

Projekt stanovení hodnoty společnosti Wista, s. r. o. výnosovými metodami oceňování

Bc. Hana Metelová

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Hana Metelová**
Osobní číslo: **M11398**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty společnosti Wista, s. r. o.
výnosovými metodami oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši týkající se metod a postupů využívaných pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Proveďte analýzu vývoje vnějšího a vnitřního prostředí hospodaření společnosti Wista, s. r. o.
- Na základě předchozí analýzy a stanovení prognózy vývoje trhu vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Pomocí vybraných výnosových metod oceňování stanovte hodnotu společnosti Wista, s. r. o.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana et al. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

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

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009, 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 22. února 2013
Termín odevzdání diplomové práce: 2. května 2013

Ve Zlíně dne 22. února 2013

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou 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 Zlině 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 nevyjádřeně 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 nahlázení 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 výtisky, 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 nezahrnuje 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). Odpirá-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 – diplomovou práci – nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 22. 4. 2013

Medlová

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 díla:

- (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 výdělků jim 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 přihlídí k výši výdělků dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Ve své diplomové práci se zabývám projektem stanovení hodnoty společnosti Wista, s. r. o. pomocí vybraných výnosových metod oceňování. V teoretické části se věnuji podstatě oceňování podniku a samotnému postupu při oceňování podniku. Také jsou zde popsány jednotlivé metody ocenění založené na analýze výnosů. Praktickou část tvoří strategická a finanční analýza, na základě kterých je zpracován strategický finanční plán. Cílem této práce je tedy stanovit výslednou hodnotu společnosti Wista, s. r. o.

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

ABSTRACT

In my diploma thesis I deal with the project of the value determination of the company Wista, Ltd. with the help of chosen yield valuation methods. In the theoretical part I am concerned with substance and process of the company valuation. There are also described different valuation methods based on yield analysis. The practical part includes strategic and financial analysis on which is developed the strategic financial plan. The aim of this thesis is to determine the final value of the company Wista, Ltd.

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

Ráda bych poděkovala vedoucímu mé diplomové práce panu Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph.D. za jeho cenné rady, připomínky a odborné vedení v průběhu zpracovávání této práce. Také děkuji generálnímu řediteli společnosti Wista, s. r. o. panu Ing. Jiřímu Neuwirthovi za poskytnutí potřebných podkladů a dalších informací pro vypracování diplomové práce.

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

„Podnik, který nepřináší nic jiného než peníze, je ubohý podnik.“

Henry Ford (1863 – 1947)

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 HODNOTA PODNIKU	13
1.2 KATEGORIE HODNOTY	14
1.2.1 Tržní hodnota	14
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota	15
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	15
1.2.4 Hodnota podle Kolínské školy	16
1.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ	17
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	18
2.1 FAKTOR ČASU.....	18
2.2 FAKTOR RIZIKA.....	18
2.2.1 Klasifikace rizika.....	19
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	21
2.3.1 Diskontní míra a riziko.....	21
2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění.....	22
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	24
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	25
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	25
3.2.1 Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu).....	26
3.2.2 Analýza konkurenční síly a vnitřního potenciálu podniku.....	27
3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku.....	27
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	28
3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	29
3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů	29
3.3.3 Analýza souhrnných ukazatelů.....	30
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ	30
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	31
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	31
4 METODY OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	33
4.1 METODA DISKONTOVANÉHO CASH FLOW.....	33
4.1.1 Metoda DCF entity (FCFF).....	34
4.1.2 Metoda DCF equity (FCFE).....	37
4.2 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	38
4.2.1 Vymezení NOA	40
4.2.2 Vymezení NOPAT	41
4.2.3 Výpočet WACC	41

II	PRAKTICKÁ ČÁST	43
5	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI WISTA, S. R. O.	44
5.1	HISTORIE SPOLEČNOSTI	44
5.2	PŘEDMĚT PODNIKÁNÍ	45
5.3	VIZE A CÍLE SPOLEČNOSTI.....	46
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA	48
6.1	MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	48
6.1.1	Politické a legislativní prostředí.....	48
6.1.2	Ekonomické prostředí	49
6.1.3	Sociální a demografické prostředí.....	50
6.1.4	Technické a technologické prostředí.....	51
6.2	RELEVANTNÍ TRH	51
6.2.1	Vymezení relevantního trhu	51
6.2.2	Analýza atraktivity trhu.....	53
6.2.3	Prognóza vývoje trhu.....	54
6.3	KONKURENČNÍ SÍLA	55
6.3.1	Stanovení tržního podílu podniku	55
6.3.2	Identifikace hlavních konkurentů.....	56
6.3.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly.....	57
6.4	PROGNÓZA TRŽEB	61
7	FINANČNÍ ANALÝZA	63
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	63
7.1.1	Analýza rozvahy.....	63
7.1.2	Analýza zisku a ztráty	67
7.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ.....	69
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	70
7.3.1	Analýza likvidity	70
7.3.2	Analýza zadluženosti.....	71
7.3.3	Analýza rentability	72
7.3.4	Analýza aktivity	74
7.4	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ.....	76
7.4.1	Altmanovo Z-skóre	76
7.4.2	Index IN01.....	77
7.5	ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU.....	78
8	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN	79
8.1	PLÁNOVANÉ ÚČETNÍ VÝKAZY	79
8.1.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	79
8.1.2	Plánovaný výkaz rozvahy.....	81
8.1.3	Plánovaný výkaz cash flow	82
8.2	VYHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	82

9	STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI WISTA, S. R. O.	84
9.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	84
9.1.1	Stanovení nákladů na vlastní kapitál	84
9.1.2	Stanovení nákladů na cizí kapitál	86
9.1.3	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál	87
9.2	OCENĚNÍ METODOU DISKONTOVANÉHO CASH FLOW	87
9.2.1	Metoda DCF entity	88
9.2.2	Metoda DCF equity	91
9.3	OCENĚNÍ METODOU EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	92
9.4	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ	94
9.4.1	Citlivostní analýza	95
	ZÁVĚR	97
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	98
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	101
	SEZNAM OBRÁZKŮ	103
	SEZNAM TABULEK	104
	SEZNAM PŘÍLOH	106

ÚVOD

Spolu s globalizací a rozvojem kapitálových trhů dochází k zintenzivňování kapitálového investování, které má za důsledek spojování a prodej podniků, čímž vyvstává problém tržního ocenění podniku. Oceňování podniku se stává stále rozsáhlejší disciplínou, které se v dnešní době věnují znalecké ústavy, investiční banky, poradenské firmy, ale také vedení a vlastníci malých a středních firem i ústavy vysokých škol.

Oceňování podniku není jednoduchou činností, jelikož vyžaduje mnoho teoretických vědomostí o různých metodách, které se při ocenění používají, také profesních zkušeností a znalostí z oblasti praktického řízení podniku. Nezbytné je stanovit důvod ocenění a pro koho je toto ocenění určeno. Klíčovými faktory úspěšného oceňování je kvalita informací, ze kterých jsou data čerpána, individuální přístup oceňovatele a zejména volba metody ocenění. Největší pozornost bude tedy kladena na metody výnosové, které jsou v České republice nejpoužívanější.

Cílem mé diplomové práce je stanovit výslednou hodnotu společnosti Wista, s. r. o. pomocí zvolených výnosových metod oceňování. Práce je rozdělena na dvě hlavní části. V první, teoretické části, se věnuji kritické literární rešerši, na základě které uvádím základní pojmy, jako je hodnota podniku a její kategorie, faktory času a rizika a diskontní míra. Dále je zde popsán postup při ocenění podniku, který zahrnuje sběr vstupních dat, strategickou a finanční analýzu a sestavení dlouhodobého finančního plánu. Nakonec jsou vymezeny jednotlivé metody ocenění založené na analýze výnosů.

Druhá, praktická část obsahuje nejprve stručnou charakteristiku oceňované společnosti. Následuje zpracování strategické a finanční analýzy, na základě které je pak vytvořen strategický finanční plán. V závěru práce je provedeno samotné ocenění společnosti vybranými výnosovými metodami oceňování; konkrétně je použita metoda diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty. Hodnota společnosti Wista, s. r. o. je stanovena k 1. 1. 2012, jelikož v době tvorby mé diplomové práce ještě nebyly k dispozici potřebné informace za účetní období roku 2012.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V dnešní době, kdy hospodaření většiny firem u nás i ve světě významně ovlivnil nástup hospodářské krize, se téma oceňování podniků stává opět více aktuálním a jeho význam roste – společnosti se transformují, prodávají, slučují, dostávají se do finanční tísně, krachují. Zpřísňují se podmínky pro poskytování úvěrů ze strany finančních institucí, pojišťovny se více zaměřují na analýzy rizik a odhalování pojistných podvodů, majitelé se staví zodpovědněji ke zprávám managementu o stavu jejich společnosti. Jak je z těchto skutečností patrné, důvodů pro hodnocení podniků je mnoho. Účel, k jakému má hodnocení sloužit, případně komu má sloužit, je základním kritériem majícím zásadní vliv na určení celého procesu oceňování. (Vochozka, 2011, s. 9)

1.1 Hodnota podniku

„Hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování.“ (Mařík et al., 2011, s. 20)

Podle Maříka et al. (2011) můžeme podnik oceňovat na různých hladinách:

- **Hodnota brutto** – jedná se o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto** – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál.

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) diskontovanými na jejich současnou hodnotu. Hodnota podniku není objektivní vlastnost, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad, který je v zásadě názorem autora ocenění. Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, jenž by umožňoval hledanou hodnotu určit. Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována. (Mařík et al., 2011, s. 20 a 21)

Kislingerová (2001) tvrdí, že hodnota podniku není totožná s cenou, jak je tomu obvykle u jiného zboží; hodnota a cena se rovnají jen výjimečně. Výsledná cena, za kterou je podnik prodán, je výsledkem celé řady dalších faktorů, které na ni mají podstatný vliv.

Mařík et al. (2011) rozlišuje hodnotu a cenu následovně:

- **Hodnota** je do značné míry ztotožněna s tržní hodnotou. Je to ekonomický pojem označující cenu, na které by se s největší pravděpodobností dohodli kupující a prodávající zboží nebo služby, které jsou použitelné ke koupi. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny, která by měla být zaplacená za zboží nebo služby v dané době v souladu s konkrétní definicí hodnoty.
- **Cena** je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. V důsledku finančních možností, motivací nebo speciálních zájmů daného kupujícího či prodávajícího cena zaplacená za zboží nebo službu může nebo nemusí mít nějaký vztah k hodnotě, kterou by tomuto zboží nebo službě mohli přisoudit ostatní. Cena je však obecně indikace relativní hodnoty přisouzené zboží nebo službě konkrétním kupujícím či prodávajícím za určitých podmínek.

1.2 Kategorie hodnoty

V návaznosti na předchozí úvahy můžeme dle Maříka et al. (2011) rozlišit několik základních kategorií hodnoty podniku. Tyto kategorie v podstatě plynou z následujících otázek:

- a) Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu?
Jaké je tedy tržní ocenění?
- b) Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- c) Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou (obecně přijatelnou)?

Z těchto hledisek se postupně vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku.

1.2.1 Tržní hodnota

Definice tržní hodnoty podle mezinárodních oceňovacích standardů (IVS, 2005, s. 82):

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

Předpokladem nejlepšího možného využití je nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku. Dále platí, že ocenění založené na trhu musí identifikovat a zahrnovat definici tržní hodnoty použitou v ocenění

a také musí určovat nejvyšší a nejlepší využití. Ocenění založená na trhu jsou odvozena z dat specifických pro odpovídající trh a měla by se opírat o metody a postupy, které se snaží odrážet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu. (Mařík et al., 2011, s. 24)

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle či kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.“ (IVS, 2005, s. 94)

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou podle Maříka et al. (2011) následující:

- Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, příp. investora; popřípadě jsou mírně upraveny směrem dolů.
- Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Pokud tedy oceňovatel vyvozuje budoucí peněžní toky v rozhodující míře z podkladů (hl. z finančního plánu) poskytnutých samotným podnikem, aniž by odpovídajícím způsobem testoval jejich přiměřenost, pak není oprávněn označit takové ocenění za tržní hodnotu.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Podle německých oceňovacích standardů je objektivizovaná hodnota definována takto:

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka nebo skupiny vlastníků, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podniku bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“

Kramná (2011) uvádí následující zásady, ze kterých se vychází při stanovení této hodnoty:

- udržení substance – z podniku by mělo být odčerpáno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla narušena majetková podstata,
- volný zisk – ocenění je založeno na volném zisku, jenž lze odčerpat, aniž by byla ohrožena substance podniku,

- nepotřebný majetek – výnosové ocenění zahrnuje jen majetek provozně nutný,
- možnosti změn v podniku – uvažuje se změnami, které jsou známy k datu ocenění,
- metoda – měla by být jasná a jednoznačná,
- management – je předpoklad jeho setrvání do budoucna,
- zdanění – doporučuje se zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

1.2.4 Hodnota podle Kolínské školy

V evropských zemích se často poukazuje na skutečnost, že je obecně problematické hovořit o tržní hodnotě, jelikož trh s podniky má v evropských podmínkách stále mnoho omezení:

- rozsah transakcí s „podobnými“ podniky není velký,
- trhu chybí transparentnost (především u přehledu o transakcích a jejich podmínkách),
- není zřejmé, zda cena byla zaplacená za pokračující podnik, či zda obsahuje synergie.

Reálným trhem je pouze kapitálový trh. Za reálné východisko pro ocenění většiny podniků je proto považováno subjektivní ocenění. Na tomto subjektivním postoji je právě založena tzv. Kolínská škola. Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. (Mařík et al., 2011, s. 30)

Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování, které popisuje ve své knize Krabec (2009):

- **Rozhodčí** – oceňovatel vystupuje v roli poradce, který počítá hodnotu pro rozhodnutí v závislosti na možnostech konkrétního tržního subjektu. Často se v tomto smyslu hovoří také o funkci poradenské.
- **Zprostředkující** – výsledkem odhadu oceňovatele v roli zprostředkovatele je rozhodčí hodnota, jejímž hlavním smyslem je mediace a sjednocení očekávání stran tržní transakce. Aby bylo možné posoudit, jaká hodnota je kompromisem takovéto konfliktní tržní situace, je nutné odhadnout i hodnoty pro rozhodnutí (tj. hraniční hodnoty).
- **Argumentační** – výsledkem je hodnota argumentační, jejímž smyslem je poskytnout co nejvíce argumentů pro to, aby subjekt transakce dosáhl co nejvýhodnějšího řešení konfliktní situace. Jedná se tedy opět o subjektivní hodnotu a je rovněž nutno znát hodnoty pro rozhodnutí, aby bylo možné vytvořit vyjednávací prostor.
- **Informační, resp. komunikační** – informační funkci plní ocenění především tehdy, je-li jeho účelem stanovení hodnoty pro finanční výkaznictví.

- **Daňová** – ocenění slouží k propočtu hodnoty, která slouží jako východisko pro vyměřovací základ při odvození daňové povinnosti.
- **Podpůrná** – ocenění plní konkretizující funkci v rámci společenských smluv obecně upravených ustanovením týkajících se majetkového vypořádání.

1.3 Důvody pro ocenění

Mařík et al. (2011) uvádí následující podněty k ocenění a rozlišuje je na:

1. Ocenění související s vlastnickými změnami
 - koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle obch. zákoníku
 - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti podle obchodního zákoníku
 - ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů podle obchodního zákoníku
 - ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů dle OZ
 - ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti
 - ocenění v souvislosti s fúzí či rozdělením společností dle obchodního zákoníku
2. Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám
 - změna právní formy společnosti dle obchodního zákoníku
 - zastavení obchodního podílu podle obchodního zákoníku
 - ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
 - ocenění v souvislosti se sanací podniku

Další členění ocenění může vyplývat z toho, zda jde o ocenění v souvislosti s transakcí typu nákup a prodej, kde cena za podíly na vlastním kapitálu podniku je placena v hotovosti, anebo ocenění směřující ke stanovení výměnného poměru akcií, který by měl být odůvodněný. V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně uvedeno, za jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí. (Mařík et al., 2011, s. 36)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Jak píše ve své knize Mařík, faktor času a rizika se do oceňování podniku promítá zejména prostřednictvím diskontní míry.

2.1 Faktor času

Z teoretického hlediska vymezujeme hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou jeho držiteli. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, však nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Kromě jejich výše je důležité i to, ve kterém okamžiku je držitel aktiva získá; mluvíme o tzv. časové hodnotě peněz. Příjem získaný dříve má totiž větší význam, než příjem získaný později, protože jeho příjemce může získané prostředky investovat a dosáhnout tak dalšího výnosu. V důsledku této skutečnosti nemůžeme při zjišťování hodnoty aktiva nebo podniku očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst. Musíme nejprve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tzn. zjistit jejich současnou hodnotu. Teprve tyto současné hodnoty budoucích příjmů můžeme sečíst. (Mařík, 2011, s. 39)

Mařík et al. (2011) uvádí následující přehled hlavních technik pro propočet peněžních částek k určitému časovému okamžiku:

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

2.2 Faktor rizika

Při oceňování podniku hraje jednu z podstatných rolí riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Analýza rizika má klíčový vliv na výsledné správné ocenění podniku. Platí, že čím vyšší je míra rizika, tím vyšší musí být míra výnosu pro investora. Riziko tedy vyjadřuje stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Pro investora riziko znamená, že může nastat okolnost, kdy se skutečné výsledky podniku budou lišit od výsledků očekávaných. Riziko lze charakterizovat pomocí pravděpodobnosti možnosti dosažení výsledků; obvykle se vyjadřuje v procentech. (Kislingerová, 2001, s. 104)

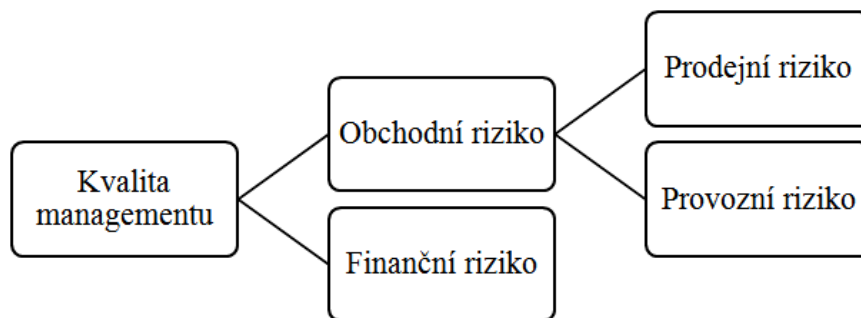
Mařík et al. (2011) dodává, že mírou rizika je pak velikost rozptylu očekávaných výnosů, resp. směrodatné odchylky těchto výnosů.

2.2.1 Klasifikace rizika

Zdroje rizika spatřuje Mařík et al. (2011) především v těchto hlavních oblastech:

- a) kvalita managementu a organizační struktury podniku,
- b) intenzita konkurence na příslušném trhu,
- c) stupeň diverzifikace,
- d) stupeň pružnosti provozních nákladů ve vztahu ke změnám podnikových výkonů (tzv. provozní páka),
- e) zatížení podniku fixními výdaji plynoucími z financování jako jsou úroky, splátky úvěrů, leasingové platby apod. (tzv. finanční páka).

Vztah mezi uvedenými faktory podnikatelského rizika můžeme znázornit graficky (Obr. 1):



Obr. 1. Vztah mezi zdroji rizika (Mařík et al., 2011, s. 41)

Tento pohled na riziko nám poslouží jako vhodné východisko pro kalkulaci diskontní míry.

Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena zejména:

- proměnlivostí prodeje (tj. prodejní riziko),
- úrovní fixních provozních nákladů (tj. provozní riziko).

Prodejní riziko vyplývá z možnosti, že očekávaný zisk nebude dosažen v důsledku vývoje situace na trhu. Lze jej měřit pomocí variability čistých tržeb, která závisí na:

- variabilitě poptávky v jednotlivých segmentech trhu,
- diverzifikaci podnikových aktivit,
- intenzitě konkurence.

Provozní riziko je dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech. Vyšší podíl fixních aktiv má často za následek vyšší podíl fixních nákladů. Fixní náklady nereagují pružně na změny prodeje a výsledky hospodaření budou citlivé na změnu prodeje. Větší výkyvy zisku znamenají větší riziko. (Mařík et al., 2011, s. 42)

Provozní riziko je ovlivněno především již zmíněnou provozní pákou, která se měří procentní změnou provozních zisků k procentní změně prodeje:

$$\text{provozní riziko} = \frac{\text{procentní změna provozního zisku}}{\text{procentní změna prodeje}} \quad (1)$$

Kislingerová (2001) definuje provozní riziko jako rozsah, v jakém je v podniku využíván hmotný dlouhodobý majetek a s ním spojené fixní náklady; jedná se tedy o proporcii fixních a variabilních nákladů. Platí, že čím vyšší má podnik podíl fixních nákladů na celkových nákladech, tím větší je provozní riziko a naopak.

Celkové obchodní riziko dle Maříka et al. (2011) nejlépe změříme pomocí variačního koeficientu provozních výsledků hospodaření (příp. EBIT):

$$\text{obchodní riziko} = \frac{\text{směrodatná odchylka provozních VH}}{\text{střední hodnota provozních VH}} \quad (2)$$

Rozhodujícím prvkem tohoto ukazatele bývá proměnlivost prodeje závislá na vývoji ekonomiky a vývoji poptávky na konkrétním trhu.

Finanční riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů. Při praktickém použití bývá ztotožněno s tou částí volatility celkových výsledků hospodaření, která je způsobená placením fixních nákladových úroků. (Mařík et al., 2011, s. 44)

Kislingerová (2001) doplňuje, že finanční riziko odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Podniky platí věřiteli za poskytnutí těchto zdrojů úrok, který je zahrnován do nákladů a má tedy vliv na konečný hospodářský výsledek. V souvislosti s užitím cizích zdrojů proto vzniká pro podniky tzv. úrokový daňový štít, který zvyšuje jak výnos pro akcionáře, tak i jeho finanční riziko.

Finanční riziko podle Maříka et al. (2011) můžeme měřit dvěma způsoby:

- prostřednictvím stupně finanční páky

$$\text{finanční riziko} = \frac{\text{procentní změna VH z běžné činnosti}}{\text{procentní změna provozního VH (nebo EBIT)}} \quad (3)$$

- prostřednictvím různých ukazatelů zadluženosti a likvidity

Celkové podnikatelské riziko můžeme nejlépe určit na základě volatility celkového výsledku hospodaření. V nejjednodušším vyjádření pak můžeme zjistit celkové riziko z variačního koeficientu výsledků hospodaření:

$$\text{celkové riziko} = \frac{\text{směrodatná odchylka VH za běžnou činnost}}{\text{střední hodnota VH za běžnou činnost}} \quad (4)$$

Kislingerová (2001) dodává obecné pravidlo: „Čím je vyšší provozní riziko, tím větší důraz je kladen na ziskovost tržeb při menší obratovosti kapitálu. Naopak, čím je vyšší finanční riziko, tím větší důraz je kladen na větší obratovost kapitálu při nižší ziskovosti tržeb.“

Dalším z možných přístupů ke klasifikaci rizika je podle Kislingerové (2001):

- **Riziko tržní** (systematické, nediverzifikovatelné) – jedná se o riziko, které je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí a které je rovněž spojeno s významnou vlastností, kterou je nemožnost jeho eliminace ze strany podniku. Představuje exogenní veličinu, na kterou podnik naopak musí pružně reagovat, aby byl schopen obstát v měnících se podmínkách. Měří se koeficientem beta, který udává citlivost investice vůči trhu.
- **Riziko specifické** (jedinečné, nesystematické, diverzifikovatelné) – riziko spojené s fungováním podniku. Je možno je efektivně diverzifikovat při vhodném výběru. Obvykle se vyjadřuje jako riziko provozní a finanční.

2.3 Diskontní míra

Úlohou diskontní míry je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s touto investicí. V diskontní míře se tedy odráží nejen faktor času, ale i riziko, které je spojeno s konkrétní investicí. Obecně platí, že čím je vyšší míra rizika, tím vyšší je výnos, který požaduje investor. (Kislingerová, 2001, s. 174)

Na tuto definici reaguje Mařík et al. (2011) následovně: „Diskontní míru určujeme na základě výnosnosti, kterou investor bude očekávat s přihlédnutím k riziku.“ Alternativní využití kapitálu, kterého se vlastně investor vzdá ve prospěch investice, je pro něj nákladem ušlé příležitosti. Investorův nárok na výnosnost, která by byla přiměřená riziku, je však zároveň vyjádřením nákladů na kapitál z hlediska podniku, který tento kapitál přijímá; což je tedy pouze pohled na diskontní míru z jiného úhlu.

2.3.1 Diskontní míra a riziko

Mařík (2011) tvrdí, že investice ve formě koupě podniku je téměř vždy zatížena rizikem.

Hlavní problém tedy spočívá v otázce, jak se vypořádat s oceněním rizika. Možnosti:

1. pracovat s rizikovou přírážkou k bezrizikové úrokové míře,
2. použít jistotní ekvivalent výnosů.

První možnost v praxi zatím převládá. Vycházíme z bezrizikové úrokové míry, tu upravíme o jistou úroveň, která by měla odpovídat míře rizika. Očekávané příjmy jsou tak zatíženy určitým rizikem; tomu odpovídá i výše diskontní míry.

Druhou možností je omezit očekávanou výnosovou míru pouze na její bezrizikovou část. Potom je však potřeba vyloučit i riziko z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy nahradíme jejich jistotním ekvivalentem. Důležité je dodržet princip jistotní ekvivalence úrokové míry. To znamená, že diskontní míra by měla být zatížena stejným rizikem jako příjmy, které budou použity pro výpočet ocenění.

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Podle Maříka (2011) by měl postup kalkulace diskontní míry záviset na kategorii hodnoty, kterou chceme zjišťovat, a na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno.

V první řadě je třeba odlišovat, pro jakou kategorii hledané hodnoty budeme kalkulovat diskontní míru:

- pro **tržní hodnotu** je třeba kalkulaci opřít o tržní data a tomu odpovídající metody,
- při **investiční hodnotě** budeme vycházet z alternativních možností využití kapitálu investora, kterou určí klient po poradě s oceňovatelem,
- pro **objektivizované ocenění** je třeba odhad diskontní míry, který bude podložen běžně dostupnými daty (obvykle se doporučuje vycházet z bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky opírající se o uzance, třídy rizika a expertní názor oceňovatele).

Pro diskontní míru v rámci hledání tržní hodnoty jsou k dispozici tyto základní postupy:

- a) Diskontní míru odvozujeme z kapitálového trhu pomocí tzv. tržního modelu CAPM (tj. model oceňování kapitálových aktiv).
- b) Diskontní míru odvozujeme z trhu s podniky – z hodnoty konkrétních podniků a projekce jejich budoucích peněžních toků dopočítáme skutečně dosahovanou výnosnost na trhu s podniky. Tento postup je považován za nejsprávnější.

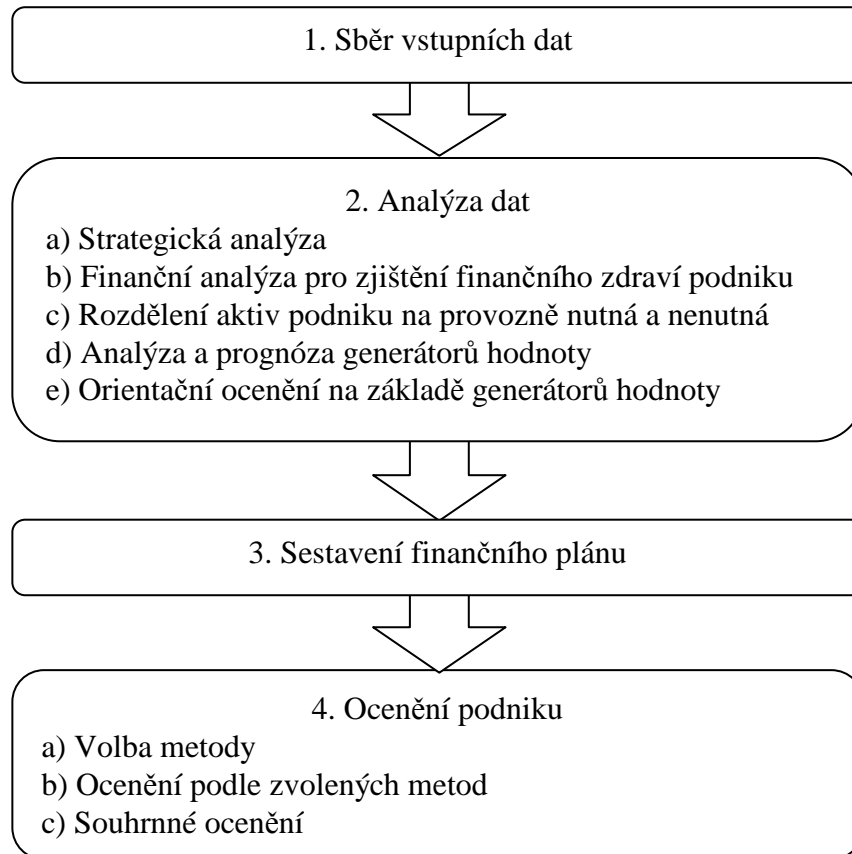
Kromě hledaného typu hodnoty má oceňování ještě jednu důležitou dimenzi, která je dána povahou investorů:

- **veřejná společnost**, jejíž akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu a investoři jsou akcionáři, kteří mohou tvořit portfolio cenných papírů – pak stačí počítat pouze se systematickým rizikem,
- **soukromá společnost**, jejíž akcie nejsou obchodovány a investoři nemají možnost snížit své riziko diverzifikací držených vlastnických podílů – je třeba kalkulovat s rizikovou přírážkou, která zahrnuje celé riziko (tj. systematické i nesystematické).

(Kramná, 2011, s. 23 a 24)

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Postup ocenění je třeba modifikovat podle konkrétních podmínek; především dle podnětu k ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat atd. V obecné rovině však Mařík et al. (2011) doporučuje následující postup (viz Obr. 2):



Obr. 2. Postup při ocenění podniku (vlastní zpracování)

Rozsah dat, která jsou shromažďována a následně zpracovávána, je značný a pokrývá téměř celé dění v podniku. Pro kvalitní ocenění je však nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale také o prostředí, ve kterém podnik funguje. Na fázi shromažďování informací navazuje fáze analytická, která zpravidla obsahuje strategickou a finanční analýzu podniku. V případě, že v rámci ocenění budou použity výnosové modely, je nezbytné sestavit i finanční plán. Po těchto analýzách následuje část aplikace modelů, jejichž výběr se řídí cílem práce. Je užitečné, aby bylo uplatněno několik modelů kvůli ověření správnosti výsledku práce. Pokud se řídíme právě tímto postupem, je nezbytné na závěr provést syntézu výsledků a formulaci závěru, ke kterému jsme dospěli. Konkrétně to znamená, že k určitému datu je stanovena hodnota podniku. (Kislingerová, 2001, s. 25 – 27)

3.1 Sběr vstupních dat

Podle Kramné (2011) jsou správné a relevantní informace základním předpokladem pro kvalitní ocenění. Potřebné vstupní data rozděluje Mařík (2011) do následujících skupin:

1. Základní data o podniku
 - data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, majetkové podíly, základní řídicí struktura podniku, informace o historii podniku
2. Ekonomická data
 - účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány
3. Relevantní trh
 - vymezení trhu, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu
4. Konkurenční struktura relevantního trhu
 - data o hlavních přímých konkurentech, možné substituty výrobků, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil podniku k dodavatelům a odběratelům
5. Odbyt a marketing
 - data o struktuře odbytu (struktura výrobků, odběratelů a územní), hlavní produkty, cenová politika, hlavní odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj
6. Výroba a dodavatelé
 - řízení a certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, investice, struktura dodávek a dodavatelů, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob
7. Pracovníci
 - struktura a kvalifikace zaměstnanců, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace pracovníků, produktivita práce, personální náklady

3.2 Strategická analýza

Základem pro formulování strategie podniku vedoucí k dosažení konkurenční výhody je nalezení souvislostí mezi podnikem a jeho okolím. Nejvýznamnějším úkolem strategie je připravit podnik na všechny situace, které s velkou pravděpodobností mohou v budoucnu nastat. Strategická analýza obsahuje různé analytické techniky využívané pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku, zahrnujícím makrookolí, odvětví, konkurenty, konkurenční sílu, trh a zdrojový potenciál podniku. Cílem strategické analýzy je tedy identifikovat,

analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku. S ohledem na cíl strategické analýzy lze vymezit její dva základní okruhy – analýzu orientovanou na vnější okolí podniku a analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 8 – 11)

3.2.1 Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu)

Krabec (2009) definuje relevantní trh jako prostředí, ve kterém je oceňovaný podnik nebo s ním srovnatelná aktiva předmětem kontinuální směny. Relevantní trh podniku je možno vymezit podle kritérií místa, času a obchodovaného aktiva.

Atraktivita trhu podle Neumaierové et al. (2005) závisí především na těchto parametrech: velikost trhu, tempo růstu trhu, intenzita konkurenčního prostředí, citlivost trhu na cyklické výkyvy ekonomiky, riziko. Větší trhy nabízejí více příležitostí pro růst. Samotný růst trhu velkou měrou ovlivňuje atraktivitu tržního prostředí, protože umožňuje snadněji dosahovat větších výnosů bez nutnosti vcházet do přímého boje o zákazníka. Rostoucí trhy tak umožňují vyhnout se cenovým válkám a následným poklesům marží.

Na analýzu atraktivity trhu by měla navázat prognóza vývoje trhu. Při jejím sestavení je potřeba postup modifikovat dle typu ocenění:

- u **tržního ocenění** by měla prognóza vycházet z názorů odborné veřejnosti,
- u **subjektivního ocenění** bude prognóza vycházet z individuálního názoru konkrétního investora a oceňovatele, který působí ve funkci poradce,
- u **objektivizovaného ocenění** bude prognóza vycházet především ze současného stavu, případně z nesporných a téměř prokazatelných tendencí dalšího vývoje, přičemž růstové možnosti budou zachyceny pravděpodobně jen neúplně.

Aby bylo možné prognózu trhu použít jako základ tržního ocenění, je nezbytné nalézt určitou souvislost s prognózou národohospodářských ukazatelů. Východiskem vlastní prognózy by měla být analýza hlavních faktorů, které na vývoj trhu působí. (Mařík et al., 2011, s. 68) Podle Kislingerové (2001) se jedná o vliv následujících ukazatelů: tempo růstu hrubého domácího produktu, fiskální politika státu, vývoj peněžní nabídky, úrokových sazeb, devizových kurzů a inflace, ekonomické a politické šoky.

3.2.2 Analýza konkurenční síly a vnitřního potenciálu podniku

Významnou charakteristikou odvětví jsou konkurenční síly, které v daném odvětví působí. Analýza konkurenčních sil zkoumá základ konkurence v odvětví. Konkurenční síly ovlivňují úspěšnost podniku; patří mezi ně: konkurenční pozice podniku, struktura zákazníků, pověst mezi věřiteli a dodavateli, schopnost přilákat kvalifikované pracovníky. Konkurenční prostředí je dáno specifickými podmínkami a konkurenční situací daného oboru. K řešení tohoto problému podstatně přispěl Porter modelem pěti sil, jenž je ve své podstatě nástrojem zkoumání konkurenčního prostředí. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 47)

Mařík et al. (2011) doporučuje nejprve stanovit tržní podíl oceňovaného podniku – pokud je to možné, tak na úrovni fyzických jednotek i peněžního vyjádření. V případě nemožného určení velikosti trhu lze použít kvalifikované odhady, kdy například vyjdeme ze znalosti či odhadu produkce hlavních konkurentů. Dále je třeba zanalyzovat hlavní faktory, které ovlivňují tržní podíly. Ty můžeme rozdělit na přímé (vnímané přímo zákazníkem) a nepřímé (podpůrné, vytvářející určité zázemí):

- **přímé faktory** – kvalita a technická úroveň, ceny, dostupnost, distribuce a pružnost dodávek, servis, reklama, celková image firmy,
- **nepřímé faktory** – kvalita managementu, výzkum a vývoj, systém řízení jakosti a certifikáty kvality, investice do majetku a lidského kapitálu, finanční zázemí.

3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognózu tržeb bychom měli vyvodit jednak z výsledků předchozích kroků, tj. z analýzy a prognózy relevantního trhu a z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, dále z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňované firmy a jejich extrapolace.

Při **hodnocení perspektivnosti podniku** vycházíme z poznatku, že perspektivnost je dána atraktivností trhu, na kterém se podnik pohybuje, a konkurenční silou, kterou se vyznačuje.

Vlastní prognóza růstu tržeb – když růst trhu vynásobíme růstem tržního podílu, získáme výchozí odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku. Zároveň bychom však měli udělat analýzu dosavadního růstu těchto tržeb a časovou extrapolaci průměrného růstu za minulé roky. Pokud nám z analýzy vyjde výrazně jiné tempo, musíme být schopni tuto změnu dostatečně vysvětlit nebo udělat korekci původního odhadu. (Mařík et al., 2011, s. 93 a 94)

3.3 Finanční analýza

Vochozka (2011) definuje finanční analýzu jako formalizovanou metodu, která umožňuje získat představu o finančním zdraví podniku. Je prováděna především před investičním či finančním rozhodováním v podniku. Pouze na základě zůstatků či obrátů jednotlivých účtů se nelze zcela správně rozhodnout. Údaje získané z účetních výkazů mají praktický smysl až při porovnání s ostatními číselnými údaji.

Finanční analýza pomáhá odhalit, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svá aktiva, zda je schopen včas splácet své závazky a celou řadu dalších významných skutečností. Znalost finanční situace podniku umožňuje manažerům správně se rozhodovat při získávání finančních zdrojů, při stanovení optimální finanční struktury, při alokaci volných peněžních prostředků, při poskytování obchodních úvěrů, při rozdělování zisku apod. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 17)

Podstatou finanční analýzy podle Landy (2008) je použití analytických metod a nástrojů pro získání potřebných informací z finančních výkazů. Tyto informace zobrazují důležité údaje o výsledcích minulé podnikatelské činnosti hodnoceného subjektu a o jeho současné finanční situaci. Údaje zobrazují důsledky dřívějších podnikatelských rozhodnutí a umožňují i určitý předpoklad o budoucím vývoji podniku.

Účelem finanční analýzy je podle Grünwalda a Holečkové (2008) především vyjádřit pokud možno komplexně majetkovou a finanční situaci podniku, tzn. podchytit všechny její složky, případně při podrobnější analýze zhodnotit blíže některou z jejích složek a také připravit podklady pro interní rozhodování managementu podniku.

Hlavním úkolem finanční analýzy je tedy posoudit úroveň současné finanční situace podniku, posoudit vyhlídky na jeho finanční situaci v budoucnosti a připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajistit jeho další prosperitu k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů. (Dluhošová et al., 2010, s. 71)

Knápková, Pavelková a Šteker (2013) uvádějí následující **postup při finanční analýze**: Nejdříve je důležité zjistit informace o samotné společnosti, předmětu její činnosti, strategii, počtu zaměstnanců atd. Poté by měl následovat další krok – analýza účetních výkazů (tzn. rozvahy, výkazu zisku a ztráty a cash flow). Po důkladném provedení této analýzy následuje zhodnocení všech složek finanční rovnováhy (tj. likvidity, zadluženosti, rentability, aktivity a ukazatelů kapitálového trhu, případně dalších ukazatelů). V dalším kroku

finanční analýzy je potřeba zabývat se vztahy uvnitř jednotlivých skupin ukazatelů a mezi skupinami těchto ukazatelů využitím paralelní soustavy nebo pomocí pyramidových rozkladů. Vyvrcholením je pak zhodnocení výsledků a souhrn doporučení, která by měla vést ke zlepšení stávajícího stavu analyzované společnosti.

3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele se využívají zejména k analýze vývojových trendů – srovnání vývoje v časových řadách (horizontální analýza) a k procentnímu rozboru komponent – jednotlivé položky výkazů se vyjádří jako procentní podíly těchto komponent (vertikální analýza). (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 67) Růčková (2010) doplňuje, že absolutní ukazatele vycházejí přímo z posuzování hodnot jednotlivých položek základních účetních výkazů. Tento postup je však značně omezený, neboť nezpracovává žádnou matematickou metodu.

Fotr, Vacík, Souček, Špaček a Hájek (2012) tvrdí, že absolutní ukazatele dávají představu o rozměru jednotlivých jevů. Podle toho, zda vyjadřují určitý stav nebo informují o údajích za určitý časový interval, hovoříme o veličinách stavových a tokových. Dále lze z absolutních ukazatelů dopočítat vybrané charakteristiky tzv. rozdílových ukazatelů (např. čistý pracovní kapitál). Ty slouží podle Sedláčka (2001) k analýze a řízení finanční situace firmy (zejména jeho likvidity). Označují se také jako fondy finančních prostředků.

3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Grünwald a Holečková (2008) uvádí, že poměrové ukazatele jsou základním metodickým nástrojem finanční analýzy. Charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu. Nejčastěji vycházejí z účetních dat (rozvahy a výkazu zisku a ztráty). Jsou nejoblíbenější a také nejrozšířenější metodou finanční analýzy, neboť umožňují získat rychlý a nenákladný obraz o základních finančních charakteristikách firmy. Lze je sestavovat jako podílové, kdy dávají do poměru část celku a celek, nebo jako vztahové, kdy dávají do poměru samostatné veličiny. (Sedláček, 2001, s. 61)

Poměrové ukazatele lze dle Blahy a Jindřichovské (2006) rozdělit do několika základních skupin podle toho, ze kterých účetních údajů vycházejí a na jaké rysy hospodaření podniku se zaměřují:

- **ukazatele likvidity** – vysvětlují vztah mezi oběžnými aktivy a krátkodobými pasivy a schopnost společnosti dostát včas svým závazkům,
- **ukazatele zadluženosti** – měří rozsah, v jakém je firma financována cizími zdroji a její schopnost pokrýt své dlužní závazky,
- **ukazatele rentability** – zobrazují vliv likvidity, řízení aktiv a dluhu na zisk firmy,
- **ukazatele aktivity** – měří efektivnost, s jakou řídí firma svá aktiva.

3.3.3 Analýza souhrnných ukazatelů

Knápková, Pavelková a Šteker (2013) tvrdí, že ekonomický proces je značně složitý a finančních ukazatelů je proto velmi mnoho. Pro usnadnění vysvětlení vzájemných souvislostí mezi jednotlivými ukazateli používanými ve finanční analýze lze využít soustav poměrových ukazatelů. Souhrnné ukazatele tedy představují možnost souhrnně vyhodnotit zdraví firmy prostřednictvím jednoho čísla. Tyto ukazatele se snaží v sobě zahrnout všechny podstatné složky finanční analýzy (tj. rentabilitu, likviditu, zadluženost i strukturu kapitálu). Navíc je jednotlivým složkám ukazatele přiřazena váha, která je odrazem jeho významnosti pro finanční zdraví podniku. Váhy pro jednotlivé složky příslušného ukazatele se opírají vždy o výsledky rozsáhlého empirického výzkumu. Souhrnné ukazatele představují prostředek pro rychlou informaci o finančním zdraví společnosti, je však zapotřebí je vždy dále doplnit provedením hlubší finanční analýzy. (Fotr, Vacík, Souček, Špaček a Hájek, 2012, s. 343)

Podstatou soustavy poměrových ukazatelů finanční analýzy je z formálního hlediska podle Růčkové (2010) sestavení jednoduchého modelu, jenž zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Tento model má tři základní funkce:

- vysvětlit vliv změny jednoho nebo více ukazatelů na celé hospodaření firmy,
- ulehčit a zpřehlednit analýzu dosavadního vývoje podniku,
- poskytnou podklady pro výběr rozhodnutí z hlediska firemních či externích cílů.

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Krabec (2009) uvádí, že rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná má důležitý význam při analýze tvorby hodnoty, jelikož nesprávně oceněná neoperativní aktiva většinou vedou k ničení hodnoty. Podle Maříka et al. (2011) vycházíme z předpokladu, že podnik má jedno podnikatelské zaměření, pro které potřebuje aktiva v určité velikosti a struktuře včetně

přiměřených kapacitních rezerv. Všechna ostatní aktiva označíme jako provozně nenutná. Důvody pro toto rozčlenění jsou následující:

- část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj žádné nebo jen malé příjmy,
- rizika spojená s příjmy z provozně nenutných aktiv mohou být odlišná,
- k ocenění obou skupin aktiv jsou často používány i jiné metody.

Neprovozní aktiva je tedy žádoucí oceňovat odděleně od majetku provozního, a to zvláště dle jednotlivých položek. Zjištěná hodnota aktiv nesloužících k hlavnímu provozu podniku se na závěr oceňování přičte k hodnotě provozní části podniku.

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

„Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.“ (Mařík et al., 2011, s. 125)

Kramná (2011) dodává, že principem analýzy a prognózy generátorů hodnoty je soustřeďovat pozornost na veličiny, které mají schopnost vytvářet v budoucnosti volné peněžní toky a tím vytvářet hodnotu podniku.

Mařík et al. (2011) uvádí následující generátory hodnoty:

- tržby a jejich růst,
- marže provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování (zejm. velikost cizího kapitálu),
- doba existence podniku (tj. generování pozitivního peněžního toku).

3.6 Sestavení finančního plánu

Finanční plán je součástí podnikového plánu. Zobrazují se v něm všechny složky podnikového plánu ve vazbě na podnikové cíle, strategie a politiky. Sestavuje se posuvným způsobem. Po uplynutí ročního období se celý dlouhodobý plán přepracuje s tím, že dřívější druhý rok se stane prvním rokem a doplní se plán na poslední rok plánovaného období tak, aby počet plánovaných let byl opět úplný. Finanční plán na nejbližší příští rok je součástí dlouhodobého finančního plánu. (Grünwald a Holečková, 2008, s. 133 a 135)

Marinič (2008) tvrdí, že dlouhodobý finanční plán vychází na základě potřeb rozvoje firmy z investic, výroby a prodeje, určuje prostřednictvím kapitálového plánování celkovou výši a optimální strukturu kapitálu, zajišťuje jeho efektivní využití a vyhodnocuje naplnění základních cílů podniku a ekonomické přínosy pro vlastníky.

Fotr, Vacík, Souček, Špaček a Hájek (2012) doplňují, že do strategického finančního plánu se promítají finanční efekty a finanční náročnost, proto je třeba věnovat tvorbě tohoto plánu patřičnou pozornost. Strategický finanční plán poskytuje taktéž obraz o tom, nakolik je celý plán v souladu s požadavky klíčových stakeholders.

Podle Sedláčka (2001) se u dlouhodobého finančního plánu dává přednost kvalitativnímu, verbálně komentovanému vyjádření faktorů, ovlivňujících zajištění plánované úrovně zisku, před formou konkrétní prezentace a přesností výpočtů. Sestavuje se zpravidla na příštích pět let a obsahuje následující části:

- plánovou výsledovku,
- plánovou rozvahu,
- plán peněžních toků.

Plánový výkaz zisků a ztrát představuje klíčovou složku strategického finančního plánu. Na základě stanovení tržeb a nákladů v jednotlivých letech plánovacího období se určuje hospodářský výsledek firmy před a po zdanění.

Plánová rozvaha kvantifikuje majetek firmy, zahrnující stálá aktiva v podobě dlouhodobého a oběžného majetku na straně jedné a pasiva, tj. zdroje financování, zahrnující vlastní kapitál a cizí zdroje financování na straně druhé.

Plánové peněžní toky tvoří třetí základní složku finančního plánu. Zobrazují jednak příjmy zvyšující peněžní fondy podniku a jednak výdaje, které tyto peněžní fondy odčerpávají. Stanovení peněžních toků vyžaduje tedy určit veškeré příjmy a výdaje podniku za určité období. Peněžní toky se člení na provozní, investiční a finanční. Souhrn těchto peněžních toků pak tvoří čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků podniku, což se označuje jako čistý peněžní tok.

Na základě těchto tří plánových účetních výkazů se pak stanovují hodnoty finančních ukazatelů, které slouží pro hodnocení strategického plánu a pro výběr nejvhodnější varianty k realizaci. (Fotr, Vacík, Souček, Špaček a Hájek, 2012, s. 166 – 193)

4 METODY OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

Dluhošová et al. (2010) píše, že u výnosových metod oceňování se vychází z předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniků jsou tímto užitekem myšleny budoucí ekonomické efekty (např. zisk, dividendy, finanční toky). Hodnota u těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu.

Podle toho, jakou veličinu budeme pod očekávanými výnosy mít na mysli, rozlišujeme jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku:

- metoda diskontovaného peněžního toku,
- metoda ekonomické přidané hodnoty,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

Jakkoli chápané výnosy mohou být při praktickém použití ještě modifikovány. Obecná kritéria pro modifikaci použitých výnosů u různých kategorií hledané hodnoty jsou tato:

- tržní hodnota – výnosy očekávané trhem, které se diskontují diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem (tj. jakýmsi průměrným investorem),
- investiční (subjektivní) hodnota – výnosy očekávané konkrétním subjektem, diskontujeme je požadovanou výnosností tohoto konkrétního investora,
- objektivizovaná hodnota – výnosy, které budou dosaženy s vysokou pravděpodobností (tj. pouze nesporné a doložitelné růstové příležitosti). (Mařík et al., 2011, s. 163)

4.1 Metoda diskontovaného cash flow

Podle Maříka et al. (2011) je z hlediska principu základní výnosovou metodou metoda diskontovaných peněžních toků. Peněžní toky jsou reálným příjmem, tedy reálným vyjádřením užitku z držení statku a přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty.

Pavelková a Knápková (2009) tvrdí, že na rozdíl od volného cash flow, jenž nezohledňuje čas ani riziko, při kterém jsou peněžní toky produkovány, diskontované cash flow pomocí nákladů na kapitál tyto okolnosti bere v úvahu.

Metody diskontovaných peněžních toků patří v současnosti k metodám, které mají největší využití zejména v anglosaských zemích. Ale i v českých podmínkách je tato metoda stále častěji využívána a zastává významné místo v procesu oceňování podniků. Tyto metody jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatel-

ské činnosti. Právě budoucí volný finanční tok je jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy.

Při použití těchto metod se setkáváme s několika základními úkoly. Prvním je správné vymezení budoucích finančních toků vhodných pro ocenění, druhým je stanovení nákladu kapitálu, kterým jsou tyto toky diskontovány, a třetím je určení hodnoty pomocí metody ocenění. (Dluhošová et al., 2010, s. 175)

Mařík et al. (2011) rozlišuje tři techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda entity (podnik jako celek),
- metoda equity (vlastní kapitál),
- metoda APV (upravená současná hodnota).

Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se však liší podle toho, jak k této hodnotě dospějeme.

4.1.1 Metoda DCF entity (FCFF)

Podle Maříka et al. (2011) při použití metody DCF entity nejprve peněžní toky pro vlastníky i věřitele diskontujeme, čímž získáme hodnotu podniku jako celku (tj. hodnotu brutto) a od ní pak odečteme hodnotu cizího kapitálu, takže získáme hodnotu vlastního kapitálu (tj. hodnotu netto). Podnik jako celek je ovšem chápán na úrovni investovaného kapitálu.

Kislingerová (2001) uvádí, že volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (označovaný též jako FCFF) tvoří veškeré provozní finanční toky, které podnik generuje z provozních aktiv. Hodnota FCFF představuje peněžní tok, z něhož budou, po zajištění rozvoje a dalšího fungování firmy, uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů. Zahrnuje veškeré finanční toky do podniku a neurčuje, pro koho budou určeny. Pro FCFF jsou charakteristické tyto znaky:

- představuje výhradně provozní peněžní toky,
- vychází se z hypotézy financování vlastním kapitálem,
- diskontní míra na bázi průměrných nákladů kapitálu promítá vliv kapitálové struktury,
- výsledkem je ocenění firmy celkem.

Tato skutečnost vede k tomu, že užití tohoto tvaru cash flow je výhodnější, jelikož v sobě obsahuje i toky pro věřitele. Je to z toho důvodu, neboť i přesné určení užití peněžních toků v podnikatelském plánu může být přesto velmi nepřesné a také obtížně definovatelné.

FCFF se využívá všude tam, kde v době ocenění podniku lze pozorovat relativně vysokou finanční páku, která se v průběhu zahrnovaného období mění, a rovněž lze očekávat podstatnější změny v diskontní míře. (Kislingerová, 2001, s. 161, 162 a 173)

Výpočtový schémata metody DCF entity znázorňuje následující tabulka (Tab. 1):

Tab. 1. Výpočet volného peněžního toku do firmy (Mařík et al., 2011, s. 170)

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

Dle Maříka et al. (2011) by pro korigovaný výsledek hospodaření jako východisko výpočtu DCF entity měly platit tyto obecné zásady:

- Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál, a to z důvodu, abychom dostali zisk a cash flow, které je k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- Neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat, protože hodnotu podniku tvoří pouze výsledky hospodaření trvalého charakteru.
- Neměl by zahrnovat žádné náklady a výnosy související s majetkem provozně nenutným, který jsme předtím vyřadili z provozně nutného investovaného kapitálu.

Co se týká investic pro výpočet FCFF, tak by měly být realizovány jen ty investice do podnikové činnosti, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu.

Hodnotu podniku jako celku určíme pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} \quad (5)$$

- $FCFF_t$ – volné cash flow do firmy v roce t
- i_k – kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)
- n – počet let předpokládané existence podniku

V praxi se ovšem obvykle předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Pro tak dlouhé období je však zpravidla nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Proto jsou zde dva návrhy na řešení:

- a) standardní dvoufázová metoda,
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

V praxi se používá většinou metoda dvoufázová. Tou se budeme zabývat dále.

Pavelková a Knápková (2009) tvrdí, že dvoufázová metoda vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze pak obsahuje zbytek časového období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku za období 2. fáze budeme označovat jako pokračující hodnotu. Ta má často vysoký podíl na celkové hodnotě (až 80 %). Její odhad může tedy významně ovlivnit vypočtenou hodnotu podniku.

Použití dvoufázové metody předpokládá, že jsme schopni odhadnout výši peněžních toků po jasně prognózovaném období. Je to možné přijetím předpokladu například stabilní ziskové marže, stabilní výnosnosti investic, rentability vloženého kapitálu a dalších parametrů a odhadem růstu podniku.

Hodnota podniku celkem (tj. brutto) při použití dvoufázové metody se podle Maříka et al. (2011) vypočítá takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(i_k - g)} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (6)$$

- FCFF – volné cash flow do firmy v jednotlivých letech
- i_k – kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu
- g – předpokládané tempo růstu během druhé fáze, tj. do nekonečna
- T – délka první fáze v letech

Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení 1. fáze (tento okamžik je totožný se začátkem druhé fáze).

U metody DCF se někdy můžeme setkat i s mírnějším členěním budoucnosti. Jedná se o případ, kdy se zdá být vhodné rozdělit budoucí vývoj podniku na tři části:

- fáze rychlého růstu – sestavujeme kompletní finanční plány,

- fáze přechodnou (růst se zpomaluje) – FCF odhadujeme pomocí ročního tempa růstu,
- období stability – pokračující hodnotu počítáme jako perpetuitu.

Formální podoba vzorce pro hodnotu podniku pomocí třífázové metody pak vypadá takto:

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \cdot (i_k - g)} \quad (7)$$

- FCFF – volné cash flow do firmy v jednotlivých letech
- i_k – diskontní (kalkulovaná) úroková míra
- g – stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi
- $T1$ – počet let rychlého růstu
- $T2$ – součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu (Mařík et al., 2011, s. 200)

Pavelková a Knápková (2009) uvádějí, že výslednou hodnotu vlastního kapitálu potom získáme tak, že celkovou hodnotu podniku snížíme o hodnotu úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění. V případě, že byla vyčleněna aktiva, která nejsou provozně nutná, přičteme jejich hodnotu, kterou mají k datu ocenění.

4.1.2 Metoda DCF equity (FCFE)

Podle Maříka et al. (2011) vycházíme při použití metody DCF equity z volných peněžních toků, které jsou k dispozici jen vlastníkům podniku (což označujeme jako FCFE), a jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu. Kislingerová (2001) doplňuje, že FCFE tedy představuje volný peněžní tok, který zůstává ve společnosti po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího fungování firmy. Pokud i za těchto okolností zůstává finanční tok kladný, pak to znamená, že firma generuje zdroje navíc, které v případě, že se jedná o trvalý jev, mohou být důvodem pro založení dividendové politiky, nebo to může být pro podnik signál, že právě tyto volné zdroje lze umístit do alternativních investičních příležitostí, kde by získaly přiměřené zhodnocení.

Tento peněžní tok je spojen s odlišnou mírou rizika; to znamená, že riziko je v tomto případě vyšší a musí se odrazit i ve stanovení diskontní míry, která musí být ve vztahu právě s rizikovostí finančního toku.

Modely pracující s FCFE používáme tehdy, jestliže se jedná o podniky s ustálenou finanční pákou, tj. se stabilizovanou strukturou financování, a jestliže lze FCFE stanovit předem s potřebnou mírou spolehlivosti. Jako opodstatněné se jeví využití i v těch případech, kdy

jde o podniky, které nejsou obchodovatelné na kapitálovém trhu a nevyplácejí dividendu. (Kislingerová, 2001, s. 172 a 173)

Schéma výpočtu metody DCF equity zobrazuje následující tabulka (Tab. 2):

Tab. 2. Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky (Mařík et al., 2011, s. 205)

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
4.	– Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
5.	– Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
6.	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
7.	– Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
8.	– Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	= FCFE

Tyto peněžní toky pak diskontujeme pouze náklady vlastního kapitálu, které jsou stanoveny pro danou míru zadlužení. Výsledkem je výnosová hodnota vlastního kapitálu. Pokračující hodnotu vyčíslíme například na základě věčné renty nebo Gordonova modelu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (8)$$

- i_k – kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku
- g – předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let (Mařík et al., 2011, s. 205 a 206)

4.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Podle Mariniče (2008) ukazatel EVA vychází z tzv. ekonomického zisku, který na rozdíl od zisku účetního zohledňuje náklady na vlastní kapitál. Ekonomický zisk je proto nižší než zisk účetní, a to o hodnotu nákladů vlastního kapitálu. Mařík et al. (2011) dodává, že ekonomického zisku v tomto pojetí tedy podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu (cizího i vlastního).

Maříková a Mařík (2005) tvrdí, že ekonomická přidaná hodnota je chápána jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady na kapitál. Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C \quad (9)$$

- NOPAT – zisk z operační činnosti podniku (tj. zisk z provozních operací) po zdanění
- C – kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku (tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku, která slouží k dosažení operačního zisku); v jiné podobě se jedná o NOA – čistá operační aktiva definovaná jako součet provozně nutných stálých aktiv a provozně nutného čistého pracovního kapitálu
- WACC – průměrné vážené náklady kapitálu (Landa, 2008, s. 106)

Podle Dluhošové et al. (2011) vychází ekonomická přidaná hodnota z obecného pravidla, že podnik musí vyprodukovat minimálně tolik, kolik činí náklady kapitálu z investovaných prostředků. Tyto náklady na kapitál nebo požadovaná míra výnosnosti se týkají jak vlastního kapitálu, tak dluhu. Z jiného pohledu je EVA vlastně způsobem, kterým akcionáři měří zisk podniku po úhradě alternativních nákladů na kapitál.

Pavelková a Knápková (2009) uvádí, že ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro vlastníky. Kislingerová (2001) dále doplňuje, že je-li EVA kladná, pak byla vytvořena nová hodnota, v případě rovnosti nule nedochází ke zhodnocení investice (tzn. výnosnost investovaného kapitálu se rovná nákladům na jeho pořízení) a pokud je výsledek záporný, výkonnost podniku nestačí ani k pokrytí nákladů spojených s užitím kapitálu, čímž dochází ke znehodnocení bohatství akcionářů (tj. úbytku hodnoty). Vyšší tvorby ekonomické přidané hodnoty budou dosahovat ty podniky, které s menším objemem levnějšího kapitálu dosáhnou většího zisku. (Marinič, 2008, s. 40)

Dle Pavelkové a Knápkové (2009) je pro výpočet EVA nezbytné upravit vstupní účetní data tak, aby co nejvíce odpovídala ekonomické realitě podniku. Při identifikaci nutných úprav je potřebné se zaměřit na:

- úpravu položek rozvahy o aktiva, která v ní nejsou uváděna, ale představují majetek potřebný k podnikání a produkci operativního zisku,
- úpravu položek rozvahy o aktiva, která jsou v rozvaze uváděna, ale nepodílejí se na produkci operativního zisku,

- úpravu výsledku hospodaření na operativní zisk, který se vztahuje k hlavní činnosti podniku tak, aby bylo dosaženo symetrie mezi upravenou rozvahou a výkazem zisku a ztráty pro účely výpočtu EVA.

Oceňování podniku pomocí ukazatele EVA je významné především proto, že postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty podniku. Prognóza zisku na dlouhou dobu dopředu není ve většině podniků reálná, proto pro výpočet opět volíme dvoufázovou metodu. Na to navazuje Mařík et al. (2011) s tvrzením, že druhá fáze přitom bývá často počítána jako věčná renta z odhadu stabilní EVA do nekonečna.

Hodnota vlastního kapitálu (tj. netto) se při použití dvoufázové metody vypočítá takto:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (10)$$

- EVA_t – ekonomická přidaná hodnota v roce t
- NOA_0 – čistá operační aktiva k datu ocenění
- T – počet let explicitně plánovaných hodnot EVA
- $WACC$ – průměrné vážené náklady na kapitál
- CK_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění
- A_0 – ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (Maříková a Mařík, 2005, s. 69)

Pavelková a Knápková (2009) vyjadřují závěr, že je z uvedeného evidentní, že pokud podnik chce, aby rostla jeho tržní hodnota, musí se snažit o dosažení co nejvyšší ekonomické přidané hodnoty v běžném roce i o vytvoření růstových příležitostí.

Podle Maříka et al. (2011) při použití metody DCF a EVA platí, že by měl vyjít stejný výsledek, jestliže jsou splněny tyto podmínky:

- v obou metodách jsou použity stejné vážené průměrné náklady na kapitál,
- je použit stejný zisk, tj. výpočet volných peněžních toků u metody DCF nevychází z účetního provozního zisku, ale z NOPAT,
- investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA.

4.2.1 Vymezení NOA

Čistá operativní aktiva jsou dle Pavelkové a Knápkové (2009) aktiva produkující operativní zisk, která jsou krytá vlastním a cizím úročeným kapitálem. Mařík et al. (2011) dodává, že aktiva by měla být vyjádřena v ocenění, které odpovídá jejich skutečné hodnotě.

Východiskem pro výpočet hodnoty NOA je rozvaha. Přitom je podle Landy (2008) nutné:

- z celkových aktiv vyloučit neoperační aktiva,
- aktivovat položky, které účetně v aktivech vykazovány nejsou,
- aktiva snížit o neúročený cizí kapitál.

Důvodem je způsob výpočtu ukazatele EVA, kdy od operativního zisku jsou odečítány náklady na kapitál. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 61)

4.2.2 Vymezení NOPAT

Pavelková a Knápková (2009) tvrdí, že operativní zisk je tvořen zapojením čistých operativních aktiv do činnosti podniku. Pro určení NOPAT je proto nutné vycházet z aktiv, která tvoří NOA.

Provozní výsledek hospodaření je podle Landy (2008) třeba upravit o následující operace:

- vyloučit z finančních nákladů placené úroky,
- vyloučit mimořádné položky nákladů a výnosů,
- započítat vliv změn vlastního kapitálu,
- posoudit, do jaké míry mají dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek operační (provozně potřebný) charakter.

4.2.3 Výpočet WACC

Průměrné vážené náklady kapitálu jsou náklady na celkový investovaný dlouhodobý kapitál, resp. výnos aktiv. Velikost průměrných nákladů závisí na způsobu užití vlastních zdrojů a také na zdroji. Podniky, které umějí efektivněji využít vlastní a cizí zdroje, dosahují nižších průměrných nákladů na kapitál. Výsledná hodnota WACC se mění i ve vazbě na kapitálovou strukturu podniku. (Vochozka, 2011, s. 121)

WACC podle Maříkové a Maříka (2005) určíme jako vážený průměr nákladů vlastního a cizího úplatného kapitálu ve tvaru:

$$WACC = n_{VK} \cdot \frac{VK}{K} + n_{CK} \cdot \frac{CK}{K} \cdot (1 - d) \quad (11)$$

- n_{VK} – náklady na vlastní kapitál
- n_{CK} – náklady na cizí kapitál
- VK – vlastní kapitál

- CK – úročený cizí kapitál
- K – celkový kapitál (VK + CK)
- d – daňová sazba z příjmů právnických osob

Pavelková a Knápková (2009) píší, že náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů. To je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Pro odhad nákladů vlastního kapitálu se používá model oceňování kapitálových aktiv, model diskontovaných dividend, postup založený na připočtení rizikové přírážky k bezrizikové úrokové sazbě, případně se tyto náklady určí na základě průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví. Při stanovení nákladů na cizí kapitál je nákladem úrok, který nese podnik; což je úrok, který platí podnik věřiteli, snížený o tzv. daňový štít (úroky jsou daňově uznatelným nákladem).

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI WISTA, S. R. O.

Společnost s ručením omezeným Wista byla založena na základě společenské smlouvy ze dne 8. září 1994 ve formě notářského zápisu. Základní kapitál společnosti činí 100 000 Kč a je splacen v plné výši. Wista, s. r. o. je společnost v soukromém vlastnictví, kde 100% obchodní podíl má generální ředitel, který má nejvyšší postavení a zastává rovněž funkci statutárního orgánu, je tedy jednatelem společnosti. Společnost měla v roce 2011 celkový průměrný počet 11 zaměstnanců, což představuje nárůst oproti předchozím rokům. Klíčové pracovníky tvoří dva obchodně-techničtí poradci a jeden obchodní poradce.

5.1 Historie společnosti

Společnost Wista, s. r. o. byla založena v roce 1994. Od svého vzniku soustřeďuje svoje aktivity do oblasti povrchových úprav. Na trh dodává specializovaný sortiment profesionální tryskací techniky, systémů pro nanášení povrchových úprav, vakuovou techniku a zařízení pro výrobu a úpravu stlačeného vzduchu. Součástí dodávek je také soubor služeb jako návrhy, zpracování dokumentace, poradenství a servis zařízení.

Dynamicky se rozvíjející společnost trvale zaznamenává meziroční nárůst tržeb o cca 30 %, který zastavila až ekonomická krize. Přesto se dokázala v tomto období stabilizovat a restrukturalizovat a připravit předpoklady dalšího růstu. V roce 1995 došlo ke spojení firmy Wista, s. r. o. s nizozemským holdingem Straal Beheer. Od roku 1998 je ve svém regionu společnost Wista zástupcem firem Norclean (dnes Nederman), OMSG (metací stroje) a OSU-Hessler (metalizační technika).

Přední postavení mezi dodavateli technologií tryskání a povrchových úprav zdůrazňují tyto milníky:

- Do roku 1991 sahají zkušenosti pracovníků Wista, s. r. o. s prodejem tryskací techniky.
- V roce 1994 jako první společnost realizovala kombinovanou tryskací a metalizační komoru v Čechách a na Slovensku.
- Od roku 1998 vyrábí a kontinuálně vyvíjí vlastní technologie sběru, dopravy a čištění abrazivních materiálů.
- V roce 2004 společnost zahájila prodej tryskacích zařízení s metacími koly.
- Od roku 2006 zavádí pneumatické pohony dopravníků sběru abraziva.

- V roce 2011 společnost Wista odkupuje obchodní podíl od společnosti Straal Beheer a představuje trhu své nové logo.

5.2 Předmět podnikání

Předmětem podnikání společnosti Wista, s. r. o. je výroba, obchod a služby. Konkrétně se zabývá technologiemi pro povrchové úpravy, tryskáním, lakováním a metalizací:

- **Tryskání** – používá se především k účelu:
 - příprava povrchů – odstraňování starých barev, nečistot, okují, zdrsňování
 - zpeňování povrchů – vnášení povrchového napětí do ocelových dílců
 - konečná úprava – sjednocení povrchů, leštění nerezů a plastů, strukturování dřeva
 - patří sem: sběr abraziva, metací stroje, tryskací kabiny a haly, mobilní jednotky, díly a příslušenství, abraziva
- **Lakování, sušení a metalizace**
 - povrchové úpravy chrání před korozí a povětrnostními vlivy, prodlužují životnost
 - lakování dodává výrobku nové vlastnosti: barvu, vylepšuje design
 - metalizace výrazně zvyšuje kvalitu povrchové úpravy, v kombinaci s lakováním tvoří dokonalou dlouhodobou ochranu
- **Technologické celky**
 - komplexní pracoviště povrchových úprav (tryskárny, lakovny, metalizace, mycí boxy apod.) a jejich dovybavení dalšími technologiemi
 - efektivizace výroby a minimalizace manipulace s produkty
 - prostorově a energeticky úsporné řešení propojení technologických procesů
 - lepší podmínky přípravy a aplikace povrchů

Společnost Wista, s. r. o. kromě toho nabízí také následující služby:

- **Projektování** – odborné zhodnocení uživatelských potřeb, posouzení vhodnosti použitých tryskacích materiálů, posouzení a návrhy technologických toků, možnosti vytížení a kapacitní propočty pro dodávky i rekonstrukce technologických celků.
- **Konzultace a poradenství** – rady při návrhu nové technologie, změn nebo úprav technologie stávající, možnost odzkoušení účinků abrazivních materiálů ve firemní testovací dílně nebo domluvení vzorového tryskání na referenčních zařízeních.

- **Servis a servisní smlouvy** – v rámci služeb je poskytován záruční i pozáruční servis (spojení s odbornými konzultanty, přímé spojení s centrálními sklady všech hlavních subdodavatelů, zajištění podpory ze strany projekčních a výrobních složek, pravidelné kontrolní prohlídky).
- **Doprava a zaslání zboží** – součástí zpracování zakázky jsou také dodávky zařízení do místa určení, které jsou zajišťovány přes tuzemské i zahraniční dopravce.
- **Internetový obchod** – tento obchodní systém přináší nabídku specializovaného zboží a vytváří nové obchodní prostředí pro dodavatele technologií a služeb a stálé nebo potenciální uživatele.

5.3 Vize a cíle společnosti

Vizí společnosti Wista, s. r. o. je neustálým zlepšováním řízení procesů, zvyšováním spolehlivosti a výkonnosti výrobních kapacit a pozitivní motivací všech zaměstnanců aktivně využít rostoucí potenciál trhu a vytvářet silné, oboustranně výhodné partnerské vztahy se současnými i budoucími zákazníky. Ve spolupráci s pečlivě vybranými partnery nabízet komplexní sortiment strojů a pracovat na trvalém zvyšování jejich uživatelských standardů. Smyslem práce společnosti je spokojenost jejich klientů.

Cílem společnosti je být:

- významným dodavatelem technologií povrchových úprav v teritoriu střední Evropy,
- významným dodavatelem systému sběru a třídění abraziva s celosvětovou působností,
- seriózním zaměstnavatelem nabízejícím atraktivní zaměstnání,
- malou společností vyznačující se vysokou přidanou hodnotou spolehlivosti, kvality výrobků a služeb,
- důkazem úspěšnosti kombinace českých mozků a rukou, který se dokáže prosadit na Evropském i světovém trhu,
- spolehlivým obchodním partnerem pro zákazníky a dodavatele.

Hodnoty společnosti jsou vodítkem pro jejich postoje a chování. Byly stanoveny, aby vedly zaměstnance k dosažení cílů společnosti. Hodnotami společnosti tedy jsou:

- růst, výkonnost, efektivita,
- spolehlivost, kvalita,
- akceschopnost, kreativita,
- etika v podnikání, ohleduplnost k životnímu prostředí.

Sloganem „*Kvalitou na povrch*“ chce společnost vyjádřit vazbu mezi jejím posláním a cíli se zdůrazněním oboru, ve kterém pracují. Úspěch společnosti je kolektivním dílem schopného personálu. Snahou každého zaměstnance společnosti je profesionální odborný růst a zlepšování podmínek pro práci ve společnosti v souladu s jejím posláním a cíli. Snažení jejich pracovníků směřuje k tomu, aby zákazníci a obchodní partneři vnímali firmu a její ochrannou známku jako symbol důvěry, spolehlivosti a kvality poskytovaných služeb. Otevřenost, vzájemná důvěra a pochopení jsou společnou vlastností zaměstnanců a předpokladem pro práci ve společnosti. (Wista s.r.o., 2010)

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza je pokládána za zásadní fázi procesu oceňování. Jejím úkolem je vymezit celkový výnosový potenciál oceňované společnosti, který je závislý na vnějších a vnitřních podnikových možnostech. V následující kapitole bude tedy provedena analýza makroekonomického prostředí, dále vymezen relevantní trh a jeho vývoj, určena konkurenční síla podniku a prognózovány jeho tržby.

6.1 Makroekonomické prostředí

Nejprve je nutné zanalyzovat vnější potenciál společnosti, což bude provedeno pomocí tzv. PEST analýzy. Konkrétně se jedná o významné politické, ekonomické, sociální a technologické faktory, které na podnik působí. Vývoj makroprostředí, ve kterém podnik funguje, má totiž podstatný vliv na jeho výkonnost.

6.1.1 Politické a legislativní prostředí

Politické faktory se týkají vládní politiky, jejích zásahů do ekonomiky, podpory podnikání a vládních priorit v této oblasti. Vládní politika může mít dopad na mnoho oblastí, které jsou pro podnikání důležité. Mezi politické vlivy lze zařadit aktuální politickou situaci, pozici a stabilitu vlády, monetární a fiskální politiku, podporu zahraničního obchodu a postoj ke korupčnímu jednání.

Legislativní faktory se vztahují k právnímu prostředí, ve kterém se podnik vyskytuje. Toto prostředí je zpravidla vytvořené státní mocí a jde zejména o chystané a platné zákony či vyhlášky, státní regulace, také regulace importu a exportu a v neposlední řadě o ochranu životního prostředí. Obchodní zákony existují hlavně z důvodů ochrany konkurenčního prostředí před monopolními vlivy, dále kvůli ochraně zákazníků a celé společnosti před nekalými podnikatelskými snahami.

V současnosti můžeme v České republice pozorovat nestabilní politické prostředí. Jako významná událost se jeví zvolení nového prezidenta na začátku letošního roku. Pokud jde o vládu, ta se snaží udržet schodek státního rozpočtu na plánované úrovni a taktéž oživit ekonomiku pomocí různých reforem. Daňové změny se pro naše účely týkají především daně z příjmů a daně z přidané hodnoty.

Sazba daně z příjmů právnických osob zůstane na 19 %, nicméně odvody na sociální a zdravotní pojištění (nyní 34 %) nahradí daň z úhrnu mezd ve výši 32,5 %. Jejím základem bude součet příjmů ze závislé činnosti a funkčních požitků. Bude zastropována čtyřnásobkem průměrné mzdy, násobené počtem pracovníků. Co se týká DPH, tak od minulého roku vzrostla snížená sazba z 10 na 14 procent a základní sazba zůstala na 20 procentech. Od roku 2013 se tyto sazby měly původně sjednotit na 17,5 %, nakonec se však vláda dohodla na zvýšení obou sazeb o jeden procentní bod, tedy ze 14 % na 15 % a z 20 % na 21 %. (Aktuálně.cz, 2013)

6.1.2 Ekonomické prostředí

Mezi ekonomické faktory patří například hrubý domácí produkt, inflace, nezaměstnanost, průměrná mzda, směnné kurzy, úrokové sazby a další. Vývoj těchto hlavních indikátorů je zobrazen v následující tabulce (Tab. 3).

Tab. 3. Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů (vlastní zpracování)

Položka	Rok					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Hrubý domácí produkt (růst v %)	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,9	-1,1
Průměrná míra inflace (v %)	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3
Míra nezaměstnanosti (v %)	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	6,9
Průměrná nom. mzda (růst v %)	7,2	7,9	3,4	2,2	2,4	2,2
Směnný kurz CZK/EUR	27,8	25,0	26,4	25,3	24,6	25,1
Směnný kurz CZK/USD	20,3	17,1	19,1	19,1	17,7	19,6
Dlouh. úrokové sazby (v %)	4,3	4,6	4,7	3,7	3,7	2,8

Podle Makroekonomické predikce České republiky vydané Ministerstvem financí ČR v lednu 2013 se česká ekonomika v průběhu celého roku 2012 nacházela v mírné recesi, ze které by sice počátkem letošního roku měla vystoupit, oživování ekonomické aktivity by však mělo být velmi pozvolné. HDP by se tak v meziročním srovnání měl zvýšit pouze o 0,1 %. Ekonomika by v roce 2013 měla být nadále tažena přebytkem výkonové bilance, kladný příspěvek čistých vývozu by ale měl být téměř vyvážen záporným příspěvkem hrubých domácích výdajů. K výraznějšímu oživení ekonomické činnosti by mělo dojít až v následujícím roce, kdy by HDP mohl vzrůst o 1,4 %, a to jak při kladném příspěvku zahraničního obchodu, tak i hrubých domácích výdajů.

Pro rok 2013 se počítá s růstem spotřebitelských cen o 2,1 % a v roce 2014 by měla průměrná míra inflace dosáhnout 1,8 %. V obou letech by se tedy měla pohybovat v blízkosti inflačního cíle ČNB, přičemž rizika zrychlení inflace i deflace jsou nízká. Letos bude růst spotřebitelských cen značným způsobem ovlivněn zvýšením obou sazeb DPH o jeden procentní bod k 1. lednu 2013.

Zaměstnanost, která se v roce 2012 podle odhadu zvýšila o 0,4 %, by v tomto i příštím roce měla stagnovat. Tendenci k mírnému růstu by však měla vykazovat míra nezaměstnanosti, která by z loňských 6,9 % mohla letos vzrůst na 7,3 % a v roce 2014 dále na 7,4 %. Nárůst objemu mezd a platů by v letošním roce mohl dosáhnout 1,9 % a v dalším roce pak 3,5 %.

V rámci hypotéz o vývoji vnějšího prostředí došlo ke zhoršení výhledu ekonomického vývoje eurozóny na tento rok. Řecko se nachází v hluboké depresi, další jižní státy eurozóny procházejí citelnou recesí. Propad ekonomiky, spojený s nárůstem nezaměstnanosti a mizivými vyhlídkami na dohledné zlepšení ekonomické situace, s sebou zároveň přináší sociální a politický neklid.

Zpomalení růstu či dokonce mělké recesi se zřejmě nevyhnou ani další země eurozóny. To by mělo vést ke snížení poptávky po vývozech z České republiky a tím pádem i k poklesu kladného příspěvku zahraničního obchodu k růstu HDP. Oproti minulému Makroekonomické predikci však došlo ke snížení rizik vztahujících se k dluhové krizi v eurozóně.

Vedle dalšího vývoje krize v eurozóně představuje nebezpečí také nízká úroveň důvěry v české ekonomice. Souhrnně lze tedy konstatovat, že ekonomická rizika jsou i nadále mírně vychýlena směrem dolů. (MF ČR, 2013)

6.1.3 Sociální a demografické prostředí

Jakákoliv změna v sociálním prostředí může mít vliv na změnu poptávky po produktech a službách společnosti a ochoty zaměstnanců pracovat. Chování není určeno pouze jejich vlastnostmi, ale je ovlivňováno také okolním prostředím. Trendy u obyvatelstva jsou jedním z nejdůležitějších faktorů, které působí na chování podniku, jelikož lidé jsou zákazníci a právě oni vytvářejí trh.

V úvahu je proto potřeba vzít demografické změny společnosti, strukturu podniku, vzdělanost obyvatelstva, náboženství, velikost, vývoj a mobilitu pracovní síly, příjmy a kupní sílu populace, rodinné hodnoty obyvatelstva apod. V rámci demografických vlivů je potřeba se

zaměřit na tři základní faktory, a to na změnu v zalidnění, posuny ve věku populace a rozložení příjmů obyvatelstva.

V České republice v současnosti žije 10,5 milionu lidí. Pokud jde o demografický vývoj populace, v posledních letech stále roste průměrný věk dožití, s čímž souvisí i prodlužování odchodu do důchodu. V ČR také neustále dochází ke zvyšování nezaměstnanosti. Ve Zlínském kraji, kde společnost Wista, s. r. o. sídlí, byla míra nezaměstnanosti začátkem roku 2013 na úrovni 8,65 %, což je mírně vyšší než celorepublikový průměr (8,1 %). Co se týká vzdělanosti obyvatelstva, v poslední době rovněž přibývá počet středoškolsky a vysokoškolsky vzdělaných lidí, naopak klesá zájem o studium učňovských oborů. (ČSÚ, 2013)

6.1.4 Technické a technologické prostředí

Technické a technologické faktory mají významný vliv na konkurenceschopnost společnosti. V dnešní době technického pokroku je nutné tyto činitele neustále analyzovat, aby podnik nezaostával za ostatními. Jedná se především o postoj k vědě a výzkumu, investice podniku do této činnosti, podpora vědy a výzkumu ze strany vlády, množství a dostupnost informací, nové pracovní postupy, metody a techniky a v neposlední řadě rovněž rychlost morálního zastarávání v oboru.

Společnost Wista, s. r. o. působí v odvětví, ve kterém jsou inovace a technický rozvoj velmi důležitý. Analyzovaná společnost se proto účastní různých veletrhů, kde vystavuje svoje nejnovější technologie pro potenciální zájemce. V nedávné době otevřela také svůj e-shop, čímž přilákala řadu dalších zákazníků.

6.2 Relevantní trh

Po analýze vnějšího potenciálu společnosti následuje vymezení relevantního trhu příslušejícího oceňovanému podniku. Jedná se o základní krok strategické analýzy, jelikož z jeho určení vychází prognóza dalšího vývoje tohoto trhu.

6.2.1 Vymezení relevantního trhu

Podle Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE), která je v platnosti od 1. 1. 2008, lze podnikatelské aktivity společnosti Wista, s. r. o. zařadit do sekce C – Zpracovatelský průmysl. V podrobnějším členění patří do oddílu 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovo-

dělných výrobků, kromě strojů a zařízení; konkrétně se jedná o třídu 25.61 – Povrchová úprava a zušlechťování kovů.

V souladu s klasifikací ekonomických činností zahrnuje zpracovatelský průmysl 24 odvětví. Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků má trvale významné místo ve sféře celého zpracovatelského průmyslu. Zejména pro stavebnictví, strojírenský, elektro-technický a automobilový průmysl je tento oddíl jedním z nejdůležitějších dodavatelů komponentů pro kompletaci konečných výrobků a zařízení.

Oddíl CZ-NACE 25 se v roce 2011 podílel 8,3 % (tj. 271 452 430 tis. Kč) na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb v rámci tohoto průmyslu, čímž se umístil na druhém místě v tomto pomyslném žebříčku. Nejvíce podniků v rámci zpracovatelského průmyslu bylo v roce 2011 registrováno podle Českého statistického úřadu právě v oddílu CZ-NACE 25 (39 964 podniků, podíl 23,1 %). Jedná se o sektor, kde je nejvyšší počet podnikatelských subjektů s méně než dvaceti zaměstnanci. Průměrný počet zaměstnaných osob v tomto oddíle v roce 2011 činil 132 855 (podíl 12,4 %).

Výrobní činnost oddílu CZ-NACE 25, označovaného jako kovovýroba, je sledována v osmi skupinách. Pokud se zaměříme konkrétně na skupinu 25.6 – Povrchová úprava a zušlechťování kovů, obrábění; zjistíme, že podíl na celkových tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb v rámci tohoto oddílu byl v roce 2011 ve výši 21,7 % (tj. 59 082 474 tis. Kč). Tato skupina má podstatný vliv na konečnou kvalitu a úroveň strojírenského výrobku.

Počet podniků v této skupině v roce 2011 byl 11 304. Jejich výhodou je vysoká míra univerzality, která jim umožňuje bez drastických opatření pružně reagovat na okamžité potřeby trhu. Tyto společnosti jsou také schopny nedostatek zakázek vlastní výroby rychle kompenzovat poskytováním dalších služeb a kooperací. Průměrný počet pracovníků zařazených do této skupiny byl v roce 2011 na úrovni 30 327.

Co se týká zahraničního obchodu, tak ve vývozu i dovozu výrobků je dlouhodobě největším obchodním partnerem České republiky jeho nejbližší soused – Německo. Tento stav je daný řadou příznivých faktorů, například vzájemnou vhodnou geografickou polohou obou zemí či ekonomickými vazbami. (MPO, 2012)

Pro větší přehled jsou výsledky o vývoji zpracovatelského průmyslu shrnuty do tabulky (Tab. 4) a zároveň doplněny údaji i za společnost Wista, s. r. o.

Analyzovaná společnost získala celkem 57 bodů, což činí 59 %. V tomto případě můžeme atraktivitu daného trhu hodnotit jako mírně nadprůměrnou.

6.2.3 Prognóza vývoje trhu

Periodikum Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2011 uvádí, že s rozvojem strojírenského průmyslu v České republice dále vzrůstá poptávka po kovových komponentech. Po automobilovém průmyslu je velkým odběratelem produkce oddílu kovovýroby stavebnictví. Kovové konstrukce a prefabrikáty získávají ve stavebnictví stále větší oblibu. S růstem životní úrovně, různorodostí nabídky a kvality finálních výrobků se zvýšil i odbyt kovové produkce pro běžné spotřebitele.

V globálním konkurenčním prostředí se daří především v posledních letech znovu získávat zakázky většího či menšího rozsahu i v rámci investičních celků, mnoho společností si trhy udrželo a dále úspěšně expandují. Nabízí se možnost odbytu jak v tuzemsku, tak zejména na zahraničních trzích. Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků v České republice má z uvedených důvodů velmi dobré vyhlídky na další rozvoj v náročném konkurenčním prostředí. (MPO, 2012)

Prognóza vývoje trhu je provedena na základě ukazatele HDP v běžných cenách, který je vyčíslen v absolutních hodnotách a prostřednictvím tempa růstu také v procentech. Predikce hrubého domácího produktu byla určena podle odborníků z Ministerstva financí, pro prognózu tržeb a tempa jejich růstu v letech 2012 – 2014 jsem použila regresní analýzu. Odhadovaný vývoj relevantního trhu je znázorněn v tabulce (Tab. 6).

Tab. 6. Prognóza vývoje trhu (vlastní zpracování)

Rok	Hrubý domácí produkt		Tržby za skupinu 25.6	
	mil. Kč	Tempo růstu	mil. Kč	Tempo růstu
2007	3 526 000	x	60 780	x
2008	3 635 000	3,1 %	64 552	6,2 %
2009	3 471 000	-4,5 %	48 326	-25,1 %
2010	3 558 000	2,5 %	51 977	7,6 %
2011	3 625 000	1,9 %	59 082	13,7 %
2012	3 584 000	-1,1 %	55 366	-6,3 %
2013	3 589 000	0,1 %	55 708	0,6 %
2014	3 639 000	1,4 %	59 132	6,1 %

Průměrné tempo růstu trhu (2012 – 2014) je na úrovni 0,13 %.

6.3 Konkurenční síla

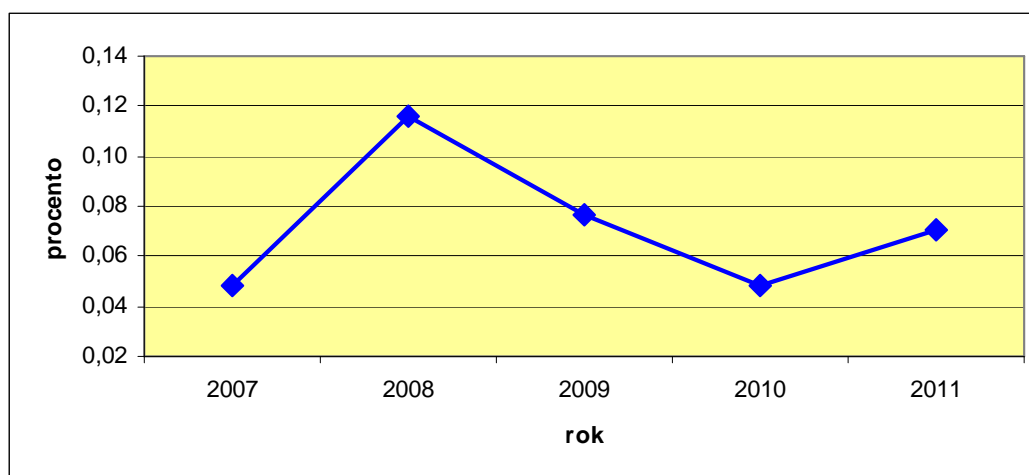
Analýza konkurenční síly se skládá ze stanovení tržních podílů oceňovaného podniku, identifikace jeho hlavních konkurentů, analýzy vnitřního potenciálu podniku a nejvýznamnějších faktorů jeho konkurenční síly. V této části práce bude tedy posouzeno, jak je společnost schopna využít své šance plynoucí z rozvoje trhu a zároveň do jaké míry je schopna účinně čelit konkurenci a možným hrozbám.

6.3.1 Stanovení tržního podílu podniku

Při stanovení tržního podílu oceňovaného podniku vyjdeme z předchozí analýzy. Tržní podíl určíme jako poměr tržeb společnosti Wista, s. r. o. a tržeb za skupinu 25.6 zahrnující povrchovou úpravu a zušlechťování kovů, obrábění.

Tab. 7. Tržní podíl společnosti Wista, s.r.o. (vlastní zpracování)

Rok	Tržby skupina 25.6 (mil. Kč)	Tržby Wista, s.r.o. (mil. Kč)	Tržní podíl Wista, s.r.o.
2007	60 780	29,40	0,048 %
2008	64 552	75,06	0,116 %
2009	48 326	37,45	0,077 %
2010	51 977	24,78	0,048 %
2011	59 082	41,71	0,071 %



Obr. 3. Vývoj tržního podílu společnosti Wista, s. r. o. (vlastní zpracování)

Jak můžeme vidět z obrázku (Obr. 3), tržní podíl společnosti Wista, s. r. o. se ve sledovaných letech pohyboval v rozmezí 0,05 % až 0,12 %. Na nejvyšší úrovni byl v roce 2008, v dalších letech došlo k jeho snížení (hlavně vlivem světové hospodářské krize), nicméně v posledním roce se opět zvýšil.

6.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

Jak již bylo zmíněno, společnost Wista, s. r. o. působí v oboru povrchových úprav, tryskání, lakování a metalizace. Na trhu jí konkurují především tyto firmy:

Spolmont, s. r. o.

Společnost Spolmont, s. r. o. byla založena ve Vsetíně v roce 1994. Je to výrobní firma s dodávkou, montáží a servisem svých zařízení. Hlavní výrobní činnost se soustřeďuje do těchto oblastí: tryskací zařízení a stroje, metací stroje a zařízení, tryskací, lakovací a sušící kabiny, abrazivo. Začátkem roku 2013 společnost spustila svůj nový e-shop.

(Spolmont s.r.o., 2011)

Surfin, s. r. o.

Společnost Surfin, s. r. o. vznikla v roce 1992. Je to zavedená obchodní společnost, která se zabývá prodejem práškových barev a technologií pro lakování a otryskávání a také poskytuje servis a odborné poradenství v oblasti povrchových úprav. Jedná se o oficiální obchodní zastoupení několika významných zahraničních firem.

(Surfin s.r.o., 2013)

Oteco, s. r. o.

Společnost Oteco CZ, spol. s r.o. byla založena roku 1992 jako výrobní firma pro rakouskou společnost Oteco GmbH Wien s dlouholetou tradicí v oblasti tryskání. Vyrábí a prodává kompletní sortiment tryskacích zařízení a metacích kol ve svém závodě v Bučovicích. V roce 2006 se stali jedním ze zakládajících členů Sdružení českých povrchových úprav.

(Oteco CZ spol. s r.o., 2012)

Taltech, s. r. o.

Společnost Taltech, s. r. o. vznikla v roce 2006. Specializuje se na prodej a servis strojů a zařízení pro povrchovou úpravu a technické poradenství. Nabízí lakovací techniku pro nanášení rozpouštědlových nátěrových hmot, technologii pro nanášení práškových barev, zařízení pro otryskávání povrchů, chemickou přeúpravu materiálů a další sortiment.

(Taltech s.r.o., 2013)

KP Pfleger, s. r. o.

Kovovýroba Pfleger je zavedená zámečnická firma s dlouholetou tradicí. Nabízí konstrukční práce, servis a montáž tryskacích a lakovacích zařízení. Zabývá se povrchovou úpravou svých výrobků pomocí práškového lakování, lakování mokkými barvami a zinkováním.

(KP Pfleger s.r.o., 2010)

6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Vnitřní potenciál oceňovaného podniku je zhodnocen pomocí přímých a nepřímých faktorů. Nejprve jsou uvedeny čtyři tabulky (Tab. 8, Tab. 9, Tab. 10 a Tab. 11) od autora Maříka, které obsahují faktory nepřímé, jenž zákazník zpravidla přímo nevidí. Podstata hodnocení spočívá v přiřazení bodů (0 – 6) každému dílčímu kritériu.

Tab. 8. Hodnocení kvality managementu (vlastní zpracování)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Schopnost tvořit vize	Žádné						x		Vedení má jasnou vizi
Schopnost tvořit strategie	Žádná					x			Vedení má jasnou strategii
Schopnost prognózovat	Špatná				x				Mimořádná
Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle					x			Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné					x			Pravidelně, obsáhle
Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						x		Jasně kompetence a hodnoty
Osobní kvalifikace	Nedostatečná						x		Vysoce kvalifikovaný
Schopnost se učit	Strnulost v minulém					x			Vysoká, zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování					x			Schopnost rychle nalézt řešení
Vyváženost tech. a ekonom. hledisek	Jednostrannost						x		Ovládá obě oblasti

Četnost bodů		0	0	0	1	5	4	0	
Body x četnost		0	0	0	3	20	20	0	

Získaný počet bodů = 43

Průměrný počet bodů = $43 / 10 \cong 4$

Tab. 9. Hodnocení situace v personální oblasti (vlastní zpracování)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Kvalifikace a fluktuace									
Závislost na klíčových odbornostech	Provoz je vysoce závislý na pracovnících se spec. odborností				x				Provoz nevyžaduje speciální odbornost
Kvalifikace personálu	Podnik nemá personál s vyžadovanou kvalifikací						x		Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým prac. místům						x		Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
Klima v podniku									
Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost						x		Spokojenost, důvěra v budoucnost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali „vnitřní výpověď“					x			Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
Osobní náklady									
Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, či naopak růstu mezd je věnována malá pozornost						x		Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
Náklady na školení	Minimální				x				Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	0	0	2	1	4	0	
Body x četnost		0	0	0	6	4	20	0	

Získaný počet bodů = 30

Průměrný počet bodů = $30 / 7 \cong 4$

Tab. 10. Hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje (vlastní zpracování)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Inovační síla									
Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik delší dobu nepodal přihlášku k registraci			x					Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky
Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů					x			Nadprůměrný
Podíl nových produktů na tržbách (příspěvek na krytí, cash flow)	Nízký, tržby (příspěvek na krytí, CF) plynou zejm. ze zavedených produktů				x				Vysoký
Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány			x					Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
Organizace výzkumu a vývoje									
Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém				x				Propracovaný motivační systém
Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý					x			Vysoký
Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řízení					x			Jasně cíle a strategie, propracované vazby mezi výzkumem a marketingem
Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl			x					Nadprůměrný podíl
Četnost bodů		0	0	3	2	3	0	0	
Body x četnost		0	0	6	6	12	0	0	

Získaný počet bodů = 24

Průměrný počet bodů = $24 / 8 \cong 3$

Tab. 11. Hodnocení dlouhodobého majetku a investic (vlastní zpracování)

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, či příliš mnoho nevyužitých kapacit						x		Kapacity optimálně využité
Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá					x			Modernější vybavení než u konkurence
Stav údržby (dle celkového dojmu)	Nedostatečná, zanedbanost				x				Pečlivá údržba
Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“					x			Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu			x					Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná				x				Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů		0	0	1	2	2	1	0	
Body x četnost		0	0	2	6	8	5	0	

Získaný počet bodů = 22

Průměrný počet bodů = $22 / 6 \cong 4$

Konkurenční sílu společnosti Wista, s. r. o. mohou souhrnně vyhodnotit na základě analýzy přímých a nepřímých faktorů, kterým jsou přiděleny váhy. Jednotlivá kritéria lze hodnotit v rozmezí 0 až 6 bodů, čímž může být dosaženo maximálně 162 bodů. Přímé faktory, kterým zatím nebyla věnována pozornost, jsou obsaženy v první části tabulky (Tab. 12). Považujeme je za celkem zřejmé, zákazník je přímo vnímá. Druhá část tabulky je doplněna faktory nepřímými, které jsou převzaty z předchozích kroků analýzy jako průměrný počet získaných bodů za hlavní skupiny.

Tab. 12. Zhodnocení konkurenční síly společnosti Wista, s.r.o. (vlastní zpracování)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha x Body	
		Negativní		Průměr			Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	Kvalita výrobků	3					x			4	12
	Technická úroveň výrobků	2				x				3	6
	Cenová úroveň	3					x			4	12
	Šíře sortimentu	2					x			4	8
	Intenzita reklamy	2			x					2	4
	Výhody místa	1			x					2	2
	Výhody distribuce	1				x				3	3
	Image firmy	1					x			4	4
	Servis a služby	2					x			4	8
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3					x			4	12
	Výkonný personál	2					x			4	8
	Výzkum a vývoj	1				x				3	3
	Majetek a investice	2					x			4	8
	Finanční situace	2					x			4	8
Celkem	27									98	

Získaný počet bodů = 98

Maximální počet bodů = 162

Hodnocení = $98 / 162 * 100 = 60 \%$

Z tabulky můžeme vidět, že analyzovaná společnost dosáhla celkového počtu 98 bodů, což je 60 %. Z toho vyplývá, že konkurenční síla oceňovaného podniku se pohybuje lehce nad průměrem konkurentů.

6.4 Prognóza tržeb

Prognóza růstu tržeb je posledním krokem strategické analýzy. Vyplývá z předcházející analýzy a prognózy relevantního trhu, vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti a dále z dosavadního tempa růstu jeho tržeb.

Tempo růstu tržeb oceňovaného podniku pro budoucí roky odvodíme z predikce růstu trhu a změn tržního podílu podniku. K tomu použijeme tento vzorec:

$$\text{tempo růstu tržeb} = (\text{index růstu trhu} \cdot \text{index změny tržního podílu}) - 1 \quad (12)$$

Vycházíme přitom z již dříve zjištěných údajů. Následující tabulka (Tab. 13) zobrazuje předpokládaný vývoj tržeb společnosti Wista, s. r. o.

Tab. 13. Prognóza růstu tržeb společnosti Wista, s. r. o. (vlastní zpracování)

Rok	Tržby skupina 25.6		Tržní podíl Wista, s.r.o.	Tržby Wista, s.r.o.	
	mil. Kč	Tempo růstu		mil. Kč	Tempo růstu
2007	60 780	x	0,048 %	29,40	x
2008	64 552	6,2 %	0,116 %	75,06	155,3 %
2009	48 326	-25,1 %	0,077 %	37,45	-50,1 %
2010	51 977	7,6 %	0,048 %	24,78	-33,8 %
2011	59 082	13,7 %	0,071 %	41,71	68,3 %
2012	55 366	-6,3 %	0,065 %	35,78	-14,2 %
2013	55 708	0,6 %	0,066 %	36,55	2,2 %
2014	59 132	6,1 %	0,068 %	39,95	9,3 %

Průměrné tempo růstu tržeb oceňované společnosti v letech 2012 až 2014 je -0,9 %.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza patří k důležitým nástrojům finančního řízení, proto se bez ní neobejde ani ocenění podniku. Posuzuje finanční zdraví společnosti a taktéž tvoří podklad pro sestavení finančního plánu. Pro provedení finanční analýzy vycházím z údajů za období let 2007 až 2011. Potřebné informace čerpám z účetních výkazů společnosti Wista, s. r. o., které jsou uvedeny v přílohách P I a P II.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Výchozím bodem finanční analýzy je tzv. vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů. V případě horizontální analýzy sledujeme, jak se zkoumaná veličina změnila oproti předchozímu roku v její absolutní a procentuální výši. Ve vertikální analýze vyjadřujeme jednotlivé položky účetních výkazů jako procentní podíl ke zvolené základně položené jako 100 %.

7.1.1 Analýza rozvahy

Podrobná horizontální a vertikální analýza rozvahy je uvedena v přílohách P III a P IV. Horizontální analýza hlavních skupin aktiv a pasiv je znázorněna v následující tabulce (Tab. 14), kde je uvedeno, jak se jednotlivé položky rozvahy měnily během let 2007 až 2011. Analýza zahrnuje jak absolutní meziroční změny, tak i změny relativní.

Tab. 14. Horizontální analýza rozvahy (vlastní zpracování)

Položka	Změna 2007/08		Změna 2008/09		Změna 2009/10		Změna 2010/11	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Aktiva celkem	23 031	134,99	-16 557	-41,30	-4 190	-17,80	13 996	72,35
Dlouhodobý majetek	-147	-24,02	208	44,73	91	13,52	-143	-18,72
Oběžná aktiva	23 177	141,06	-16 760	-42,31	-4 290	-18,78	14 134	76,16
Ostatní aktiva	1	5,56	-5	-26,32	9	64,29	5	21,74
Pasiva celkem	23 031	134,99	-16 557	-41,30	-4 190	-17,80	13 996	72,35
Vlastní kapitál	4 225	77,71	-1 138	-11,78	5 574	65,39	2 403	17,04
Cizí zdroje	18 813	161,94	-15 419	-50,67	-9 764	-65,05	11 581	220,72
Ostatní pasiva	-7	-100,00	0	0,00	0	0,00	12	x

Z tabulky je patrné, že jak na straně aktiv, tak pasiv společnosti došlo k mnoha výkyvům, proto se nyní se zaměřím na komentář jejich podstatných změn.

Z horizontální analýzy aktiv vidíme, že celková bilanční suma v roce 2011 oproti předchozím dvěma roků opět roste (o 72,35 %; tj. 13 996 tis. Kč). Je to způsobeno především podobným vývojem u oběžných aktiv. V roce 2011 tedy vzrostl oběžný majetek o 76,16 % (14 134 tis. Kč), v předcházejících dvou letech byl zaznamenán naopak jeho pokles. Co se týká dlouhodobého majetku, tak ten má úplně opačný trend. V posledním roce je patrný jeho pokles o 18,72 %, absolutně pak o -143 tis. Kč. Největší podíl na tom má položka „Samostatné movité věci a soubory movitých věcí“, jelikož je u ní taktéž v roce 2011 zřejmý pokles o 55,7 % (-422 tis. Kč). V minulých analyzovaných letech se vyvíjela naprosto stejným tempem jako dlouhodobý majetek.

V rámci oběžných aktiv došlo také k významným pohybům. Na jejich celkovém růstu se nejvíce podílí zásoby (resp. zboží), které rostly nejrychleji (241,9 %; 7 868 tis. Kč v roce 2011). Krátkodobé pohledávky vykazují podobný trend. V posledním analyzovaném roce rovněž stouply (o 74,4 %; tj. 5 901 tis. Kč). Pokud se na ně zaměříme podrobněji, zjistíme, že na celkovém růstu této položky se v roce 2011 nejvýznamněji podílejí krátkodobé poskytnuté zálohy (5 324,3 %; 7 880 tis. Kč). Tento výrazný nárůst zapříčinilo právě velké zvýšení krátkodobě poskytnutých záloh v daném roce. K podstatné změně došlo také u položky „Stát – daňové pohledávky“, které v roce 2009 sice stouply o 18 633,3 %, nicméně v absolutním vyjádření to činí 1 677 tis. Kč. Tento efekt byl způsoben velmi nízkým objemem daňových pohledávek v roce předchozím. Krátkodobý finanční majetek se měnil zejména vlivem položky „Účty v bankách“.

Dlouhodobý nehmotný majetek, dlouhodobý finanční majetek ani dlouhodobé pohledávky se ve sledovaném období vůbec nezměnily, jelikož společnost nic z toho neviduje ve svém účetnictví. U ostatních aktiv neboli časového rozlišení nedocházelo k přílišným změnám, alespoň co se týká absolutní sumy, která je ve všech případech zanedbatelná.

Taktéž v oblasti pasiv vzrostla celková bilanční suma v roce 2011 stejným způsobem jako u aktiv, přičemž současně došlo k růstu vlastního kapitálu (o 17,04 %; 2 403 tis. Kč) i cizích zdrojů (o 220,72 %; 11 581 tis. Kč). Pokud jde o vlastní kapitál, k největším změnám docházelo u výsledku hospodaření. Konkrétně u výsledku hospodaření běžného účetního období jsou vidět výrazné výkyvy. V posledních letech je patrný jeho pokles (v roce 2011 o -56,9 %; tj. -3 170 tis. Kč). Základní kapitál a všechny fondy zůstaly po celou dobu nezměněny, tudíž i jejich změna je nulová.

Růst cizích zdrojů v roce 2011 byl nejvíce ovlivněn zvýšením položek „Krátkodobé závazky“ (237,7 %; 10 860 tis. Kč) a „Bankovní úvěry a výpomoci“ (106,3 %; 721 tis. Kč). Stav dlouhodobých závazků se ve sledovaném období nezměnil. V rámci krátkodobých závazků došlo k nejvýraznější změně u krátkodobých přijatých záloh. Ty v roce 2011 vzrostly o 1 051,1 %, což absolutně činí 6 811 tis. Kč. K podstatnému relativnímu nárůstu došlo v roce 2010 také u položky „Dohadné účty pasivní“ (o 1 025,4 %), ale v absolutním vyjádření se prakticky jedná o poměrně malou částku (728 tis. Kč).

Co se týká ostatních pasiv, tak tam je situace podobná jako u ostatních aktiv. V této oblasti docházelo u všech položek pouze k nepatrným změnám.

Vertikální analýza rozvahy ukazuje, jak se hlavní skupiny rozvahových položek podílely na celkových aktivech a pasivech ve sledovaných letech. Složení aktiv i pasiv, jak je zřejmé z tabulky (Tab. 15), se během let příliš nemění, pouze v rámci pasiv došlo v roce 2010 ke změně poměru vlastního kapitálu a cizích zdrojů. V následujícím textu se tedy budu zabývat vertikální analýzou jednotlivých aktiv a pasiv doplněnou interpretací důležitých změn.

Tab. 15. Vertikální analýza rozvahy v % (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2006	2007	2008	2010	2011
Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobý majetek	3,59	1,16	2,86	3,95	1,86
Oběžná aktiva	96,31	98,79	97,08	95,93	98,05
Ostatní aktiva	0,11	0,05	0,06	0,12	0,08
Pasiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	31,87	24,10	36,22	72,88	49,49
Cizí zdroje	68,09	75,90	63,78	27,12	50,47
Ostatní pasiva	0,04	0,00	0,00	0,00	0,04

Podíváme-li se na vývoj struktury aktiv v čase, nemůžeme přehlédnout některé významné změny, ke kterým došlo ve sledovaném období. Poměr dlouhodobého majetku i oběžných aktiv však zůstal stále stejný. Dlouhodobý majetek se na bilanční sumě v roce 2011 podílel 1,86 % a oběžná aktiva 98,05 %. Zbýlých 0,08 % připadá na ostatní aktiva. V rámci dlouhodobého majetku tvoří největší položku dlouhodobý hmotný majetek (58,82 %). Dlouhodobý nehmotný majetek ani dlouhodobý finanční majetek se na celkových aktivech nepodílí vůbec z důvodu jejich nulové hodnoty.

Podíl krátkodobých pohledávek na bilanční sumě v posledních letech pomalu roste: v roce 2009 tvoří 37,35 %, v roce 2010 pak 41,02 % a v roce 2011 41,50 %. Naopak krátkodobý finanční majetek vykazuje naprosto obrácenou tendenci: v roce 2009 tvoří 48,07 %, v roce 2010 potom 38,10 % a v roce 2011 23,20 %. V rámci něj můžeme skoro stejný stav sledovat u položky „Účty v bankách“ (47,90 %; 37,64 % a 22,95 %). Největší podíl z krátkodobých pohledávek v roce 2011 připadá na položku „Krátkodobé poskytnuté zálohy“ (24,08 %). Poměrně menší část je tvořena pohledávkami z obchodních vztahů (8,89 %) a pohledávkami za společníky, členy družstva a účastníky sdružení (8,44 %).

U zásob je patrný jejich kolísavý vývoj: napřed pokles z hodnoty 22,78 %; resp. 15,55 % na 11,66 % a poté zase růst na hodnotu 16,81 %; resp. 33,35 % (v roce 2011). V rámci nich zhruba stejný podíl tvoří zboží, které se mírně odlišuje pouze v posledních dvou analyzovaných letech (15,98 % a 28,48 %). V oblasti ostatních aktiv je nevýrazným podílem zastoupeno časové rozlišení, resp. náklady příštích období (0,11 %; 0,05 %; 0,06 %; 0,12 % a 0,08 %).

Struktura financování společnosti se za posledních 5 let změnila pouze v roce 2010, kdy došlo k nárůstu poměru vlastního kapitálu na bilanční sumě, a to z hodnoty 36,22 % až na 72,88 %. Důvodem tohoto vývoje byl především příznivý výsledek hospodaření běžného účetního období (28,81 %) i minulých let (43,41 %). Naproti tomu nutně klesl podíl cizích zdrojů na celkových pasivech, a to na 27,12 %. V dalším roce se situace ovšem opět obrací, přestože poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů je téměř stejný (49,49 % ku 50,47 %). Zbytek (0,04 %) tvoří ostatní pasiva. Toto časové rozlišení představuje zejména položka „Výdaje příštích období“.

Z cizích zdrojů nejvýraznější podíl v roce 2011 připadá na krátkodobé závazky (46,28 %), které jsou z největšího procenta tvořeny krátkodobými přijatými zálohami (22,37 %) a závazky z obchodních vztahů (21,12 %). Pokud jde o další závazky, jejich podíl na celkové bilanční sumě je zanedbatelný, jelikož ve většině případů nedosahují ani 1 %. U položky „Bankovní úvěry a výpomoci“ došlo v roce 2011 k mírnému zvýšení oproti předchozímu roku (z 3,50 % na 4,20 %). V rámci nich pak převažují krátkodobé finanční výpomoci (2,80 %) a také bankovní úvěry dlouhodobé (1,40 %).

7.1.2 Analýza zisku a ztráty

Podrobná horizontální a vertikální analýza výsledovky je uvedena v přílohách P V a P VI. Horizontální analýzu výkazu zisku a ztráty zobrazuje následující tabulka (Tab. 16), ve které je uvedeno, jak se jednotlivé oblasti nákladů a výnosů změnilo během let 2007 až 2011. Analýza opět zahrnuje jak absolutní meziroční změny, tak i změny relativní.

Tab. 16. Horizontální analýza výsledovky (vlastní zpracování)

Položka	Změna 2007/08		Změna 2008/09		Změna 2009/10		Změna 2010/11	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Náklady celkem	40 416	138,55	-28 900	-41,53	-20 937	-51,46	21 342	108,06
Provozní náklady	39 919	138,41	-30 568	-44,46	-19 103	-50,02	21 324	111,70
Finanční náklady	497	151,06	1 569	189,95	-1 735	-72,44	18	2,73
Mimořádné náklady	0	0,00	99	x	-99	-100,00	0	0,00
Výnosy celkem	45 871	151,26	-36 647	-48,10	-13 959	-35,30	18 309	71,55
Provozní výnosy	45 746	155,27	-37 755	-50,20	-11 999	-32,04	17 796	69,91
Finanční výnosy	125	14,48	912	92,31	-1 764	-92,84	513	377,21
Mimořádné výnosy	0	0,00	196	x	-196	-100,00	0	0,00

V rámci nákladů a výnosů společnosti, jak je patrné za tabulky, došlo k několika změnám. Jejich popis bude podrobněji rozebrán v dalším textu. Z tabulky je také možno vidět, že náklady a výnosy jsou uspořádány zvlášť.

Z hlediska horizontální analýzy nákladů jsem zjistila, že meziročně došlo v rámci této společnosti v posledním analyzovaném roce k růstu celkových nákladů o 108,06 %, tedy o 21 342 tis. Kč. Největší vliv na to měla položka „Spotřeba materiálu a energie“, která také vzrostla (o 547,4 %; tj. 21 221 tis. Kč). Vývoj nákladů vynaložených na prodané zboží lze hodnotit kladně, jelikož jejich výše v posledních letech stále klesá (v roce 2009 o -55,7 %; -29 930 tis. Kč; v roce 2010 o 76,4 %; -18 170 tis. Kč a v roce 2011 o -14,4 %; -806 tis. Kč). Naopak v oblasti služeb, mzdových nákladů a nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění došlo v roce 2011 k jejich zvýšení oproti předchozímu roku. U položky „Daně a poplatky“ došlo sice také k nárůstu, a to o 25 %, ale absolutně se jedná jen o velmi malou částku (1 tis. Kč). Co se týká změny stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období, tak u nich dochází k postupnému snižování. Snižily se rovněž ostatní provozní náklady o 195,7 % (-1 585 tis. Kč).

Nyní přejdu k výnosům. Vidíme, že výnosy celkem v roce 2011 rostou o 71,55 %, tedy o 18 309 tis. Kč. Podrobnější pohled nám ukáže, že je to dáno zejména růstem položek „Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb“ (401,1 %; 24 609 tis. Kč), „Změna stavu zásob vlastní činnosti“ (816,3 %; 1 306 tis. Kč) a „Ostatní finanční výnosy“ (481,7 %; 501 tis. Kč). U tržeb za prodej zboží je od roku 2008 patrná jejich klesající tendence: v roce 2009 o -49,7 %; -36 372 tis. Kč, v roce 2010 pak o -49,3 %; -18 112 tis. Kč a v roce 2011 o -41,2 %; -7 678 tis. K. Za zmínku stojí ještě ostatní provozní výnosy, které se v posledním roce snížily o 83,8 %, což v absolutním vyjádření činí -383 tis. Kč.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty ukazuje, jak se jednotlivé oblasti nákladů a výnosů podílely na celkových nákladech a výnosech ve sledovaných letech. Z tabulky (Tab. 17) je zřejmé, že složení provozních, finančních a mimořádných nákladů i výnosů zůstává v podstatě po celou dobu zachováno. Nicméně v následujícím textu se zaměřím na komentář důležitých změn.

Tab. 17. Vertikální analýza výsledovky v % (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Provozní náklady	98,87	98,81	93,87	96,66	98,35
Finanční náklady	1,13	1,19	5,89	3,34	1,65
Mimořádné náklady	0,00	0,00	0,24	0,00	0,00
Výnosy celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Provozní výnosy	97,15	98,70	94,70	99,47	98,52
Finanční výnosy	2,85	1,30	4,80	0,53	1,48
Mimořádné výnosy	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00

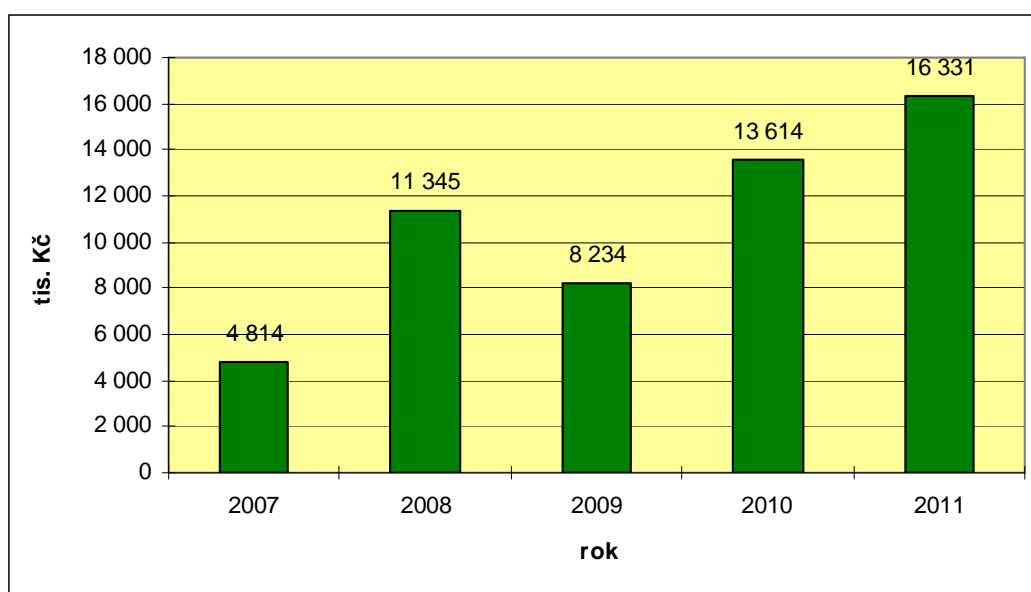
Z tabulky by mělo být hned jasné, jaká vztažná veličina byla použita – 100 % vyjadřuje celkové náklady a celkové výnosy, což nám umožňuje vidět, jak velká je která položka ve vztahu k celkovým nákladům a výnosům společnosti.

V oblasti nákladů je nejvyšší položkou spotřeba materiálu a energie, která ve sledovaném období podstatně narostla (z 19,63 % až na 61,08 %), což je všeobecně považováno za negativní signál. Služby v roce 2011 představují 16,60 % z celkových nákladů, přičemž jejich podíl oproti předchozím dvěma rokům klesl. Stejně jsou na tom i náklady vynaložené na prodané zboží (11,70 %), které jsou za posledních pět let na nejnižší úrovni. Pokud jde o ostatní nákladové položky, jejich podíl na nákladech celkem je nevýznamný.

Podíváme-li se na podíl jednotlivých položek výnosů, které se měnily z hlediska meziročních změn, tak zjistíme, že u tržeb za prodej zboží došlo v roce 2011 k jejich značnému poklesu (ze 72,86 % na 24,98 %). Naopak tržby za prodej vlastních výrobků a služeb velmi narostly (z 23,97 % na 70,03 %), čímž se staly největší položkou podílející se na celkových výnosech. Položka „Změna stavu zásob vlastní činnosti“ se oproti předcházejícím rokům relativně zvýšila, v posledním analyzovaném roce dosahuje hodnoty 3,34 %. Podíly ostatních výnosových položek jsou v rámci výnosů celkem zanedbatelné.

7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele poskytují doplňující informace pro přesnější finanční analýzu. Nejčastěji používaným ukazatelem je čistý pracovní kapitál. Ten má vliv na platební schopnost podniku. Jeho vývoj v jednotlivých letech ve společnosti Wista, s. r. o. je uveden na následujícím obrázku (Obr. 4).



Obr. 4. Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

Na první pohled je zřejmé, že čistý pracovní kapitál po celé sledované období dosahuje kladných hodnot, což je třeba hodnotit pozitivně. V posledních letech dochází k jeho rostoucímu charakteru, nejvyšší úroveň (16 331 tis. Kč) je zaznamenána v roce 2011. Společnost tedy vytváří dostatečný objem čistých finančních zdrojů pro krytí budoucí potřeby provozního kapitálu a má rovněž zajištěnou aktuální i budoucí likviditu.

7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza pomocí poměrových ukazatelů je nejběžnější metodou používanou ve finanční analýze. Poměrové ukazatele získáme podílem absolutních ukazatelů. Třídí se do několika skupin podle jednotlivých oblastí finanční analýzy. Já se budu věnovat analýze likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity.

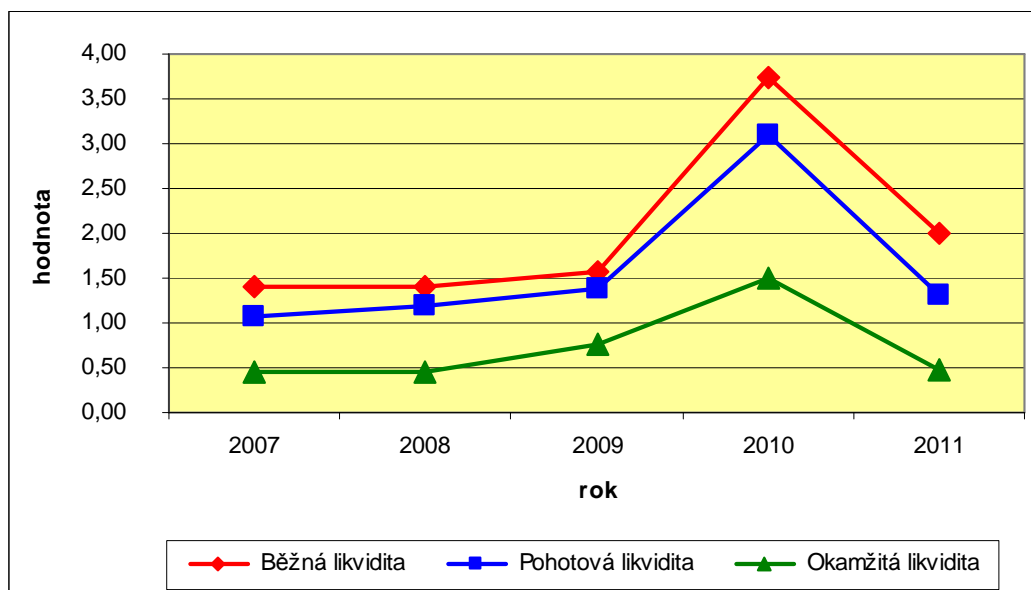
7.3.1 Analýza likvidity

V rámci analýzy likvidity se posuzuje platební schopnost podniku neboli schopnost splácet včas své krátkodobé závazky. Ukazatele likvidity (Tab. 18) se zabývají nejlikvidnější částí majetku ve vztahu k závazkům s nejkratší dobou splatnosti.

Tab. 18. Ukazatele likvidity (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita	1,41	1,40	1,56	3,75	2,00
Pohotová likvidita	1,08	1,18	1,38	3,10	1,32
Okamžitá likvidita	0,45	0,45	0,77	1,49	0,47

Z níže uvedeného obrázku (Obr. 5) vidíme, že vývojový trend všech ukazatelů likvidity je kolísavý, a to zejména vlivem roku 2010, ve kterém dosahuje nejvyšších hodnot (z důvodu nejnižší úrovně krátkodobých závazků). Jako optimální hodnota ukazatele běžné likvidity se uvádí interval 1,5 až 2,5. Z tohoto hlediska lze konstatovat, že ukazatel v roce 2011 přesně dosahuje doporučené hodnoty (tj. 2), což je možno hodnotit příznivě. Optimální výše ukazatele pohotové likvidity se zpravidla udává hodnota kolem 1 a zároveň by neměla klesnout pod tuto hranici. Vidíme, že se společnosti daří po celé sledované období tuto hodnotu dodržovat. Také úroveň ukazatele okamžité likvidity je velmi uspokojivá. Za optimální hodnotu tohoto ukazatele se obvykle považuje interval od 0,1 do 0,3. Proto lze hodnotit okamžitou likviditu společnosti jako více než dostatečnou, jelikož peníze a peněžní ekvivalenty pokrývají 47 % firemních krátkodobých pasiv, čímž jsou nad uvedeným rozhraním.



Obr. 5. Vývoj ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)

7.3.2 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti (Tab. 19) posuzují finanční strukturu společnosti z dlouhodobého hlediska. Slouží jako indikátor výše rizika, které podnik podstupuje při určité struktuře vlastních a cizích zdrojů. Zároveň slouží jako míra schopnosti podniku znásobit své zisky využitím vlastního kapitálu. Všechny ukazatele zadluženosti umožňují podnikům určit, v jakém rozsahu jsou aktiva financována cizími zdroji.

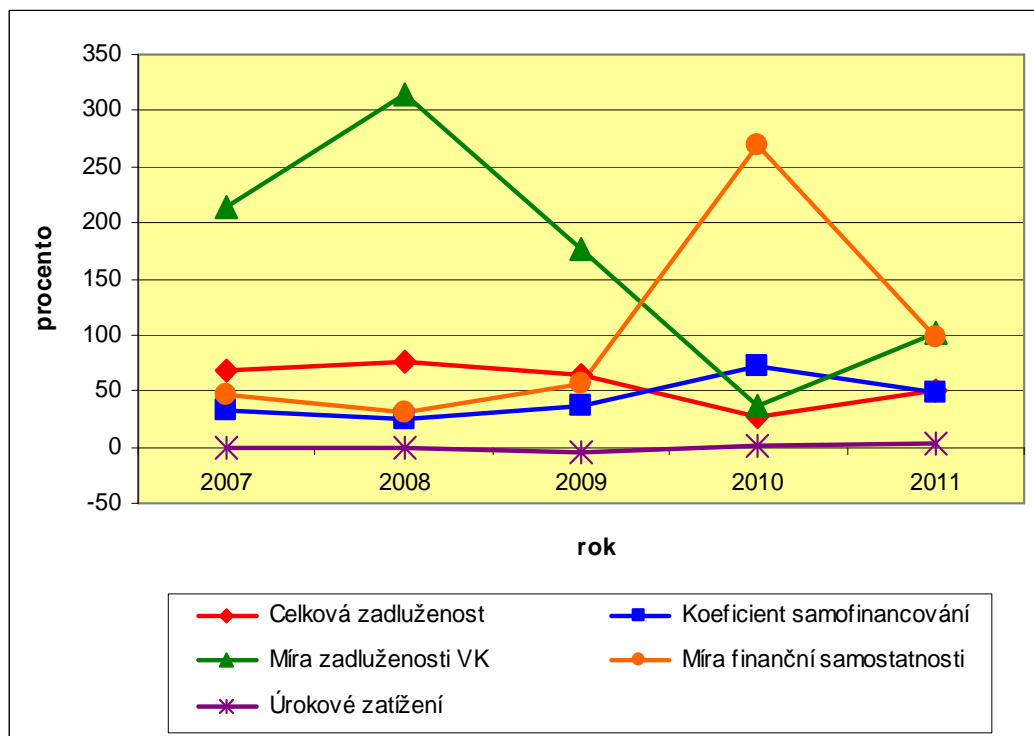
Tab. 19. Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
Celková zadluženost	68,09 %	75,90 %	63,78 %	27,12 %	50,47 %
Koeficient samofinancování	31,87 %	24,10 %	36,22 %	72,88 %	49,49 %
Míra zadluženosti VK	213,67 %	314,95 %	176,10 %	37,22 %	101,98 %
Míra finanční samostatnosti	46,80 %	31,75 %	56,79 %	268,69 %	98,06 %
Úrokové krytí	x	x	-19,96	124,26	38,45
Úrokové zatížení	0,00 %	0,00 %	-5,01 %	0,80 %	2,60 %

Z obrázku (Obr. 6) jsem zjistila, že celková zadluženost společnosti v posledním roce sice vzrostla (na úroveň 50,47 %), nicméně oproti předchozím rokům se naopak jedná o pokles. Doporučená hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v rozmezí od 30 % do 60 %, což daná společnost splňuje, a tudíž to lze hodnotit pozitivně. Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech v roce 2011 činí skoro 50 %. Společnost tedy financuje svá aktiva napůl z vlast-

ních a cizích zdrojů. K posouzení zadluženosti můžeme také poměřovat cizí a vlastní kapitál. Vidíme, že míra zadluženosti lehce překračuje 100 %. Konkrétně to znamená, že na jednu korunu vlastního kapitálu připadá 1,98 Kč cizích zdrojů. Pokud pominu rok 2010, tak se společnosti daří tento ukazatel snižovat, což je jistě pozitivní signál, zejména pro věřitele. S tím souvisí i míra finanční samostatnosti, která je v posledním sledovaném roce na úrovni 0,98 neboli 98 procentech.

Z hlediska úrokového krytí lze říci, že provozní zisk pokrývá nákladové úroky zhruba 38 krát, což nasvědčuje tomu, že je ve společnosti potenciál k přijetí dalších úvěrů, jelikož se úroveň tohoto ukazatele nachází vysoko nad doporučenou hodnotou 5. Analyzované společnosti se navíc podařilo z negativní hodnoty v roce 2009, kdy vykázala ztrátu, přehoupnout do kladných čísel v dalších letech. Ukazatel úrokového zatížení má taktéž kolísavou tendenci, v roce 2011 došlo k jeho mírnému zvýšení (na 2,60 %). Přesto to znamená, že je společnost schopna ze svého zisku před zdaněním zaplatit úroky z půjček.



Obr. 6. Vývoj ukazatelů zadluženosti (vlastní zpracování)

7.3.3 Analýza rentability

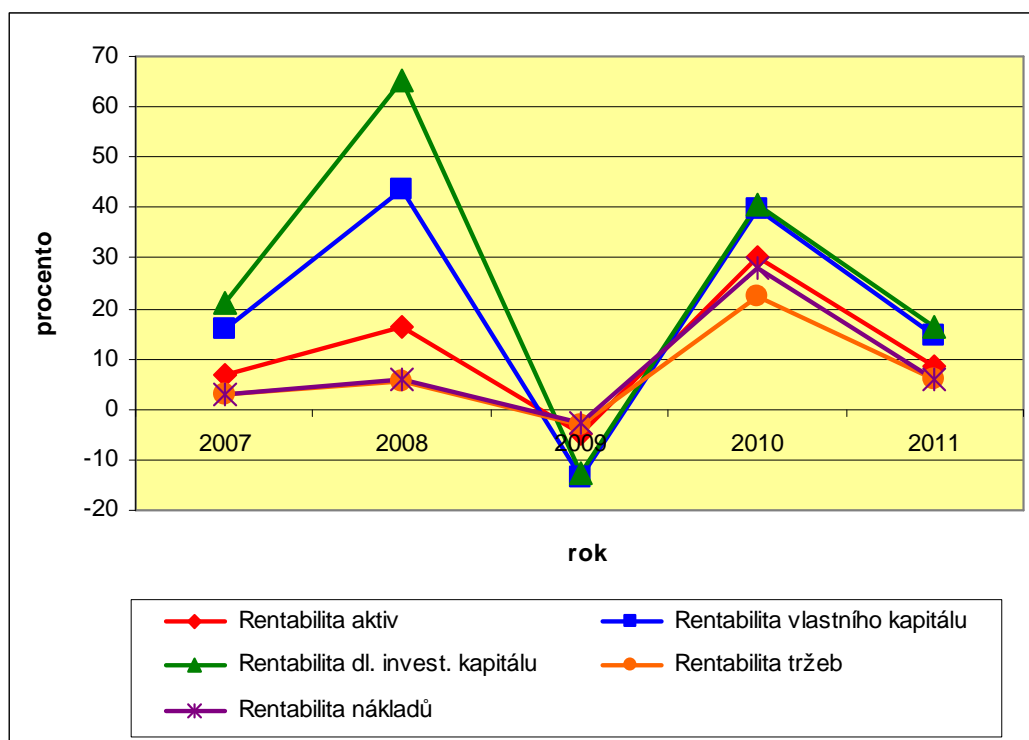
Ukazatele rentability (Tab. 20) patří k nejsledovanějším ukazatelům vzhledem k tomu, že

informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Vyjadřují podíl zisku k vybrané položce rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty.

Tab. 20. Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita aktiv	6,76 %	16,48 %	-4,84 %	30,19 %	8,42 %
Rentabilita vlastního kapitálu	16,04 %	43,75 %	-13,35 %	39,54 %	14,57 %
Rentabilita dl. invest. kapitálu	21,22 %	65,25 %	-12,76 %	40,55 %	16,54 %
Rentabilita tržeb	2,97 %	5,63 %	-3,04 %	22,49 %	5,76 %
Rentabilita nákladů	2,99 %	6,07 %	-2,80 %	28,22 %	5,85 %

Z obrázku (Obr. 7) je na první pohled patrné, že společnost hospodařila se ziskem (kromě roku 2009). U rentability aktiv došlo k meziročnímu poklesu, což je ovšem negativní situace. Nicméně analyzovaná společnost dosahuje 0,08 Kč zisku na 1 Kč celkového vloženého kapitálu. Rentabilita vlastního kapitálu je uspokojivá, přestože se oproti minulému roku rovněž zhoršila (dosahuje hodnoty 14,57 %). Ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu má obdobný vývoj – v roce 2010 vykazuje hodnotu 40,55 %, v roce 2011 následuje snížení (na úroveň 16,54 %), tudíž se jedná o nepříznivý trend.



Obr. 7. Vývoj ukazatelů rentability (vlastní zpracování)

Co se týká rentability tržeb a nákladů, tak vidíme, že mají podobnou vývojovou tendenci. Ukazatel rentability tržeb se v posledním roce vyznačuje poklesem hodnoty (z 22,49 % na 5,76 %) v proporcii vynaložených nákladů. Jedná se nepochybně o nežádoucí stav, jelikož se doporučuje, aby se tržby ve sledovaném horizontu neustále zvyšovaly. Rentabilita nákladů tedy taktéž klesla, na 1 korunu celkových nákladů dosahuje společnost 6 haléřů zisku. Analyzovaná společnost by proto měla důsledně dbát na snižování svých nákladů.

7.3.4 Analýza aktivity

Ukazatele aktivity (Tab. 21) se snaží změřit, jak úspěšně podnik hospodaří se svými aktivy. Analýza aktivity využívá ukazatele jako je rychlost obratu a doba obratu jednotlivých forem aktiv. Já budu sledovat rychlost obratu a dobu obratu celkových aktiv, zásob, pohledávek a závazků. Při výpočtech průměrných tržeb používám počet 365 dnů.

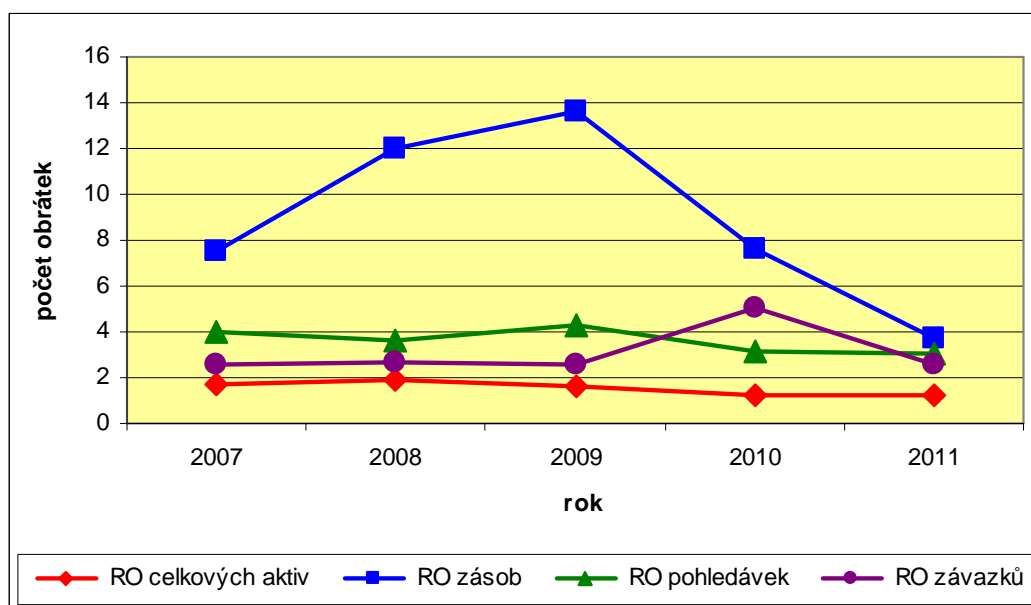
Tab. 21. Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
RO celkových aktiv	1,72	1,87	1,59	1,28	1,25
DO celkových aktiv	210,63	194,62	228,50	284,49	292,46
RO zásob	7,56	12,04	13,65	7,62	3,75
DO zásob	47,99	30,27	26,64	47,82	97,54
RO pohledávek	4,02	3,62	4,26	3,12	3,01
DO pohledávek	90,41	100,70	85,35	116,69	121,37
RO závazků	2,53	2,66	2,56	5,01	2,55
DO závazků	143,42	137,20	141,88	72,71	143,52

Níže uvedený obrázek (Obr. 8) znázorňuje vývoj rychlostí obratu jednotlivých položek. U rychlosti obratu celkových aktiv došlo v posledním sledovaném roce k poklesu počtu obrátek (na 1,25), což může znamenat, že společnost dostatečně nevyužívá svůj dlouhodobý majetek, zásoby atd. Za minimální doporučenou hodnotu tohoto ukazatele se považuje 1, tudíž i přesto se společnosti daří stále držet nad touto stanovenou hranicí. Zvýšení zásob v roce 2011 vedlo k poklesu rychlosti obratu zásob na počet 3,75 obrátek. Tento výsledek znamená, že každá položka zásob společnosti je v průběhu roku zhruba čtyřikrát spotřebována či prodána a znovu uskladněna.

Ukazatele rychlosti obratu pohledávek i závazků ve sledovaném období vykazují kolísající tendenci. U rychlosti obratu pohledávek došlo v posledních třech letech k poklesu – z počtu

4,26; resp. 3,12 na 3,01 obrátek. To je možno hodnotit jako negativní, jelikož obrátka by se měla obecně zrychlovat. Tento vývoj může být způsoben jak prodloužením lhůt splatnosti vydaných faktur, tak zhoršením platební morálky odběratelů, což snižuje finanční jistotu z hlediska návratnosti peněžních prostředků. Rychlost obratu závazků se pohybuje po celé sledované období kolem 2,5 obrátek (vyjma roku 2010). Tento ukazatel aktivity vyjadřuje, kolikrát je v tržbách uhrazen aktuální stav závazků. Obecně je doporučeno, aby se počet obrátek v čase zvyšoval, což společnost bohužel nespĺňuje.

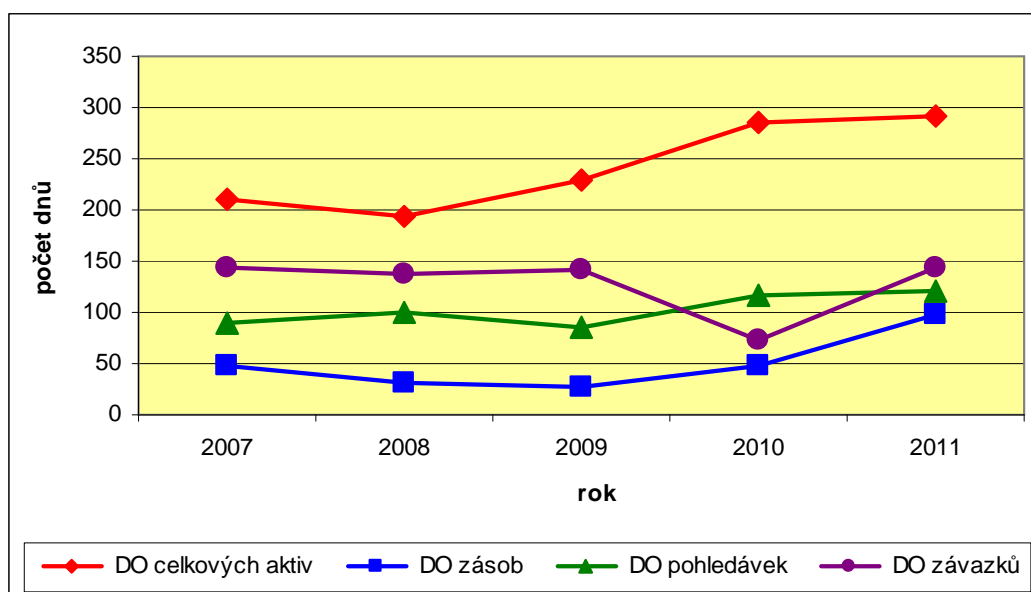


Obr. 8. Vývoj rychlostí obratu (vlastní zpracování)

Pokud jde o vývoj dob obratu těchto sledovaných položek (Obr. 9), vidíme, že ukazatel doby obratu celkových aktiv vzhledem k růstu aktiv v uvedených letech rostl (především z roku 2009 na rok 2010 narostl o 56 dnů) a je tak na velmi vysoké úrovni, což je možno považovat za negativní vývoj, jelikož to znamená, že se aktiva dané společnosti využijí v průměru jednou za 292 dnů. Navíc by doba obratu měla být co nejkratší. Doba obratu zásob se také poměrně zvýšila (v roce 2011 až na hodnotu 97,54), což není moc pozitivní, jelikož se prodlužuje doba, po kterou jsou peněžní zdroje vázány ve formě zásob, a může to mít i negativní vliv na likviditu podniku. Společnost by se tedy měla snažit zkrátit tuto dobu obratu, čímž zároveň dojde ke kvalitnějšímu využití finančních prostředků.

Doba obratu pohledávek má rovněž nepříznivý vývoj. Jeho hodnota za celé sledované období roste (kromě roku 2010), což znamená, že odběratelé nedodržují platební podmínky.

Vzhledem k tomu, že se doba obratu pohledávek a závazků počítá obdobně, je vhodné provést jejich srovnání. Je patrné, že doba úhrady odběratelských faktur byla skoro vždy rychlejší než doba úhrady faktur dodavatelských. Společnost je tedy ve výhodě, neboť poskytuje obchodní úvěr svým odběratelům zhruba 121 dnů a sama čerpá provozní úvěr od svých dodavatelů po dobu přibližně 143 dnů. To je příznivá situace, jelikož analyzovaná společnost má časovou rezervu na získání financí. Optimální hodnota ukazatele doby obratu závazků závisí na smluvních podmínkách s dodavateli, přičemž obecně je snahou platbu co nejvíce oddálit.



Obr. 9. Vývoj dob obratu (vlastní zpracování)

7.4 Analýza souhrnných ukazatelů

Souhrnné ukazatele poskytují přehled o celkové finanční situaci podniku. Mezi nejznámější ukazatele patří Altmanovo Z-skóre a Index IN01, které použijí pro zhodnocení společnosti na závěr finanční analýzy.

7.4.1 Altmanovo Z-skóre

Altmanův model vychází z propočtu globálních indexů, resp. indexů celkového hodnocení. Je stanoven jako součet hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, jimž je přiřazena různá váha. V tabulce (Tab. 22) je zobrazen výpočet Z-skóre v letech 2007 – 2011.

Tab. 22. Altmanovo Z-skóre (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
0,717 x ČPK / A	0,202	0,203	0,251	0,505	0,351
0,847 x ČZ / A	0,043	0,089	-0,041	0,244	0,061
3,107 x EBIT / A	0,210	0,512	-0,143	0,946	0,268
0,420 x VK / CZ	0,197	0,133	0,238	1,128	0,412
0,998 x T / A	1,720	1,868	1,588	1,278	1,249
Výsledek	2,372	2,806	1,894	4,101	2,341

Vidíme, že kromě roku 2010 vychází Altmanovo Z-skóre do šedé zóny (tj. hodnoty od 1,81 do 2,98), kdy nelze o společnosti činit žádné závěry. V již zmíněném roce se pak společnost Wista, s. r. o. podle tohoto modelu zařadila do pásma prosperity, což odpovídá i výsledkům zjištěným z předchozích fází finanční analýzy.

7.4.2 Index IN01

Tento model byl zpracován manžely Neumaierovými a jeho snahou je vyhodnotit finanční zdraví firem v českém prostředí. Je taktéž vyjádřen rovnicí, v níž jsou zařazeny poměrové ukazatele, a každému z nich je přidělena určitá váha. Následující tabulka (Tab. 23) znázorňuje výpočet indexu IN01 v jednotlivých letech.

Tab. 23. Index IN01 (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
0,13 x A / CZ	0,191	0,171	0,204	0,479	0,258
0,04 x EBIT / NÚ	x	x	-0,759	5,010	1,578
3,92 x EBIT / A	0,265	0,646	-0,180	1,193	0,339
0,21 x V / A	0,373	0,399	0,353	0,278	0,277
0,09 x OA / (KZ + KBÚ)	0,127	0,126	0,141	0,366	0,191
Výsledek	0,957	1,343	-0,241	7,326	2,641

Podle tohoto kritéria je zřejmé, že oceňovaná společnost se v prvních dvou analyzovaných letech nachází v šedé zóně (mezi hodnotami 1,77 až 0,75), má tedy nevyhraněnou finanční situaci. Ke zlomu došlo v roce 2009, kdy tento model ukazuje, že společnost Wista, s. r. o.

měla problémy. Bylo to způsobeno záporným výsledkem hospodaření. Ovšem v následujících dvou letech společnost již tvořila hodnotu pro své vlastníky, a to zejména v roce 2010.

7.5 Zhodnocení finančního zdraví podniku

Jak je patrné z finanční analýzy, společnost Wista, s. r. o. se v roce 2009 dostala do ztráty. Naopak nejúspěšnějším obdobím z hlediska výsledku hospodaření byl rok 2010, ve kterém také dosahovala nejlepších hodnot v oblasti rentability. Přesto lze konstatovat, že ukazatele rentability vykazují zhoršující se stav. Je zřejmé, že k tomu, aby podnik mohl dlouhodobě existovat, musí být nejen rentabilní, tj. přinášet užitek vlastníkům, ale i likvidní a přiměřeně zadlužený.

Likvidita společnosti je podle výše čistého pracovního kapitálu a všech likvidních ukazatelů v hodnoceném období na velmi dobré úrovni, společnost se tak nachází mimo ohrožení krátkodobou platební neschopností. Analyzovaná společnost stabilizovala svoji kapitálovou strukturu, v roce 2011 došlo k vyrovnání úrovně zadlužení. Společnost tedy začala využívat vyváženou kapitálovou strukturu, zadluženost se pohybuje na úrovni 50 %, což lze považovat jako optimální.

Nepříznivě se může jevit skutečnost, že doba obratu pohledávek z obchodních vztahů se neustále zvyšuje, avšak tento negativní jev je kompenzován vyšší dobou obratu závazků. Nicméně tato situace je pro společnost výhodná, jelikož dostane zapláceno dřív, než musí sama splatit své dluhy. Oceňovaná společnost by se také měla naučit efektivněji hospodařit se svým majetkem, aby zvýšila rychlost obratu celkových aktiv a zásob, a naopak snížila jejich dobu obratu.

Souhrnné ukazatele potvrdily dílčí výsledky předchozích analýz, které ukazují na dobré finanční zdraví společnosti. Celkově lze konstatovat, že společnost Wista, s. r. o. v letech 2007 – 2011 dosáhla poměrně uspokojivých výsledků ve všech oblastech finanční analýzy. Z provedené analýzy hospodaření tedy vyplývá, že společnost má předpoklad neomezeného trvání do budoucna, což je důležitá podmínka pro ocenění podniku.

8 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Sestavení strategického finančního plánu je nezbytné pro ocenění společnosti výnosovými metodami. Kompletní finanční plán se skládá ze základních účetních výkazů (tj. výkazu zisku a ztráty, rozvahy a cash flow) a je uveden v přílohách. Pro společnost Wista, s. r. o. bude tvořen na následující období od roku 2012 do roku 2015 v návaznosti na strategii firmy, provedenou strategickou a finanční analýzu, v úvahu bude také brána predikce vývoje makroekonomických ukazatelů České republiky. Celý finanční plán se odvíjí především od předem stanovených hodnot tržeb.

8.1 Plánované účetní výkazy

V následující části práce budou tedy naplánovány jednotlivé položky výsledovky a rozvahy. Plánované peněžní toky budou zpracovány na základě pohybu těchto položek.

8.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Jako první bude naplánován výkaz zisku a ztráty. V dalším textu jsou uvedeny jeho významné položky s krátkým komentářem. V podrobném znění je uveden v příloze P VII.

- **Tržby za prodej zboží a vlastních výrobků a služeb**

Jedná se o nejdůležitější položku. Při jejím plánování vycházím ze strategické analýzy, kde byla určena prognóza tempa růstu tohoto ukazatele. Pro rok 2012 je hodnota sice záporná, v dalších letech jsou hodnoty už kladné.

- **Náklady vynaložené na prodané zboží**

Jejich hodnota se odvíjí od prognózy tržeb za prodané zboží, tudíž v plánovaných letech počítám se stejným tempem růstu jako u zmíněných tržeb.

- **Výkonová spotřeba**

V případě dané společnosti ji tvoří zejména spotřeba materiálu a energie (tj. cca 80 %), zbývajících 20 % připadá na služby. Těmito procenty se vynásobí naplánované tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v jednotlivých letech, jelikož s nimi úzce souvisejí. Přihlédne se také k vývoji cen položek výkonové spotřeby.

- **Osobní náklady**

Zahrnují v sobě několik položek – hlavní složkou jsou mzdové náklady, dále sem samozřejmě patří náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, sociální náklady.

V současné době ve společnosti pracuje 11 zaměstnanců a pro plánované období se nepředpokládá jejich navýšení či popř. snížení. Proto mzdové náklady porostou pouze v případě zvyšování průměrné mzdy. Náklady na SZP vycházejí z platné právní úpravy (tj. 34 %), plánované legislativní změny (tj. 32,5 %) by měly začít platit až od roku 2014.

- **Daně a poplatky**

Do těchto nákladů patří daň silniční a z nemovitosti, dále správní, soudní a ostatní poplatky, také mýtné včetně dálničních známek a kolky. Jelikož je zde předpoklad ke každoročnímu mírnému nárůstu, budu uvažovat s konstantním růstem ve výši 5 %.

- **Odpisy dlouhodobého hmotného majetku**

Výše odpisů DHM je odvozena z odpisového plánu společnosti, jejich hodnota se skládá pouze z odpisů stávajícího majetku, jelikož společnost neplánuje další majetkové investice v následujících čtyřech letech plánu. Účetní odpisy jsou totožné s daňovými. Dlouhodobý nehmotný majetek společnost neeviduje.

- **Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu**

Společnost v budoucích letech neplánuje prodej dlouhodobého majetku ani materiálu, tyto položky tedy dále neuvažují.

- **Ostatní provozní výnosy a náklady**

Ostatní provozní výnosy zahrnují zejména pojistná plnění (tj. náhrady škody), inventurní přebytky, přijaté smluvní pokuty a penále, dotace. Tvoří ovšem jen malý podíl z celkových výnosů společnosti. Ostatní provozní náklady obsahují zákonné a havarijní pojištění motorových vozidel, pojištění odpovědnosti za škodu, licenční poplatky, penále a úroky z prodlení, hrazené smluvní pokuty a penále, dary. U těchto položek uvažují s 2% meziročním tempem růstu.

- **Výnosové a nákladové úroky**

Výnosové úroky jsou tvořeny přijatými úroky ze spořicího účtu vedeného u Československé obchodní banky. Nákladové úroky tvoří úroky z dlouhodobého úvěru a kontokorentu, které společnost čerpá taktéž u ČSOB.

- **Ostatní finanční výnosy a náklady**

Tato položka představuje kurzové rozdíly (zisky či ztráty), plnění od pojišťovny (tj. výnos) a zákonné pojištění (tj. náklad). Dále je spojena s poskytováním bankovních služeb, které zahrnují především poplatky. Plánovaný růst bude tedy stanoven ve výši 2 %.

- **Daň z příjmů**

Sazba daně z příjmů právnických osob je nyní 19 %. V následujících letech se nepředpokládá její změna, proto zůstane ve stávající výši.

8.1.2 Plánovaný výkaz rozvahy

Dalším v pořadí je plán rozvahy. Budou zde postupně naplánovány nejdůležitější rozvahové položky i s jejich komentářem. Podrobný výkaz nalezneme v příloze P VIII.

- **Dlouhodobý majetek**

Tuto položku reprezentuje pouze dlouhodobý hmotný majetek, který zahrnuje stavby a samostatné movité věci a soubory movitých věcí. Analyzovaná společnost v nejbližší době neplánuje žádné významné investice. Výše dlouhodobého hmotného majetku se tedy bude snižovat o odpisy, které jsou zvoleny lineární. Dlouhodobý nehmotný a finanční majetek vykazuje v minulých letech nulové hodnoty a společnost ani v budoucnu nepočítá s jejich využíváním.

- **Oběžný majetek**

Zásoby jsou plánovány podle očekávané spotřeby. Výše krátkodobých pohledávek je prognózována dle jejich průměrné doby obratu. S dlouhodobými pohledávkami společnost do budoucna nepočítá. Krátkodobý finanční majetek ovlivňuje úroveň okamžité likvidity společnosti, proto je plánováno, aby její výše neklesla pod 25 % a pohybovala se kolem hodnoty 0,4. Případný přebytek bude převeden na spořicí účet.

- **Vlastní kapitál**

Základní kapitál společnosti i zákonný rezervní fond zůstanou ve stejné výši jako doposud po celé plánované období. Management neuvažuje o jejich zvýšení ani snížení. Výsledek hospodaření běžného účetního období je pro každý rok plánu převzat z plánované výsledovky a výsledek hospodaření minulých let se bude vyvíjet podle plánu výsledku hospodaření běžného období.

- **Cizí zdroje**

S výjimkou jednoho roku společnost ve sledovaném období netvořila žádné rezervy, s tímto trendem je počítáno i do dalších let. Taktéž v následujícím čtyřletém období neplánuje využívat dlouhodobé závazky. Důležitou položkou jsou ovšem krátkodobé závazky, které budou naplánovány podle své průměrné doby obratu. Mají podobný vývoj jako doba obratu

pohledávek, jelikož s nimi úzce souvisí. Při jejich plánování je proto potřeba vzít v úvahu, aby doba placení pohledávek nepřevyšovala dobu splácení závazků. O bankovních úvěrech byla již zmínka výše.

- **Časové rozlišení aktivní a pasivní**

Tyto položky budou naplánovány podle průměru z předchozích sledovaných let v případě nákladů příštích období a u výdajů příštích období se počítá se stabilní výší na úrovni posledního analyzovaného roku.

8.1.3 Plánovaný výkaz cash flow

Sestavení cash flow je naplánováno v závislosti na vývoji jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Tento plánovaný výkaz je součástí přílohy P IX.

8.2 Vyhodnocení finančního plánu

Finanční plán bude vyhodnocen za pomoci stručné finanční analýzy. Využijí k tomu opět poměrové ukazatele; provedu tedy analýzu likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity. Jejich výsledky jsou zobrazeny v přehledné tabulce (Tab. 24).

Tab. 24. Vybrané poměrové ukazatele (vlastní zpracování)

Položka	Rok			
	2012	2013	2014	2015
Ukazatele likvidity				
Běžná likvidita	2,50	2,48	2,38	2,30
Pohotová likvidita	1,68	1,66	1,57	1,48
Okamžitá likvidita	0,69	0,66	0,57	0,48
Ukazatele zadluženosti				
Celková zadluženost	44,06 %	43,98 %	45,10 %	46,60 %
Koeficient samofinancování	55,89 %	55,98 %	54,86 %	53,36 %
Míra zadluženosti VK	78,83 %	78,58 %	82,21 %	87,34 %
Míra finanční samostatnosti	126,85 %	127,27 %	121,64 %	114,50 %
Úrokové krytí	2,49	3,61	11,05	24,53
Ukazatele rentability				
Rentabilita aktiv	0,63 %	0,81 %	2,12 %	3,87 %
Rentabilita vlastního kapitálu	0,91 %	1,18 %	3,13 %	5,88 %

Rentabilita dl. invest. kapitálu	1,10 %	1,42 %	3,78 %	7,12 %
Rentabilita tržeb	0,42 %	0,54 %	1,36 %	2,38 %
Rentabilita nákladů	0,42 %	0,54 %	1,37 %	2,43 %
Ukazatele aktivity				
Doba obratu celkových aktiv	304,00	301,02	288,24	277,07
Doba obratu zásob	97,36	97,51	96,89	97,20
Doba obratu pohledávek	119,03	119,03	119,03	119,03
Doba obratu závazků	119,37	119,37	119,37	119,37

Z provedené finanční analýzy pro období 2012 až 2015 vyplývá, že by společnost Wista, s. r. o. měla být v budoucnu trvale zisková. Všechny ukazatele rentability jsou v plánovaných letech sice na nízké úrovni, ovšem je pozitivní, že vykazují rostoucí tendenci. Plánované hodnoty ukazatelů likvidity se pohybují v doporučeném rozmezí, což lze hodnotit také příznivě. Z hlediska zadluženosti můžeme pozorovat poměrně stabilní vývoj, kdy společnost začíná nepatrně preferovat financování z vlastních zdrojů. Co se týká aktivity, došlo ke snížení doby obratu závazků, čímž se více přiblížila k době obratu pohledávek, jak je obecně doporučeno. Avšak na poměrně vysoké úrovni je doba obratu celkových aktiv i zásob, což není zrovna nejlepší trend.

Souhrnně lze tedy konstatovat, že finanční stav společnosti se dle plánovaných výkazů jeví jako dobrý, oceňovaná společnost by neměla mít problémy s likviditou, měla by si i nadále udržet finanční stabilitu a postupně dosahovat lepších výsledků v oblasti rentability. Z těchto závěrů je patrné, že je naplněna podmínka neomezeného trvání a mohou tak být využity výnosové metody oceňování.

9 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI WISTA, S. R. O.

Hodnota společnosti Wista, s. r. o. bude stanovena výnosovými metodami oceňování, jelikož daná společnost splňuje předpoklad neomezeného trvání (tzv. „going concern“), jak vyplynulo ze strategické a finanční analýzy a následně to potvrdil strategický finanční plán.

Důležité je zvolit vhodné metody ocenění, aby byla hodnota oceňovaného podniku správně stanovena. Pro objektivní výsledek ocenění bude využito více výnosových metod, kterým se přidělí váhy. Pro ocenění budou tedy použity následující vybrané výnosové metody:

- metoda diskontovaného cash flow (FCFF, FCFE),
- metoda ekonomické přidané hodnoty.

Cílem projektu je zjistit výslednou tržní hodnotu společnosti Wista, s. r. o. k 1. lednu 2012. Toto ocenění bude mít pro společnost pouze informativní charakter.

9.1 Stanovení diskontní míry

Ocenění výnosovými metodami začíná stanovením diskontní míry. Její správné určení je důležité, jelikož může podstatným způsobem ovlivnit konečnou hodnotu vlastního kapitálu. Nejprve je nutné vymezit náklady na vlastní kapitál, poté náklady na cizí kapitál a nakonec vypočítat průměrné vážené náklady na kapitál. Diskontní míra je tak stanovena na úrovni vlastníků i na úrovni celé společnosti.

9.1.1 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny váženým aritmetickým průměrem výsledků zvolených metod. Váhy jsou stanoveny podle dostupných vstupních údajů jednotlivých variant. Ve své práci tedy využiji dvě metody, a to model CAPM (tj. model oceňování kapitálových aktiv) a stavebnicový model INFA.

Model CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv je základní model pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Výchozím bodem je rozdělení celkového rizika na riziko systematické a nesystematické. Výpočet vychází z následující rovnice:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (13)$$

r_e = náklady vlastního kapitálu v %

r_f = bezriziková úroková míra

β = koeficient beta vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

r_m = průměrná výnosnost kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$ = riziková prémie kapitálového trhu

Pro výpočet je tedy nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a hodnotu koeficientu β .

- **Bezriziková úroková míra** – je stanovena na základě výnosnosti desetiletých státních dluhopisů České republiky. Pro rok 2012 se očekává průměrný výnos těchto dluhopisů ve výši 2,9 %. (MF ČR, 2012)
- **Riziková prémie trhu** – je daná ratingem země, který určuje přírůžku k základnímu riziku. Česká republika má dlouhodobý rating na úrovni A1. Celková riziková prémie je stanovena ve výši 7,08 % a riziková prémie země činí 1,28 %. Riziková prémie trhu představuje jejich součet, což je 8,36 %. (Damodaran, 2013a)
- **Odhad koeficientu beta** – může být vymezen na úrovni nulového zadlužení podniku nebo můžeme brát v úvahu jeho existující zadlužení. Hodnota koeficientu β při nulovém zadlužení za odvětví je 1,38 %. (Damodaran, 2013b)

Hodnota koeficientu β u zadluženého podniku je vypočtena podle následujícího vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot \left(1 + (1 - T) \cdot \frac{CK}{VK} \right) = 1,38 \cdot \left(1 + (1 - 0,19) \cdot \frac{1399}{16501} \right) = 1,47 \quad (14)$$

β_Z = beta vlastního kapitálu u zadluženého podniku

β_N = beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

T = sazba daně z příjmů

CK = cizí úročný kapitál

VK = vlastní kapitál

Koeficient β u zadluženého podniku je tedy 1,47 %.

Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál pomocí této metody činí 15,19 %.

Model INFA

Principem stavebnicového modelu (Tab. 25) je přičtení určitých přírážek za riziko k bezrizikové úrokové míře. Rizikové přírážky zahrnují přírážku za velikost podniku, podnikatelské riziko, finanční stabilitu a finanční strukturu. Model INFA manželů Neumaierových je využíván také Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky.

Tab. 25. Výpočet nákladů na VK pomocí stavebnicové metody (vlastní zpracování)

Položka	Hodnota
r_f	3,5 %
r_{LA}	5,0 %
$r_{\text{podnikatelské}}$	0,0 %
r_{FinStab}	0,0 %
r_{FinStr}	0,0 %
r_e	8,5 %

Stanovení nákladů na VK

V souhrnné tabulce (Tab. 26) je uveden výsledný vážený průměr nákladů vlastního kapitálu. Pro jeho určení jsem každé metodě přiřadila váhu podle významnosti. Modelu oceňování kapitálových aktiv byla přidělena nižší váha, jelikož data jsou odvozena z celého odvětví na rozdíl od stavebnicové metody INFA, která zohledňuje konkrétní situaci společnosti.

Tab. 26. Vážený průměr nákladů na VK (vlastní zpracování)

Metoda výpočtu	Váha	Hodnota
Model CAPM	1	15,19 %
Model INFA	2	8,50 %
Výsledek	3	10,73 %

Náklady na vlastní kapitál na základě váženého průměru činí 10,73 %.

9.1.2 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou vyčísleny pomocí vztahu nákladové úroky k položce bankovní úvěry a výpomoci. Finanční leasing společnost nevyužívá. Tyto náklady jsou tedy určeny ve výši 5,22 %.

9.1.3 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál

Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál vychází ze vzorce uvedeného v teoretické části v kapitole 4.2.3. Následující tabulka (Tab. 27) znázorňuje jednotlivé hodnoty potřebné ke stanovení těchto nákladů.

Tab. 27. Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál
(vlastní zpracování)

Položka	Hodnota
Podíl vlastního kapitálu	92,18 %
Náklady na vlastní kapitál	10,73 %
Podíl cizího kapitálu	7,82 %
Náklady na cizí kapitál	5,22 %
Sazba daně z příjmů	19,00 %
Výsledek	10,22 %

Výsledná hodnota WACC je tedy ve výši 10,22 %.

9.2 Ocenění metodou diskontovaného cash flow

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. Pro stanovení hodnoty společnosti použijí jak metodu DCF entity, tak i metodu DCF equity. Nejprve je však nutné vymezit investovaný provozně nutný kapitál (Tab. 28) a korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Tab. 28. Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	Rok			
	2012	2013	2014	2015
Provozně nutný dlouhodobý majetek	544	473	402	331
DNM	0	0	0	0
DHM	544	473	402	331
DFM	0	0	0	0
Provozně nutný pracovní kapitál	13 026	13 307	14 568	16 593
Zásoby	9 541	9 751	10 658	12 150
Pohledávky	11 665	11 903	13 093	14 879
KFM	3 509	3 581	3 939	4 476

Časové rozlišení aktivní	21	21	21	21
(-) Neúročené krátkodobé závazky	11 698	11 937	13 131	14 921
(-) Časové rozlišení pasivní	12	12	12	12
Provozně nutný investovaný kapitál	13 570	13 780	14 970	16 924

Provozně nutný investovaný kapitál se skládá ze součtu provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Provozně nutný dlouhodobý majetek zahrnuje pouze dlouhodobý hmotný majetek, který je k podnikání společnosti využíván v plném rozsahu, tudíž ho není nutné nijak upravovat. S dlouhodobým nehmotným ani finančním majetkem oceňovaná společnost v období 2012 – 2015 nepočítá.

Provozně nutný pracovní kapitál je tvořen součtem zásob, pohledávek, provozně nutného krátkodobého finančního majetku a časového rozlišení aktivního, od těchto položek jsou následně odečteny neúročené krátkodobé závazky a časové rozlišení pasivní. Hodnoty zásob, pohledávek, závazků a časového rozlišení jsou převzaty z plánované rozvahy, jelikož souvisí s hlavní činností společnosti. Krátkodobý finanční majetek je brán za provozně nutný na úrovni ukazatele okamžité likvidity v doporučené hodnotě 0,3. Vyčleněná aktiva budou oceněna zvlášť na úrovni historické účetní hodnoty, která pak bude přičtena k výslednému ocenění podniku výnosovými metodami.

V korigovaném provozním výsledku hospodaření nejsou plánovány žádné položky, které by nesouvisely s hlavní činností. Proto není nutné tento ukazatel upravovat.

9.2.1 Metoda DCF entity

Metoda DCF entity (nazývaná také FCFF) počítá s peněžními toky pro vlastníky i věřitele. Diskontní míra je uvažována na úrovni WACC. Pro výpočet je zvolena dvoufázová metoda. Tabulka (Tab. 29) zobrazuje výpočet volných peněžních toků do společnosti a zároveň současnou hodnotu první fáze.

Tab. 29. Současná hodnota 1. fáze u metody FCFF v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	Rok			
	2012	2013	2014	2015
Korigovaný provozní VH	453	502	922	1 585
Daň z příjmů	86	95	175	301
KPVH po dani	367	407	747	1 284

Odpisy	328	328	328	328
Investice do provozně nutného DM	-77	-71	-71	-71
Investice do provozně nutného PK	-1 425	281	1 261	2 025
FCFF	2 197	525	-115	-342
Odúročitel pro diskontní míru	0,9073	0,8232	0,7468	0,6776
Diskontované FCFF	1 993	432	-86	-232
Hodnota první fáze	2 107			

Hodnota první fáze je tedy určena součtem plánovaných volných peněžních toků pro roky 2012 až 2015 a činí 2 107 tis. Kč.

Hodnota druhé fáze (tzv. pokračující hodnota) představuje součet budoucích peněžních toků od roku 2016 (tj. od konce 1. fáze) až do nekonečna. Podíl hodnoty 2. fáze většinou přesahuje až 80 % z celkové hodnoty výnosového ocenění podniku. Nejdříve je třeba určit několik vstupních parametrů; a to předpokládané tempo růstu, korigovaný provozní výsledek hospodaření, čisté investice, jejich míru a rentabilitu.

Východiskem pro stanovení tempa růstu volného peněžního toku (g) během 2. fáze je prognóza dlouhodobého růstu tržeb ze strategické analýzy, které je pro toto období ve výši 2,8 %. Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro rok 2016 vypočítám jako součin korigovaného provozního výsledku hospodaření z roku 2015 a tempa růstu navýšeného o 1. Základem investic netto je vynásobení provozně nutného investovaného kapitálu z roku 2015 tempem růstu. Míra investic je dána podílem čistých investic a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Rentabilita investic netto pak představuje poměr tempa růstu a míry investic.

$$KPVH_{2016} = 1\,284 \cdot 1,028 = 1\,320 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{Investice netto}_{2016} (I_{\text{netto}}) = 16\,924 \cdot 0,028 = 474 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{Míra investic} (m_I) = 474 / 1\,320 \cdot 100 = 35,9 \%$$

$$\text{Rentabilita investic netto} (r_I) = 0,028 / 0,359 \cdot 100 = 7,8 \%$$

Výpočet pokračující hodnoty podle parametrického vzorce:

$$PH = \frac{KPVH_{2016} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} = \frac{1\,320 \cdot \left(1 - \frac{0,028}{0,078}\right)}{0,1022 - 0,028} = 11\,402 \text{ tis. Kč} \quad (15)$$

Výpočet pokračující hodnoty podle Gordonova vzorce:

$$FCFF_{2016} = KPVH_{2016} - I_{netto\ 2016} = 1\ 320 - 474 = 846 \text{ tis. Kč} \quad (16)$$

$$PH = \frac{FCFF_{2016}}{i_k - g} = \frac{846}{0,1022 - 0,028} = 11\ 402 \text{ tis. Kč} \quad (17)$$

Při stejném přístupu dostaneme u obou použitých vzorců shodný výsledek. Nyní je nutné převést tuto zjištěnou hodnotu na současnou hodnotu 2. fáze pomocí diskontování.

$$H_{2.fáze} = \frac{PH}{(1+i_k)^4} = \frac{11\ 402}{(1+0,1022)^4} = 7\ 726 \text{ tis. Kč} \quad (18)$$

V tabulce (Tab. 30) je znázorněn postup výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF entity. Sečtením současných hodnot první a druhé fáze získáme provozní hodnotu brutto, od které odečteme úročený cizí kapitál k datu ocenění, čímž dostaneme provozní hodnotu netto a následným přičtením neprovozního majetku k datu ocenění získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu k 1. 1. 2012. Úročený cizí kapitál tvoří bankovní úvěry a výpomoci, u nichž předpokládáme, že se tržní hodnota neliší od účetní. Neprovozní majetek představuje krátkodobý finanční majetek, který je nad stanovenou hranicí provozně nutné okamžité likvidity.

*Tab. 30. Hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF entity
v tis. Kč (vlastní zpracování)*

Položka	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	2 107
Současná hodnota 2. fáze	7 726
Provozní hodnota brutto	9 833
Úročený cizí kapitál	1 399
Provozní hodnota netto	8 434
Neprovozní majetek	2 828
Výsledná hodnota VK	11 262

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti Wista, s. r. o. k 1. lednu 2012 při použití metody DCF entity je tedy ve výši 11 262 tis. Kč.

9.2.2 Metoda DCF equity

Metoda DCF equity (neboli FCFE) vychází z peněžních toků plynoucích pouze vlastníkům společnosti. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (tj. hodnotu netto). Diskontní míra je zde stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál. V tabulce (Tab. 31) je uveden postup výpočtu současné hodnoty první fáze. Hodnoty FCFF jsou ve stejné výši jako u metody DCF entity.

Tab. 31. Současná hodnota 1. fáze u metody FCFE v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	Rok			
	2012	2013	2014	2015
KPVH po dani	367	407	747	1 284
Odpisy	328	328	328	328
Investice do provozně nutného DM	-77	-71	-71	-71
Investice do provozně nutného PK	-1 425	281	1 261	2 025
FCFF	2 197	525	-115	-342
Úroky z CK snížené o daňový štít	61	55	50	45
Splátky úročeného cizího kapitálu	59	17	40	-15
Nově přijatý úročený cizí kapitál	1 021	912	818	854
FCFE	3 098	1 365	613	482
Odúročitel pro diskontní míru	0,9031	0,8156	0,7366	0,6652
Diskontované FCFF	2 798	1 113	452	321
Hodnota první fáze	4 684			

Pokračující hodnota se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$PH = \frac{FCFE_{2015} \cdot (1 + g)}{i_k - g} = \frac{482 \cdot (1 + 0,028)}{0,1073 - 0,028} = 6\,249 \text{ tis. Kč} \quad (19)$$

Takto vypočtenou hodnotu druhé fáze je opět nutné převést na současnou hodnotu za pomoci diskontování.

$$H_{2.fáze} = \frac{PH}{(1 + i_k)^4} = \frac{6\,249}{(1 + 0,1073)^4} = 4\,157 \text{ tis. Kč} \quad (20)$$

Následující tabulka (Tab. 32) obsahuje výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou DCF equity. Jelikož byly použity peněžní toky, které jsou k dispozici pouze vlast-

níkům, jejich diskontováním zjistíme přímo hodnotu netto. Proto zbývá už jenom přičíst neprovozní majetek k datu ocenění.

Tab. 32. Hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF equity v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	4 684
Současná hodnota 2. fáze	4 157
Provozní hodnota netto	8 841
Neprovozní majetek	2 828
Výsledná hodnota VK	11 669

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti Wista, s. r. o. k 1. 1. 2012 stanovená metodou DCF equity tedy činí 11 669 tis. Kč.

9.3 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty

Další použitou výnosovou metodou je metoda ekonomické přidané hodnoty. Její výpočet je založen na součtu diskontovaných budoucích EVA. Pro stanovení této hodnoty je potřeba znát hodnotu čistých operativních aktiv (NOA), čistý zisk z provozní činnosti po zdanění (NOPAT) a také diskontní míru, která je v tomto případě na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Čistá operativní aktiva odpovídají provozně nutnému investovanému kapitálu, čistý zisk z provozní činnosti po zdanění je v podstatě korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani. Oba tyto ukazatele byly vymezeny na začátku předcházející kapitoly. V tabulce (Tab. 33) je zobrazen výpočet ukazatele EVA a zároveň současná hodnota první fáze.

Tab. 33. Současná hodnota 1. fáze u metody EVA v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	2 297	367	407	747	1 284
NOA	15 072	13 570	13 780	14 970	16 924
WACC		10,22 %	10,22 %	10,22 %	10,22 %
WACC · NOA _{t-1}		1 540	1 387	1 408	1 530
EVA		-1 173	-980	-661	-246

Odúročitel pro diskontní míru		0,9073	0,8232	0,7468	0,6776
Diskontovaná EVA		-1 064	-807	-494	-167
Hodnota první fáze		-2 532			

Hodnota 1. fáze je vyjádřena součtem diskontovaných EVA v letech 2012 až 2015. Jak je patrné, společnost ve všech plánovaných letech dosahuje záporných hodnot, což znamená, že nedosahuje ekonomického zisku. Nicméně je pozitivní, že má tento ukazatel rostoucí tendenci a navíc hodnota první fáze není příliš významná z hlediska celkové hodnoty.

Pro výpočet pokračující hodnoty je třeba nejdříve určit hodnotu EVA v 1. roce druhé fáze, což bude provedeno následujícím způsobem:

$$EVA_{2016} = NOPAT_{2016} - NOA_{2015} \cdot WACC \quad (21)$$

Tempo růstu je shodné jako u metody DCF, tedy ve výši 2,8 %.

$$EVA_{2016} = 1\,284 \cdot 1,028 - 16\,924 \cdot 0,1022 = 1\,320 - 1\,730 = -410 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota se pak vypočítá podle vzorce:

$$PH = \frac{EVA_{2016}}{i_k - g} = \frac{-410}{0,1022 - 0,028} = -5\,526 \text{ tis. Kč} \quad (22)$$

Tuto vypočítanou hodnotu je nutné převést na současnou hodnotu pomocí diskontování.

$$H_{2.\text{ fáze}} = \frac{PH}{(1 + i_k)^4} = \frac{-5\,526}{(1 + 0,1022)^4} = -3\,744 \text{ tis. Kč} \quad (23)$$

Tabulka (Tab. 34) znázorňuje postup vyčíslení výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA. Sečtením současných hodnot první a druhé fáze dostaneme tržní přidanou hodnotu (MVA), ke které připočteme hodnotu čistých operativních aktiv k datu ocenění, čímž získáme provozní hodnotu brutto. Od této hodnoty stejně jako u metody DCF entity odečteme úročený cizí kapitál k datu ocenění a dostaneme tak provozní hodnotu netto. Zbývá už jen přičíst neprovozní majetek k datu ocenění, abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu k 1. 1. 2012.

Tab. 34. Hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA v tis. Kč
(vlastní zpracování)

Položka	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	-2 532
Současná hodnota 2. fáze	-3 744
MVA	-6 276
NOA	15 072
Provozní hodnota brutto	8 796
Úročený cizí kapitál	1 399
Provozní hodnota netto	7 397
Neprovozní majetek	2 828
Výsledná hodnota VK	10 225

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti Wista, s. r. o. k 1. lednu 2012 vypočítaná podle metody ekonomické přidané hodnoty je 10 225 tis. Kč.

9.4 Shrnutí výsledků ocenění

Pro ocenění společnosti Wista, s. r. o. bylo využito více výnosových metod, které poskytly mírně odlišné výsledky, a proto je nyní nutné vymezit souhrnný výsledek ocenění. Je obecně doporučeno použít nejméně dvě oceňovací metody, poněvadž u každé lze nalézt výhody i nevýhody. Pro určení výsledné hodnoty je třeba zvážit charakter jednotlivých metod, situaci oceňované společnosti a kvalitu vstupních dat a na základě toho přisoudit každé použité metodě určitou funkci. Jednotlivé výnosové metody byly zvoleny s ohledem na cíl práce, kterým je stanovení hodnoty společnosti.

Výsledná tržní hodnota podniku je tedy vymezena na základě metod diskontovaného cash flow (entity a equity) a ekonomické přidané hodnoty, které byly zjištěny v předchozích kapitolách. Tyto metody vycházejí z budoucích peněžních toků a vyjadřují tak budoucí výnosový potenciál společnosti. V následující tabulce (Tab. 35) jsou souhrnně uvedeny dílčí a konečné výsledky vybraných výnosových metod oceňování.

Tab. 35. Souhrn výsledků použitých výnosových metod v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	FCFF	FCFE	EVA
Současná hodnota 1. fáze	2 107	4 684	-2 532
Současná hodnota 2. fáze	7 726	4 157	-3 744
Provozní hodnota brutto	9 833	10 240	8 796
Provozní hodnota netto	8 434	8 841	7 397
Hodnota vlastního kapitálu	11 262	11 669	10 225
Výsledná hodnota VK	11 052		

Za podmínky, že se výsledky jednotlivých variant od sebe příliš neliší a jedná se o podobné metody založené na stejných vstupních datech, je možné použít prostý aritmetický průměr, což je i případ mnou oceňované společnosti.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti Wista, s. r. o. stanovená k 1. lednu 2012 pomocí vybraných výnosových metod oceňování je tedy vyčíslena ve výši 11 052 tis. Kč.

9.4.1 Citlivostní analýza

Na závěr práce je provedena citlivostní analýza, jejímž úkolem je zjištění citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti na změnu určitých vstupních parametrů, které tuto hodnotu ovlivňují. V tomto případě se jedná především o dva faktory, a to diskontní míru a tempo růstu. Jejich závislost bude zkoumána samostatně u všech zvolených výnosových metod ocenění.

Tabulka (Tab. 36) zachycuje výsledky analýzy citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu diskontní míry o 1 procentní bod.

Tab. 36. Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu diskontní míry v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	Změna o - 1 p. b.	Původní hodnota	Změna o + 1 p. b.
FCFF	9,22 %	10,22 %	11,22 %
	12 813	11 262	10 089
	+ 13,8 %	-	- 10,4 %
FCFE	9,73 %	10,73 %	11,73 %
	12 513	11 669	11 004
	+ 7,2 %	-	- 5,7 %

EVA	9,22 %	10,22 %	11,22 %
	11 761	10 225	9 075
	+ 15,0 %	-	- 11,2 %
Výsledek	9,22 %	10,22 %	11,22 %
	12 362	11 052	10 056
	+ 11,9 %	-	- 9,0 %

Tabulka (Tab. 37) představuje výpočet analýzy citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu tempa růstu o 1 procentní bod.

Tab. 37. Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu tempa růstu v tis. Kč (vlastní zpracování)

Položka	Změna o - 1 p. b.	Původní hodnota	Změna o + 1 p. b.
FCFF	1,8 %	2,8 %	3,8 %
	11 599	11 262	10 819
	+ 3,0 %	-	- 3,9 %
FCFE	1,8 %	2,8 %	3,8 %
	11 167	11 669	12 315
	- 4,3 %	-	+ 5,5 %
EVA	1,8 %	2,8 %	3,8 %
	10 565	10 225	9 779
	+ 3,3 %	-	- 4,4 %
Výsledek	9,22 %	10,22 %	11,22 %
	11 110	11 052	10 971
	+ 0,5 %	-	- 0,7 %

Jak je patrné z provedené analýzy, citlivost výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu diskontní míry je mnohem větší než na změnu tempa růstu. Je proto velmi důležité zvolit správné vstupní parametry. V praxi ovšem změna jednoho faktoru vyvolá většinou i změnu faktoru jiného. Pokud by tedy byly parametry zkoumány současně, míra citlivosti by byla ještě výraznější. Z toho vyplývá, že volba použitých veličin má značný vliv na výslednou hodnotu, a proto by se této oblasti měla věnovat dostatečná pozornost.

ZÁVĚR

Hlavním cílem mé diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu společnosti Wista, s. r. o. k 1. 1. 2012 za pomoci vybraných výnosových metod oceňování. Teoretická část byla věnována kritické literární rešerši z dostupných zdrojů a obsahuje základní informace o problematice oceňování společnosti. Tato část je důležitým podkladem analytické a projektové části.

V úvodu praktické části byla stručně představena oceňovaná společnost, poté následovalo vypracování strategické a finanční analýzy. V rámci strategické analýzy byla provedena analýza makroekonomického prostředí, dále vymezen relevantní trh a prognóza jeho vývoje, určena konkurenční síla společnosti a prognózovány její tržby. Na strategickou analýzu navazuje finanční analýza, pomocí které byl zhodnocen finanční stav společnosti. Na začátku finanční analýzy byla vypracována horizontální a vertikální analýza účetních výkazů, následovala analýza rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Celkově lze konstatovat, že oceňovaná společnost vykazuje známky zdravého podniku a má předpoklad dobrých perspektiv do budoucna.

Na základě předchozích analýz byl vytvořen strategický finanční plán společnosti Wista, s. r. o. pro období let 2012 až 2015. Komplexní finanční plán tvoří základní účetní výkazy a jeho sestavení je nezbytné pro ocenění společnosti výnosovými metodami. Ze všech provedených analýz vyplynulo, že oceňovaná společnost naplňuje předpoklad neomezeného trvání, což je podstatná podmínka pro využití výnosových metod oceňování. Konkrétně byla zvolena metoda diskontovaného cash flow (entity a equity) a metoda ekonomické přidané hodnoty.

V závěru práce bylo provedeno samotné ocenění společnosti vybranými výnosovými metodami. Nejprve však bylo nutné stanovit diskontní míru, a to na úrovni vlastníků i celé společnosti. Diskontní míra je důležitým vstupním parametrem, jelikož ovlivňuje konečnou hodnotu vlastního kapitálu společnosti, jak vyplynulo z citlivostní analýzy. Pro ocenění společnosti tedy byly použity nejčastěji využívané výnosové metody. Výsledná hodnota společnosti pro vlastníky i věřitele byla určena jako průměr výsledků metod DCF entity, DCF equity a EVA.

Tržní hodnota společnosti Wista, s. r. o. stanovená k 1. lednu 2012 činí 11 052 tis. Kč. Cíl diplomové práce proto podle mého názoru považuji za splněný.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografické publikace:

- [1] BLAHA, Zdenek Sid a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2006. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vyd. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-145-3.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana et al., 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] FOTR, Jiří, Emil VACÍK, Ivan SOUČEK, Miroslav ŠPAČEK a Stanislav HÁJEK, 2012. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3985-4.
- [4] GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2008. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-1108-5.
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [7] KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [8] LANDA, Martin, 2008. *Jak číst finanční výkazy*. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-1994-5.
- [9] MARINIČ, Pavel, 2008. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [10] MAŘÍK, Miloš et al., 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [11] MAŘÍK, Miloš et al., 2011. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4.

- [12] MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-61-0.
- [13] NEUMAIEROVÁ, Inka et al., 2005. *Řízení hodnoty podniku aneb Nedělejme z podniku záhadu*. Praha: Profess Consulting. ISBN 80-7259-022-7.
- [14] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2009. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [15] RŮČKOVÁ, Petra, 2010. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3308-1.
- [16] SEDLÁČEK, Jaroslav, 2001. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: Computer Press. ISBN 80-7226-562-8.
- [17] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-367-1.
- [18] VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3647-1.

Elektronické zdroje:

- [19] AKTUÁLNĚ.CZ. *Daňová reforma a další chystané změny daní* [online]. 2013 [cit. 2013-03-08]. Dostupné z: <http://wiki.aktualne.centrum.cz/finance/danova-reforma-zmeny-dani/>
- [20] AKTUÁLNĚ.CZ. *Zvýšení DPH pro rok 2013, sazby daně z přidané hodnoty* [online]. 2013 [cit. 2013-03-08]. Dostupné z: <http://wiki.aktualne.centrum.cz/finance/zvyseni-dph-sazba-dan-z-pridane-hodnoty/>
- [21] ČSÚ. *Český statistický úřad* [online]. ©2013 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>
- [22] DAMODARAN, Aswath. *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. 2013a [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

- [23] DAMODARAN, Aswath. *Levered and Unlevered Betas by Industry* [online]. 2013b [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- [24] KP PFLEGER S.R.O. *Kovovýroba* [online]. ©2010 [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://kovo.pfleger.cz/>
- [25] KRAMNÁ, Eva. *Oceňování podniku* [elektronická skripta]. ©2011 [cit. 2013-02-16]. Dostupné z: http://vyuka.fame.utb.cz/file.php/384/Skripta_ocenovani_podniku.pdf
- [26] MF ČR. *Makroekonomická predikce České republiky* [online]. 2013 [cit. 2013-03-09]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q1.pdf
- [27] MF ČR. *Průzkum prognóz makroekonomického vývoje České republiky* [online]. 2012 [cit. 2013-04-02] Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/34-kolokvium_2012-11.pdf
- [28] MPO. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA* [online]. ©2005 [cit. 2013-04-03] Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace.html>
- [29] MPO. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2011* [online]. 2012 [cit. 2013-03-11] Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument107939.html>
- [30] OTECO CZ SPOL. S R.O. *Výrobce tryskacích zařízení a metacích kol* [online]. ©2012 [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://www.oteco.cz/>
- [31] SPOLMONT S.R.O. *Technologie povrchových úprav* [online]. ©2011 [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://www.spolmont.cz/>
- [32] SURFIN S.R.O. *Váš partner v povrchové úpravě* [online]. 2013 [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://www.surfin.cz/>
- [33] TALTECH S.R.O. *Prodej a servis strojů a zařízení pro povrchovou úpravu* [online]. 2013 [cit. 2013-03-10]. Dostupné z: <http://www.taltech.cz/>
- [34] WISTA S.R.O. *Tryskací technika* [online]. ©2010 [cit. 2013-02-28]. Dostupné z: <http://www.wista.cz/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva.
APV	Upravená současná hodnota.
C	Celkový investovaný kapitál.
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv.
CF	Cash flow.
CK	Cizí kapitál.
CP	Cenné papíry.
CZ	Cizí zdroje.
ČNB	Česká národní banka.
ČPK	Čistý pracovní kapitál.
ČSÚ	Český statistický úřad.
ČZ	Čistý zisk.
DCF	Diskontované cash flow.
DFM	Dlouhodobý finanční majetek.
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek.
DM	Dlouhodobý majetek.
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek.
DO	Doba obratu.
DPH	Daň z přidané hodnoty.
EBIT	Zisk před úroky a daněmi.
EVA	Ekonomická přidaná hodnota.
FCF	Volný peněžní tok.
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky.
FCFF	Volný peněžní tok do firmy.

HDP	Hrubý domácí produkt.
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry.
KFM	Krátkodobý finanční majetek.
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření.
KS	Konečný stav.
KZ	Krátkodobé závazky.
MF	Ministerstvo financí.
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu.
MVA	Tržní přidaná hodnota.
N	Náklady.
NOA	Čistá operativní aktiva.
NOPAT	Čistý zisk z provozní činnosti po zdanění.
NÚ	Nákladové úroky.
OA	Oběžná aktiva.
PH	Pokračující hodnota.
PK	Pracovní kapitál.
PS	Počáteční stav.
RO	Rychlost obratu.
SZP	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění.
T	Tržby.
V	Výnosy.
VH	Výsledek hospodaření.
VK	Vlastní kapitál.
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál.
ZK	Základní kapitál.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Vztah mezi zdroji rizika (Mařík et al., 2011, s. 41).....	19
Obr. 2. Postup při ocenění podniku (vlastní zpracování).....	24
Obr. 3. Vývoj tržního podílu společnosti Wista, s. r. o. (vlastní zpracování).....	55
Obr. 4. Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)	69
Obr. 5. Vývoj ukazatelů likvidity (vlastní zpracování).....	71
Obr. 6. Vývoj ukazatelů zadluženosti (vlastní zpracování)	72
Obr. 7. Vývoj ukazatelů rentability (vlastní zpracování).....	73
Obr. 8. Vývoj rychlosti obratu (vlastní zpracování)	75
Obr. 9. Vývoj dob obratu (vlastní zpracování)	76

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Výpočet volného peněžního toku do firmy (Mařík et al., 2011, s. 170).....	35
Tab. 2. Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky (Mařík et al., 2011, s. 205).....	38
Tab. 3. Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů (vlastní zpracování).....	49
Tab. 4. Základní údaje o trhu (vlastní zpracování)	53
Tab. 5. Analýza atraktivitu trhu (vlastní zpracování)	53
Tab. 6. Prognóza vývoje trhu (vlastní zpracování)	54
Tab. 7. Tržní podíl společnosti Wista, s.r.o. (vlastní zpracování)	55
Tab. 8. Hodnocení kvality managementu (vlastní zpracování).....	57
Tab. 9. Hodnocení situace v personální oblasti (vlastní zpracování)	58
Tab. 10. Hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje (vlastní zpracování)	59
Tab. 11. Hodnocení dlouhodobého majetku a investic (vlastní zpracování).....	60
Tab. 12. Zhodnocení konkurenční síly společnosti Wista, s.r.o. (vlastní zpracování)	61
Tab. 13. Prognóza růstu tržeb společnosti Wista, s. r. o. (vlastní zpracování)	62
Tab. 14. Horizontální analýza rozvahy (vlastní zpracování)	63
Tab. 15. Vertikální analýza rozvahy v % (vlastní zpracování).....	65
Tab. 16. Horizontální analýza výsledovky (vlastní zpracování).....	67
Tab. 17. Vertikální analýza výsledovky v % (vlastní zpracování).....	68
Tab. 18. Ukazatele likvidity (vlastní zpracování).....	70
Tab. 19. Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)	71
Tab. 20. Ukazatele rentability (vlastní zpracování)	73
Tab. 21. Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)	74
Tab. 22. Altmanovo Z-skóre (vlastní zpracování)	77
Tab. 23. Index IN01 (vlastní zpracování)	77
Tab. 24. Vybrané poměrové ukazatele (vlastní zpracování).....	82
Tab. 25. Výpočet nákladů na VK pomocí stavebnicové metody (vlastní zpracování)	86
Tab. 26. Vážený průměr nákladů na VK (vlastní zpracování).....	86
Tab. 27. Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál (vlastní zpracování).....	87
Tab. 28. Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč (vlastní zpracování).....	87
Tab. 29. Současná hodnota 1. fáze u metody FCFF v tis. Kč (vlastní zpracování)	88
Tab. 30. Hodnota VK dle metody DCF entity v tis. Kč (vlastní zpracování).....	90
Tab. 31. Současná hodnota 1. fáze u metody FCFE v tis. Kč (vlastní zpracování)	91

Tab. 32. Hodnota VK dle metody DCF equity v tis. Kč (vlastní zpracování)	92
Tab. 33. Současná hodnota 1. fáze u metody EVA v tis. Kč (vlastní zpracování)	92
Tab. 34. Hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA v tis. Kč (vlastní zpracování).....	94
Tab. 35. Souhrn výsledků použitých výnosových metod v tis. Kč (vlastní zpracování)	95
Tab. 36. Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu diskontní míry v tis. Kč (vlastní zpracování)	95
Tab. 37. Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu tempa růstu v tis. Kč (vlastní zpracování).....	96

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Rozvaha společnosti Wista, s. r. o. za období 2007 – 2011
- P II Výkaz zisku a ztráty společnosti Wista, s. r. o. za období 2007 – 2011
- P III Horizontální analýza rozvahy společnosti Wista, s. r. o.
- P IV Vertikální analýza rozvahy společnosti Wista, s. r. o.
- P V Horizontální analýza výsledovky společnosti Wista, s. r. o.
- P VI Vertikální analýza výsledovky společnosti Wista, s. r. o.
- P VII Plánovaná rozvaha společnosti Wista, s. r. o.
- P VIII Plánovaná výsledovka společnosti Wista, s. r. o.
- P IX Plánované cash flow společnosti Wista, s. r. o.

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA ZA OBDOBÍ 2007 – 2011 (v tis. Kč)

Název položky	2007	2008	2009	2010	2011
A K T I V A C E L K E M	17 061	40 092	23 535	19 345	33 341
POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZK	0	0	0	0	0
DLOUHODOBÝ MAJETEK	612	465	673	764	621
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
Software	0	0	0	0	0
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouh. nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	612	465	673	764	621
Pozemky	0	0	0	0	0
Stavby	0	0	0	0	279
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	612	465	673	758	336
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
Nedokončený hmotný dlouhodobý majetek	0	0	0	6	6
Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Podíly - ovládaná osoba	0	0	0	0	0
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
Půjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DFM	0	0	0	0	0
OBĚŽNÁ AKTIVA	16 431	39 608	22 848	18 558	32 692
Zásoby	3 887	6 235	2 744	3 252	11 120
Materiál	0	0	0	0	0
Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	160	1 626
Výrobky	0	0	0	0	0
Mladá zvířata na jejich skupiny	0	0	0	0	0
Zboží	3 887	6 235	2 744	3 092	9 494
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0

Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	7 323	20 744	8 791	7 935	13 836
Pohledávky z obchodních vztahů	5 652	18 050	4 088	5 653	2 963
Pohledávky - ovládaná a ovládající osoba	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení	333	1 343	2 783	1 295	2 813
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	0	9	1 686	807	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 231	1 236	202	148	8 028
Dohadné účty aktivní	71	71	0	0	0
Jiné pohledávky	36	35	32	32	32
Krátkodobý finanční majetek	5 221	12 629	11 313	7 371	7 736
Peníze	53	154	40	90	85
Účty v bankách	5 168	12 475	11 273	7 281	7 651
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
OSTATNÍ AKTIVA	18	19	14	23	28
Časové rozlišení	18	19	14	23	28
Náklady příštích období	7	19	14	23	28
Komplexní náklady příštích období	11	0	0	0	0
Příjmy příštích období	0	0	0	0	0

Název položky	2007	2008	2009	2010	2011
PASIVA CELKEM	17 061	40 092	23 535	19 345	33 341
VLASTNÍ KAPITÁL	5 437	9 662	8 524	14 098	16 501
Základní kapitál	100	100	100	100	100
Základní kapitál	100	100	100	100	100
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Emisní ážio	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
Rozdíly z přeměn společnosti	0	0	0	0	0
Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	27	27	27	27	27
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	27	27	27	27	27
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	4 438	5 308	9 535	8 397	13 970
Nerozdělený zisk minulých let	4 438	5 308	9 535	9 535	15 108
Neuhrazená ztráta z minulých let	0	0	0	-1 138	-1 138
VH běžného účetního období	872	4 227	-1 138	5 574	2 404
CIZÍ ZDROJE	11 617	30 430	15 011	5 247	16 828
Rezervy	0	1 700	0	0	0
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	1 700	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
Závazky - ovládaná a ovládající osoba	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
Jiné závazky	0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	11 617	25 063	14 614	4 569	15 429
Závazky z obchodních vztahů	6 338	15 017	5 476	2 883	7 042
Závazky - ovládaná a ovládající osoba	0	0	0	0	0

Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	31	33	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	128	205	170	138	320
Závazky ze SZP	92	128	80	78	136
Stát - daňové závazky a dotace	853	4 113	31	0	402
Krátkodobé přijaté zálohy	3 974	5 193	8 750	648	7 459
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	137	318	71	799	45
Jiné závazky	64	56	36	23	25
Bankovní úvěry a výpomoci	0	3 667	397	678	1 399
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	467	397	303	467
Krátkodobé bankovní úvěry	0	3 200	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	375	932
OSTATNÍ PASIVA	7	0	0	0	12
Časové rozlišení	7	0	0	0	12
Výdaje příštích období	7	0	0	0	12
Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY ZA OBDOBÍ 2007 – 2011

(v tis. Kč)

Název položky	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej zboží	28 390	73 128	36 756	18 644	10 966
Náklady vynaložené na prodané zboží	21 501	53 714	23 784	5 614	4 808
O b c h o d n í m a r ž e	6 889	19 414	12 972	13 030	6 158
Výkony	1 012	1 930	697	6 295	32 210
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 012	1 930	697	6 135	30 744
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	160	1 466
Aktivace	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	4 072	5 950	15 588	9 483	31 919
Spotřeba materiálu a energie	630	1 163	6 052	3 877	25 098
Služby	3 442	4 787	9 536	5 606	6 821
Přidaná hodnota	3 829	15 394	-1 919	9 842	6 449
Osobní náklady	3 050	4 048	3 232	2 918	4 011
Mzdové náklady	1 673	2 428	2 363	2 105	2 911
Odměny členům orgánů společnosti	540	540	0	0	0
Náklady na SZP	756	966	857	813	1 074
Sociální náklady	81	114	12	0	26
Daně a poplatky	21	25	3	4	5
Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	183	298	0	406	453
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	42	122	0	58	0
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	42	122	0	58	0
Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	4 700	-4 646	-145	-7
Ostatní provozní výnosy	18	28	0	457	74
Ostatní provozní náklady	15	26	232	810	-775
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
PROVOZNÍ VH	620	6 447	-740	6 364	2 836
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého fin. majetku	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouh. CP a podílů	0	0	0	0	0

Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého fin. majetku	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
V z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
N z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	6	20	99	32	44
Nákladové úroky	0	0	57	47	73
Ostatní finanční výnosy	857	968	1 801	104	605
Ostatní finanční náklady	329	826	2 338	613	605
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
FINANČNÍ VH	534	162	-495	-524	-29
Daň z příjmů za běžnou činnost	282	2 382	0	266	403
- splatná	282	2 382	0	266	403
- odložená	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	872	4 227	-1 235	5 574	2 404
Mimořádné výnosy	0	0	196	0	0
Mimořádné náklady	0	0	99	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
- splatná	0	0	0	0	0
- odložená	0	0	0	0	0
MIMORÁDNÝ VH	0	0	97	0	0
Převod podílu na VH společníkům	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	872	4 227	-1 138	5 574	2 404
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 154	6 609	-1 138	5 840	2 807

PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Položka	Změna 2007/08		Změna 2008/09		Změna 2009/10		Změna 2010/11	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
A K T I V A	23 031	135,0	-16 557	-41,3	-4 190	-17,8	13 996	72,3
DL. MAJETEK	-147	-24,0	208	44,7	91	13,5	-143	-18,7
Dl. nehm. majetek	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Dl. hmot. majetek	26 829	201,6	-24 475	-61,0	-779	-5,0	4 729	31,8
Stavby	0	0,0	0	0,0	0	0,0	279	x
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-147	-24,0	208	44,7	85	12,6	-422	-55,7
Nedokonč. hmotný dlouhodobý majetek	0	0,0	0	0,0	6	x	0	0,0
Dl. fin. majetek	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
OBĚŽ. AKTIVA	23 177	141,1	-16 760	-42,3	-4 290	-18,8	14 134	76,2
Zásoby	2 348	60,4	-3 491	-56,0	508	18,5	7 868	241,9
Nedokonč. výroba a polotovary	0	0,0	0	0,0	160	x	1 466	916,3
Zboží	2 348	60,4	-3 491	-56,0	348	12,7	6 402	207,1
Dlouh. pohledávky	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Krátk. pohledávky	13 421	183,3	-11 953	-57,6	-856	-9,7	5 901	74,4
Pohl. z obch. vztahů	12 398	219,4	-13 962	-77,4	1 565	38,3	-2 690	-47,6
Pohl. za společníky, členy družstva a účastníky sdružení	1 010	303,3	1 440	107,2	-1 488	-53,5	1 518	117,2
Stát - daň. pohled.	9	x	1 677	18 633,3	-879	-52,1	-807	-100,0
Kr. poskyt. zálohy	5	0,4	-1 034	-83,7	-54	-26,7	7 880	5324,3
Dohad. účty aktivní	0	0,0	-71	-100,0	0	0,0	0	0,0
Jiné pohledávky	-1	-2,8	-3	-8,6	0	0,0	0	0,0
Kr. fin. majetek	7 408	141,9	-1 316	-10,4	-3 942	-34,8	365	5,0
Peníze	101	190,6	-114	-74,0	50	125,0	-5	-5,6
Účty v bankách	7 307	141,4	-1 202	-9,6	-3 992	-35,4	370	5,1
OST. AKTIVA	1	5,6	-5	-26,3	9	64,3	5	21,7
Časové rozlišení	1	5,6	-5	-26,3	9	64,3	5	21,7
N příštích období	12	171,4	-5	-26,3	9	64,3	5	21,7
Komplexní náklady příštích období	-11	-100,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0

Položka	Změna 2007/08		Změna 2008/09		Změna 2009/10		Změna 2010/11	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
P A S I V A	23 031	135,0	-16 557	-41,3	-4 190	-17,8	13 996	72,3
VL. KAPITÁL	4 225	77,7	-1 138	-11,8	5 574	65,4	2 403	17,0
Základní kapitál	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Základní kapitál	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Kapitálové fondy	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Rezervní fond, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Zákon. rezerv. fond	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
VH minulých let	870	19,6	4 227	79,6	-1 138	-11,9	5 573	66,4
Nerozdělený zisk minulých let	870	19,6	4 227	79,6	0	0,0	5 573	58,4
Neuhrazená ztráta z minulých let	0	0,0	0	0,0	-1 138	x	0	0,0
VH běž. úč. období	3 355	384,7	-5 365	-126,9	6 712	-589,8	-3 170	-56,9
CIZÍ ZDROJE	18 813	161,9	-15 419	-50,7	-9 764	-65,0	11 581	220,7
Rezervy	1 700	x	-1 700	-100,0	0	0,0	0	0,0
Ostatní rezervy	1 700	x	-1 700	-100,0	0	0,0	0	0,0
Dlouh. závazky	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Krátk. závazky	13 446	115,7	-10 449	-41,7	-10 045	-68,7	10 860	237,7
Záv. z obch. vztahů	8 679	136,9	-9 541	-63,5	-2 593	-47,4	4 159	144,3
Závazky ke společ- níkům, členům družstva a k účast- níkům sdružení	2	6,5	-33	-100,0	0	0,0	0	0,0
Závazky k zaměst.	77	60,2	-35	-17,1	-32	-18,8	182	131,9
Závazky ze SZP	36	39,1	-48	-37,5	-2	-2,5	58	74,4
Stát - daňové závazky a dotace	3 260	382,2	-4 082	-99,2	-31	-100,0	402	x
Krátk. přijaté zálohy	1 219	30,7	3 557	68,5	-8 102	-92,6	6 811	1051,1
Dohad. účty pasivní	181	132,1	-247	-77,7	728	1025,4	-754	-94,4
Jiné závazky	-8	-12,5	-20	-35,7	-13	-36,1	2	8,7
Bankovní úvěry a výpomoci	3 667	x	-3 270	-89,2	281	70,8	721	106,3
Bankovní úvěry dl.	467	x	-70	-15,0	-94	-23,7	164	54,1
Krátk. bank. úvěry	3 200	x	-3 200	-100,0	0	0,0	0	0,0
Krátk. fin. výpomoci	0	0,0	0	0,0	375	x	557	148,5
OST. PASIVA	-7	-100,0	0	0,0	0	0,0	12	x
Časové rozlišení	-7	-100,0	0	0,0	0	0,0	12	x
Výdaje příštích obd.	-7	-100,0	0	0,0	0	0,0	12	x

PŘÍLOHA P IV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY (v %)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
A K T I V A	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
DLOUHODOBÝ MAJETEK	3,59	1,16	2,86	3,95	1,86
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	78,00	100,11	66,55	76,93	58,82
Stavby	0,00	0,00	0,00	0,00	0,84
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3,59	1,16	2,86	3,92	1,01
Nedokončený hmotný DM	0,00	0,00	0,00	0,03	0,02
Dlouhodobý finanční majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
OBĚŽNÁ AKTIVA	96,31	98,79	97,08	95,93	98,05
Zásoby	22,78	15,55	11,66	16,81	33,35
Nedokončená výroba a polotovary	0,00	0,00	0,00	0,83	4,88
Zboží	22,78	15,55	11,66	15,98	28,48
Dlouhodobé pohledávky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé pohledávky	42,92	51,74	37,35	41,02	41,50
Pohledávky z obchodních vztahů	33,13	45,02	17,37	29,22	8,89
Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení	1,95	3,35	11,82	6,69	8,44
Stát - daňové pohledávky	0,00	0,02	7,16	4,17	0,00
Krátkodobé poskytnuté zálohy	7,22	3,08	0,86	0,77	24,08
Dohadné účty aktivní	0,42	0,18	0,00	0,00	0,00
Jiné pohledávky	0,21	0,09	0,14	0,17	0,10
Krátkodobý finanční majetek	30,60	31,50	48,07	38,10	23,20
Peníze	0,31	0,38	0,17	0,47	0,25
Účty v bankách	30,29	31,12	47,90	37,64	22,95
OSTATNÍ AKTIVA	0,11	0,05	0,06	0,12	0,08
Časové rozlišení	0,11	0,05	0,06	0,12	0,08
Náklady příštích období	0,04	0,05	0,06	0,12	0,08
Komplexní náklady příštích období	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
P A S I V A	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
VLASTNÍ KAPITÁL	31,87	24,10	36,22	72,88	49,49
Základní kapitál	0,59	0,25	0,42	0,52	0,30
Základní kapitál	0,59	0,25	0,42	0,52	0,30
Kapitálové fondy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,16	0,07	0,11	0,14	0,08
Zákonný rezervní fond	0,16	0,07	0,11	0,14	0,08
VH minulých let	26,01	13,24	40,51	43,41	41,90
Nerozdělený zisk minulých let	26,01	13,24	40,51	49,29	45,31
Neuhrazená ztráta z minulých let	0,00	0,00	0,00	-5,88	-3,41
VH běžného účetního období	5,11	10,54	-4,84	28,81	7,21
CIZÍ ZDROJE	68,09	75,90	63,78	27,12	50,47
Rezervy	0,00	4,24	0,00	0,00	0,00
Ostatní rezervy	0,00	4,24	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé závazky	68,09	62,51	62,09	23,62	46,28
Závazky z obchodních vztahů	37,15	37,46	23,27	14,90	21,12
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,18	0,08	0,00	0,00	0,00
Závazky k zaměstnancům	0,75	0,51	0,72	0,71	0,96
Závazky ze SZP	0,54	0,32	0,34	0,40	0,41
Stát - daňové závazky a dotace	5,00	10,26	0,13	0,00	1,21
Krátkodobé přijaté zálohy	23,29	12,95	37,18	3,35	22,37
Dohadné účty pasivní	0,80	0,79	0,30	4,13	0,13
Jiné závazky	0,38	0,14	0,15	0,12	0,07
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00	9,15	1,69	3,50	4,20
Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00	1,16	1,69	1,57	1,40
Krátkodobé bankovní úvěry	0,00	7,98	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé finanční výpomoci	0,00	0,00	0,00	1,94	2,80
OSTATNÍ PASIVA	0,04	0,00	0,00	0,00	0,04
Časové rozlišení	0,04	0,00	0,00	0,00	0,04
Výdaje příštích období	0,04	0,00	0,00	0,00	0,04

PŘÍLOHA P V: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY

Položka	Změna 2007/08		Změna 2008/09		Změna 2009/10		Změna 2010/11	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Náklady celkem	40 416	138,5	-28 900	-41,5	-20 937	-51,5	21 342	108,1
Náklady vynaložené na prodané zboží	32 213	149,8	-29 930	-55,7	-18 170	-76,4	-806	-14,4
Spotřeba materiálu a energie	533	84,6	4 889	420,4	-2 175	-35,9	21 221	547,4
Služby	1 345	39,1	4 749	99,2	-3 930	-41,2	1 215	21,7
Mzdové náklady	755	45,1	-65	-2,7	-258	-10,9	806	38,3
Odměny členům orgánů společnosti	0	0,0	-540	-100,0	0	0,0	0	0,0
Náklady na SZP	210	27,8	-109	-11,3	-44	-5,1	261	32,1
Sociální náklady	33	40,7	-102	-89,5	-12	-100,0	26	x
Daně a poplatky	4	19,0	-22	-88,0	1	33,3	1	25,0
Odpisy dlouh. nehm. a hmotného majetku	115	62,8	-298	-100,0	406	x	47	11,6
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a komplex. N příštích období	4 700	x	-9 346	-198,9	4 501	-96,9	138	-95,2
Ostatní provozní N	11	73,3	206	792,3	578	249,1	-1 585	-195,7
Nákladové úroky	0	0,0	57	x	-10	-17,5	26	55,3
Ostatní fin. náklady	497	151,1	1 512	183,1	-1 725	-73,8	-8	-1,3
Mimořádné náklady	0	0,0	99	x	-99	-100,0	0	0,0
Výnosy celkem	45 871	151,3	-36 647	-48,1	-13 959	-35,3	18 309	71,5
Tržby za prodej zboží	44 738	157,6	-36 372	-49,7	-18 112	-49,3	-7 678	-41,2
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	918	90,7	-1 233	-63,9	5 438	780,2	24 609	401,1
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0,0	0	0,0	160	x	1 306	816,3
Tržby z prodeje DM	80	190,5	-122	-100,0	58	x	-58	-100,0
Ostatní provozní V	10	55,6	-28	-100,0	457	x	-383	-83,8
Výnosové úroky	14	233,3	79	395,0	-67	-67,7	12	37,5
Ostatní fin. výnosy	111	13,0	833	86,1	-1 697	-94,2	501	481,7
Mimořádné výnosy	0	0,0	196	x	-196	-100,0	0	0,0

PŘÍLOHA P VI: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKY (v %)

Položka	Rok				
	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Náklady vynaložené na prodané zboží	73,71	77,19	58,46	28,43	11,70
Spotřeba materiálu a energie	2,16	1,67	14,87	19,63	61,08
Služby	11,80	6,88	23,44	28,38	16,60
Mzdové náklady	5,74	3,49	5,81	10,66	7,08
Odměny členům orgánů společnosti	1,85	0,78	0,00	0,00	0,00
Náklady na SZP	2,59	1,39	2,11	4,12	2,61
Sociální náklady	0,28	0,16	0,03	0,00	0,06
Daně a poplatky	0,07	0,04	0,01	0,02	0,01
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,63	0,43	0,00	2,06	1,10
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0,00	6,75	-11,42	-0,73	-0,02
Ostatní provozní náklady	0,05	0,04	0,57	4,10	-1,89
Nákladové úroky	0,00	0,00	0,14	0,24	0,18
Ostatní finanční náklady	1,13	1,19	5,75	3,10	1,47
Mimořádné náklady	0,00	0,00	0,24	0,00	0,00
Výnosy celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Tržby za prodej zboží	93,62	95,97	92,94	72,86	24,98
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	3,34	2,53	1,76	23,97	70,03
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,00	0,00	0,00	0,63	3,34
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,14	0,16	0,00	0,23	0,00
Ostatní provozní výnosy	0,06	0,04	0,00	1,79	0,17
Výnosové úroky	0,02	0,03	0,25	0,13	0,10
Ostatní finanční výnosy	2,83	1,27	4,55	0,41	1,38
Mimořádné výnosy	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00

PŘÍLOHA P VII: PLÁNOVANÁ ROZVAHA (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015
A K T I V A C E L K E M	29 792	30 102	31 706	34 634
POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZK	0	0	0	0
DLOUHODOBÝ MAJETEK	544	473	402	331
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	544	473	402	331
Stavby	251	223	195	167
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	293	250	207	164
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
OBĚŽNÁ AKTIVA	29 227	29 608	31 283	34 282
Zásoby	9 541	9 751	10 658	12 150
Nedokončená výroba a polotovary	954	975	1 066	1 215
Zboží	8 587	8 776	9 592	10 935
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	11 665	11 903	13 093	14 879
Pohledávky z obchodních vztahů	7 561	7 716	8 490	9 651
Pohledávky za společníky, členy družstva a účastníky sdružení	1 745	1 781	1 959	2 227
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 327	2 374	2 612	2 969
Jiné pohledávky	32	32	32	32
Krátkodobý finanční majetek	8 021	7 954	7 532	7 253
Peníze	80	79	75	72
Účty v bankách	7 941	7 875	7 457	7 181
OSTATNÍ AKTIVA	21	21	21	21
Časové rozlišení	21	21	21	21
Náklady příštích období	21	21	21	21

Název položky	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	29 792	30 102	31 706	34 634
VLASTNÍ KAPITÁL	16 652	16 850	17 394	18 481
Základní kapitál	100	100	100	100
Základní kapitál	100	100	100	100
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	27	27	27	27
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	27	27	27	27
Výsledek hospodaření minulých let	16 374	16 525	16 723	17 267
Nerozdělený zisk minulých let	17 512	17 663	17 861	18 405
Neuhrazená ztráta z minulých let	-1 138	-1 138	-1 138	-1 138
VH běžného účetního období	151	198	544	1 086
CIZÍ ZDROJE	13 127	13 240	14 300	16 141
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	11 698	11 937	13 131	14 921
Závazky z obchodních vztahů	6 243	6 370	7 009	7 966
Závazky k zaměstnancům	191	195	214	244
Závazky ze SZP	104	106	117	133
Stát - daňové závazky a dotace	584	596	655	745
Krátkodobé přijaté zálohy	4 086	4 170	4 587	5 214
Dohadné účty pasivní	467	477	524	596
Jiné závazky	24	24	24	24
Bankovní úvěry a výpomoci	1 429	1 303	1 169	1 220
Bankovní úvěry dlouhodobé	408	391	351	366
Krátkodobé finanční výpomoci	1 021	912	818	854
OSTATNÍ PASIVA	12	12	12	12
Časové rozlišení	12	12	12	12
Výdaje příštích období	12	12	12	12

PŘÍLOHA P VIII: PLÁNOVANÁ VÝSLEDOVKA (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	9 409	9 616	10 510	11 982
Náklady vynaložené na prodané zboží	4 125	4 216	4 608	5 253
O b c h o d n í m a r ž e	5 284	5 400	5 902	6 729
Výkony	26 378	26 958	29 465	33 591
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	26 378	26 958	29 465	33 591
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0
Aktivace	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	26 958	27 551	30 114	34 330
Spotřeba materiálu a energie	21 524	21 998	24 044	27 410
Služby	5 434	5 553	6 070	6 920
P ř i d a n á h o d n o t a	4 704	4 807	5 254	5 990
Osobní náklady	3 970	4 026	4 053	4 127
Mzdové náklady	2 943	2 984	3 038	3 093
Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0
Náklady na SZP	1 001	1 015	987	1 005
Sociální náklady	27	27	28	29
Daně a poplatky	5	5	6	6
Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	328	328	328	328
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	0	0	0	0
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0
Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku	0	0	0	0
Prodaný materiál	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	115	117	120	122
Ostatní provozní náklady	62	63	65	66
Převod provozních výnosů	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0
PROVOZNÍ VH	453	502	922	1 585
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého fin. majetku	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého fin. majetku	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0
V z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
N z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0

Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0
Výnosové úroky	50	55	61	67
Nákladové úroky	75	68	61	55
Ostatní finanční výnosy	232	237	241	246
Ostatní finanční náklady	473	482	492	502
Převod finančních výnosů	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0
FINANČNÍ VH	-266	-258	-251	-244
Daň z příjmů za běžnou činnost	36	46	127	255
- splatná	36	46	127	255
- odložená	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	151	198	544	1 086
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
- splatná	0	0	0	0
- odložená	0	0	0	0
MIMOŘÁDNÝ VH	0	0	0	0
Převod podílu na VH společníkům	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	151	198	544	1 086
Výsledek hospodaření před zdaněním	187	244	671	1 341

PŘÍLOHA P IX: PLÁNOVANÉ CASH FLOW (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015
PS peněžních prostředků	7 736	8 021	7 927	7 502
VH za účetní období	151	198	544	1 086
Úpravy o nepeněžní operace	328	328	328	328
Odpisy stálých aktiv	328	328	328	328
Úpravy oběžných aktiv	19	-210	-902	-1 488
Změna stavu pohledávek	2 171	-238	-1 190	-1 786
Změna stavu krátkodobých závazků	-3 731	238	1 195	1 790
Změna stavu zásob	1 579	-210	-907	-1 492
Změna časového rozlišení	7	0	0	0
CF Z PROVOZNÍ ČINNOSTI	505	316	-30	-74
Změna stavu dlouhodobého majetku	-251	-257	-257	-257
CF Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI	-251	-257	-257	-257
Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0
Změna stavu dlouh. bankovních úvěrů	-59	-17	-40	15
Změna stavu krátkodobých bank. úvěrů	89	-109	-94	36
Vyplacené podíly na zisku	0	0	0	0
CF Z FINANČNÍ ČINNOSTI	30	-126	-134	51
CF CELKEM	285	-67	-422	-279
KS peněžních prostředků	8 021	7 954	7 532	7 253