro období 2011-2014.

8.1 Plánování položek finančního plánu

➤ Tržby

Společnost odhaduje vývoj tržeb za výrobky a služby ve výši poloviny průměrného tempa růstu. V roce 2011 je očekáván pokles o 4.672 tis. Kč, z důvodu predikovaného snížení domácí poptávky. Dalším faktorem je snížení poptávky z důvodu pronikání čínských výrobků na evropský trh za nižší ceny. V roce 2012 by měly tržby vzrůst o 1,5% a dále v predikovaných letech udržovat toto průměrné tempo růstu. Změna stavu zásob je predikována podle procentuelního růstu (poklesu) tržeb a plánu výroby, aktivace předpokládána není. Plán tržeb je uvedený v následující tabulce.

Tab. 12 Plán tržeb za vlastní výrobky a služby

(v tis. Kč)	Historie	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
Výkony	311 458	306 786	311 116	314 410	317 888
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	293 037	288 641	299 171	303 659	308 213
Změna stavu zásob vlastní činnosti	18 421	18 145	11 945	10 751	9 675
Aktivace	0	0	0	0	0

➤ Náklady vynaložené na prodané zboží

Podnik netvoří náklady vynaložené na prodané zboží, jelikož zboží neprodává, proto položka není plánována.

➤ Spotřeba materiálu a energie

Tato položka tvoří nejvýznamnější součást nákladů. Patří do ní zejména spotřeba základních surovin (tiskařský papír, barvy aj.), režijního materiálu, pohonných hmot. Provoz knihárny i tiskárny je velmi náročný na spotřebu energií i materiálu, je zde třísměnný provoz. V rámci úsporných opatření s ohledem na omezení spotřeby elektrické

energie využívá společnost fotovoltaické články na střeše. Dále je očekáván růst cen potřebného materiálu, především papíru. Spotřeba materiálu a energie v následujících letech je stanovena podle plánované výroby. Společnost předpokládá v letech 2011 a 2012 omezení výroby z důvodu poklesu poptávky a zvýšené ceny vstupních materiálů. V následujících letech očekává mírné oživení ekonomiky.

➤ Služby

Tato položka zahrnuje převážně náklady na opravy a údržbu strojů, dopravu, ostrahu, úklid a správu budovy a IT podporu. V roce 2011 společnost plánuje zaškolení vlastních zaměstnanců s cílem snížit náklady na outsourcing. Celkově tímto rozhodnutím plánuje ušetřit až 7.769 tis. Kč, s tím že tato skutečnost se promítne také do zvýšení mezd.

Tab. 13 Plán výkonové spotřeby

(v tis. Kč)	Historie	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
Výkonová spotřeba	217 199	213 924	209 365	212 639	215 978
Spotřeba materiálu a energie	163 759	160 484	163 694	166 968	170 307
Služby	53 440	53 440	45 671	45 671	45 671

➤ Osobní náklady

Osobní náklady jsou součtem mzdových nákladů, nákladů na sociální zabezpečení, sociálních nákladů a odměn členům orgánů společnosti. Dané položky jsou plánovány následujícím způsobem:

- **Mzdové náklady** - počet pracovníků společnost plánuje stejný jako v předchozím roce, jak jsem se již zmínila, po zaškolení zaměstnanců bude následovat zvýšení mezd v roce 2011.
- **Náklady na sociální zabezpečení** – 34% ze mzdových nákladů (podle platné legislativy v roce 2011)
- **Sociální náklady** – z důvodu předpokládaného zdražení ochranných pomůcek je očekávaný nárůst o 2% v predikovaných letech.
- **Odměny členům orgánů společnosti a družstva** – plánují se na základě predikovaného vývoje tržeb s ohledem na výši této položky v minulých letech.

Tab. 14 Plán osobních nákladů

(v tis. Kč)	Historie	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
Osobní náklady	78 699	81 590	81 600	81 610	81 610
Mzdové náklady	58 385	59 669	59 669	59 669	59 669
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	300	280	290	300	300
Náklady na soc. zabezp. a zdravotní pojištění	18 688	20 288	20 288	20 288	20 288
Sociální náklady	1 326	1 353	1 353	1 353	1 353

➤ **Ostatní provozní náklady**

V této položce firma eviduje převážně náklady na pojištění. Podařilo se jí získat výhodnější podmínky u jiného pojistitele, nižší o 15%. Skutečnost se projeví v roce 2012, protože v roce 2011 stále dobíhá původně smluvené pojištění.

➤ **Daně a poplatky**

Daně a poplatky jsou plánovány ve stejné výši jako v posledním roce historie. Obsahují převážně daně silniční a z nemovitosti.

➤ **Odpisy**

Společnost používá pro výpočet lineární metodu odepisování podle předpokládané životnosti daného majetku (15 let).

➤ **Tržby z prodeje DM a materiálu**

Podnik plánuje prodej části nevyužitelných zásob na recyklaci, což je převážně základní surovina, papír. Vzhledem k předpokladu rostoucích cen papíru je plánován růst 20% ročně. V roce 2011 se očekává prodej starého stroje MAN ROLAND R 704 za 2 322 tis. Kč, který je již plně účetně odepsán.

➤ **Nákladové úroky**

Plánování nákladových úroků je odvozeno z úvěrů, které podnik bude v predikovaných letech splácet. Podnik čerpá revolvingový a kontokorentní úvěr.

➤ **Daň z příjmů**

V roce 2010 byla daň z příjmů ve výši 19%. V následujících letech bude společnost uplatňovat daňově uznatelné ztráty z předchozích účetních období.

➤ **Dlouhodobý hmotný majetek**

V roce 2011 plánuje firma prodej staršího stroje MAN ROLAND 704 za 2.233 tis. Kč. V dalších letech jsou hodnoty dlouhodobého hmotného majetku plánovány se snížením o odpisy, které jsou lineární a ve všech predikovaných letech ve výši 13.775 tis. Kč.

➤ **Dlouhodobý nehmotný majetek**

Tato položka zahrnuje ve společnosti zakoupený software, který se v budoucích letech snižuje o hodnotu odpisů.

➤ **Dlouhodobý finanční majetek**

Dlouhodobý finanční majetek ponecháváme ve stejné výši pro všechny predikované roky (2011-2015). Patří sem podíly na společnostech ABC, s.r.o. a XYZ, s.r.o.

Tab. 15 DFM - Podíly na společnostech

(v tis. Kč)	Historie	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý finanční majetek	1 556	1 556	1 556	1 556	1 556
Podíly v ovládaných a řízených osobách	1 556	1 556	1 556	1 556	1 556

➤ **Zásoby**

Plánování této položky je nastaveno podle očekávané spotřeby. V roce 2012 je očekáván růst hodnoty zásob z důvodu poklesu poptávky.

Tab. 16 Plán zásob

(v tis. Kč)	Historie	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
Zásoby	122 400	140 484	144 799	142 027	141 102
Materiál	16 707	16 370	15 965	15 479	14 896
Nedokončená výroba a polotovary	81 363	96 313	90 233	88 500	87 712
Výrobky	24 330	27 801	38 601	38 048	38 494

➤ **Vlastní kapitál**

V roce 2011 je plánováno snížení hodnoty vlastního kapitálu o 5.007 tis. Kč, v důsledku očekávané účetní ztráty. V dalších letech pak plánujeme rostoucí trend. Hodnoty ostatních položek vlastního kapitálu zůstávají v predikovaných letech konstantní.

➤ **Kapitálové fondy**

Tato položka zahrnuje pouze hodnoty účetního zisku. Tohoto zisku bylo dosaženo v dřívějších letech podnikem, který zanikl fúzí se současnou společností.

➤ **Krátkodobé závazky**

Od roku 2012 je očekáván pokles hodnoty krátkodobých závazků podniku. Na této skutečnosti se s největší mírou podílejí závazky z obchodních vztahů, následuje snižování závazků k zaměstnancům a závazků ze sociálního zabezpečení. Tyto závazky se dle plánu daří snižovat díky rostoucí hodnotě finančních prostředků společnosti.

➤ **Hospodářský výsledek**

V následující tabulce uvádím hodnoty plánovaného výsledku hospodaření. V roce 2011 je očekávána ztráta v důsledku snížení poptávky. Pro následující roky jsou hodnoty plánovány jako mírným tempem rostoucí s ohledem na očekávání zlepšené situace na trhu.

Tab. 17 Plánovaný výsledek hospodaření

(v tis. Kč)	Historie	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	5 747	502	7 432	7 768	8 190
Finanční výsledek hospodaření	-4 386	-4 386	-4 386	-4 386	-4 386
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 123	1 123	1 123	1 123	1 123
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	238	-5 007	1 923	2 259	2 681
Výsledek hospodaření za účetní období	238	-5 007	1 923	2 259	2 681
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 361	-3 884	3 046	3 382	3 804

8.2 Vyhodnocení finančního plánu

Pro vyhodnocení finančního plánu využijí poměrové ukazatele a jejich vývoj v predikovaných letech, který uvedu ve zpracovaných tabulkách.

- Vývoj produktivity v letech 2011-2014 je pozitivní, protože jak z výkonů, tak z přidané hodnoty vykazuje rostoucí trend.

Tab. 18 Vývoj produktivity (2011-2014)

<i>Produktivita</i>	Plán (tis. Kč/ zam.)			
	2011	2012	2013	2014
Z výkonů	1222,26	1239,51	1252,63	1266,49
Z přidané hodnoty	369,97	405,38	405,46	406,02

- Čistý pracovní kapitál se v predikovaných letech vyvíjí každoročním růstem, v průměru o cca 6%. Je to způsobeno růstem oběžných aktiv a postupným splácením krátkodobých obchodních závazků.

Tab. 19 Vývoj čistého pracovního kapitálu (2011-2014)

<i>ČPK</i>	Plán			
	2011	2012	2013	2014
ČPK	151 483	165 181	170 132	179 808
Tempo růstu	6,25%	9,04%	3,00%	5,69%

- Běžná likvidita v průběhu budoucích let roste a již od roku 2011 je na úrovni doporučených hodnot, což je výrazné zlepšení oproti poslednímu roku historie (1,35). Ke zlepšení přispělo především zkrácování doby obratu pohledávek a prodej části nevyužitelných zásob materiálu. Pohotová i Okamžitá likvidita vykazují také rostoucí trend, což je pozitivní a společnost je za daných okolností schopna vyrovnávat své závazky.

Tab. 20 Vývoj likvidity (2011-2014)

<i>Likvidita</i>	Plán			
	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	2,54	2,86	2,99	3,33
Pohotová likvidita	1,11	1,23	1,33	1,50
Okamžitá likvidita	0,02	0,04	0,06	0,10

- Vývoj doby obratu zásob vykazuje klesající trend, což považuji za pozitivní. Projevuje se zde snaha o snížení vázanosti aktiv v nevyužitelných zásobách. Doba obratu závazků a pohledávek se vyvíjí mírně klesajícím trendem.

Tab. 21 Vývoj ukazatelů doby obratu (2011-2014)

<i>Doba obratu</i>	Plán			
	2011	2012	2013	2014
Zásob	178	177	171	167
Pohledávek	130	123	124	122
Závazků	124	108	103	92

- U ukazatelů rentability vyžadujeme rostoucí trend, proto je vývoj v letech 2012-2014 pozitivní. V roce 2011 společnost očekává nepříznivý vývoj poptávky a celkové ekonomické situace, proto jsou zde hodnoty záporné.

Tab. 22 Vývoj ukazatelů rentability (2011-2014)

<i>Rentabilita</i>	Plán			
	2011	2012	2013	2014
ROA	-0,24%	1,65%	1,80%	1,99%
ROE	-0,48%	3,13%	3,30%	3,47%
ROS	-0,31%	2,01%	2,09%	2,20%

- Ve finanční analýze jsem se zmínila, že společnost restrukturalizovala kapitálovou strukturu a kloní se spíše k využívání vlastního kapitálu, jakož to zdroje financování. V následujících letech není očekávána změna této skutečnosti a podíl vlastního kapitálu na celkovém vykazuje rostoucí trend.

Tab. 23 Vývoj ukazatelů zadluženosti (2011-2014)

<i>Zadluženost</i>	Plán			
	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	49,13%	47,26%	45,32%	42,59%
Úrokové krytí	1,46	-0,31	2,02	2,14
Podíl Vk na Ck	50,87%	52,74%	54,68%	57,41%

9 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU XY, A.S. VYUŽITÍM VÝNOSOVÝCH METOD

Ze strategického finančního plánu, který jsem sestavila podle finanční a strategické analýzy, vyplývá, že podnik XY, a.s. splňuje předpoklad neomezeného trvání tzv. „going concern“. Naplnění tohoto principu je předpokladem pro využití výnosových metod při ocenění daného podniku.

9.1 Volba vhodné metody ocenění

Důležité je vybrat vhodné metody ocenění, aby byla hodnota oceňovaného podniku stanovena co nejpřesněji. Cílem ocenění podniku XY, a.s. je zjištění tržní hodnoty firmy. Oceňovaná společnost vykazuje velkou perspektivu do budoucna, proto je vhodné ji ocenit pomocí výnosových metod. Pro eliminaci nepřesností bude využito více metod oceňování. Z výsledných tržních hodnot bude stanovena výsledná hodnota podniku k 1.1.2011.

Pro ocenění budou použity vybrané výnosové metody:

- Metoda diskontovaného čistého cash flow (FCFF – Free Cash Flow to Firm)
- Metoda diskontovaného čistého cash flow (FCFE – Free Cash Flow to Equity)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

9.2 Diskontní míra pro ocenění

Pro stanovení diskontní míry u DCF entity je nutné vypočítat průměrné vážené náklady na kapitál. Pro DCF equity je diskontní míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Důležité je tedy vypočítat náklady na vlastní kapitál, na cizí kapitál a průměrné vážené náklady na kapitál (WACC).

9.2.1 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Toto očekávání je potřeba odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Pro potřeby ocenění jsou náklady na vlastní kapitál určeny vážených průměrem

vybraných metod. Pro použití jednotlivých metod jsou stanoveny váhy podle odborného posouzení validity a dostupných vstupních údajů.

Metody pro stanovení nákladů na vlastní kapitál:

- Model CAPM
- Model INFA
- Komplexní stavebnicová metoda I. (podle prof. Maříka a doc. Maříkové)
- Komplexní stavebnicová metoda II. (soubor rizikových faktorů / Garnett a Hill)

Model CAPM (model oceňování kapitálových aktiv)

$$N_{VK} = r_f + \beta * RP \quad (6)$$

N_{VK} = náklady na vlastní kapitál

r_f = bezriziková výnosová míra

β = koeficient beta (citlivost výnosnosti akcií na změny celého trhu)

RP = riziková prémie kapitálového trhu

Bezriziková výnosová míra

Bezriziková výnosová míra je stanovena na základě informací Ministerstva financí ČR. Hodnota vychází z výnosnosti desetiletých státních dluhopisů.

Riziková prémie

Výpočet hodnoty vychází z ratingu ČR, podle Damodaran. V ratingovém hodnocení má Česká republika známku A1. Riziková prémie je dána rozdílem výnosnosti tržního portfolia a bezrizikové výnosové sazby. Celková prémie České republiky je ohodnocena ve výši 5,85%, riziková prémie země má hodnotu 0,9%. Celkovou rizikovou premii vyhodnocuji součtem ve výši 7,2%.

Prémie za specifické riziko

Podle doporučených hodnot prof. Maříka a doc. Maříkové, které stanovili pro Českou republiku v rozmezí 3-5 %, budu počítat s tříprocentní premii za specifické riziko. Vycházím zde z výsledných hodnot a zjištěných skutečností ze strategické analýzy.

Tab. 24 Vstupy pro modely Nvk

Bezriziková výnosová míra	3,71%
Riziková prémie	7,20%
Prémie za specifické riziko	3,00%
Průměrný podíl vlastního kapitálu v historii	70,96%
Průměrný podíl vlastního kapitálu v 1. fázi	71,98%
Průměrný podíl vlastního kapitálu ve 3. fázi	74,47%
Průměrná sazba DP v historii	19,00%
Průměrná sazba DP v 1. fázi	19,00%
Průměrná sazba DP ve 3. fázi	19,00%

Beta koeficient při nulovém zadlužení

Využití je možné v případě, že známe beta koeficient oceňované firmy, nebo beta koeficient firmy obdobné, kde je majetek financován pouze vlastním kapitálem. Beta koeficient vychází z poměru vlastního a cizího kapitálu.

Tab. 25 Beta koeficient při nulovém zadlužení

Koeficient beta při nulovém zadlužení	0,51
Koeficient beta pro 1. fázi	0,68
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	11,62%
Koeficient beta pro 3. fázi	0,65
Náklady vlastního kapitálu pro 3. fázi	11,40%

Systematické obchodní riziko

Vyjadřuje citlivost tvorby zisku a tržeb na změny makroekonomických ukazatelů. Pro výpočet beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika je potřeba stanovit třídu systematického obchodního rizika. Určila jsem zde hodnotu 4, která znamená rizikovou úpravu beta koeficientu ve výši 0,25. Podle provedené strategické analýzy a dostupných informací se projevovala citlivost tržeb a zisku na změny makroekonomických ukazatelů.

Tab. 26 Model CAPM podle obchodního a finančního rizika

Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika		
Bezriziková výnosová míra	%	3,71
Riziková prémie	%	7,2
Prémie za specifické riziko	%	3
Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	třída	4
Korekce na základě obch.rizika	korekce	0,25
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	poměr	0,39
Poměr cizího a vlastního kapitálu ve 3. fázi	poměr	0,34
Korekce na základě finančního rizika pro 1. fázi	korekce	-0,01
Korekce na základě finančního rizika pro 3. fázi	korekce	-0,03
Koeficient beta pro 1. fázi	koef.	1,24
Koeficient beta pro 3. fázi	koef.	1,22
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	%	15,67
Náklady vlastního kapitálu pro 3. fázi	%	15,50

Model CAPM – expertní odhad beta koeficientu

Koeficient zde stanovují na základě hodnocení osmi faktorů, které vypovídají o pozici firmy, možnosti rizik, vztahu s dodavateli, odběrateli atd. tyto faktory ovlivňují velikost koeficientu. Daný výpočet uvádím v následující tabulce.

Tab. 27 CAPM – expertní odhad β koeficientu

Výsledky bodového ohodnocení rizikových faktorů		
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1	Vyvíjí se s cyklem
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	1	Síly jsou vyrovnané
Vyjednávací síla vůči odběratelům	1,5	Převaha odběratelů
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1	Průměrný
Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)	1	40 - 80%
Velikost podniku	0,5	Velká
Diverzifikace územní	0,5	Značná
Diverzifikace výrobní	0,5	Značná
Odhad koeficientu beta	0,88	

Model INFA

Tento model je používán Ministerstvem průmyslu a obchodu. Náklady na vlastní kapitál zde stanovují jako součet rizikové prémie a bezrizikové výnosové míry. V následujících tabulkách (Tab. 28, Tab. 29) uvádím pomocné veličiny pro výpočet INFA, výši odhadnutých premií a náklady na vlastní kapitál.

Tab. 28 pomocné veličiny pro výpočet INFA

Veličiny	jednotky	2010	2011	2012	2013	2014
Vlastní kapitál	tis.Kč	195 553	190 546	192 469	192 805	195 486
Zisk před zdaněním	tis.Kč	1 361	-3 884	3 046	3 382	3 804
Nákladové úroky	tis.Kč	2 976	2 976	2 976	2 976	2 976
Aktiva celkem	tis.Kč	373 976	374 590	364 923	352 606	340 504
Rentabilita aktiv měřená EBITem	%	1,16	-0,24	1,65	1,80	1,99
Běžná likvidita	%	135,73	139,50	151,61	164,93	183,53
Úrokové krytí	podíl	1,46	-0,31	2,02	2,14	2,28

Tab. 29 Model INFA

Veličiny	jednotky	2010	2011	2012	2013	2014
Bezriziková výnosová míra	%	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71
Rentabilita aktiv v průmyslu	%	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Riziková prémie za likviditu akcií	%	4,68	4,69	4,69	4,69	4,68
Prémie za podnikatelské riziko	%	4,77	10,00	3,14	2,70	2,20
Prémie za riziko z finanční nestability	%	0,81	0,44	0,00	0,00	0,00
Prémie za riziko z finanční struktury	%	5,95	10,00	2,38	1,86	1,30
Riziková prémie celkem	%	16,21	25,13	10,21	9,24	8,18
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	%	19,92	28,84	13,92	12,95	11,89
Náklady vlastního kapitálu pro 3. fázi	%	11,89				

Komplexní stavebnicová metoda I, II

Obě komplexní stavebnicové metody pro výpočet nákladů vlastního kapitálu jsou navrženy prof. Maříkem a doc. Maříkovou. Výsledné výpočty uvádím v tabulkách 30 a 31.

Tab. 30 Komplexní stavebnicová metoda I.

Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	3,71%
Horní mez rizikové prémie jako násobek b.v.m.	3
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4
Riziková prémie stanovená KSM I (M&M)	4,25%
Náklady vlastního kapitálu	7,96%

Tab. 31 Komplexní stavebnicová metoda II.

Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	3,71%
Horní mez rizikové prémie jako násobek b.v.m.	3
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4
Riziková prémie stanovená KSM II (Garnett & Hill)	3,59%
Náklady vlastního kapitálu	7,30%

Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu

V tabulce 32 uvádím výsledný vážený průměr nákladů vlastního kapitálu. Při výpočtu byly použity veškeré doposud vypočítané metody. Zmíněným metodám jsem podle spolehlivosti vstupních údajů přiřadila váhy. Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu je 12,54.

Tab. 32 Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál

Modely	váhy	náklady 3. fáze
Znalost beta koeficientu při existujícím zadlužení	0,1	26,93
Znalost beta koeficientů při nulovém zadlužení	0,1	11,40
Na základě odhadu obchodního a finančního rizika	0,1	15,50
Expertní odhad koeficientu beta	0,2	10,01
Model INFA (MPO ČR)	0,2	11,89
Komplexní stavebnicová metoda I (M&M)	0,1	7,96
Komplexní stavebnicová metoda II (Garnett & Hill)	0,1	7,30
Dividendový model	0	0,00
Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu	0,9	12,54

9.2.2 Náklady na cizí kapitál

Průměrné náklady na cizí kapitál jsem vypočítala ve výši 6,77%. Jedná se o náklady na leasing strojů a automobilu. Dále má firma bankovní úvěry u UniCredit Bank. Při výpočtu nákladů na leasing, jsem postupovala podle doporučeného přístupu Damodaranu. Zjistila jsem hodnotu úrokového krytí, rating, výnosnost státních dluhopisů k datu ocenění a navýšila o rizikovou přírážku odpovídající úrovni ratingu. Dalším důležitým faktorem je daň, která se do nákladů na cizí kapitál promítá. Úroky z cizího kapitálu snižují zisk pro účely zdanění, tuto skutečnost je třeba zohlednit při výpočtu. Pro náklady cizího kapitálu platí:

$$Nd = i * (1-d) \quad (7)$$

Zdroj: (Damodaran, 2010)

V tabulce 33 můžeme vidět hodnoty jednotlivých složek pro výpočet nákladů na leasing. V tabulce 34 pak zahrnutí nákladů na bankovní úvěry. Vynásobením úrokové sazby a tržní hodnoty úvěrů i leasingu získáme součin, který po vydělení celkovou tržní hodnotou udává průměrné náklady cizího kapitálu.

Tab. 33 Náklady na leasing

rf	3,71%
EBIT/Nú	1,93%
Rating	A1
Country Risk Premium	1,35%
Odhad nákladů na leasing	5,06%
Leasing - náklady	4,09%

Tab. 34 Průměrné náklady cizího kapitálu

Položka cizího kapitálu	úrok	tržní hodnota	součin
Bankovní úvěry (UniCredit Bank)	6,88	72 067	4 958
Leasing	4,09	2 967	121
Součet		75 034	5 080
Průměrné náklady cizího kapitálu			6,77%

9.2.3 Vážené průměrné náklady na kapitál - WACC

Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC) vychází ze vzorce:

$$\text{WACC} = \text{VK}/\text{C} * \text{N}_{\text{VK}} + \text{CZ}/\text{C} * \text{N}_{\text{CZ}} * (1 - \text{Sdp}/100) \quad (8)$$

Výsledná hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál je ve výši 10,74%.

Tab. 35 Vážené průměrné náklady kapitálu

Vážené průměrné náklady kapitálu	(%)
Podíl vlastního kapitálu	74,47
Náklady vlastního kapitálu - vážený průměr dílčích modelů	12,54
Podíl cizího kapitálu	25,53
Náklady cizího kapitálu - jednotná úroková míra	6,77
Sazba daně z příjmů	19
Vážené průměrné náklady kapitálu	10,74

9.3 Ocenění metodou FCFF (Free Cash Flow To Firm)

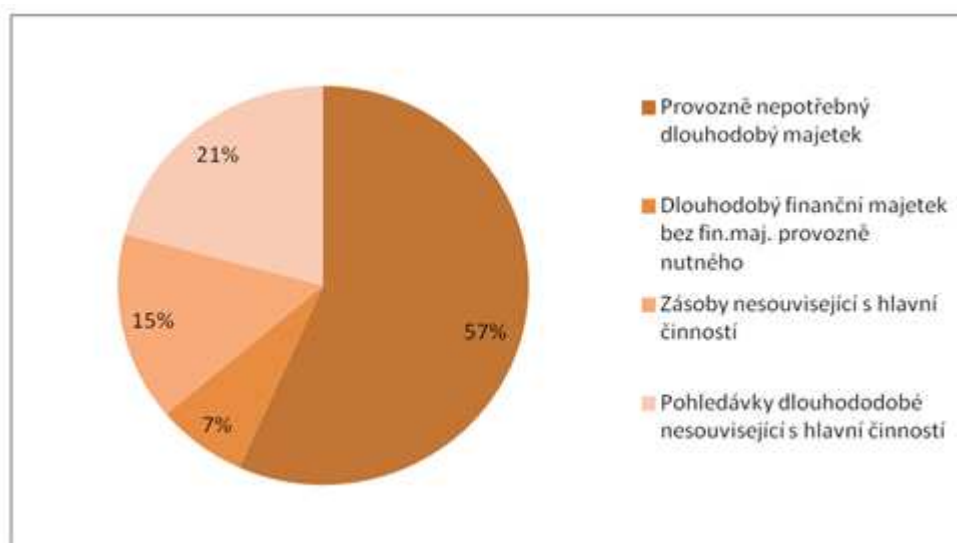
Metoda diskontovaného FCFF vychází z budoucího korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním, je založena na strategickém finančním plánu. Tento plán je uveden v příloze P III. a vychází z běžných cen, diskontní míra je na úrovni WACC = 10,74.

Pro výpočty FCFF a pro potřeby výpočtu podkapitoly 9.4 FCFE je potřeba vyloučit provozně nepotřebná aktiva (Tab. 36).

Tab. 36 Korigovaná hodnota neprovozních aktiv

Provozně nepotřebná aktiva	
Provozně nepotřebný dlouhodobý majetek	12 379
Dlouhodobý finanční majetek bez fin.maj. provozně nutného	1 556
Zásoby nesouvisející s hlavní činností	3 341
Pohledávky dlouhodobé nesouvisející s hlavní činností	4 552
Hodnota neprovozních aktiv celkem	21 828
Korigovaná hodnota neprovozních aktiv	21 828

Podíl jednotlivých provozně nepotřebných aktiv na celkových můžeme vidět v následujícím grafu, ze kterého vyplývá, že největší podíl zde představuje provozně nepotřebný dlouhodobý majetek (57%). V tomto majetku se nachází rekreační chata vlastněná podnikem XY, a.s. a zemědělský pozemek, který společnost pronajímá.



Obr. 11 Podíl jednotlivých provozně nepotřebných aktiv

Dále je potřeba upravit provozní hospodářský výsledek o výnosy a náklady z provozně nepotřebného majetku (Tab. 37).

Tab. 37 Korigovaný provozní HV před zdaněním

	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní hospodářský výsledek (HV)	5 747	502	7 432	7 768	8 190
Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	10 673	7 523	4 816	4 521	3 080
Výnosy z provozně nepotřebného majetku	372	372	372	372	372
Náklady spojené s provozně nepotř. majetkem bez odpisů	16	16	16	16	16
Odpisy z provozně nepotřebného majetku	315	315	315	315	315
Zahrnutí leasingů do VH	2 967	2 374	1 899	1 519	0
Korigovaný provozní HV před zdaněním	-2 000	-4 688	4 474	4 725	5 069

Ocenění FCFF založené na perpetuitě při výpočtu 2. fáze

V tabulce 38 jsou uvedeny výsledky výpočtů metodou FCFF založené na perpetuitě. Volný peněžní tok byl dosazen z posledního plánovaného roku (2014). Volný peněžní tok v roce 2015 (2. fáze) je vypočítán pomocí vzorce:

$$\text{FCF}_{T+1} = \text{FCF}_T * (1 + g) \quad (9)$$

Zdroj: (Mařík, 2003, str. 160)

kde:

FCF_{T+1} = volný peněžní tok 2. fáze

FCF_T = volný peněžní tok v posledním plánovaném roce

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během 2. fáze, tj. do nekonečna

$$g = \text{ROE} * (1 - \text{Dividenda} / \text{Čistý zisk na akcii}) \quad (10)$$

Zdroj: (Management, 2010)

Hodnota 1. fáze = kumulovaná diskontovaná hodnota volných peněžních toků v posledním roce plánu. Hodnota 2. fáze = [FCF v roce 2015/ (WACC pro 2. fázi – tempo růstu pro 2. fázi)] * podíl VK na CK.

Provozní hodnota firmy je součtem hodnot 1. a 2. fáze. Výsledná hodnota firmy = provozní hodnota firmy + hodnota neprovozních aktiv. Hodnota vlastního kapitálu = výsledná hodnota firmy – úročené cizí zdroje. Z uvedeného vyplývá, že tržní hodnota podniku XY, a.s. dle metody FCFF počítaná z perpetuity je 55.926 tis. Kč.

Tab. 38 Hodnota firmy pomocí FCFF z perpetuity

Hodnota firmy - FCFF - perpetuita (tis. Kč)	
Volný peněžní tok v roce 2014 (v posled. roce plánu)	10 688
Zadaný volný peněžní tok v roce 2015 (v 1. roce 2. fáze)	11 059
Zadané tempo růstu VPT ve 2. fázi	3,47
Hodnota 1. fáze	16 742
Hodnota 2. fáze	97 387
Provozní hodnota firmy	114 129
Výsledná hodnota firmy	135 957
Hodnota vlastního kapitálu	55 926

Ocenění FCFF založené na účetní hodnotě

Hodnota 1. fáze je shodná s hodnotou při použití předchozí metody. Hodnota 2. fáze vychází ze součinu WACC pro 2. fázi a kumulované diskontované hodnoty volných peněžních toků v posledním roce plánu (2014).

Provozní hodnota firmy je součtem hodnot 1. a 2. fáze. Výsledná hodnota firmy = provozní hodnota firmy + hodnota neprovozních aktiv. Hodnota vlastního kapitálu = výsledná hodnota firmy – úročené cizí zdroje. Propočty a výslednou hodnotu firmy můžeme vidět v tabulce 40. Z uvedeného vyplývá, že tržní hodnota podniku XY, a.s. dle metody FCFF počítaná z účetní hodnoty je 66.652 tis. Kč.

Tab. 39 Hodnota firmy z účetní hodnoty

Hodnota firmy - FCFF - účetní hodnota (tis. Kč)	
Korigovaná účetní hodnota firmy v posledním roce plánu	318 676
Hodnota 1. fáze	16 742
Hodnota 2. fáze	108 113
Provozní hodnota firmy	124 855
Výsledná hodnota firmy	146 683
Hodnota vlastního kapitálu	66 652

Ocenění FCFF založené na likvidační hodnotě

„Likvidační hodnota je zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Z určitého úhlu pohledu může být ocenění likvidační hodnotou označeno i za metodu výnosovou, neboť hodnota podniku bude dána předpokládanými příjmy z likvidace. V tomto případě to ovšem nebudou příjmy z podniku jako funkčního celku, ale příjmy z odprodeje nebo likvidace jednotlivých majtkových položek. Jedná se tak o ocenění převážně statické, orientované na možnosti trhu vstřebat podnikový majetek v určeném časovém intervalu.“ (Mařík, 2003, str. 281-282)

Z důvodu, že výsledná hodnota firmy není ztrátová, neočekává se ukončení podnikatelské činnosti hodnoceného subjektu ani zde není předpoklad omezeného trvání podniku, nebyla tato metoda použita. Dalším důvodem je, že není možno jednoznačně určit tržní cenu majetku podniku bez účasti renomovaného znalce či odhadce, protože podnik disponuje majetkem specializovaným (specializované stroje, zařízení a specializovaná výrobní budova).

9.4 Ocenění metodou FCFE (Free Cash Flow To Equity)

Na rozdíl od předchozích metod je zde použita diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu. V případě oceňované firmy jsou náklady na vlastní kapitál ve výši 12,54%. Hodnota neprovozních aktiv byla vypočtena v tabulce 35. Volný peněžní tok byl dosazen podle posledního plánovaného roku (2014). Pro výpočet volného peněžního toku v roce 2015 byl použit vzorec 27 a pro výpočet tempa růstu pro 2. fázi vzorec 28. Výsledné parametry využití pro výpočet hodnoty 2. fáze lze vidět v tabulce 41.

Hodnota 1. fáze byla vypočtena jako kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok pro vlastníky v posledním roce plánu. Hodnota vlastního kapitálu za 2. fázi je počítána jako FCF v 1. roce 2. fáze (11.059 tis. Kč) vydělená rozdílem použité diskontní míry (12,54) a tempa růstu (3,47), výsledek je násoben diskontním faktorem posledního roku plánu (10,74). Tržní hodnota firmy pomocí FCFE byla vypočtena ve výši 25.630 tis. Kč.

Tab. 40 parametry pro výpočet hodnoty 2. fáze

Parametry pro odhad hodnoty 2. fáze	
Náklady vlastního kapitálu	12,54
Volný peněžní tok v 1. roce 2. fáze (2015)	11 059
Tempo růstu volného pen. toku	3,47

Tab. 41 Hodnota firmy pomocí FCFE z perpetuity

Hodnota firmy - FCFE (tis. Kč)	
Hodnota neprovozních aktiv	21 828
Cizí úročený kapitál	80 031
Volný peněžní tok v posl. roce plánu (2014)	10 688
Volný peněžní tok v 1. roce 2. fáze (2015)	11 059
Tempo růstu volného peněžního toku (%) pro 2.fázi	3,47
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	12,54
Hodnota 1. fáze	-9 293
Hodnota 2. fáze	13 095
Provozní hodnota vlastního kapitálu	3 802
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	25 630
Výsledná hodnota firmy	105 661

9.5 Ocenění metodou EVA

Ocenění metodou EVA je založeno na budoucích EVA a vychází ze strategického finančního plánu, který uvádím v příloze P III. Pro tuto metodu byla použita diskontní míra na úrovni WACC, ve výši 10,74%. Hodnota podniku 1. fáze je vyjádřena kumulovanými diskontovanými EVA v posledním roce plánu 2014. Hodnota podniku 2. fáze byla vypočtena jako podíl hodnoty v prvním roce 2. fáze a $(WACC - \text{tempo růstu EVA})$, výsledek byl násoben diskontním faktorem posledního roku plánu. Počáteční investovaný kapitál vychází z provozně nutného kapitálu v posledním roce historie. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu uvádím v příloze P VI. Tržní hodnota podniku XY, a.s. na základě ocenění metodou EVA je v hodnotě 51.670 tis. Kč.

Tab. 42 Výsledky hodnoty podniku pomocí metody EVA

Výsledky ocenění metodou EVA	
Hodnota neprovozních aktiv	21 828
Cizí úročený kapitál	80 031
Podíl vlastního kapitálu ve 2. fázi	74,47
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	12,54
Náklady cizího kapitálu ve 2. fázi	6,77
Sazba daně z příjmu ve 2. fázi	19
Vážené průměrné náklady kapitálu ve 2. fázi	10,74
Ekonomická přidaná hodnota v posl. roce plánu (2014)	-20 379
Ekonomická přidaná hodnota v 1. roce 2. fáze (2015)	-20 296
Tempo růstu ekon. přidané hodnoty ve 2. fázi (%)	3
Hodnota 1. fáze (tis.Kč)	-75 405
Hodnota 2. fáze (tis.Kč)	-66 406
Počáteční investovaný kapitál (tis.Kč)	251 683
Provozní hodnota firmy (tis.Kč)	109 872
Výsledná hodnota firmy (tis.Kč)	131 700
Hodnota vlastního kapitálu (tis.Kč)	51 670

Tab. 43 Použité hodnoty pro výpočet ukazatele EVA

položky	2011	2012	2013	2014
NOPAT	-4 688	4 474	4 725	5 069
WACC (%)	10,74	10,74	10,74	10,74
Investovaný kapitál	248 576	248 875	242 362	236 743
Náklady kapitálu	26 427	26 100	26 132	25 448
EVA	-31 115	-21 626	-21 407	-20 379

V tabulce 43 můžeme vidět použité hodnoty, pro výpočet ukazatele EVA. Do výpočtů hodnoty EVA byla provedena aktivace majetku pořízeného formou finančního pronájmu s následnou koupí najaté věci. Dále byly upraveny hodnoty provozně nutných aktiv – byla vyloučena aktiva, která nejsou nutná k provozování hlavní činnosti podniku (příloha P VI). Nelze přehlédnout, že výsledná hodnota EVA se nachází ve všech sledovaných letech plánu (2011-2014) v záporných hodnotách. Podnik tedy netvoří a ani v plánovaných letech nepočítá s tvorbou ekonomické přidané hodnoty. EVA vychází z předpokladu, že podnik vyprodukuje minimálně tolik, kolik tvoří náklady kapitálu z investovaných prostředků. Obecně mají věřitelé nárok na výplatu úroků a akcionáři na vyplacení odpovídající míry návratnosti vloženého kapitálu, která kompenzuje riziko. Společnost XY, a.s. tuto

skutečnost však nezohledňuje. Dalším faktorem ztrátových hodnot EVA je velice nízká hodnota čistého provozního zisku po zdanění (NOPAT) a několika násobně vyšší hodnota nákladů na investovaný kapitál.

Podle Ministerstva obchodu a průmyslu je možné společnost XY, a.s. zařadit do určité kategorie podle ekonomické přidané hodnoty:

1. Kategorie – podniky tvořící kladnou ekonomickou přidanou hodnotu ($ROE > r_f$)
2. Kategorie – $r_f > ROE > r_f$
3. Kategorie – ROE je kladná, ale menší než bezriziková sazba r_f
4. Kategorie – ztrátové a zadlužené podniky (záporná ROE, nebo VK)

Podle stanovených kategorií bychom společnost XY, a.s. zařadili v roce 2011 (první rok plánu) do čtvrté kategorie mezi ztrátové a zadlužené podniky se zápornou hodnotu ROE, která činila -0,48. V dalších letech plánu (2012-2014) by společnost patřila do kategorie třetí, protože ROE je v těchto letech plánována v kladné hodnotě, ale je nižší, než bezriziková sazba r_f . Společnost netvoří ekonomickou přidanou hodnotu, proto by bylo pro vlastníky výhodnější podnikatelské činnosti zanechat. Poté by mohli zdroje využít efektivnějším způsobem, například vkladem do banky či investováním do fondu apod. Pokud by ale došlo k zanechání podnikatelské činnosti, společnost by musela „jít“ do likvidace. Vzhledem k velikosti společnosti a vysokému počtu zaměstnaných pracovníků by to byla opravdu nesnadná záležitost. Podnik musí začít vyvíjet snahu o nalezení jiného a méně razantního způsobu řešení situace.

Společnost by se měla mnohem více zaměřit na tvorbu ekonomické přidané hodnoty, pokud chce uspokojovat očekávání věřitelů a akcionářů. Dále by měl být podnik důslednější u zohledňování čisté současné hodnoty při investičním rozhodování a optimalizaci kapitálové struktury. Pokud nebude tvořit a maximalizovat hodnotu ekonomické přidané hodnoty, pak nebude schopna efektivně rozhodovat o nových investicích, kapitálové struktuře a nákladech podniku spojených s poskytnutým akciovým a věřitelským kapitálem.

9.6 Ocenění metodou kapitalizovaných výnosů – Paušální metoda

Vážený odnímatelný čistý výnos byl stanoven na základě provozních výsledků hospodaření a nákladových úroků v minulosti (2008-2010). Vážený odnímatelný čistý výnos byl podle vzorce 29 vydělen diskontní mírou (váženými průměrnými náklady na vlastní kapitál), výsledkem pak je provozní hodnota vlastního kapitálu (18.349 tis. Kč). Výsledná hodnota vlastního kapitálu byla stanovena součtem provozní hodnoty vlastního kapitálu a ocenění neprovozních aktiv (21.828 tis. Kč). Výsledná hodnota firmy (120.208 tis. Kč) byla stanovena součtem hodnot cizího úročeného kapitálu k datu ocenění (80.031 tis. Kč) a výsledné hodnoty vlastního kapitálu. Tržní hodnota firmy oceněná na základě metody čistých kapitalizovaných výnosů z historie je ve výši 40.177 tis. Kč.

Tab. 44 Metoda čistých kapitalizovaných výnosů z historie (2008-2010)

Provozně nepotřebná aktiva	
Provozně nepotřebný dlouhodobý majetek	11 379
Dlouhodobý finanční majetek bez fin.maj. provozně nutného	1 556
Zásoby nesouvisející s hlavní činností	2 341
Pohledávky dlouhodobé nesouvisející s hlavní činností	4 552
Leasing	2 961
Hodnota neprovozních aktiv celkem	21 828
Korigovaná hodnota neprovozních aktiv	21 828
Hodnota firmy z minulých odnímatelných výnosů	
Vážený odnímatelný čistý výnos (tis.Kč)	2 301
Diskontní sazba (%)	12,54
Provozní hodnota vlast.kapitálu (tis.Kč)	18 349
Výsledná hodnota vlast. kapitálu (tis.Kč)	40 177
Výsledná hodnota firmy (tis.Kč)	120 208

Vzorec pro výpočet provozní hodnoty vlastního kapitálu:

$$H_v = \text{VOČV} / r \quad (11)$$

kde:

H_v = provozní hodnota vlastního kapitálu

VOČV = vážený odnímatelný čistý výnos

r = diskontní sazba

9.7 Ocenění metodou kapitalizovaných výnosů – Analytická metoda

Hodnota 1. fáze byla stanovena analogicky jako součet diskontovaných hodnot korigovaných odnímatelných čistých výnosů. Diskontní sazba zde byla použita jako u minulé metody, jsou to náklady vlastního kapitálu. Hodnota 2. fáze vychází ze vzorce:

$$H_2 = [\text{KOČV}_1 / (r_2 - g_2)] * f_n \quad (12)$$

kde:

KOČV = korigovaný odnímatelný čistý výnos v 1. roce 2. fáze

R2 = diskontní sazba

G2 = průměrné tempo růstu korigovaného odnímatelného čistého výnosu ve 2. fázi

F_n = diskontní faktor posledního roku plánovaného období (Evalent, 2011)

V tabulce 45 uvádím parametry, které byly použity pro odhad hodnot druhé fáze.

Tab. 45 Použité parametry pro odhad 2. fáze (z plánu)

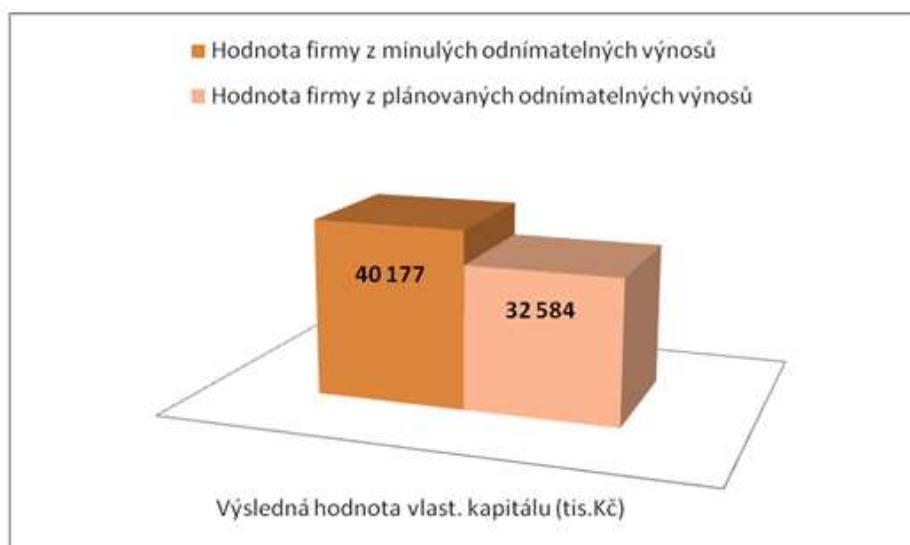
Parametry pro odhad 2. fáze	
Náklady vlastního kapitálu (%)	12,54
Odn. čistý výnos v 1. roce 2. fáze (2015)	2 093
Tempo růstu KOČV ve 2. fázi (%)	3,47

V tabulce 46 jsou uvedeny jednotlivé výpočty pro ocenění metodou čistých kapitalizovaných výnosů z plánu. Provozní hodnota vlastního kapitálu (10.756 tis. Kč) je součtem hodnoty první a druhé fáze. Výsledná hodnota vlastního kapitálu (32.584 tis. Kč) byla stanovena součtem provozní hodnoty vlastního kapitálu a ocenění neprovozních aktiv (21.828 tis. Kč). Výsledná hodnota firmy (112.615 tis. Kč) byla stanovena součtem hodnot cizího úročeného kapitálu k datu ocenění (80.031 tis. Kč) a výsledné hodnoty vlastního kapitálu. Tržní hodnota firmy oceněná na základě metody čistých kapitalizovaných výnosů z plánu je ve výši 32.584 tis. Kč.

Tab. 46 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů z plánu

Provozně nepotřebná aktiva	
Provozně nepotřebný dlouhodobý majetek	11 379
Dlouhodobý finanční majetek bez fin.maj. provozně nutného	1 556
Zásoby nesouvisející s hlavní činností	2 341
Pohledávky dlouhodobé nesouvisející s hlavní činností	4 552
Leasing	2 961
Hodnota neprovozních aktiv celkem	21 828
Korigovaná hodnota neprovozních aktiv	21 828
Hodnota firmy z plánovaných odnímatelných výnosů	
Hodnota neprovozních aktiv	21 828
Cizí úročený kapitál	80 031
Odn. čistý výnos v posl.roce plánu (2014)	2 093
Odn. čistý výnos v 1. roce 2. fáze (2015)	2 093
Tempo růstu KOČV ve 2. fázi (%)	3,47
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi (%)	12,54
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi (%)	12,54
Hodnota 1. fáze (tis.Kč)	-3 018
Hodnota 2. fáze (tis.Kč)	13 774
Provozní hodnota vlastního kapitálu (tis.Kč)	10 756
Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tis.Kč)	32 584
Výsledná hodnota firmy (tis.Kč)	112 615

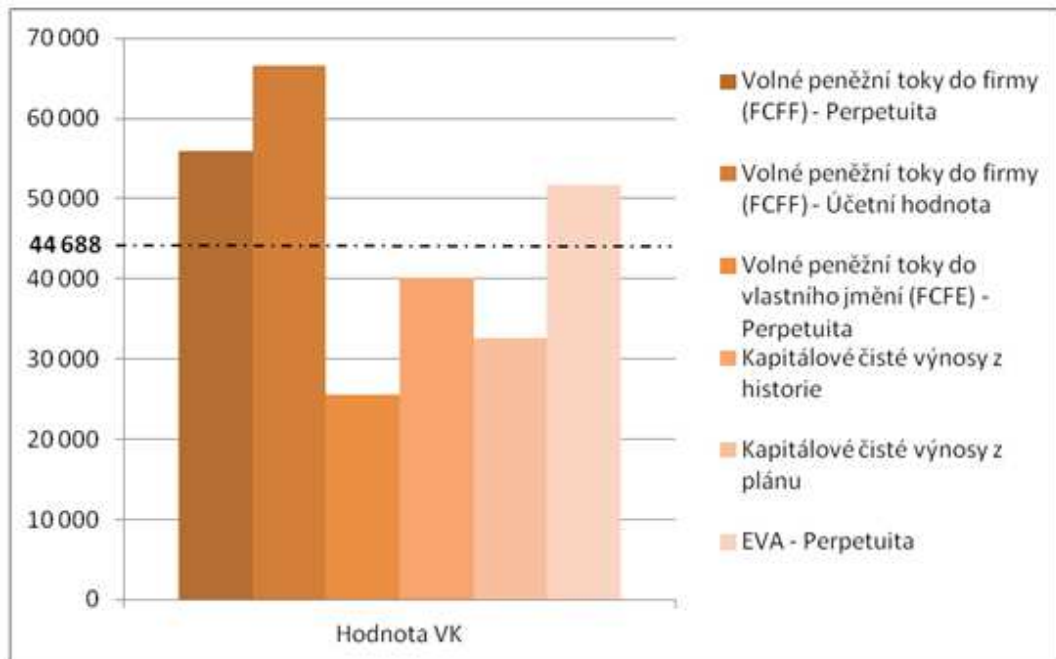
Pro přehledné srovnání uvádím následující graf, který je shrnutím výsledků tržní hodnoty podniku XY, a.s. z paušální a analytické metody kapitalizovaných čistých výnosů.



Obr. 12 Srovnání výsledků paušální a analytické metody kapitalizovaných čistých výnosů

9.8 Syntéza výsledků ocenění podniku

Pro ocenění společnosti XY, a.s. bylo využito více vybraných výnosových metod. Každá výsledná hodnota z použitých metod byla odlišná, pro přehlednost uvádím následující graf s vyznačenou výslednou tržní hodnotou podniku XY, a.s.



Obr. 13 Srovnání výsledků použitých metod ocenění

Výsledná tržní hodnota podniku XY, a.s. k 1. 1. 2011 vychází z váženého průměru jednotlivých tržních hodnot společnosti, které byly zjištěny pomocí vybraných výnosových metod.

V tabulce 47 uvádím zjištěné výsledné hodnoty, kterým dále přiřkládám váhy na základě významnosti použité metody. Nejmenší váhy přiřkládám metodám FCFF, FCFE a EVA. Zmíněné metody vychází z budoucích peněžních toků, které jsou odvozeny z plánovaných položek výkazu zisku a ztrát a rozvahy založených na odhadu tržeb. Tržby byly stanoveny na základě vývoje v minulosti, analýzy časové řady, získaných poznatků ze strategické a finanční analýzy a především na základě konzultace s vedením společnosti. V konečném důsledku se jedná o odhad, proto metodám založeným na budoucích peněžních tocích (FCFF, FCFE) přiřazuji hodnotu váhy 1. Metodě EVA jsem také přiřadila nejnižší hodnotu váhy, jelikož je ekvivalentem metod DCF.

Největší váha byla přiřazena paušální metodě kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z historických hodnot ve finančních výkazech, nezahrnuje plánované období (strategický finanční plán), ve kterém mohou být jednotlivé položky plánu zkráceny (podhodnoceny nebo nadhodnoceny). Ve výsledném ocenění společnosti XY, a.s. můžeme také vidět projevy stále doznívající hospodářské krize. Výsledná hodnota firmy k 1. 1. 2011 je vyčíslená v hodnotě 43.975 tis. Kč.

Tab. 47 Výsledná tržní hodnota firmy k 1.1.2011

Výnosové metody oceňování (tis. Kč)	Hodnota 1. fáze	Hodnota 2. fáze	Provozní hodnota firmy	Výsledná hodnota firmy	Hodnota VK	Váhy	Váhy hodnoty firmy
Volné peněžní toky do firmy (FCFF) - Perpetuita	16 742	97 387	114 129	135 957	55 926	1	55 926
Volné peněžní toky do firmy (FCFF) - Účetní hodnota	16 742	108 113	124 855	146 683	66 652	1	66 652
Volné peněžní toky do vlastního jmění (FCFE) - Perpetuita	-9 293	13 095	3 802	105 661	25 630	1	25 630
Kapitálové čisté výnosy z historie				120 208	40 177	2	80 354
Kapitálové čisté výnosy z plánu	-3 018	13 774	10 756	112 615	32 584	1	32 584
EVA - Perpetuita	-75 405	-66 406	109 872	131 700	51 670	1	51 670
Výsledná hodnota firmy váženým aritmetickým průměrem k 1. 1 2011							44 688

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti XY, a.s. k 1. 1. 2011 využitím výnosových metod oceňování.

V teoretické části byla provedena literární rešerše z dostupných zdrojů, jejímž dílčím cílem bylo představení problematiky oceňování podniku a zpracování nejpodstatnějších oblastí. Hlavní cílem teoretické části bylo poskytnout ucelený přehled o teoretických aspektech této disciplíny.

Analytická část v úvodu charakterizovala oceňovaný podnik XY, a.s., poskytla informace o hlavní podnikatelské činnosti, organizační struktuře, hlavních produktech společnosti, apod. Společnost nese název XY, jelikož si nepřála být jmenována.

Jedním z cílů analytické části bylo vypracování strategické analýzy relevantního trhu a konkurenční síly oceňovaného podniku. Z analýzy relevantního trhu vyplynulo, že relevantní trh disponuje silnými stránkami, jako jsou vysoká úroveň a dostupnost technologií, zaměření na tradici a ekologickým zaměřením při výrobě produktů. Na relevantním trhu je i mnoho příležitostí ve formě modernizace výrobních technologií, digitalizace, integrace na mezinárodní trhy a další. Ke slabým stránkám se řadí především fakt, že odvětví, ve kterém společnost podniká, není příliš atraktivní pro mladé generace. Výraznou hrozbou relevantního trhu je rostoucí přítomnost výrobců ze třetích zemí na evropském trhu a závislost na velkých zákaznících, kterých není mnoho. Z analýzy konkurence vyplynulo, že společnost převažuje konkurenci ve výši 61% (při nepoužití vah je to 51%), oceňovaná společnost má tedy průměrný až nadprůměrný potenciál konkurovat poměrně vysokému množství podniků na relevantním trhu. Společnost pořizuje vylepšená zařízení a stroje, automatizuje výrobu a poskytuje komplexní služby spojené s jejími produkty. Oceňovaný podnik tedy vykazuje předpoklady k dobré perspektivě do budoucna.

Dalším z cílů analytické části bylo posouzení finanční stability sledované firmy prostřednictvím finanční analýzy dat podniku. Nejprve bych chtěla zopakovat a zdůraznit problémy, které souvisí se samotnou finanční analýzou. Finanční analýza vychází z účetních výkazů, které nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko. Při sestavování je potřeba srovnávat dosažené hodnoty ukazatelů s doporučenými hodnotami, tento postup v kontextu s jedinečností každého jednoho podniku nepovažuji za optimální. Dalším z problematických faktorů je orientace na historické účetnictví, které nebere v potaz změny

tržních cen majetku. Z výsledků finanční analýzy dat podniku XY, a.s. vyplynulo, že v letech 2006-2008 společnost nebyla důvěryhodnou pro věřitele, hospodařila neefektivním způsobem se zásobami a dosahovala ztráty ve výsledcích hospodaření. Nepůsobila tedy jako zdravý podnik. V roce 2009 došlo v podniku ke zlepšení vykazovaných hodnot ukazatelů. Stalo se tak po změně kapitálové struktury, podnik snížil množství využívaných cizích zdrojů a dokázal udržet hodnoty ukazatele rentability vlastního kapitálu na podobné úrovni jako v minulých letech. Přičemž podniky v odvětví se vyvíjely opačným způsobem, z důvodu dopadů hospodářské krize. Zmíněné dopady se projeví i v roce 2010, kdy polygrafické odvětví zaznamenalo pokles bilanční sumy o více než 80%. Rok 2010 byl doprovázen i jinými negativně působícími událostmi, jako byly například stávky dopravních pracovníků ve významných evropských papírnách (Finsko), nebo zemětřesení v Chile, které je dodavatelem větší než 7,4% celosvětové produkce celulózy. Vzhledem k restrukturalizaci kapitálové struktury a vázání většího množství oběžných aktiv v zásobách, společnost dosahovala horších výsledků v oblasti rentability a likvidity oproti odvětvovému průměru. Z porovnání výsledků ukazatele čistého pracovního kapitálu, ukazatelů aktivity i zadluženosti s polygrafickým odvětvím, na tom byla sledovaná společnost lépe. Podnik XY, a.s. i vzhledem k negativním faktorům ovlivňujícím celé odvětví dosahoval pozitivních výsledků. Společnost vykazuje známky zdravého podniku.

Ze strategické a finanční analýzy dat podniku vyplynulo, že oceňovaná společnost XY, a.s. naplňuje předpoklad neomezeného trvání podniku, tzv. „going concern“. Společnost tímto splnila i základní předpoklad pro ocenění výnosovými metodami.

Třetím cílem analytické části bylo sestavení strategického finančního plánu. Plán byl sestaven na základě provedené strategické a finanční analýzy, konzultací s vedením společnosti, predikce hospodářského vývoje odborníky, atd. Sestaven byl pro období 2011-2014. Pro zpracování strategického finančního plánu jsem využila softwarový program Stratex – program pro dlouhodobé finanční plánování a hodnocení investičních projektů. Strategický finanční plán je základem pro oceňování podniku výnosovými metodami.

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku XY, a.s. Pro splnění tohoto cíle byly použity výnosové metody oceňování, pro jejichž výpočet jsem stanovila hodnotu diskontní míry. K výpočtu výsledné souhrnné hodnoty podniku jsem použila metody diskontovaného čistého cash flow pro vlastníky a věřitele, metodu diskontovaného čistého cash flow pro vlastníky, analytickou a paušální metodu kapitalizovaných čistých

výnosů a metodu ekonomické přidané hodnoty. Hodnotu oceňovaného podniku jsem vypočítala jako vážený průměr výsledných hodnot použitých metod oceňování, na základě stanovených vah. Ocenění podniku jsem provedla pomocí programu Evalent – systém pro stanovení hodnoty podniku.

Uvedené tabulky a grafy jsem zpracovala pomocí tabulkového procesoru Microsoft Excel.

Výsledná hodnota společnosti XY, a.s. stanovená ke dni 1. 1. 2011 je ve výši 44.688 tis. Kč. Hlavního cíle diplomové práce bylo podle mého názoru tímto dosaženo.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**Monografie:**

- [1] BLAHA, Zdeněk Sid a JINDŘICHOVSKÁ, Irena, 2006. Jak posoudit finanční zdraví firmy. Vyd. 3. Praha: Management Press. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana, 2006. Finanční řízení a rozhodování podniku. Vyd. 1. Praha: Ekopress s.r.o. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. Oceňování podniku. Vyd. 2. Praha: C. H. Beck. 366 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [4] Kolektiv autorů, 1998. Finanční řízení v praxi. Vyd. 1. Praha: Newton Group. 467 s.
- [5] LANDA, Martin, 2007. Finanční plánování a likvidita. Vyd. 1. Brno: Computer Press, a.s. 180 s. ISBN 978-80-251-1492-6.
- [6] MAŘÍK, Miloš a kolektiv, 2003. Metody oceňování podniku. Vyd. 1. Praha: Ekopress, s.r.o. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [7] MAŘÍK, Miloš a MAŘÍKOVÁ, Pavla, 2005. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Vyd. 2. Praha: Ekopress, s.r.o. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [8] PAVELKOVÁ, Drahomíra a KNÁPKOVÁ Adriana, 2005. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Vyd. 1. Praha: LINDE nakladatelství s.r.o. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [9] RŮČKOVÁ, Petra, 2007. Finanční analýza. Vyd. 1. Praha: GRADA Publishing, a.s. 118 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [10] SYNEK, Miloslav a KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. Podniková ekonomika. Vyd. 5. Praha: C. H. Beck, 498 s. ISBN 978-80-7400-336-3.
- [11] ŠIMAN, Josef a Petera, Petr, 2010. Financování podnikatelských subjektů. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck. 192 s. ISBN 978-80-7400-117-8.

- [12] VALACH, Josef, 1997. Finanční řízení podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 247 s. ISBN 80-901991-6-X
- [13] VYSUŠIL, Jiří, 2004. Rozpočetnictví a vnitropodnikové plánování. Vyd. 1. Praha: Profess Consulting s.r.o. 115 s. ISBN 80-7259-012-X.

Internetové zdroje:

- [14] JIRŮTKA, Petr, 2011. Jak se prodávají firmy. Podnikatel [online]. [cit. 06.03.2012]. Dostupné z: <http://www.podnikatel.cz/clanky/jak-se-prodavaji-firmy>
- [15] Podnikání v USA, 2009 [online]. Za kolik prodat nebo koupit firmu. Poslední změna 25.10.2009 [cit. 5.3.2012]. Dostupné z: <http://www.podnikanivusa.com/2009/10/25/za-kolik-prodat-nebo-koupit-firmu>
- [16] Business Valuation: The Five Myths of Valuating a Private Business. Axiom Valuation Solutions and Associate Professor of Finance. Massachusetts, USA. 10. 5.2011 [online]. [Cit. 06.07.2012]. Dostupné z: <http://www.score.org/resources/business-valuation-101>
- [17] *Panorama zpracovatelského průmyslu za rok 2010* [online]. [cit. 26.3.2012]. Dostupné z: <http://www.download.mpo.cz/get/45569/51390/586478/priloha001.pdf>
- [18] *Polygrafie*, 2009 [online]. [cit.26.3.2012]. Dostupné z: http://www.svettisku.cz/buxus/generate_page.php?page_id=5196
- [19] *Ekonomika*, 2010 [online]. [cit. 26.3.2012]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/ceny-papiru-rekordne-rostou-vyrobci-hledaji-uspory-hrozi-i-propousteni-143-/eko-zahranicni.aspx?c=A100423_201958_eko-zahranicni_iky
- [20] *CZ-NACE 18*, 2010 [online]. [cit.27.3.2012]. Dostupné z: http://www.businessinfo.cz/files/dokumenty/panorama_printing_2010.pdf
- [21] ČNB, 2011 [online]. [cit.28.3.2012]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html

- [22] *MPO*, 2010 [online]. [cit.28.3.2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument76331.html>
- [23] *Kurzy*, 2010 [online]. [cit.28.3.2012]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/prumysl/>
- [24] *ČSÚ*, 2010 [online]. [cit.28.3.2012]. Dostupné z: <http://www.czso.cz>
- [25] *Svaz českých knihkupců a nakladatelů*, 2010 [online]. [cit.28.3.2012]. Dostupné z: <http://www.sckn.cz/index.php?p=fakta2010>
- [26] *Eurostat*, 2011 [online]. [cit.28.3.2012]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>
- [27] *Management*, 2010 [online]. [cit.8.4.2012]. Dostupné z: <http://www.managementmania.com/trvale-udrzitelne-tempo-rustu>
- [28] *Evalent*, 2011 [online]. [cit.8.4.2012]. Dostupné z: <http://www.sckn.cz/index.php?p=fakta2010>
- [29] *Damodaran*, 2010 [online]. [cit.8.4.2012]. Dostupné z: <http://www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [30] *Business4sale*, 2010 [online]. [cit.8.4.2012]. Dostupné z: http://www.business4sale.co.uk/Related_Guides/Valuing_a_Business_-_Business_Valuation_Explained_5
- [31] *PrattStats*, 2011 [online]. [cit.8.4.2012]. Dostupné z: [http://www.bvmarketdata.com/defaulttextonly.asp?f=Pratt's%20Stats%20-%20Private%20Company%20Merger%20and%20Acquisitions%20\(M%26A\)%20Transaction%20Database](http://www.bvmarketdata.com/defaulttextonly.asp?f=Pratt's%20Stats%20-%20Private%20Company%20Merger%20and%20Acquisitions%20(M%26A)%20Transaction%20Database)
- [32] *Mařík*, 2011 [online]. [cit.8.4.2012]. Dostupné z: http://nb.vse.cz/~marik/Pu_Metody1_3.htm

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
APV	Upravená současná hodnota
C	Kapitál
CF	Cash flow
CK	Celkový kapitál
CtP	Computer to Plate
CZ	Cizí zdroje
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Diskontované cash flow
DM	Dlouhodobý majetek
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FSC	Forest Stewardship Council
HDP	Hrubý domácí produkt
HV	Hospodářský výsledek
KZ	Krátkodobé závazky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
N	Náklady
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
Nú	Nákladové úroky
OA	Oběžná aktiva

P	Pasiva
ROA	Rentabilita celkového vloženého kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
Sdp	Sazba daně z příjmů
T	Tržby
V	Výnosy
VK	Vlastní kapitál
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1 Analýza vývoje potenciálu podniku (Mařík, 2003, s.48)</i>	23
<i>Obr. 2 Generátory hodnoty</i>	27
<i>Obr. 3 Podíl produktů na obratu</i>	37
<i>Obr. 4 Organizační struktura</i>	39
<i>Obr. 5 Meziroční růst HDP (EU27 a ČR)</i>	42
<i>Obr. 6 Podíl zákazníků na tržbách XY, a.s. za rok 2010</i>	46
<i>Obr. 7 Vývoj tržního podílu XY, a.s. 2006-2010</i>	48
<i>Obr. 8 Vývoj relativního podílu XY, a.s.</i>	49
<i>Obr. 9 Vývoj HV 2006-2010</i>	54
<i>Obr. 10 Spider graf za rok 2010</i>	59
<i>Obr. 11 Podíl jednotlivých provozně nepotřebných aktiv</i>	75
<i>Obr. 12 Srovnání výsledků paušální a analytické metody kapitalizovaných výnosů</i>	84
<i>Obr. 13 Srovnání výsledků použitých metod ocenění</i>	85
<i>Obr. 14 Grafické srovnání ukazatelů rentability odvětví a podniku XY, a.s.</i>	99
<i>Obr. 15 Grafické srovnání ukazatelů aktivity odvětví a podniku XY, a.s.</i>	99
<i>Obr. 16 Grafické srovnání ukazatelů likvidity odvětví a podniku XY, a.s.</i>	99
<i>Obr. 17 Spider graf pro rok 2009</i>	100
<i>Obr. 18 Spider graf pro rok 2008</i>	100
<i>Obr. 19 Spider graf pro rok 2007</i>	100

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1 Průměrný počet zaměstnanců a výše osobních nákladů</i>	40
<i>Tab. 2 Základní údaje o trhu</i>	45
<i>Tab. 3 Počet nakladatelství a vydaných titulů 2006-2010</i>	46
<i>Tab. 4 Profil konkurenční síly podniku XY, a.s.</i>	47
<i>Tab. 5 Tržní podíl společnosti XY, a.s. 2006-2010</i>	48
<i>Tab. 6 Relativní tržní podíl XY, a.s.</i>	49
<i>Tab. 7 Vývoj HDP, inflace a tržeb relevantního trhu</i>	50
<i>Tab. 8 Odhad tempa růstu tržeb</i>	51
<i>Tab. 9 ČPK společnosti XY, a.s.</i>	58
<i>Tab. 10 ČPK odvětví</i>	58
<i>Tab. 11 Spider analýza (2006-2010)</i>	58
<i>Tab. 12 Plán tržeb za vlastní výrobky a služby</i>	61
<i>Tab. 13 Plán výkonové spotřeby</i>	62
<i>Tab. 14 Plán osobních nákladů</i>	63
<i>Tab. 15 DFM - Podíly na společnostech</i>	64
<i>Tab. 16 Plán zásob</i>	64
<i>Tab. 17 Plánovaný výsledek hospodaření</i>	65
<i>Tab. 18 Vývoj produktivity (2011-2014)</i>	66
<i>Tab. 19 Vývoj čistého pracovního kapitálu (2011-2014)</i>	66
<i>Tab. 20 Vývoj likvidity (2011-2014)</i>	66
<i>Tab. 21 Vývoj ukazatelů doby obratu (2011-2014)</i>	67
<i>Tab. 22 Vývoj ukazatelů rentability (2011-2014)</i>	67
<i>Tab. 23 Vývoj ukazatelů zadluženosti (2011-2014)</i>	67
<i>Tab. 24 Vstupy pro modely Nvk</i>	70
<i>Tab. 25 Beta koeficient při nulovém zadlužení</i>	70
<i>Tab. 26 Model CAPM podle obchodního a finančního rizika</i>	71
<i>Tab. 27 CAPM – expertní odhad β koeficientu</i>	71
<i>Tab. 28 pomocné veličiny pro výpočet INFA</i>	72
<i>Tab. 29 Model INFA</i>	72
<i>Tab. 30 Komplexní stavebnicová metoda I</i>	72
<i>Tab. 31 Komplexní stavebnicová metoda II</i>	73

<i>Tab. 32</i>	<i>Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál</i>	73
<i>Tab. 33</i>	<i>Náklady na leasing</i>	74
<i>Tab. 34</i>	<i>Průměrné náklady cizího kapitálu</i>	74
<i>Tab. 35</i>	<i>Vážené průměrné náklady kapitálu</i>	74
<i>Tab. 36</i>	<i>Korigovaná hodnota neprovozních aktiv</i>	75
<i>Tab. 37</i>	<i>Korigovaný provozní HV před zdaněním</i>	76
<i>Tab. 38</i>	<i>Hodnota firmy pomocí FCFF z perpetuity</i>	77
<i>Tab. 39</i>	<i>Hodnota firmy z účetní hodnoty</i>	77
<i>Tab. 40</i>	<i>parametry pro výpočet hodnoty 2. fáze</i>	79
<i>Tab. 41</i>	<i>Hodnota firmy pomocí FCFE z perpetuity</i>	79
<i>Tab. 42</i>	<i>Výsledky hodnoty podniku pomocí metody EVA</i>	80
<i>Tab. 43</i>	<i>Použité hodnoty pro výpočet ukazatele EVA</i>	80
<i>Tab. 44</i>	<i>Metoda čistých kapitalizovaných výnosů z historie (2008-2010)</i>	82
<i>Tab. 45</i>	<i>Použité parametry pro odhad 2. fáze (z plánu)</i>	83
<i>Tab. 46</i>	<i>Metoda kapitalizovaných čistých výnosů z plánu</i>	84
<i>Tab. 47</i>	<i>Výsledná tržní hodnota firmy k 1.1.2011</i>	86
<i>Tab. 48</i>	<i>Srovnání ukazatelů zadluženosti odvětví a podniku XY, a.s.</i>	99
<i>Tab. 49</i>	<i>Vertikální analýza rozvahy podniku XY, a.s.</i>	101
<i>Tab. 50</i>	<i>Vertikální analýza rozvahy odvětví</i>	101
<i>Tab. 51</i>	<i>Horizontální analýza rozvahy podniku XY, a.s.</i>	102
<i>Tab. 52</i>	<i>Horizontální analýza rozvahy odvětví</i>	102
<i>Tab. 53</i>	<i>Vertikální analýza výnosů a nákladů podniku XY, a.s.</i>	103
<i>Tab. 54</i>	<i>Vertikální analýza výnosů a nákladů odvětví</i>	103
<i>Tab. 55</i>	<i>Horizontální analýza výnosů a nákladů podniku XY, a.s.</i>	103
<i>Tab. 56</i>	<i>Horizontální analýza výnosů a nákladů odvětví</i>	104
<i>Tab. 57</i>	<i>Plánovaná rozvaha společnosti XY, a.s. (2011-2014)</i>	105
<i>Tab. 58</i>	<i>Plánovaný výkaz zisku a ztrát společnosti XY, a.s. (2010-2014)</i>	107
<i>Tab. 59</i>	<i>Plánovaný výkaz cash flow</i>	108
<i>Tab. 60</i>	<i>Korigovaný provozní hospodářský výsledek před zdaněním</i>	109
<i>Tab. 61</i>	<i>provozně nutný investovaný kapitál</i>	109

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Ukazatele finanční analýzy

Příloha P II: Vertikální a horizontální analýza

Příloha P III: Plánovaná rozvaha

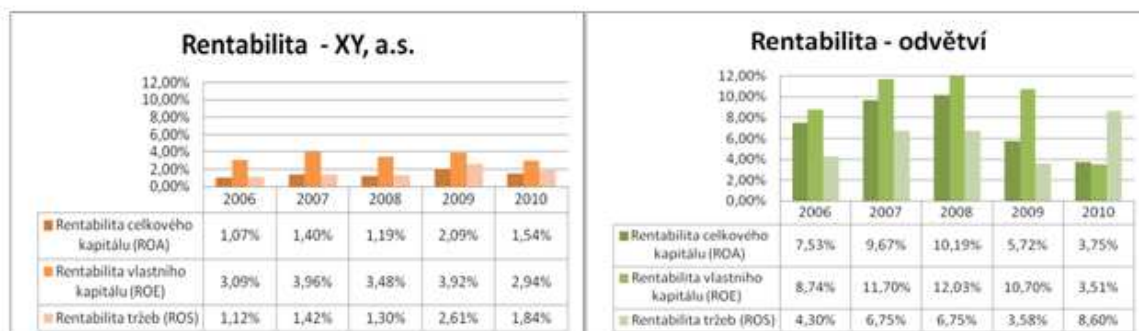
Příloha P IV: Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Příloha P V: Plánovaný výkaz cash flow

Příloha P VI: Korekce HV a provozně nutný investovaný kapitál

Příloha P VII: Metodika výpočtu alternativního nákladu na kapitál

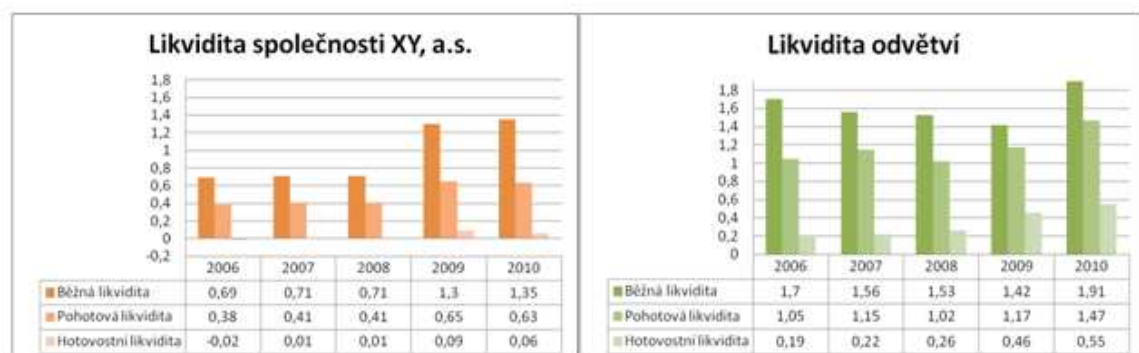
PŘÍLOHA P I: UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY



Obr. 14 Grafické srovnání ukazatelů rentability odvětví a podniku XY, a.s.



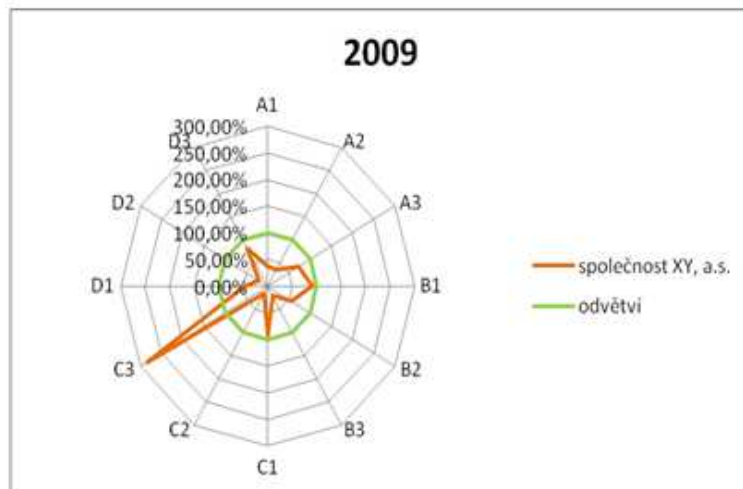
Obr. 15 Grafické srovnání ukazatelů aktivity odvětví a podniku XY, a.s.



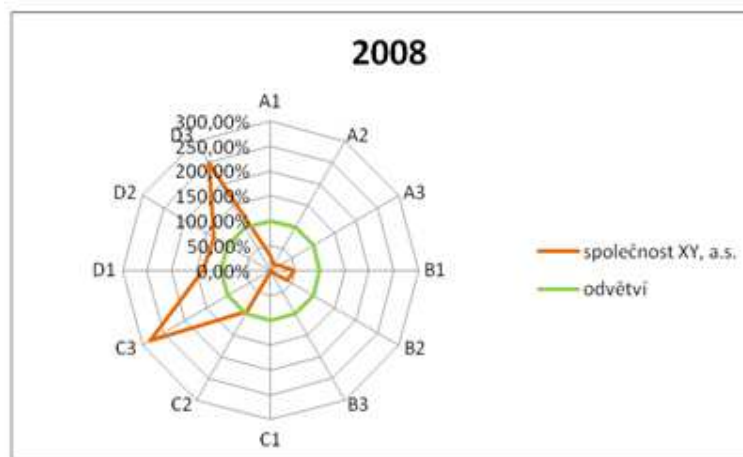
Obr. 16 Grafické srovnání ukazatelů likvidity odvětví a podniku XY, a.s.

Tab. 48 Srovnání ukazatelů zadluženosti odvětví a podniku XY, a.s.

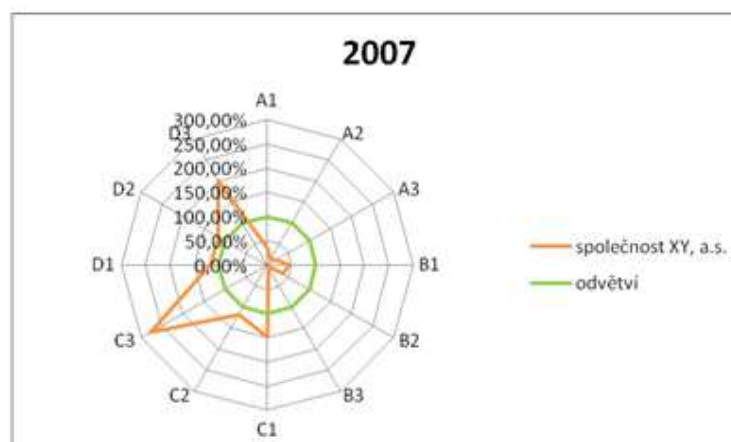
ZADLUŽENOST	subjekt	2006	2007	2008	2009	2010
Celková zadluženost	podnik	65,43%	64,78%	65,77%	53,42%	52,29%
	odvětví	43,38%	43,56%	42,36	57,45%	67,11%
Úrokové krytí	podnik	1,08	1,4	1,13	1,05	1,45
	odvětví	1,15	1,19	1,19	6,70	6,30
Krytí aktiv vlastními zdroji	podnik	0,68	0,69	0,65	1,31	1,43
	odvětví	0,19	0,25	0,23	0,46	0,52
Krytí aktiv dlouhodobými zdroji	podnik	0,68	0,69	0,65	1,34	1,47
	odvětví	0,08	0,12	0,09	0,19	0,26



Obr. 17 Spider graf pro rok 2009



Obr. 18 Spider graf pro rok 2008



Obr. 19 Spider graf pro rok 2007

PŘÍLOHA P II: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

Tab. 49 Vertikální analýza rozvahy podniku XY, a.s.

Podnikatelský subjekt	Běžné účetní období (v tis.kč)									
	2006		2007		2008		2009		2010	
AKTIVA CELKEM	397 219	100%	397740	100%	415162	100%	365 621	100%	373 976	100%
Dlouhodobý majetek	201 886	50,76%	203863	49,10%	218746	52,69%	148 759	40,70%	136 430	36,50%
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 655	1,42%	7431	1,79%	6727	1,62%	6052	1,70%	5724	1,50%
Dlouhodobý hmotný majetek	60 567	15,23%	57630	13,88%	70816	17,06%	142651	39,00%	129150	34,50%
Dlouhodobý finanční majetek	135 664	34,11%	138802	33,43%	141203	34,01%	56	0%	1556	0,40%
Oběžná aktiva	176 558	44,45%	181843	45,72%	190750	45,95%	215 977	58,40%	235 473	63,00%
Zásoby	78 427	19,70%	77931	19,59%	81207	19,56%	105245	28,80%	122400	32,70%
Dlouhodobé pohledávky	7 235	1,81%	4012	1,01%	2540	0,61%	2540	0,00%	4552	1,20%
Krátkodobé pohledávky	96 531	24,35%	96918	24,30%	104121	25,07%	106546	29,10%	107473	28,70%
Krátkodobý finanční majetek	-5 635	-1,41%	2982	0,75%	2882	0,69%	1646	0,00%	1048	0,00%
Ostatní aktiva	18 775	4,73%	12034	3,03%	5666	1,36%	885	0,90%	2073	0,60%
PASIVA CELKEM	397219	100,00%	397740	100%	415162	100%	365621	100,00%	373976	100,00%
Vlastní kapitál	137172	34,53%	140113	35,23%	142115	34,23%	195 314	53,40%	195 553	52,30%
Základní kapitál	100000	25,18%	100000	25,14%	100000	24,09%	100000	27,40%	100000	26,70%
Kapitálové fondy	76772	19,33%	79910	20,09%	82310	19,83%	96106	26,30%	95315	25,50%
Výsledek hospodaření běžného období	-1332	-0,34%	-197	-0,05%	-397	-0,10%	-792	-0,20%	238	0,10%
Cizí zdroje	259913	65,43%	257663	64,78%	273046	65,77%	170 416	46,60%	178 423	47,70%
Rezervy	3200	0,81%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Dlouhodobé závazky	1048	0,26%	1991	0,50%	2835	0,68%	3 811	0,94%	4 934	1,52%
Krátkodobé závazky	223 593	56,29%	194588	48,92%	201 925	48,64%	90114	24,60%	93458	25,00%
Bankovní úvěry a výpomoci	32 072	8,07%	61084	15,36%	68 286	16,45%	76491	20,90%	80031	21,40%
- Krátkodobé bankovní úvěry	20 000	5,04%	58404	14,68%	65 606	15,80%	67692	18,50%	71242	19,00%
- Krátkodobé finanční výpomoci	12 072	3,04%	2680	0,67%	2 680	0,65%	8799	2,40%	8789	2,40%
Ostatní pasiva	134	0,03%	-36	-0,01%	1	0,00%	-109	-0,03%	0	0,00%

Tab. 50 Vertikální analýza rozvahy odvětví

Odvětví	Běžné účetní období (v tis.kč)									
	2006		2007		2008		2009		2010	
AKTIVA CELKEM	28 689 125	100%	75 122 042	100%	68 711 014	100%	13 308 182	100%	11 534 388	100%
Dlouhodobý majetek	16 917 560	58,97%	46 159 132	61,45%	42 083 247	61,25%	5 911 410	44,81%	6 042 469	52,39%
Dlouhodobý hmotný a nehmotný	13 779 120	48,03%	39 399 122	52,45%	36 175 012	52,65%	5 299 549	40,17%	5 318 944	46,11%
Dlouhodobý finanční majetek	3 138 652	10,94%	6 759 023	9,00%	5 908 111	8,60%	611 860	4,64%	723 525	6,27%
Oběžná aktiva	11 052 124	38,52%	28 335 042	37,72%	25 953 969	37,77%	7 009 236	53,13%	5 345 305	46,34%
Zásoby	2 363 980	8,24%	7 503 498	9,99%	6 205 433	9,03%	1 237 074	9,38%	1 228 175	10,65%
Pohledávky	6 677 301	23,27%	16 759 787	22,31%	14 753 765	21,47%	3 554 623	26,94%	2 581 200	22,38%
Krátkodobý finanční majetek	2 013 240	7,02%	4 072 111	5,42%	4 994 120	7,27%	2 217 540	16,81%	1 535 930	13,32%
Ostatní aktiva	720401	2,51%	627010	0,83%	674699	0,98%	272 377	2,06%	146 614	1,27%
PASIVA CELKEM	28 689 125	100,00%	75 122 042	100,00%	68 711 014	100,00%	13308182	100,00%	11534388	100,00%
Vlastní kapitál	15 693 112	54,70%	41 537 756	55,29%	38 582 087	56,15%	6238234	46,26%	6 018 061	52,17%
Základní kapitál	9 010 065	31,41%	20 033 655	26,67%	19 388 968	28,22%	1 927 415	14,61%	2 237 992	19,40%
Výsledek hospodaření běžného období	1 371 146	4,78%	4 858 754	6,47%	4 640 983	6,75%	652 942	4,95%	211 114	1,83%
Cizí zdroje	12 444 312	43,38%	32 724 689	43,56%	29 106 416	42,36%	6 997 305	53,04%	5 312 521	46,06%
Rezervy	435468	1,52%	1 000 211	1,33%	776546	1,13%	17 719	0,13%	141 209	1,22%
Dlouhodobé závazky	1 411 006	4,92%	5 332 424	7,10%	3 959 041	5,76%	1 632 628	12,37%	1 143 557	9,91%
Krátkodobé závazky	5 515 254	19,22%	14 367 840	19,12%	13 972 032	20,33%	4 006 587	30,37%	2 305 432	19,99%
Bankovní úvěry a výpomoci	5 084 233	17,72%	12 023 416	16,00%	10 396 188	15,13%	1 340 370	10,16%	1 722 323	14,93%
- Krátkodobé bankovní úvěry	2 732 222	9,52%	3 770 012	5,02%	2 977 264	4,33%	559 351	4,24%	492 164	4,27%
- Dlouhodobé bankovní úvěry	2 352 012	8,20%	8 253 042	10,99%	7 419 140	10,80%	781 019	5,92%	1 230 158	10,67%
Ostatní pasiva	552325	1,92%	860754	1,14%	1 023 471	1,49%	92 048	0,70%	203 806	1,77%

Tab. 51 Horizontální analýza rozvahy podniku XY, a.s.

Podnikatelský subjekt	Běžné účetní období (v tis.kč)								
	2006	2007	2007/2006	2008	2008/2007	2009	2009/2008	2010	2010/2009
AKTIVA CELKEM	397 219	397740	0,13%	415162	4,38%	365621	-11,9%	373976	2,3%
Dlouhodobý majetek	201 886	203863	0,98%	218746	7,30%	148759	-32,0%	136430	-8,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 655	7431	31,41%	6727	-9,47%	6052	-10,0%	5724	-5,4%
Dlouhodobý hmotný majetek	60 567	57630	-4,85%	70816	22,88%	142651	101,4%	129150	-9,5%
Dlouhodobý finanční majetek	135 664	138802	2,31%	141203	1,73%	56	-100,0%	1556	2 678,6%
Oběžná aktiva	176 558	181843	2,99%	190750	4,90%	215977	13,4%	235473	10,3%
Zásoby	78 427	77931	-0,63%	81207	4,20%	105245	29,6%	122400	16,3%
Dlouhodobé pohledávky	7 235	4012	-44,55%	2540	-36,69%	2540	0%	4552	69,40%
Krátkodobé pohledávky	96 531	96918	0,40%	104121	7,43%	106546	2,3%	107473	0,9%
Krátkodobý finanční majetek	-5 635	2982	152,92%	2882	-3,35%	1646	-42,9%	1048	-36,3%
Ostatní aktiva	18 775	12034	-35,90%	5666	-52,92%	885	-58,7%	2073	-38,3%
PASIVA CELKEM	397219	397740	0,13%	415162	4,38%	365621	-11,9%	373976	2,3%
Vlastní kapitál	137172	140113	2,14%	142115	1,43%	195314	37,4%	195553	0,1%
Základní kapitál	100000	100000	0,00%	100000	0,00%	100000	0%	100000	0%
Kapitálové fondy	76772	79910	4,09%	82310	3,00%	96106	16,80%	95315	-0,8%
Výsledek hospodaření běžného ú.	-1332	-197	-85,21%	-397	101,52%	-792	-99,50%	238	130,1%
Cizí zdroje	259913	257663	-0,87%	273046	5,97%	170416	-37,4%	178423	4,7%
Rezervy	3200	0	-100,00%	0	0,00%	0	0,0%	0	0,0%
Dlouhodobé závazky	1048	1991	89,98%	2835	42,39%	3811	4,3%	4934	1,4%
Krátkodobé závazky	223 593	194588	-12,97%	201 925	3,77%	90114	-55,2%	93458	3,6%
Bankovní úvěry a výpomoci	32 072	61084	90,46%	68 286	11,79%	76491	12,0%	80031	4,6%
- Krátkodobé bankovní úvěry	20 000	58404	192,02%	65 606	12,33%	67692	3,2%	71242	5,2%
- Krátkodobé finanční výpomoci	12 072	2680	-77,80%	2 680	0,00%	8799	228,3%	8789	-0,1%
Ostatní pasiva	134	-36	-126,87%	1	-102,78%	-109	-108,8%	0	216,3%

Tab. 52 Horizontální analýza rozvahy odvětví

Odvětví	Běžné účetní období (v tis.kč)								
	2006	2007	2007/2006	2008	2008/2007	2009	2009/2008	2010	2010/2009
AKTIVA CELKEM	28 689 125	75 122 042	161,85%	68 711 014	-8,53%	13 308 182	-80,6%	11 534 388	-13,32%
Dlouhodobý majetek	16 917 560	46 159 132	172,86%	42 083 247	-8,83%	5 911 410	-85,95%	6 042 469	2,17%
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	13 779 120	39 399 122	185,94%	36 175 012	-8,18%	5 299 549	-85,35%	5 318 944	0,36%
Dlouhodobý finanční majetek	3 138 652	6 759 023	156,38%	5 908 111	-8,41%	611 860	-89,64%	723 525	18,25%
Oběžná aktiva	11 052 124	28 335 042	217,52%	25 953 969	-17,30%	7 009 236	-72,99%	5 345 305	-23,73%
Zásoby	2 363 980	7 503 498	151,00%	6 205 433	-11,97%	1 237 074	-80,06%	1 228 175	-0,71%
Dlouhodobé pohledávky	6 677 301	16 759 787	-100,00%	14 753 765	0,00%	3 554 623	-75,90%	2 581 200	-27,35%
Krátkodobý finanční majetek	2 013 240	4 072 111	102,29%	4 994 120	22,64%	2 217 540	-55,59%	1 535 930	-30,73%
Ostatní aktiva	720401	627010	-12,92%	674699	7,50%	272 377	-59,62%	146 614	-46,17%
PASIVA CELKEM	28 689 125	75 122 042	161,85%	68 711 014	-8,53%	13308182	-98,06%	11534388	-13,32%
Vlastní kapitál	15 693 112	41 537 756	164,68%	38 582 087	-7,11%	6238234	-83,83%	6 018 061	-3,52%
Základní kapitál	9 010 065	20 033 655	122,34%	19 388 968	-3,22%	1 927 415	-90,04%	2 237 992	16,11%
Výsledek hospodaření běžného úč. obd.	1 371 146	4 858 754	254,34%	4 640 983	-4,49%	652 942	-85,93%	211 114	-67,66%
Cizí zdroje	12 444 312	32 724 689	162,97%	29 106 416	-11,06%	6 997 305	-75,95%	5 312 521	-24,08%
Rezervy	435468	1 000 211	129,89%	776546	-22,40%	17 719	-97,71%	141 209	696,91%
Dlouhodobé závazky	1 411 006	5 332 424	277,89%	3 959 041	-25,75%	1 632 628	-58,76%	1 143 557	-29,95%
Krátkodobé závazky	5 515 254	14 367 840	160,51%	13 972 032	-2,75%	4 006 587	-71,32%	2 305 432	-42,46%
Bankovní úvěry a výpomoci	5 084 233	12 023 416	136,49%	10 396 188	-13,53%	1 340 370	-87,10%	1 722 323	28,49%
- Krátkodobé bankovní úvěry	2 732 222	3 770 012	37,99%	2 977 264	-21,03%	559 351	-81,21%	492 164	-12,01%
- Krátkodobé finanční výpomoci	2 352 012	8 253 042	250,89%	7 419 140	-10,11%	781 019	-89,47%	1 230 158	57,50%
Ostatní pasiva	552325	860754	55,80%	1 023 471	18,95%	92 048	-91,00%	203 806	121,41%

Tab. 53 Vertikální analýza výnosů a nákladů podniku XY, a.s.

Podnikatelský subjekt	Skutečnost v účetním období (v tis.kč)									
	2006		2007		2008		2009		2010	
Výkony	398 714	85,55%	388 920	95,92%	384 727	95,12%	331 581	99,94%	311 458	96,45%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	376 807	80,85%	389 311	96,02%	378 079	93,48%	313 031	94,35%	293 037	90,75%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	21 907	4,70%	-391	-0,10%	6 648	1,64%	18 550	5,59%	18 421	5,70%
Tržby z prodeje dlouhodobého maj. a r	55 349	11,88%	8 576	2,12%	9 037	2,23%	898	0,27%	11 560	3,57%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	51 452	11,04%	1 869	0,46%	6 831	1,69%	53	0,02%	8 547	2,65%
Tržby z prodeje materiálu	3 897	0,84%	6 707	1,65%	2 206	0,55%	845	0,25%	3 013	0,93%
Ostatní výnosy	11 971	2,56%	7 971	1,96%	10 663	2,63%	-690	-0,20%	-100	-0,03%
VÝNOSY	466 036	100%	405 468	100%	404 469	100%	331 789	100%	322 918	100%
Výkonová spotřeba	329 089	70,41%	310 197	76,47%	295 838	73,07%	225 935	74,01%	217 199	70,95%
Nákladové úroky	2 150	0,46%	2 753	0,68%	3 733	0,92%	3 519	1,15%	2 976	0,97%
Osobní náklady	82 307	17,61%	72 377	17,84%	77 522	19,15%	74 391	24,36%	78 699	25,71%
Zůstatková cena prod. Dlouhodob. ma	32 211	6,89%	4 559	1,12%	6 394	1,58%	458	0,15%	3 854	1,26%
Ostatní provozní náklady	8 043	1,72%	-220	-0,05%	2 255	0,56%	976	0,32%	3 388	1,11%
NÁKLADY	467 368	100%	405 665	100%	404 866	100%	305 279	100%	306 116	100%

Tab. 54 Vertikální analýza výnosů a nákladů odvětví

Odvětví	Skutečnost v účetním období (v tis.kč)									
	2006		2007		2008		2009		2010	
Výkony	31 698 135	91,63%	72 739 220	79,42%	68 995 124	78,13%	9 661 224	75,23%	8 927 267	78,58%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	242450	0,70%	719231	0,79%	133622	0,15%	42754	0,33%	-8369	-0,07%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	31 426 485	90,85%	71 864 852	78,47%	68 704 595	77,80%	9 593 308	75,22%	8 911 684	77,82%
Ostatní výnosy	30062	0,09%	156632	0,17%	158744	0,18%	25 160	0,20%	23 206	0,20%
VÝNOSY	34 592 002	100%	91 587 041	100%	88 307 690	100%	12 842 249	100%	11 360 736	100%
Výkonová spotřeba	22 704 133	69,50%	52652136	64,73%	49 845 232	60,68%	6 713 247	52,27%	6 506 201	57,27%
Nákladové úroky	235465	0,72%	656023	0,81%	831165	1,01%	57 658	0,45%	47 450	0,42%
Osobní náklady	5 768 140	17,66%	9 306 098	11,44%	10 034 388	12,22%	1 774 282	13,82%	1 525 239	13,42%
Ostatní provozní náklady	3 961 142	12,13%	18 732 347	23,03%	21 429 544	26,09%	4 297 403	33,46%	3 282 226	28,89%
NÁKLADY	32 668 611	100%	81 346 092	100%	82 139 047	100%	12 843 403	100%	11 361 116	100%

Tab. 55 Horizontální analýza výnosů a nákladů podniku XY, a.s.

Podnikatelský subjekt	Skutečnost v účetním období (v tis.kč)									
	2006	2007	2007/2006	2008	2008/2007	2009	2009/2008	2010	2010/2009	
Výkony	398714	388920	-2,46%	384727	-1,08%	331 581	-13,81%	311 458	-6,07%	
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	376807	389311	3,32%	378079	-2,89%	313 031	-17,20%	293 037	-6,39%	
Změna stavu zásob vlastní činnosti	21907	-391	-101,78%	6648	-1800,26%	18 550	179,03%	18 421	-0,70%	
Tržby z prodeje dlouhodobého maj. a r	55349	8576	-84,51%	9037	5,38%	898	-90,06%	11 560	1187,31%	
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	51452	1869	-96,37%	6831	265,49%	53	-99,22%	8 547	16026,42%	
Tržby z prodeje materiálu	3897	6707	72,11%	2206	-67,11%	845	-61,70%	3 013	256,57%	
Ostatní výnosy	11971	7971	-9,05%	10663	132,01%	-690	-106,47%	-100	-85,51%	
VÝNOSY	466036	405468	-13,00%	404469	-0,25%	331 789	-17,97%	322 918	-2,67%	
Výkonová spotřeba	329089	310197	-5,74%	295838	-4,63%	225 935	-23,63%	217 199	-3,87%	
Nákladové úroky	2150	2753	28,05%	3733	35,60%	3 519	-5,73%	2 976	-15,43%	
Osobní náklady	82307	72377	-12,06%	77522	7,11%	74 391	-4,04%	78 699	5,79%	
Zůstatková cena prod. dlouhod. maj. a	32211	4559	-85,85%	6394	40,25%	458	-92,84%	3 854	741,48%	
Ostatní provozní náklady	8043	-220	-102,74%	2255	-1125,00%	976	-56,72%	3 388	247,13%	
NÁKLADY	467368	405665	-13,21%	404866	-0,20%	305 279	-24,60%	306 116	0,27%	

Tab. 56 Horizontální analýza výnosů a nákladů odvětví

Odvětví	Skutečnost v účetním období (v tis.kč)								
	2006	2007	2007/2006	2008	2008/2007	2009	2009/2008	2010	2010/2009
Výkony	31 698 135	72 739 220	129,48%	68 995 124	-5,15%	9 661 224	-86,00%	8 927 267	-7,60%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	242450	719231	197,11%	133622	-81,50%	42754	-68,00%	-8369	-119,57%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	31 426 485	71 864 852	128,68%	68 704 595	-4,40%	9 593 308	-86,04%	8 911 684	-7,11%
Ostatní výnosy	30062	156632	420,00%	158744	1,28%	25 160	-84,15%	23 206	-7,77%
VÝNOSY	34 592 002	91 587 041	164,76%	88 307 690	-3,58%	12 842 249	-85,46%	11 360 736	-11,54%
Výkonová spotřeba	22 704 133	52652136	131,91%	49 845 232	-5,33%	6 713 247	-86,53%	6 506 201	-3,08%
Nákladové úroky	235465	656023	179,15%	831165	26,68%	57 658	-93,06%	47 450	-17,70%
Osobní náklady	5 768 140	9 306 098	61,34%	10 034 388	7,82%	1 774 282	-82,32%	1 525 239	-14,04%
Ostatní provozní náklady	3 961 142	18 732 347	372,91%	21 429 544	14,40%	4 297 403	-79,95%	3 282 226	-23,62%
NÁKLADY	32 668 611	81 346 092	149,01%	82 139 047	0,97%	12 843 403	-84,36%	11 361 116	-11,54%

PŘÍLOHA P III: PLÁNOVANÁ ROZVAHA

Tab. 57 Plánovaná rozvaha společnosti XY, a.s. (2011-2014)

(v tis. Kč)	<i>Historie</i>	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	373 976	374 590	364 923	352 606	340 504
Dlouhodobý majetek	136 430	122 655	108 880	95 105	81 330
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 724	4 624	3 524	2 424	1 324
Software	5 724	4 624	3 524	2 424	1 324
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	129 150	116 475	103 800	91 125	78 450
Pozemky	14 761	14 761	14 761	14 761	14 761
Stavby	43 866	41 589	39 312	32 975	26 638
Samostatné movité věci a soubory věcí	56 478	53 102	49 727	43 389	37 051
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	14 045	7 023	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	1 556	1 556	1 556	1 556	1 556
Podíly v ovládaných a řízených osobách	1 556	1 556	1 556	1 556	1 556
Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	235 473	249 862	253 970	255 428	257 101
Zásoby	122 400	14 484	144 799	142 027	141 102
Materiál	16 707	16 370	15 965	15 479	14 896
Nedokončená výroba a polotovary	81 363	96 313	90 233	88 500	87 712
Výrobky	24 330	27 801	38 601	38 048	38 494
Zboží	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	4 552	4 552	4 552	4 552	4 552
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	52	52	52	52	52
Krátkodobé pohledávky	107 473	102 673	100 816	103 516	103 396
Pohledávky z obchodních vztahů	105 971	101 171	99 314	102 014	101 894
Stát - daňové pohledávky	192	192	192	192	192
Krátkodobé poskytnuté zálohy	946	946	946	946	946
Jiné pohledávky	364	364	364	364	364
Krátkodobý finanční majetek	1 048	2 153	3 803	5 333	8 051
Peníze	330	435	535	1 185	1 553
Účty v bankách	718	1 718	3 268	4 148	6 498
Časové rozlišení	2 073	2 073	2 073	2 073	2 073
Náklady příštích období	3 076	3 076	3 076	3 076	3 076
Příjmy příštích období	-1 003	-1 003	-1 003	-1 003	-1 003

(v tis. Kč)	<i>Historie</i>	Finanční plán			
	<i>2010</i>	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	<i>373 976</i>	374 590	364 923	352 606	340 504
Vlastní kapitál	<i>195 553</i>	190 546	192 469	192 805	195 486
Základní kapitál	<i>100 000</i>	100 000	100 000	100 000	100 000
Základní kapitál	<i>100 000</i>	100 000	100 000	100 000	100 000
Kapitálové fondy	<i>95 315</i>	95 315	95 315	95 315	95 315
Ostatní kapitálové fondy	<i>95 315</i>	95 315	95 315	95 315	95 315
Výsledek hospodaření běž. účetního období	<i>238</i>	-5 007	1 923	2 259	2 681
Cizí zdroje	<i>178 423</i>	184 044	172 454	159 801	145 018
Dlouhodobé závazky	<i>4 934</i>	4 934	4 934	4 934	4 934
Závazky z obchodních vztahů	<i>0</i>	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	<i>4 934</i>	4 934	4 934	4 934	4 934
Krátkodobé závazky	<i>93 458</i>	98 379	88 789	85 296	77 293
Závazky z obchodních vztahů	<i>77 448</i>	81 629	78 139	75 439	73 150
Závazky k zaměstnancům	<i>4 108</i>	4 548	1 298	1 243	911
Závazky ze soc. zabezp. a zdrav. pojištění	<i>2 333</i>	2 633	1 283	1 215	1 126
Stát- daňové závazky a dotace	<i>0</i>	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy	<i>5 683</i>	5 683	4 183	3 513	2 013
Dohadné účty pasivní	<i>93</i>	93	93	93	93
Jiné závazky	<i>3 793</i>	3 793	3 793	3 793	0
Bankovní úvěry a výpomoci	<i>80 031</i>	80 731	78 731	69 571	62 791
Dlouhodobé bankovní úvěry	<i>0</i>	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	<i>71 242</i>	71 942	69 942	60 782	54 002
Krátkodobé finanční výpomoci	<i>8 789</i>	8 789	8 789	8 789	8 789

PŘÍLOHA P IV: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT

Tab. 58 Plánovaný výkaz zisku a ztrát společnosti XY, a.s. (2010-2014)

(v tis. Kč)	<i>Historie</i>	Finanční plán			
	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
Obchodní marže	0	0	0	0	0
Výkony	311 458	306 786	311 116	314 410	317 888
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	293 037	288 641	299 171	303 659	308 213
Změna stavu zásob vlastní činnosti	18 421	18 145	11 945	10 751	9 675
Aktivace	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	217 199	213 924	209 365	212 639	215 978
Spotřeba materiálu a energie	163 759	160 484	163 694	166 968	170 307
Služby	53 440	53 440	45 671	45 671	45 671
Přidaná hodnota	94 259	92 862	101 751	101 771	101 910
Osobní náklady	78 699	81 590	81 600	81 610	81 610
Mzdové náklady	58 385	59 669	59 669	59 669	59 669
Odměny členům orgánů spol. a družstva	300	280	290	300	300
Náklady na soc. zabezp. a zdravotní pojištění	18 688	20 288	20 288	20 288	20 288
Sociální náklady	1 326	1 353	1 353	1 353	1 353
Daně a poplatky	256	256	256	256	256
Odpisy dlouh. Nehm. a hmotného maj.	13 775	13 775	13 775	13 775	13 775
Tržby z prodeje dlouhodobého maj. a mat.	11 560	5 486	3 322	3 488	3 663
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	8547	2322	0	0	0
Tržby za prodeje materiálu	3 013	2 164	3 322	3 488	3 663
Zůstatková cena prodaného dlouh. Maj. a mat.	3 854	337	405	486	583
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku	3573	0	0	0	0
Prodaný materiál	281	337	405	486	583
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	3 488	1 888	1 605	1 364	1 159
Provozní výsledek hospodaření	5 747	502	7 432	7 768	8 190
Výnosové úroky	0	0		0	0
Nákladové úroky	2 976	2 976	2 976	2 976	2 976
Ostatní finanční výnosy	3 411	3411	3411	3411	3411
Ostatní finanční náklady	4 821	4821	4821	4821	4821
Finanční výsledek hospodaření	-4 386	-4 386	-4 386	-4 386	-4 386
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 123	1 123	1 123	1 123	1 123
- splatná	0	0	0	0	0
- odložená	1 123	1 123	1 123	1 123	1 123
Výsledek hosp. za běžnou činnost	238	-5 007	1 923	2 259	2 681
Výsledek hosp. za účetní období	238	-5 007	1 923	2 259	2 681
Výsledek hosp. před zdaněním	1 361	-3 884	3 046	3 382	3 804

PŘÍLOHA P V: PLÁNOVANÝ VÝKAZ CASH FLOW

Tab. 59 Plánovaný výkaz cash flow

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014
Stav peněžních prostř. a peněžních ekviv. na začátku úč. období	1048	2 153	3803	5333
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)				
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	-3884	3 046	3382	3804
Úpravy o nepeněžní operace	14429	16 751	16751	16751
Odpisy stálých aktiv a umořování opravné pol. k nabytému maj.	13775	13 775	13775	13775
Změna stavu opravných položek, rezerv	0	0	0	0
Zisk z prodeje stálých aktiv	-2322	0	0	0
Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	0
Vyúčtované nákl. úroky s vyj. kapit. a výnosové úroky	2976	2 976	2976	2976
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z prov.činnosti před zdaněním	10545	19 797	20133	20555
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-11074	-14 048	-14504	-13738
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	4800	1 857	-2700	120
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti	0	0	0	0
Změna stavu zásob	-18084	-4 315	2772	925
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	-529	5 749	5629	6817
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-2976	-2 976	-2976	-2976
Přijaté úroky	3411	0	0	0
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-1123	-1 123	-1123	-1123
Příjmy a výdaje spojené s mim. hosp. výsl.	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-1217	1 650	1530	2718
Peněžní toky z investiční činnosti				
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	0	0	0	0
Příjmy z prodeje stálých aktiv	2322	0	0	0
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	2322	0	0	0
Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	1105	1 650	1530	2718
Stav peněžních prostředků a pen. ekviv.na konci účet.období	2153	3803	5333	8051

PŘÍLOHA P VI: KOREKCE HV A PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL

Tab. 60 Korigovaný provozní hospodářský výsledek před zdaněním

	2011	2012	2013	2014
Provozní hospodářský výsledek (HV)	502	7 432	7 768	8 190
Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	7 523	4 816	4 521	3 080
Výnosy z provozně nepotřebného majetku	372	372	372	372
Náklady spojené s provozně nepotř. majetkem bez odpisů	16	16	16	16
Odpisy z provozně nepotřebného majetku	315	315	315	315
Zahrnutí leasingů do VH	2 374	1 899	1 519	0
Korigovaný provozní HV před zdaněním	-4 688	4 474	4 725	5 069

Tab. 61 provozně nutný investovaný kapitál

položka	2010	2011	2012	2013	2014
Zásoby	122 400	140 484	144 799	142 027	141 102
Zásoby nesouvisející s hlavní činností	3 341	2 456	2 395	2 322	2 234
Pohledávky krátkodobé	107 473	102 673	100 816	103 516	103 396
Finanční majetek dle zadané minimální OL	1 048	2 153	3 803	5 333	8 051
Finanční majetek z finančního plánu	1 048	2 153	3 803	5 333	8 051
Finanční majetek provozně nutný (použitý)	1 048	2 153	3 803	5 333	8 051
Minimální okamžitá likvidita (OL) výsledná	0,60	1,20	2,27	3,49	5,75
Závazky krátkodobé, neúročené a nezpлатněné	93 458	98 379	88 789	83 373	77 293
Čistý pracovní kapitál	134 122	144 475	158 234	165 181	173 022
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 724	4 624	3 524	2 424	1 324
Dlouhodobý hmotný majetek	129 150	116 475	103 800	91 125	78 450
Dlouhodobý majetek nepotřebný k hlavní činnosti firmy	12 379	12 064	11 749	11 434	11 119
rekreační objekt	3 146	2 831	2 516	2 201	1 886
pozemek	9 233	9 233	9 233	9 233	9 233
Provozně nutný dlouhodobý majetek	122 495	109 035	95 575	82 115	68 655
Dlouhodobý finanční majetek	1 556	1 556	1 556	1 556	1 556
Dlouhodobé pohledávky	4 552	4 552	4 552	4 552	4 552
Dlouhodobé závazky - neúročené, nezpлатněné	4 934	4 934	4 934	4 934	4 934
Provozně nutný investovaný kapitál	251 683	248 576	248 875	242 362	236 743
Čisté investice (přírůstek prov.nutn.inv.kapitálu)	x	-3 107	299	-6 513	-5 619
Průměrná hodnota investovaného kapitálu	x	250 130	248 726	245 619	239 553
Bankovní úvěry a finanční výpomoci	80 031	80 731	78 731	69 571	62 791
Úročený cizí kapitál celkem	80 031	80 731	78 731	69 571	62 791

PŘÍLOHA P VII: METODIKA VÝPOČTU ALTERNATIVNÍHO NÁKLADU NA KAPITÁL

$$r_e = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{U}{BU+O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}$$

- kde r_e - alternativní náklad na vlastní kapitál
 $WACC$ - vážený náklad na kapitál (viz dále)
 UZ - úplatné zdroje ($VK + BU + O$), tj. kapitál, za který je nutno platit
 A - aktiva celkem
 VK - vlastní kapitál
 BU - bankovní úvěry
 O - dluhopisy

$$\frac{U}{BU+O} - \text{úroková míra}$$

d - daňová sazba

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab}$$

- kde r_f - bezriziková sazba
 r_{LA} - funkce (ukazatelů charakterizujících velikost podniku)
 $r_{podnikatelské}$ - funkce (ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly)
 $r_{FinStab}$ - funkce (ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy).

Ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku - úplatné zdroje

- je-li $UZ > 3$ mld. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 0,00\%$ (hranice vychází ze zkušenosti firem poskytujících rizikový kapitál)
- je-li $UZ < 100$ mil. Kč $\Rightarrow r_{LA} = 5,00\%$
- je-li $UZ > 100$ mil. Kč ale < 3 mld. Kč použije se propočet takto:

$$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$$

Ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly - EBIT/aktiva je riziko závislé na tomto ukazateli a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním (pro práci s cizím kapitálem). Podmínka zní:

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{položime } X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} > X1 \Rightarrow r_{podnikatelské} = 0,00\%$$

$$\text{pokud } \frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow r_{podnikatelské} = 10,00\%$$

$$\text{takže funkčně vyjádřeno } r_{podnikatelské} = (X1 - EBIT / A)^2 / (10 \cdot X1^2)$$

Ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy - likvidita L3:

- je-li celková likvidita $> XL \Rightarrow r_{FinStab} = 0,00\%$
- je-li celková likvidita $< 1 \Rightarrow r_{FinStab} = 10,00\%$
- je-li celková likvidita firmy > 1 , ale $< XL$, propočte se $r_{FinStab}$ takto:

$$r_{FinStab} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2$$

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice $XL = 1,25$, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak $XL =$ průměr průmyslu. Z tohoto důvodu je možný zdánlivý „nelogický“ vliv změny likvidity na změnu EVA. U podniků s velkou finanční silou je provedena individuální úprava.