

Projekt stanovení hodnoty společnosti OP papírna, s.r.o. s využitím výnosových metod

Bc. Eva Cikrytová

Diplomová práce
2013

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Eva Cikrytová**
Osobní číslo: **M11374**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty společnosti OP papírna, s.r.o. s využitím výnosových metod**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

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

II. Praktická část

- Provedte analýzu vnějšího a vnitřního prostředí pro hospodaření společnosti OP papírna, s.r.o.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy trhu vypracujte strategický finanční plán společnosti.
- Pomocí vybraných výnosových metod stanovte hodnotu společnosti.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3. rozš. vyd. Praha: EKOPRES, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
MARÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRES, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha: Grada, 2002. ISBN 80-247-0125-1.
PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. 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 Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

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

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k 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 výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

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

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

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

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

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

Prohlašuji, že:

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

Ve Zlíně 30. 4. 2013

..... Uryšlová

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

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku 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 výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti OP papírna, s.r.o. využitím výnosových metod oceňování. Obsah teoretické části práce spočívá v objasnění základních pojmů, vymezení metod ocenění a postupu při procesu oceňování společnosti. Analytická část seznamuje s výsledky strategické a finanční analýzy, na základě kterých je poté zpracován strategický finanční plán. Projektovou část prezentuje proces ocenění pomocí výnosových metod oceňování.

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

ABSTRACT

Abstrakt v anglickém jazyce

The main goal of this diploma work is to determine the value of OP papírna, s.r.o. by using yield methods of valuation. The theoretical part consist of clarification of basic conceptions, definition of methods of evaluation and description of procedure of evaluation. Analytical part presents the strategic financial plan which is based on the results of the strategic and financial analysis. Project part presents the valuation process by using yield methods of valuation.

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

Děkuji panu Ing. Přemyslovi Pálkovi za poskytnutí cenných rad, připomínky a odborné vedení v průběhu zpracování této diplomové práce. Dále chci poděkovat vedení oceňované společnosti za spolupráci a poskytování potřebných informací pro zpracování diplomové práce.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 DŮVODY A PŘÍSTUPY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	13
1.2 HODNOTA PODNIKU.....	13
1.2.1 Kategorie hodnoty podniku.....	14
2 FINANCOVÁNÍ PODNIKU	16
2.1 FAKTOR ČASU.....	16
2.2 FAKTOR RIZIKA	16
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	17
2.3.1 Kategorie hodnoty a diskontní míra.....	17
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	18
3.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA	18
3.1.1 Postup strategické analýzy	19
3.2 FINANČNÍ ANALÝZA	20
3.2.1 Postup finanční analýzy	20
3.2.2 Slabé stránky finanční analýzy.....	21
3.3 PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA	21
3.3.1 Nejčastěji provozně nepotřebná aktiva	22
3.4 PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	22
3.5 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ (KPVH)	22
3.6 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	23
3.7 SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU	23
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	25
4.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ.....	25
4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF)	26
4.1.1.1 Model DCF entity (FCFF)	26
4.1.1.2 Metoda DCF equity (FCFE)	31
4.1.1.3 Model APV (Adjusted Present Value).....	32
4.1.1.4 Dividendové diskontní modely.....	32
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	32
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	33
4.2 TRŽNÍ METODA OCEŇOVÁNÍ	34
4.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	34
4.2.2 Ocenění metodou tržního porovnávání	34
4.3 MAJETKOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ	34
4.3.1 Likvidační hodnota.....	35
4.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu trvání podniku	35
4.4 KOMBINOVANÉ METODY OCEŇOVÁNÍ	35
II PRAKTICKÁ ČÁST	36
5 ANALÝZA SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.	37

5.1	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.	37
5.1.1	Historie	37
5.1.2	Výrobní program	37
5.1.3	Cíl ocenění	38
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU.....	39
6.1	RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNOZA (ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU)	39
6.1.1	Analýza makroprostředí - PEST analýza	39
6.1.2	Vymezení relevantního trhu	41
-	44	
6.1.3	Posouzení atraktivity relevantního trhu	44
6.1.4	Prognóza vývoje trhu	49
6.2	ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI.....	50
6.2.1	Analýza konkurenční síly	50
6.2.2	Současný tržní podíl oceňované společnosti	55
7	FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.....	57
7.1	ANALÝZA ZÁKLADNÍCH ÚČETNÍCH VÝKAZŮ	57
7.1.1	Horizontální a vertikální analýza rozvahy	57
7.1.2	Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	59
7.1.3	Analýza výsledku hospodaření	59
7.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	60
7.2.1	Ukazatele zadluženosti	60
7.2.2	Ukazatele likvidity	60
7.2.3	Ukazatele rentability	61
7.2.4	Ukazatele aktivity.....	61
7.3	ANALÝZA CASH FLOW	61
7.4	BONITNÍ A BANKROTNÍ MODELY	62
7.4.1	Spider analýza	62
7.4.2	Souhrnné ukazatele	63
7.5	POSOUZENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ OCEŇOVANÉHO PODNIKU	65
8	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.....	66
8.1	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY OCEŇOVANÉHO PODNIKU	66
8.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.	69
8.3	PLÁNOVANÉ CASH FLOW SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.	71
8.4	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU	72
9	PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O. VYUŽITÍM VÝNOSOVÝCH METOD.....	73
9.1	VOLBA VHODNÉ METODY OCENĚNÍ	73
9.2	DISKONTNÍ MÍRA PRO OCENĚNÍ	73
9.2.1	Náklady na cizí kapitál.....	73
9.2.2	Náklady na vlastní kapitál.....	74
9.2.2.1	Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM	74
9.2.2.2	Stanovení nákladů na vlastní kapitál stavebnicovou metodou	75
9.2.2.3	Stanovení průměrných nákladů na kapitál.....	77

9.3	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O. METODOU FCFF.....	77
9.4	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O. METODOU FCFE	81
9.5	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O. METODOU EVA.....	82
9.6	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O. METODOU KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ – PAUŠÁLNÍ METODA.....	84
9.7	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O. METODOU KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ – ANALYTICKÁ METODA	85
9.8	SYNTÉZA VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ PODNIKU	86
	ZÁVĚR	87
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	89
	SEZNAM GRAFŮ	92
	SEZNAM TABULEK.....	93
	SEZNAM PŘÍLOH.....	95

ÚVOD

Oceňování podniku v tak proměnlivém a nestálém prostředí, jaké je v současnosti, je velice těžký úkol. Podniky jsou vystaveny nejrůznějším vlivům, v poslední době zejména ze strany ekonomického vývoje a vývoje politických událostí. Stanovit výslednou hodnotu v tomto prostředí a také v době, kdy doznívá největší hospodářská krize od roku 1929, je obtížné. Je třeba vzít v potaz všechny více i méně významné faktory ovlivňující hodnotu podniku. Procesem oceňování se zabývají profesionální oceňovatelé, kteří mají pro proces oceňování a stanovení konkrétní hodnoty podniku potřebné vědomosti, praktické zkušenosti a hlavně jsou schopni disponovat nejrůznějšími zdroji informací. Tato diplomová práce je založena na teoretických znalostech, odborných publikacích, dostupných ekonomických datech jak ze společnosti, tak z jiných zdrojů a na zájmu o problematiku oceňování.

Cílem diplomové práce je zjistit finanční situaci podniku, jeho strategickou pozici, sestavit strategický finanční plán a na jeho základě zjistit hodnotu společnosti OP papírna, s.r.o. k 1. 1. 2013 pomocí výnosových metod oceňování.

Teoretická část obsahuje základní informace týkající se procesu oceňování. Mezi základní pojmy zařadil autor pojmy jako podnik, kategorii hodnoty a zdroje financování. Druhá část literární rešerše je zaměřena na proces ocenění, stanovení diskontní úrokové míry a na popis jednotlivých metod oceňování.

V analytické části je uvedena charakteristika společnosti OP papírna, s.r.o. Dále je provedena strategická analýza s důrazem na vymezení relevantního trhu zejména z teritoriálního hlediska. Finanční analýza navazující na strategickou analýzu testuje finanční zdraví oceňovaného podniku. Na základě zjištěného předpokladu „going concern“, neboli nepřetržitého trvání podniku, je sestaven strategický finanční plán.

V projektové části je stanovena výsledná tržní hodnota společnosti OP papírna, s.r.o. na základě vytvořeného finančního plánu pomocí výnosových metod oceňování.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Podle Kislingerové (2001) je problematika oceňování podniku staronová. Její potřeba se objevila zejména v souvislosti s privatizací. Tržní hodnota se stala potřebnou jak pro vlastníky, tak i věřitele a investory věřitele.

Pro potřeby ocenění je nejdříve nutné vymezit, co to vlastně podnik je. Obchodní zákoník v 1. odstavci §5 definuje podnik takto: „Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ Mařík et al. (2011a) k této definici dodává, že by měla zachycovat také závazky, které jsou nezbytnou součástí podnikání. Dále zpochybňuje slovo „soubor“ a říká, že podnik není „hromada věcí“ ale „věc hromadná“.

1.1 Důvody a přístupy pro ocenění podniku

Synek et al. (2003) uvádějí několik důvodů pro oceňování podniku. Mezi ně patří koupě nebo prodej podniku, vstup nových společníků či vypořádání se stávajícími společníky, fúze, změna právní formy apod. Kislingerová (2001) doplňuje další důvody pro ocenění, například restrukturalizace podniku, pojištění podniku, rozhodování o sanaci nebo likvidaci, privatizace podniku či jeho části, placení různých daní či uvádění společnosti na kapitálový trh. Naproti tomu Mařík et al. (2011a) rozděluje důvody pro ocenění podniku na dvě skupiny: ocenění v souvislosti s vlastnickými změnami a ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám. Až v rámci tohoto rozdělení definuje jednotlivé důvody.

Dále je nutné podle Kislingerové (2001) přistupovat k oceňování podniku dvěma způsoby:

- Přístup „going concern“ a „stand alone basis“ – tento přístup je založen na předpokladu nepřetržitého trvání podniku se shodným předmětem činnosti a na oceňování podniku ve stávajícím stavu.
- Přístup založený na změně ze strategického hlediska – předpoklad změny využívaného majetku z důvodu změny majitele.

1.2 Hodnota podniku

Hodnota podniků má různé hladiny pro účely oceňování. Jsou to hodnota podniku brutto a hodnota podniku netto.

Hodnota podniku brutto činí hodnotu podniku jako celku, tedy hodnotu pro vlastníky i věřitele. Hodnotou podniku netto je myšleno ocenění na úrovni vlastníků podniku. (Mařík et al., 2011a)

1.2.1 Kategorie hodnoty podniku

Mařík et al. (2011a) definuje čtyři kategorie hodnoty podniku:

a. Tržní hodnota

Tržní hodnota odpovídá na otázku, kolik peněz je ochotný dát za podnik běžný zájemce na trhu. Odhaduje se zde tedy tržní cena, která je označena jako tržní hodnota. Ta obsahuje mimo jiné předpoklad nejlepšího možného využití.

b. Subjektivní (investiční) ocenění

Subjektivní ocenění je metoda pro ocenění hodnoty z pohledu konkrétního kupujícího. Je založena na budoucích tocích, které jsou odhadovány zejména na základě odhadů manažerů podniku a dále na diskontní míře, která je podložena alternativními možnostmi klienta investovat. Tato hodnota je tedy velmi ovlivněna subjektivními názory a představami manažerů oceňovaného podniku.

c. Objektivizovaná hodnota

Neexistuje objektivní hodnota podniku, a proto je zavedena alespoň objektivizovaná hodnota podniku. Je založena na několika zásadách.

První je zásada držení substance, tedy výběr pouze tolika peněz, aby nebyla ohrožena majetková podstata podniku. Další zásada se týká volného zisku, respektive té části, kterou je možné odčerpat, aniž by byla majetková substance narušena. Zásada nepotřebného majetku odděluje majetek potřebný k provozu hlavní činnosti a majetek provozně nepotřebný. Podnik je dále oceňován na základě skutečného stavu podniku k datu ocenění. Metoda ocenění by měla být zřejmá a jasná. Oceňování dále předpokládá přetrvání dosavadního managementu. Doporučuje také zohlednit daně i na úrovni vlastníka. "

d. Funkcionální hodnota

Funkcionální hodnota je také někdy označována jako Kolínská škola. Rozeznává funkce oceňování a funkce oceňovatele, které jsou následující:

- Funkce poradenská – poskytuje informace o nejnižší možné ceně, kterou je příjemce ochoten přijmout a o nejvyšší možné ceně, kterou je ochoten poskytnout kupující
- Funkce rozhodčí – rozhodčí stanoví spravedlivou hodnotu
- Funkce argumentační – hledání argumentů pro danou stranu ke zlepšení její pozice
- Funkce komunikační – poskytuje podklady pro komunikace zejména s investory a bankami
- Funkce daňová – poskytuje podklady pro daňové účely

e. Další netržní kategorie hodnoty

Mařík et al. (2011a) definuje další netržní kategorie hodnoty, mezi které patří hodnota při stávajícím využití, likvidační hodnota, speciální hodnota, hodnota zbytkového materiálu, pojistitelná hodnota, zadržitelná hodnota, hodnota pro zdanění, spravedlivá hodnota a vnitřní hodnota.

2 FINANCOVÁNÍ PODNIKU

Synek et al. (2003) označují financování jako získávání finančních zdrojů k uspokojení potřeby statků a úhradě podnikových výdajů. Mezi cíle řízení financování patří zajištění platební schopnosti podniku, růstu jeho tržní hodnoty a správné likvidity podniku. Díky těmto cílům se stalo finanční řízení hlavní složkou podnikového řízení. Mezi hlavní úkoly finančního řízení patří získávání kapitálu pro potřeby podniku, rozhodování o umístění kapitálu, rozhodování o rozdělení zisku a prognózování, plánování, analyzování, kontrola a mnoho dalších činností.

Finanční rozhodnutí můžeme také dělit na operativní a strategická. Operativní rozhodování potřebuje menší finanční částky. Patří do něj pořízení většího objemu zásob a jiné. Strategické rozhodnutí vyžaduje velké částky peněz a většinou je spojeno s vysokým rizikem. Z toho plyne, že může přinést vysoký zisk, ale také vysokou ztrátu.

Finanční řízení a financování jsou ovlivněny faktorem času a rizika. (Synek et al., 2003)

2.1 Faktor času

„Jak víme z ekonomické teorie, působí v ekonomickém životě tzv. faktor času, který způsobuje, že „hodnota dnešní peněžní jednotky je cennější než hodnota peněžní jednotky v budoucnu“, to znamená, že časová hodnota peněz se mění.“ (Synek et al., 2003, str. 301) Sedláček (2010) dodává, že dnešní rozhodnutí ovlivní budoucí tok peněz, tedy budoucí cash flow.

2.2 Faktor rizika

Faktor rizika spočívá v rozhodování mezi variantami, kdy větší zisk přinese rizikovější varianta a naopak. Riziko představuje možnou ztrátu prostředků, které jsou investovány do varianty. Riziko vzniká z vnitřních a vnějších příčin. Příkladem vnějších příčin jsou přírodní katastrofy, inflace a jiné a mezi vnitřní příčiny patří například špatný odhad poptávky. (Sedláček, 2010). Podle Maříka et al. (2011a) je v podnicích zaváděn kvůli rizikům tzv. rizikový management, který má za úkol se vyhnout riziku nebo jej přenést na jiný subjekt. Musí ho nejdříve identifikovat, pak změřit a provést určitá opatření. Mezi tyto opatření zařazujeme různé druhy derivátů či přenesení rizika na pojišťovnu.

Sedláček (2010) uvádí pravidla pro finanční rozhodování manažerů:

- Lepší větší výnos, než menší
- Lepší menší riziko, než větší
- Za větší riziko – větší výnos
- Lepší peníze obdržené dříve, než později
- Motivace investování je větší zisk, než při investování do jiného aktiva
- Motivace investování je navýšení majetku

Kislingerová (2001) klasifikuje hlavní skupiny rizik podle dvou hledisek:

- Systematické riziko (tržní) – souvisí s fungováním podniku ve vnějším ekonomickém prostředí a nelze ho diverzifikací portfolia snížit
- Nesystematické (jedinečné) riziko – souvisí s fungováním podniku, zahrnuje riziko provozní a finanční a lze jej diverzifikací eliminovat

2.3 Diskontní míra

Mařík et al. (2011a) uvádí, že prostřednictvím diskontní míry se do hodnoty podniku začlení faktory rizika a času. Její výše je určena budoucí výší výnosů očekávaných investory vzhledem k riziku. Při oceňování podniku jsou důležité dva způsoby stanovení diskontní míry:

- Bezrizikovou úrokovou míru upravíme o úroveň, která by měla být ve výši očekávaného rizika, nebo můžeme použít
- Jistotní ekvivalent výnosů, který pracuje pouze s bezrizikovou částí úrokové míry a riziko z očekávaných výnosů vyloučí.

2.3.1 Kategorie hodnoty a diskontní míra

Diskontní míra by měla záviset hlavně na kategorii hodnoty, která je zjišťovaná:

- Tržní hodnota – u tržní hodnoty opíráme kalkulaci o tržní data
- Investiční hodnota – vychází ze situace konkrétního investora, zejména z jeho dalších možností investovat
- Objektivizovaná hodnota – diskontní míra se v tomto případě opírá o běžně dostupná data či obecně přijaté uzance (Mařík et al., 2011a)

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Mařík et al. (2011a) uvádí následující strukturu postupu ocenění. Nejdříve je nutný sběr vstupních dat. Následuje analýza dat, kterou tvoří strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná. Třetím krokem je sestavení finančního plánu a čtvrtým krokem je samotné ocenění. Proces ocenění se skládá z volby metody ocenění, následné ocenění podle vybrané metody a souhrnné ocenění. Kislingerová (2001) navíc zdůrazňuje, že klíčovým krokem na počátku ocenění je vymezení účelu, pro který se ocenění provádí. Dále uvádí další kroky při ocenění, které Mařík et al. (2011a) neuvedl. Ve druhém kroku definuje vytvoření pracovního týmu, který se skládá z vedoucího týmu, zástupců poradenské firmy a zástupců oceňovaného podniku. V návaznosti na tento krok zdůrazňuje, že je nutné uvést závazné termíny prací ve vazbě na cíl a termín řešení. V dalších krocích se téměř shoduje s Maříkem et al. (2011).

3.1 Strategická analýza

Košťan a Šuleř (2002) uvádějí, že strategická analýza se skládá z analýzy vnitřního a vnějšího okolí společnosti, z analýzy konkurence a také schopností společnosti. Analýza okolí pomáhá porozumět vlivům, které mají na společnost nějaký tlak a ta si s nimi musí poradit. Analýza konkurence je dobrá pro zjištění konkurenční pozice na trhu. Pro lepší porozumění strategických schopností podniku je nejlepší analýza vnitřního prostředí a schopností podniku.

Kislingerová (2001) nedefinuje analýzu makroprostředí a mikroprostředí jako součást strategické analýzy, ale jako samostatné subkapitoly postupu oceňování podniku. V analýze makroprostředí definuje čtyři základní makroekonomické vlivy na podnik: politické prostředí, technologické prostředí, ekonomické prostředí a sociální prostředí. V mikroekonomické analýze pokládá za důležité vymezit základní charakteristiky znaků odvětví a prognózu vývoje odvětví. Cimbáliková (2012) uvádí jako jednu z nejvýznamnějších analýz makroprostředí analýzu PEST. Tato zkoumá minulé období a snaží se o predikci do budoucna prostřednictvím čtyř oblastí, které popisuje i Kislingerová (2001). Do politického prostředí Cimbáliková (2012) řadí legislativu, pracovní právo, politickou stabilitu, stabilitu vlády, daňovou politiku, podporu zahraničního obchodu a ochranu životního prostředí. Do ekonomického prostředí řadí úrokovou míru, množství peněz v oběhu, inflaci, nezaměstnanost, výši investic a cenu a dostupnost energií. Do technologického prostředí patří výše výdajů na výzkum, podpora vlády v oblasti výzkumu a vývoje, technologické aktivi-

ty, nové objevy a vynálezy a rychlost morálního zastarání. Do sociálního prostředí řadí demografické trendy rozdělení příjmů, životní styl, úroveň vzdělání, postoje k práci a životní hodnoty.

Nejpodrobněji se zabývá strategickou analýzou Mařík et al. (2011a). Uvádí celkový výnosový potenciál podniku jako nejdůležitější funkci strategické analýzy. Celkový výnosový potenciál je závislý na **vnějším potenciálu** ovlivněném šancemi a riziky národního hospodářství, odvětví a trhu, a na **vnitřním potenciálu**, který zjišťuje silné a slabé stránky podniku.

3.1.1 Postup strategické analýzy

Mařík et al. (2011a) definuje tuto strukturu postupu strategické analýzy:

1. Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu)

„Relevantní trh podniku je možno vymezit podle kritérií místa, času a obchodovatelného aktiva a je zapotřebí, aby tento trh fungoval kontinuálně.“ (Krabec, 2009, str. 44) Mařík et al. (2011a) doplňují kritérium konkurence.

K nejdůležitějším datům o trhu patří jeho velikost v hmotných a hodnotových veličinách, vývoj trhu v čase a případná segmentace trhu. Pokud je trh vymezen a máme základní data o něm, přistupuje oceňovatel ke kvalitativnímu hodnocení trhu. Znamená to tedy lepší poznání šancí a rizik v návaznosti na relevantní trh a poskytnutí podkladů pro stanovení rizikové přírážky k diskontní míře. (Mařík et al., 2011a)

Prognóza vývoje trhu záleží na typu ocenění:

- Subjektivní ocenění – prognóza je založena na názoru konkrétního investora a oceňovatele
- Objektivizované ocenění – prognóza je založena na současném stavu, případně následného vývoje, který musí být ovšem stanoven jako nesporný a téměř prokazatelný
- Tržní ocenění – prognóza je založena na názorech odborné veřejnosti (Mařík et al., 2011a)

2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

V této části se stanoví vývoj tržního podílu oceňovaného podniku. V prvním kroku je stanoven současný tržní podíl podniku. Ve druhém kroku jsou identifikováni hlavní konkurenti a třetí krok analyzuje vnitřní potenciál a konkurenční sílu oceňovaného podniku. Výsledkem by mělo být posouzení perspektivnosti podniku, odhad vývoje tržního podílu a odhad diskontní míry či jiných aspektů zahrnujících riziko podniku. (Mařík et al., 2011a)

3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognóza tržeb je odvozena jednak z předchozích dvou kroků a jednak z analýzy časových řad minulých tržeb oceňovaného podniku. (Mařík et al., 2011a)

3.2 Finanční analýza

Podle Pavelkové a Knápkové (2009) slouží finanční analýza pro finanční řízení podniku. Je zaměřena na hodnocení minulého a současného vývoje hospodaření podniku, které udává směr pro budoucí rozhodnutí. Finanční analýza slouží jak pro strategické, tak pro operativní rozhodování. Vychází z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazů cash flow. Hospodaření podniku měří na základě ukazatelů zadluženosti, likvidity, aktivity a rentability.

Uživatelé finanční analýzy se zajímají o finanční stav podniku a dělí se na externí a interní uživatele. Mezi externí uživatele patří dle Kislingerové (2007) investoři, banky, stát, obchodní manažeři apod. Mezi interní uživatele lze zařadit manažery, odboráře či zaměstnance.

3.2.1 Postup finanční analýzy

Mařík et al. (2011a) definuje postup finanční analýzy při oceňování podniku takto:

- a) **Zjištění, zda jsou vstupní údaje správné a úplné**
- b) **Zpracovat a sestavit analýzu základních účetních výkazů**

Nejdříve by měla být analyzována rozvaha, a sice stav a vývoj bilanční sumy, struktura aktiv a pasiv a prozkoumání relací mezi nimi. Dalším výkazem je výkaz zisku a ztráty. Zde je také analyzována struktura a relace mezi jednotlivými položkami. Například se zde zjišťuje, jaký je podíl jednotlivých položek na celkových výkonech. Třetím zkoumaným výkazem je výkaz cash flow (peněžních toků). Zde se analyzují údaje o peněžních tocích z hlavní výdělečné činnosti, z investiční činnosti a z finanční činnosti podniku.

c) Zpracovat a vyhodnotit poměrové ukazatele

Mezi základní poměrové ukazatele, které by měli být v rámci ocenění podniku zpracovány a vyhodnoceny patří ukazatele likvidity, rentability, aktivity, zadluženosti a ukazatele odvozené z kapitálového trhu. Likvidita je schopnost podniku hradit své závazky. Rentabilita měří výnosnost vloženého kapitálu. Aktivita analyzuje schopnost podniku využít své vložené prostředky. Pomocí ukazatelů zadluženosti lze zjistit, jakou výši rizika podnik podstupuje při současné kapitálové struktuře. Ukazatele odvozené z kapitálového trhu zjišťují například účetní hodnotu vlastního kapitálu, čistý zisk k rozdělení připadající na jednu akcii či poměr tržní a účetní hodnoty akcie. (Pavelková a Knápková, 2011)

d) Zpracovat souhrnné zhodnocení dosažených výsledků předchozích kroků**3.2.2 Slabé stránky finanční analýzy**

Pavelková a Knápková (2005) definují kritické námitky k tradičním ukazatelům, které jsou založené na účetních údajích. Kritizují je z toho důvodu, že neberou v potaz riziko, inflaci a nezabývají se časovou hodnotou peněz. Výsledek hospodaření může být ovlivněn například používanými technikami oceňování majetku či odpisovou politikou a může obsahovat výnosy a náklady, které nejsou produkovány hlavní činností podniku. Jsou zde problémy i se správným vymezením aktiv, kdy tyto mohou obsahovat aktiva, která nejsou ve vlastnictví podniku, ale je to majetek například financovaný leasingem. Dále hodnota rentability nevyovídá o úspěšnosti podniku, musí se ještě porovnat s náklady obětované příležitosti.

3.3 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Mařík et al. (2011a) označuje za provozně potřebná aktiva souhrn podnikatelských jednotek nezbytných pro základní podnikání. Důvody pro toto členění jsou následující:

- Některý majetek je minimálně nebo vůbec využívaný a proto z něj neplynou žádné nebo minimální příjmy. Z toho důvodu může být tento majetek pomocí výnosových metod podhodnocen nebo může být nehodnocen vůbec, i když svoji hodnotu má.
- Příjmy z neprovozních aktiv častou nesou jiná rizika, než provozně potřebná aktiva
- Pro ocenění nepotřebných aktiv se používají jiné metody oceňování

3.3.1 Nejčastěji provozně nepotřebná aktiva

- Krátkodobý finanční majetek

Do těchto položek provozně nepotřebných aktiv patří cenné papíry nebo podíly mající charakter strategické rezervy, přebytek provozně potřebného stavu peněz, přičemž doporučená hodnota je 20% krátkodobého cizího kapitálu.

- Dlouhodobý finanční majetek

Do položek neprovozního finančního majetku můžeme podle Maříka et al. (2011a) zařadit finanční investice mající portfoliový charakter nebo výnosy z pronájmu, kde pronajímání není součástí hlavní činnosti podniku.

3.4 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál podle Maříka et al. (2011a) vychází z účetní rozvahy upravené o tyto položky:

- Aktiva provozně nepotřebná
- Oběžná aktiva pouze ve výši závazků, u kterých jde explicitně vyčíslit jejich náklady

Provozně nutný kapitál je tedy součet provozně nutného majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

3.5 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

Tento pojem popisuje ve svých publikacích pouze Mařík et al. (2011a). Ostatní autoři vesměs vycházejí při výpočtu volných peněžních toků například z EBIT. Pro korigovaný výsledek hospodaření platí následující zásady:

- Náklady na cizí kapitál by neměly být od výsledku hospodaření odečítány
- KPVH by neměl obsahovat žádné jednorázové položky
- Obsahuje pouze výnosy a náklady související s majetkem provozně nutným

Lze jej vypočítat jako: provozní výsledek hospodaření – provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem + provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem + výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku – finanční náklady související s provozně potřebným majetkem = korigovaný provozní výsledek hospodaření.

3.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Mařík et al. (2011a) uvádí, že generátory hodnoty tvoří několik podnikohospodářských veličin, které dohromady udávají hodnotu podniku. Jsou vyvozovány v návaznosti na typ ocenění podniku. Dále Mařík definuje některé generátory hodnoty, například tržby, provozní ziskovou marži a investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého provozně nutného majetku. Tvrdí, že projekce tržeb vychází ze strategické analýzy a korekce může vyplynout z úvah společnosti o investicích či změně financování. Dalším generátorem hodnoty je NOPBT (Net Operating Profit Before Tax – čistý operační zisk před daní). Počítá se jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním a tržeb. Výpočet pracovního kapitálu při oceňování se počítá tak, že od aktiv nebudeme odečítat krátkodobý cizí kapitál, ale neúročený cizí kapitál a započítáme všechny veličiny pouze v provozně nutné velikosti. Jako poslední generátor rozvádějí náročnost na investice do dlouhodobého majetku, jejich plánování je velmi obtížné. Uvádí tři způsoby k plánování investic do dlouhodobého majetku: globální přístup, přístup podle hlavních položek a přístup založený na odpisech.

3.7 Sestavení strategického finančního plánu

Landa a Polák (2008) uvádějí dvě základní funkce strategického finančního plánu: vyjádření celkové strategie podniku v hodnotových jednotkách a zajištění konzistence podnikové strategie. Dále uvádějí, že strategický finanční plán je jediný nástroj, který dokáže převést jednotlivé části podnikové strategie na společného jmenovatele. Pro účely ocenění je třeba stanovit komplexní finanční plán zahrnující rozvahu, výsledovku a výkaz peněžních toků.

Marinič (2008) tvrdí, že volba metody stanovení finančního plánu je individuální záležitost a záleží na podniku a charakteru jeho výroby, jaký způsob či způsoby si vybere. Definuje čtyři základní způsoby:

1. Kauzální metody – predikce u těchto metod je založená na procentuálním podílu jednotlivých složek na tržbách či jiných veličinách a na základě minulého průběhu se určí budoucí průběh
2. Statistické metody – minulý vývoj se pomocí regresních funkcí odrazí do budoucích cílů a úkolů

3. Ekonometrické metody – jejich základem je interakce skutečně dosažených ekonomických parametrů a cílových ukazatelů
4. Simulační metoda – jsou tvořeny různé předpokládané stavy na základě vývoje makroekonomického a mikroekonomického vývoje

Finanční plán podle Valacha a kol. 1999 obsahuje:

1. Analýzu finanční situace
2. Plán tržeb – u oceňovaného podniku vychází ze strategické analýzy
3. Plán peněžních toků
4. Plánovanou rozvahu
5. Plánovanou výsledovku
6. Rozpočet investičních výdajů a dlouhodobého externího financování

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Kislingerová (2001) je toho názoru, že existuje mnoho metod pro oceňování podniku. Při rozhodování, která metoda je pro nás ta nejvhodnější by se měl vzít v úvahu nejdříve účel ocenění a také transparentnost informací, tedy do jaké míry dokáže odhadce analyzovat a zhodnotit informace, které má k dispozici. Mařík et al. (2011a) rozděluje základní metody oceňování na tři skupiny: výnosové metody, tržní metody a metody založené na majetkovém ocenění. Naproti tomu Kislingerová (2001) definuje čtyři plus jedna skupiny. Jako samostatnou skupinu uvádí kombinované metody oceňování, které Mařík et al. (2011a) člení do skupiny metod výnosových. Dále se Kislingerová (2001) zmiňuje o ne příliš využívané metodě označované jako oceňování reálných opcí. Také Dluhošová et al. (2010) se zmiňuje o této metodě ve své publikaci. Opce jsou finančními deriváty. Jejich hodnota je odvozena z ceny podkladového aktiva. „Finanční opce jsou chápány jako právo na budoucí nákup nebo prodej nějakého aktiva, obdobně reálné opce můžeme chápat jako právo na inkasování budoucích peněžních toků souvisejících např. s koupí nebo prodejem aktiv podniku.“ (Dluhošová et al., 2010, str. 194)

Dále budou popsány jednotlivé metody, přičemž se zaměřím především na výnosové metody, které jsou předmětem této diplomové práce.

4.1 Výnosové metody oceňování

„Teoretickým základem výnosových modelů pro stanovení tržní hodnoty podniků je současná hodnota očekávaných výnosů po dobu, po kterou investor bude podnik vlastnit.“ (Kislingerová, 2001, str. 146) Dluhošová et al. (2010) doplňuje příklady očekávaných výnosů, například zisk či dividendy. Dále dodává: „Hodnota těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu.“ (Dluhošová et al., 2010, str. 175)

Dluhošová et al. (2010) definuje dvě skupiny výnosových metod. Metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a metodu kapitalizovaných zisků. Mařík a kol. (2011a) navíc zahrnuje mezi výnosové metody relativně novou metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA) a jak už je napsáno výše, i metody kombinované, které kombinují výnosové a majetkové ocenění.

4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF)

Mařík et al. (2011a) tvrdí, že je to základní výnosová metoda. Jejím základem je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku oceňovaného podniku diskontováním peněžních toků, které z něj poplynou. Podle způsobu výpočtu se dělí na různé metody. Mařík et al. (2011a) definuje tři metody diskontovaného cash flow: metodu entity, equity a APV (Adjusted present value). Dluhošová et al. (2010) doplňuje další metodu – dividendový model.

Základem metody je vymezení investovaného kapitálu a peněžního toku. Investovaný kapitál tvoří součet provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutných dlouhodobých aktiv. Provozně nutný pracovní kapitál se vypočítá: provozně nutná oběžná aktiva + časové rozlišení aktivní provozně nutné – neúročené závazky krátkodobé – časové rozlišení pasivní. Výpočet peněžního toku se liší podle použité metody.

4.1.1.1 Model DCF entity (FCFF)

„U této metody je oceňován celkový kapitál. Volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele FCFF je diskontován nákladem celkového kapitálu WACC. Cílem metody je tržní ocenění celkového kapitálu podniku.“ (Dluhošová et al., 2010, str. 176) FCFF je zkratka pro Free Cash Flow to the Firm.

Mařík et al. (2011a) definuje výpočet volného peněžního toku pro tuto metodu následovně:

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním
- Upravená daň z příjmů
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= Volný peněžní tok (FCFF)

Zdroj: Mařík et al. (2011, str. 170)

Kislingerová (2001) nepoužívá korigovaný provozní VH před zdaněním, ale vypočítává FCFF z EBIT, tedy výsledku hospodaření před úroky a daněmi. Od EBIT poté odečte daně, přičte odpisy, dále odečte změnu pracovního kapitálu a investice (trvalé kapitálové výdaje) a vyjde jí Free cash flow to the firm. Mařík et al. (2011a) kritizuje výpočet FCFF z EBIT. Tvrdí, že EBIT vypočítaný v našich podmínkách není to samé jako provozní výsledek hospodaření. Jediná shoda v těchto dvou položkách by mohla nastat, pokud by podnik neměl žádný mimořádný výsledek hospodaření a finanční výsledek hospodaření by tvořili pouze nákladové úroky. A to je podle něj zcela ojedinělé.

Diskontní míra

„Diskontní míra je v této variantě na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC – wighted average capital cost). Jedná se o vážený průměr z požadavků na zhodnocení vloženého kapitálu právě těch investorů, z jejichž pohledu byly sestaveny volné peněžní toky.“ (Mařík et al., 2011b, str. 20)

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

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

n_{VK} – náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení

n_{CK} – náklady cizího kapitálu

d – sazba daně z příjmu

CK – cizí úročený kapitál

VK – vlastní kapitál

K – investovaný kapitál ($K = CK + VK$)

Pavelková a Knápková (2011) uvádějí, že náklady jednotlivých druhů kapitálu závisí hlavně na době splatnosti kapitálu, stupni rizika, likvidnosti investice a způsobu úhrady nákladů na kapitál podnikem. Právě pomocí diskontní sazby je do hodnocení zakomponováno riziko.

- **Náklady na cizí kapitál podniku**

Dluhošová et al. (2010) uvádí, že náklady na cizí kapitál můžeme vyjádřit jako úroky nebo kuponové platby, které podnik jako dlužník platí věřitelům. Pokud má podnik více úvěrů, můžou být náklady na cizí kapitál vyjádřeny pomocí váženého aritmetického průměru z těchto úroků.

- **Náklady na vlastní kapitál podniku**

Pavelková a Knápková (2011) a Marinič (2008) uvádějí několik přístupů ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Patří mezi ně dividendový model, model P/E, model odhadu na základě průměrné rentability nebo odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál. V praktické části ovšem využijí dva modely, které popíšu níže.

- a) Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model)

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

r_f – bezriziková výnosová míra (např. státních obligací)

β – citlivost výnosové míry podnikových kmenových akcií na změnu výnosové míry tržního portfolia

r_m – výnosnost tržního portfolia

$(r_m - r_f)$ – rozdíl vyjadřuje prémii za systematické riziko (Risk Market Premium)

(Marinič, 2008, str. 80)

Pavelková a Knápková (2011) uvádějí některé způsoby stanovení bezrizikové výnosové míry, koeficientu β a rizikové premie. Jako bezrizikovou úrokovou míru doporučují vzít úrokovou míru desetiletých státních dluhopisů. Výnosnost tržního portfolia můžeme měřit například globálním akciovým indexem, který v ČR zastupuje index PX50. Pro stanovení rizikové premie můžeme využít také rating vyhlášený ratingovými agenturami. Brealey a Myers (2003) tvrdí, že způsob, jak měřit koeficient β vůči akciím je podívat se na to, jak jejich cena v minulosti reagovala na změny na trhu. Mařík et al. (2011a) zase uvádí tři způsoby stanovení koeficientu, a to z minulého vývoje, metodou analogie či na základě působících faktorů.

b) Stavebnicová metoda

Stavebnicový model popisuje Pavelková a Knápková (2011) jako úrokovou míru, kterou tvoří několik přírážek za riziko. Jsou to přírážky například za výrobu, za stupeň diverzifikace, za rizika trhu či oboru. Nejdůležitější je u této metody její zaměření na systematické i nesystematické riziko.

Propočet hodnoty podniku se podle Mařík et al. (2011a) skládá ze dvou částí. V první části se stanoví celková hodnota podniku a ve druhé části se vypočítá výnosová hodnota vlastního kapitálu. Hodnota podniku se většinou počítá za předpokladu jeho nekonečné existence. Existuje tedy více postupů pro výpočet hodnoty podniku.

1. Konstantní růstový model

Kislingerová (2007) uvádí následující vzorec pro konstantní růstový model hodnoty podniku:

$$H_B = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{wacc-g} \quad (\text{Kislingerová, 2001, str. 169})$$

$FCFF_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele v 1. roce

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

g – tempo růstu udržitelné do nekonečna

2. Dvoufázová metoda

Dvoufázová metoda je založena podle Maříka et al. (2011a) na rozdělení budoucího období podniku na dvě fáze. V první fázi je možné odhadnout výši peněžních toků jednotlivých let a druhá fáze trvá od konce první fáze do nekonečna. Označuje se jako pokračující hodnota. Vzorec pro výpočet dvoufázové metody je následující:

$$H_B = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{PH}{(1+wacc)^T}$$

T – délka první fáze v letech

PH – pokračující hodnota

t – jednotlivá období první fáze

Pokračující hodnotu lze vypočítat několika způsoby:

- **Gordonův vzorec**

V Gordonově vzorci se pohybuje délka první fáze v rozmezí 4 – 14 let. Dále tento vzorec předpokládá stabilní a trvalý růst FCFF. Vzorec je následující:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{wacc - g}$$

T – poslední rok prognózovaného období

g – předpokládané tempo růstu FCFF do nekonečna

- **Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty**

Tento vzorec pracuje s vybranými faktory hodnoty, jako jsou například tempo růstu KPVH či očekávaná rentabilita nových investic. Vzorec je následující:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{wacc - g}$$

r_1 – rentabilita čistých investic

- **Pokračující hodnota založená na jiných než výnosových modelech**

Pokračující hodnota může být založena i na jiných modelech. Mařík a kol. (2011a) definuje například likvidační hodnotu, kdy je ohraničená životnost podniku. Další metodou je substanční metoda, která se téměř nepoužívá či účetní metoda, která vychází z finančního plánu a rozvahy ke konci první fáze.

3. Třífázová metoda

Tato metoda dělí pokračující hodnotu na tři fáze. První je fáze rychlého růstu, pak následuje fáze přechodu a nakonec období stability. Vzorec je následující:

$$H = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1 + wacc)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1 + wacc)^{T_2} \cdot (wacc - g)}$$

FCF – volný peněžní tok

g – stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi

T1 – počet let rychlého růstu

T2 – součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu

H – hodnota podniku (Mařík, 2011a, str. 200)

Zjištění výsledné hodnoty:

Tabulka 2 Výpočet FCFF

Hodnota brutto („provozní“)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku (FCFF)

Zdroj: Mařík et al. (2011a, str. 201)

4.1.1.2 Metoda DCF equity (FCFE)

Kislingerová (2001) uvádí, že se jedná o peněžní toky pouze pro vlastníky. Tyto toky jsou spojeny s odlišnou mírou rizika.

Tabulka 3 Výpočet FCFE

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
- Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít, tj. úrok x (1 – daňová sazba)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
=FCFE

Zdroj: Mařík et al. (2011a, str. 205)

Vzorce jsou stejné jako u metody FCFF až na úrokovou míru, která je podle Maříka et al. (2011b) na úrovni nákladů na vlastní kapitál, kterým odpovídá zadlužení podniku.

4.1.1.3 Model APV (*Adjusted Present Value*)

Tento model není podle Maříka et al. (2011b) příliš rozšířený. Jedná se o upravenou současnou hodnotu. „Je ale specifická tím, že hodnota brutto je složena ze dvou částí:

- Zvlášť je počítána výnosová hodnota nezadlužené firmy na základě volných peněžních toků do firmy diskontovaných nezadluženými náklady vlastního kapitálu,
- k ní se pak přičítá hodnota daňového štítu plynoucího z nákladových úroků v případě, že podnik je částečně financován úročeným cizím kapitálem.“ (Mařík et al., 2011b, str. 23)

4.1.1.4 Dividendové diskontní modely

Tento model popisuje ve své publikaci Kislingerová (2001) jako zvláštní případ modelu DCF, který pracuje s volnými peněžními toky pro akcionáře (FCFE), které představují dividendy. Dividendy jsou vypláceny akcionářům ze zisku společnosti. Při aplikaci této metody musí být splněny některé podmínky: předpoklad dlouhodobé stabilní dividendové politiky, vysoká míra závislosti mezi FCFE a úrovní dividend a poslední předpoklad je ustálená struktura financování podniku.

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Hodnota podniku se počítá z výnosů pro vlastníky, jedná se tedy o metodu „netto“. (Mařík et al., 2011a) uvádí tento postup při výpočtu:

1. Analýza a úprava minulých výsledků hospodaření

Cílem je zjistit skutečné výsledky hospodaření a zajistit kontinuitu mezi minulostí a budoucností tak, aby tyto výsledky hospodaření mohly tvořit základnu pro plánování budoucích výsledků hospodaření.

2. Plán budoucích výsledků hospodaření

Vychází z finančního plánu, přičemž pozornost je věnována hlavně plánování odpisů a plánování budoucích finančních potřeb.

3. Určování kalkulované úrokové míry

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

EVA (Economic Value Added) měří rozdíl mezi návratností kapitálu společnosti a náklady tohoto kapitálu. Je podobná účetnímu zisku, s jednou významnou rozdílností: EVA zahrnuje náklady na celkový kapitál. (Young, O'Byrne, 2001, str.5)

EVA se vypočítá takto:

Tabulka 4 Výpočet ekonomické přidané hodnoty

Čisté tržby
- operativní náklady
= operativní zisk (nebo EBIT – Earnings Before Interest and Tax)
- daně
= Čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT – Net Operating Profit After Tax)
- kapitálové požadavky (investovaný kapitál x náklady na kapitál)
= EVA

Zdroj: Young, O'Byrne (2001, str. 35)

Oceňování podniku pomocí ukazatele EVA je významné především proto, že postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty podniku. Platí:

Tržní hodnota podniku = investovaný kapitál + současná hodnota budoucích EVA (Pavelková, Knápková, 2009, str.) Mařík et al. (2011a) tvrdí, že hodnota budoucích EVA je MVA (Market Value Added). MVA je rozdíl mezi tržní hodnotou firmy (zahrnující kapitál i dluh) a celkovým investovaným kapitálem do firmy. (Young, O'Byrne, 2001, str.29)

Mařík et al. (2011a) uvádí tento vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody EVA:

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

H_n – hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t – EVA v roce t

NOA_0 – čistá operační aktiva k datu ocenění

T – počet let explicitně plánovaných EVA

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 – ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (Mařík, 2011a, str. 297)

4.2 Tržní metoda oceňování

Kislingerová (2001) uvádí jako metodu tržního oceňování metodu relativního oceňování, která je založena na srovnání oceňovaného podniku s jiným podnikem. Mařík et al. (2011a) uvádí jako metody tržního oceňování metody založené na ocenění z dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnávání. Metoda tržního porovnávání zahrnuje také metody srovnatelných podniků, kterou definuje i Kislingerová (2001).

4.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Toto ocenění definuje Mařík et al. (2011a) pro společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na kapitálových trzích. Dodává, že tržní kapitalizace získaná vynásobením ceny akcie a jejich počtem není tržní hodnotou podniku. Tyto pojmy se liší díky ceně akcie, kdy nemůžeme vzít automaticky poslední tržní cenu ale spíše průměrnou cenu za určité období a dále se liší díky vztahu mezi mezní a průměrnou cenou akcie, kdy musíme brát v úvahu množství prodaných akcií. Je zcela jisté, že cena akcie bude jiná při prodeji zlomku akcií či prodeji celého tržního podílu.

4.2.2 Ocenění metodou tržního porovnávání

Používá se pro akciové společnosti, jejich akcie nejsou veřejně obchodovány či pro jiné právní formy podniků. Mařík et al. (2011a) do této skupiny ocenění řadí metodu srovnatelných podniků, metodu odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu, metodu srovnatelných transakcí a metodu odvětvových násobitelů.

4.3 Majetkové metody oceňování

Kislingerová (2001) člení metody založené na stavových veličinách na metodu účetní hodnoty, metodu substanční a metodu likvidační hodnoty. Naproti tomu Mařík et al. (2011a) dělí tyto metody na dvě velké skupiny a pak je člení na menší. První velkou skupinu tvoří metoda likvidační hodnoty a druhou skupinu tvoří metody oceňování za předpokladu trvání podniku. Do této skupiny patří ocenění na bázi historických cen, ocenění na bázi reprodukčních cen, ocenění na bázi uspořené nákladů a ocenění na bázi tržních hodnot.

4.3.1 Likvidační hodnota

Podle Kislingerové (2001) je vhodné oceňovat podnik likvidační hodnotou v případě, kdy je pro vlastníky lepší ukončit činnost a rozprodat aktiva. Likvidační hodnota je poté částka, kterou vlastníci získají za prodej aktiv snížená o náklady na tento prodej, které zahrnují například provizi likvidátora. Likvidační hodnota zároveň udává dolní hranici hodnoty podniku. Mařík et al. (2011a) doplňuje konkrétní případy, kdy je potřeba znát likvidační hodnotu. Je to například při rozhodování mezi sanací a likvidací, při ocenění ztrátových podniků či slouží jako měřítko jistoty investovaného kapitálu do podniku.

4.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu trvání podniku

Kislingerová (2001) tedy v této části definuje hodnotu účetní a substanční. Účetní hodnotu je dobré znát, abychom mohly posoudit, zda vzniká hodnota přidaná trhem. Tato hodnota vzniká, pokud je tržní cena akcie vyšší než účetní hodnota akcie. Je to jeden z hlavních důvodů pro ocenění účetní hodnotou. Tuto metodu Mařík et al. (2011a) ve své publikaci také popisuje a nazývá ji účetní hodnotou na principu historických cen. Ve své podstatě jsou to stejné metody založené na ocenění z účetních dat.

4.4 Kombinované metody oceňování

Kislingerová (2001) řadí mezi kombinované metody oceňování metodu Schmalenbachovu, metodu vážené střední hodnoty a metodu nadzisku.

Schmalenbachova metoda se vyznačuje tím, že do hodnoty podniku počítá hodnotu statků a výkonů vložených do podniku a také budoucí výnosy, které z nich plynou. Metoda vážené střední hodnoty se vypočítá tak, že se pomocí koeficientů určí váhy pro hodnotu podniku stanovenou výnosovou metodou a pro hodnotu podniku stanovenou substanční hodnotou. Poté se vynásobí příslušný koeficient s danou hodnotou a tyto se sečtou. Je to tedy metoda, která kombinuje výnosové a substanční ocenění. Metoda nadzisku je založena na předpokladu, že podnik musí dosáhnout vyššího zisku, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ANALÝZA SPOLEČNOSTI OP PAPIRŇA, S.R.O.

V následující kapitole se zaměřím na charakteristiku společnosti, její historii a výrobní program.

5.1 Charakteristika společnosti OP papírna, s.r.o.

Společnost OP papírna, s.r.o. sídlí v obci Olšany u Šumperka. Disponuje základním kapitálem o velikosti 220 000 000 Kč. Je dceřinou společností holdingu delfortgroup, který má sídlo v Rakousku. Společnost je členěna na jednotlivé útvary: výrobní útvar, útvar pro speciální vlákna, útvar technický a pro kvalitu, útvar nákupu a logistiky, útvar ekonomický, útvar prodeje cigaretového papíru, útvar prodeje tenkých tiskových papírů a útvar cigaretové konfekce. Za každý útvar je zodpovědný jeden z ředitelů společnosti.

5.1.1 Historie

V roce 1860 koupili továrnu v Olšanech bratři Šmídové, kteří ji zrekonstruovali a v roce 1862 začali s výrobou pololátky ze slámy a hadrů. Od této doby se podnik zabývá výrobou grafického papíru, speciálních vláken, cigaretového papíru a část podniku se od roku 1910 specializuje na výrobu cigaretové konfekce, tzn. cigaretových papírků různých velikostí a mnoho dalších výrobků, které jsou vyrobeny za použití papíru s dřevitým, konopným či „mixovým“ vláknem různých gramáží. 1. 8. 1997 se stala papírna členem rakouského holdingu Trierenberg Group, který se v roce 2007 přetransformoval na holding delfortgroup. 15. května 1997 byla tedy OP papírna, s.r.o. zapsána do obchodního rejstříku pod tímto názvem.

5.1.2 Výrobní program

Podle obchodního rejstříku je předmětem podnikání této společnosti:

- pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor, pokud vedle pronájmu pronajímatelem nejsou poskytovány jiné, než základní služby zajišťující řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor
- silniční motorová doprava osobní
- výroba tepelné energie
- rozvod tepelné energie
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

- silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně

Výrobní zaměření společnosti:

- výroba a zpracování speciálních tenkých tiskových papírů
- výroba a zpracování cigaretových papírů
- výroba speciálních vláken z jednoletých rostlin – tzv. pololátky určené pro výrobu cigaretového papíru a další jiné využití
- výroba cigaretových papírků pro ruční výrobu cigaret

5.1.3 Cíl ocenění

Od 27. února 2007 má současný vlastník 100 % podíl na společnosti. Cílem ocenění bude zjistit tržní hodnotu podniku, tedy za kolik by mohl vlastník podnik prodat. Důvod zjištění této hodnoty je informativní pro vlastníka podniku. Proto se budu opírat hlavně o oficiálně zveřejňované údaje. Ocenění bude provedeno k 1. 1. 2013.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU

V následující kapitole budu postupovat podle metodického postupu, který byl naznačen v teoretické části. Strategická analýza je jedním z nejdůležitějších kroků při oceňování podniku, a proto je na ni kladen velký důraz.

6.1 Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu)

V této kapitole se pokusím vymezit relevantní trh společnosti OP papírna, s.r.o., provedu analýzu atraktivity tohoto trhu a prognózu jeho vývoje.

Dříve, než vymezím relevantní trh, provedu analýzu makroprostředí, které ovlivňuje společnost. Vybrala jsem si analýzu PEST, jelikož nejlépe dokáže zhodnotit makroekonomické prostředí.

6.1.1 Analýza makroprostředí - PEST analýza

Analýzu PEST tvoří čtyři části, jejichž první písmena tvoří název analýzy. Jsou to tyto oblasti:

- **Politické a legislativní okolí společnosti OP papírna, s.r.o.**

Společnost většinu své produkce vyváží zejména do Evropské unie, dále do Ameriky, Ruska, tuzemska a ostatních zemí.

Se vstupem České republiky do Evropské unie se postupně mění legislativa České republiky. Tyto změny dopadají na podniky v různých podobách. Tuto společnost například v budoucnu jistě ovlivní evropská směrnice, podle které by měla být spotřební daň z cigaret v roce 2014 minimálně 2,25 Kč, přičemž v roce 2012 byla tato sazba 2,10 Kč. Toto zdražení cigaret bude mít jistě dopad na poptávku po cigaretech a tedy i na poptávku po cigaretových papírech společnosti.

Další daní, která výrazně ovlivňuje čistý zisk je daň z příjmu právnické osoby. Sazba daně z příjmu právnických osob dlouhodobě klesá, což je pozitivní pro společnost, protože její zisk nepodléhá tak vysoké dani, jako dříve. Bude tedy vyšší čistý zisk, který je možné použít pro vyplacení dividend společníkům či pro investice nejrůznějšího druhu.

System managementu kvality se řídí normou ČSN EN ISO 9001. Tato norma je českou verzí evropské normy EN ISO 9001:2008. Pro každý proces a podpůrné procesy je stanoven postup podle tohoto standardu. Pro společnost to sice znamená vyšší náklady, ovšem také lepší „jméno“ u zákazníků.

- **Ekonomické okolí společnosti OP papírna, s.r.o.**

Společnost obchoduje převážně v měnách EUR a USD. Průměrný kurz v roce 1999 byl EUR = 36,882, USD = 34,600 a v roce 2012 EUR = 25,143, USD = 19,583. CZK tedy posílila vůči EUR o 32%, vůči USD o 43%. K přepočtu devizového kurzu používá společnost denní kurzy ČNB. V průběhu roku účtuje pouze o realizovaných kurzových ziscích a ztrátách. Proti kolísání se zajišťuje forwardovými operacemi.

Společnost je také ovlivněna změnami úrokových sazeb ČNB, které se změnil v roce 2012 takto: 2T repo sazba se zmenšila z 0,50% na 0,05 %. Diskontní sazba se změnila z 0,25% na 0,05% a lombardní sazba z 1,50% na 0,25%. Tento úrokový kanál má přímý dopad na chování firem i domácností. Snížení úrokových sazeb se promítá do nižší ceny peněz na mezibankovním trhu, od které jsou odvozeny úrokové sazby pro vklady a úvěry. Domácnosti méně spoří a více si půjčují a tím stoupá poptávka po zboží a službách. Firmám se snižují úrokové náklady na úvěry, a tak mohou více investovat. V celkovém důsledku by tedy měla změna úrokových sazeb na společnost dopadnout pozitivně.

Kraj, ve kterém se společnost nachází, je jeden z krajů s největším počtem nezaměstnaných. Podle Českého statistického úřadu je k 13. 2. 2013 nezaměstnanost v Olomouckém kraji na úrovni 9,8%. Pro společnost to znamená, že má možnost vybírat si z většího počtu adeptů na různé pozice ve firmě. Mezi nezaměstnanými je velká část absolventů, lze tedy předpokládat, že společnost má na výběr i mezi kvalifikovanými potencionálními pracovníky.

- **Sociální a demografické okolí společnosti OP papírna, s.r.o.**

Současný rostoucí vývoj demografie je pozitivní z hlediska budoucích potencionálních zákazníků, pokud se udrží rostoucí trend v počtu narozených dětí.

Společnost se v dokumentu Politika společnosti OP papírna, s.r.o. zavazuje poskytovat vyšší úroveň platů než je obvyklý průměr. Chce si tímto zajistit spokojenost a tedy i dobré pracovní nasazení svých zaměstnanců. Společnost se o své zaměstnance stará i formou různých benefitů.

- **Technické a technologické okolí společnosti OP papírna, s.r.o.**

Společnost potřebuje každý rok investovat do rekonstrukcí svých strojů a také do rozšiřování výroby. Díky stále se zvyšující poptávce po jejích výrobcích je potřeba navyšovat kapacitu výroby.

Další hlavní hnací silou společnosti jsou inovace, které zajišťují snižování nákladů a zvyšování tržeb společnosti.

6.1.2 Vymezení relevantního trhu

Vymezit relevantní trh pro společnost OP papírna, s.r.o. je poměrně těžké, jelikož produkce společnosti směřuje jen ve velmi malé míře do tuzemska. V následujícím grafu (graf 1) rozdělím celkové tržby roku 2011 podle toho, do kterých zemí plynuly.

Graf 1 Celkové tržby společnosti OP papírna, s.r.o. za rok 2011



Zdroj: Vlastní zpracování podle výroční zprávy oceňovaného podniku

Z grafu (graf 1) je tedy patrné, že prostorově bychom mohly vymezit relevantní trh na tuzemský, evropský, americký, ruský a ostatní země. Nejvíce společnost vyváží do Evropy, budu se tedy snažit vymezit co nejpřesněji hlavně tento trh.

Z věcného hlediska lze vymezit relevantní trh podle rozdělení výrobků do dvou skupin:

- Grafický papír – vyrábí se z něj bible, příbalové letáky do léků a kosmetiky
- Cigaretový papír a pololátka – cigaretový papír je určen pro výrobce cigaret či pro vlastní výrobu cigaret a pololátka je polotovar pro výrobu cigaretového papíru

- **Velikost relevantního trhu**

Velikost relevantního trhu vymezím v několika částech. Pokusím se vymezit jej pro každé území zvlášť a zjistit vzájemné závislosti mezi nimi navzájem a mezi tržbami společnosti OP papírna, s.r.o.

Tabulka 5 Vývoj tržeb společnosti OP papírna, s.r.o. (v tis. Kč)

Rok	Tuzemsko	Evropa	Amerika	Rusko	Ostatní	Celkem
2003	40 611	1 547 343	199 023	187 778	216 080	2 190 835
2004	43 552	1 526 935	363 570	214 612	220 021	2 368 690
2005	46 501	1 359 092	385 396	270 673	213 423	2 275 085
2006	42 459	1 424 065	311 551	353 255	144 139	2 274 469
2007	48 624	1 474 172	327 585	334 848	210 784	2 396 013
2008	67 719	1 458 654	260 305	366 923	235 144	2 388 745
2009	74 884	1 643 456	366 754	454 908	225 989	2 765 991
2010	87 820	1 652 845	384 058	412 534	233 722	2 770 979
2011	77 773	1 714 166	302 230	386 112	304 414	2 784 695

Zdroj: Vlastní zpracování z výročních zpráv společnosti OP papírna, s.r.o.

Z tabulky (tab. 5) lze vidět, že každý rok jsou největší tržby inkasovány v rámci trhu v Evropě. Nejméně tržeb plyne každý rok z tuzemska. V následující tabulce uvedu vývoj tržeb společnosti a také vývoj tržeb v rámci České republiky. Pro relevantní trh v rámci ČR jsem použila statistiku MPO pro odvětví CZ-NACE 17.1 Výroba vlákniny, papíru a lepenky.

Tabulka 6 Vývoj tržeb společnosti OP papírna, s.r.o. a tržeb odvětví CZ-NACE 17.1. Výroba vlákniny, papíru a lepenky

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vývoj tržeb společnosti OP papírna, s.r.o. v %	-3,95	-0,03	5,34	-0,30	15,79	0,18	0,49
Vývoj tržeb v odvětví v ČR (v tis. Kč)	23 577 476	23 968 882	26 348 158	21 508 467	18 822 726	21 547 121	21 378 170
Vývoj relevantního trhu v ČR v %	-	1,66	9,93	-18,37	-12,49	14,47	0,78

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak vidíme v tabulce (tab. 6) vývoj tržeb oceňovaného podniku vykazuje jiný vývoj, než tržby za celé odvětví v ČR. Oceňovaný podnik je na tom lépe v letech krize, kdy je vývoj odvětví v záporných číslech. V roce 2010 a 2011 vývoj tržeb oceňovaného podniku roste, v odvětví je ovšem vývoj vyšší. Vezmeme-li v úvahu ale předchozí propad, skok v roce 2010 není nijak velký a dalo by se říct, že oceňovaný podnik je na tom i v těchto letech

lépe. Z důvodu téměř žádného vztahu mezi vývoje tržeb společnosti a odvětví můžu už nyní předpokládat, že trh v ČR nebude pokládat za relevantní pro výpočet očekávaných tržeb společnosti v dalších letech.

Pro vymezení velikosti relevantního trhu v rámci Evropské unie jsem použila evropskou statistiku průmyslové produkce PRODCOM, kterou publikuje Eurostat. Vzhledem k výrobnímu portfoliu společnosti jsem použila tyto kódy NACE k vymezení trhu:

- 17121410 Grafický papír a lepenka: mechanická vlákna $\leq 10\%$, hmotnost $<40 \text{ g/m}^2$
- 17121435 Grafický papír a lepenka: mechanická vlákna $\leq 10\%$, hmotnost $<40 \text{ g/m}^2$, avšak $\leq 150 \text{ g/m}^2$, v rolích
- 17121439 Grafický papír a lepenka: : mechanická vlákna $\leq 10\%$, hmotnost $<40 \text{ g/m}^2$, avšak $\leq 150 \text{ g/m}^2$, archy
- 17291910 Cigaretový papír v kotoučích o šířce $\leq 5 \text{ cm}$ nebo ve tvaru sešitků či dutinek

Tabulka 7 Vývoj tržeb v rámci EU27

Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Evropský trh v mil. EUR	7 876	8 465	8 504	8 813	9 023	9 484	8 115	8 670	8 715
Vývoj relevantního trhu v %	-	7,5	0,5	3,6	2,4	5,1	-14,4	6,8	0,5

Zdroj: Vlastní zpracování podle webu EUROSTAT

Z tabulky (tab. 7) lze vidět kolísavý vývoj relevantního trhu. Největší propad je v roce 2009, zřejmě v důsledku celosvětové hospodářské krize. V dalších letech tržby na tomto trhu opět nabírají stoupající tendenci vývoje.

Relevantní trh v USA jsem vymezila pomocí analýzy odvětví pro USA. Jednotlivé odvětví jsou zde klasifikovány pomocí NAICS – North American Industry Classification System. Tato analýza zahrnuje údaje o produkci v USA, proto je relevantní trh vymezen pomocí produkce výrobků, které používají jako polotovary výrobky vyrobené podobnými podniky, jako je oceňovaný podnik. Produkci tabáku jsem použila, protože na výrobu cigaret se používá cigaretový papír, který společnost vyrábí. Farmaceutické výrobky jsem vybrala, protože z grafického papíru se vyrábí příbalové letáky do léků. Pokud tedy poroste produkce farmaceutických výrobků, poroste i poptávka farmaceutických firem po grafickém papíru na příbalové letáky.

- Food and beverage and tobacco products (311FT) – z tohoto kódu jsem použila pouze kategorii produkce tabáku, která je označena číslem 127 v této statistice
- Pharmaceutical products – zahrnuje kategorii číslo 40

Tabulka 8 Vývoj relevantního trhu v USA

Rok	Americký trh v mil. USD	Vývoj RT – pro- centuální změna
2003	165 297	-
2004	177 050	7,11 %
2005	184 856	4,41 %
2006	194 298	5,11 %
2007	205 246	5,63 %
2008	210 493	2,56 %
2009	228 276	8,45 %
2010	226 269	- 0,88 %
2011	212 543	- 6,07 %

Zdroj: Vlastní zpracování podle U.S. Department of Commerce

Z tabulky (tab. 8) můžeme vidět, že vývoj relevantního trhu v USA je od roku 2003 do roku 2007 celkem stabilní. V roce 2008 začíná první pokles, který je ovšem v roce 2009 zastíněn vysokým nárůstem oproti předchozím rokům. V roce 2010 se ovšem růst dostává do záporných čísel a v roce 2011 jde ještě pod tuto hranici. Mohli bychom to zdůvodnit jako dopad celosvětové hospodářské krize.

Pro Rusko jsem nenašla žádné potřebné statistiky, proto z nich nebudu vycházet. Také vzhledem ke skutečnosti, že tržby v Rusku v letech 2010 a 2011 klesaly, nebudu tento trh považovat za relevantní.

6.1.3 Posouzení atraktivity relevantního trhu

Vzhledem k tomu, že nejvíce tržeb oceňovaného podniku plyne z EU a také vzhledem k možnosti nejdětalněji vypracovat analýzu trhu v EU budu považovat za relevantní trh oceňovaného podniku trh v zemích Evropské unie. Vzhledem k tomu, že podnik sídlí v České republice, budu se zabývat i trhem v ČR, i když vývoj tržeb za odvětví se neblíží vývoji tržeb podnik. Domnívám se ovšem, že je správné posoudit i tento trh, jelikož je

ovlivňován stejnou legislativou a má podobné podmínky pro svůj rozvoj, jako oceňovaný podnik.

Analýzu atraktivity trhu provedu ve dvou částech. V první posoudím atraktivitu trhu s grafickým papírem a ve druhé části posoudím atraktivitu trhu s cigaretovým papírem a pololátkou. Domnívám se, že toto rozdělení umožní lepší pohled na věc a přesnější vymezení atraktivity relevantního trhu jako celku. V rámci jednotlivých částí se budu zabývat trhem v EU i trhem v ČR. Tomu napovídá i analýza odvětví podle CZ-NACE, která zahrnuje Českou republiku a NACE, která zahrnuje Evropskou unii.

- **Analýza odvětví CZ-NACE 17.1 Výroba vlákniny, papíru a lepenky a NACE 17.12 Grafický papír a lepenka**

V České republice se budu zabývat odvětvím CZ-NACE 17 Výroba papíru a výrobků z papíru, které se dělí na dva obory: CZ-NACE 17.1 Výroba buničiny, papíru a lepenky a CZ-NACE 17.2 Výroba výrobků z papíru a lepenky. Pro zhodnocení relevantního trhu oceňovaného podniku je třeba brát v úvahu pouze obor 17.1, protože výrobky z oboru 17.2 nepatří do výrobního složení oceňovaného podniku. Odvětví CZ-NACE 17 patří k dlouhodobě perspektivním odvětvím zpracovatelského průmyslu v ČR. Výroba je založena na obnovitelných (dřevní hmota) a druhotných surovinách (sběrový papír), převážně tuzemského původu. Nás zajímá hlavně uplatnění výrobků v polygrafickém průmyslu. Výroba papíru a vlákniny je energeticky a investičně náročná.

V rámci zpracovatelského průmyslu ČR má toto odvětví pouze 1,7 % podíl na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. Můžeme tedy tento trh považovat za menší.

Od roku 2005 klesá počet zaměstnanců v tomto odvětví. Snížení počtu pracovníků naznačuje výše indexu 2011/2005 = 62,6, tedy pokles zaměstnanců činí od roku 2005 37,4 %. Tento výrazný pokles souvisí tedy jak s nepříznivou ekonomickou situací podniků, tak s nasazením výkonnějších zařízení ve výrobě a tedy menším počtem potřebných zaměstnanců na obsluhu.

Český papírenský průmysl je součástí celoevropského papírenského průmyslu, který je sdružen v CEPI (Konfederace evropských papírenských průmyslů). Tato organizace se zabývá především poskytováním informací o tomto odvětví. Součástí je 18 zemí Evropy, z toho 17 zemí z EU27 a Norsko. Tato skutečnost pozitivně ovlivňuje současné výrobní možnosti v ČR, krytí reálných potřeb z tuzemských zdrojů a také exportní možnosti, jeli-

kož státy, které do CEPI patří, jsou jedni z nejdůležitějších obchodních partnerů. Proto budu v rámci posuzování atraktivity trhu vycházet i z těchto statistik.

Tabulka 9 Produkce papíru ve světě

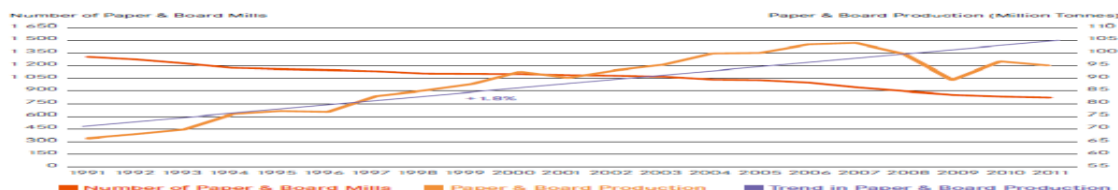
Total P&B	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Europe	99.475	102.835	105.865	110.991	111.745	115.420	116.426	112.332	101.376	109.552
CEPI countries	90.143	93.156	95.348	99.775	100.011	103.282	103.866	99.605	89.286	96.529
Other Europe	9.332	9.679	10.517	11.216	11.734	12.138	12.560	12.727	12.089	13.023
North America	100.577	101.744	100.633	104.363	102.427	102.119	100.950	95.856	84.585	88.636
Asia	96.904	101.989	108.535	117.362	125.108	135.754	146.332	152.299	154.517	164.367
Middle East	1.308	1.447	1.589	1.752	1.922	2.157	2.420	2.566	2.545	2.784
Latin America	15.161	15.753	16.299	17.465	17.886	18.501	19.162	19.606	19.660	20.292
Oceania	3.584	3.874	3.904	4.021	4.044	3.939	3.989	3.972	3.891	3.929
Africa	3.419	3.584	3.642	3.920	4.002	4.123	4.398	4.598	3.946	4.340
World	320.427	331.225	340.467	359.874	367.133	382.012	393.676	391.228	370.520	393.899

Zdroj: <http://www.cepi-sustainability.eu/case-study>

Jak můžeme vidět z tabulky (tab. 9), produkce papíru ve světě rostla až na rok 2009, ovšem v roce 2010 se opět vyšplhala na čísla roku 2007. Podíl výroby papíru v Evropě na celosvětové produkci je v roce 2010 27,81 % a podíl zemí v CEPI na celosvětové produkci je 24,51 %. Klesající trend produkce je pouze v letech 2008 a 2009. Tuto skutečnost zřejmě ovlivnila celosvětová krize, jelikož i světová produkce v těchto letech klesla. V roce 2010 už ovšem produkce jak ve světě, tak v Evropě a zemích CEPI narostla.

Země CEPI zahrnují 17 zemí z EU27, můžeme tedy ukazatel pro země CEPI brát jako adekvátní pro náš relevantní trh. Dalším důvodem je i podíl na světové produkci z ostatních zemí Evropy, který je pouze 3,31 % v roce 2010, což je zanedbatelné číslo pro naše úvahy. Větší produkci než země CEPI tvoří pouze Asie. Intenzitu konkurence můžeme zanalyzovat podle grafu 3. Od roku 1991 se snížil počet továren na zhruba 82 %. Konkurence v tomto odvětví tedy v dlouhodobém horizontu ubývá. Dále můžeme na grafu (graf 2) vidět, že trend produkce papírenských výrobků je z dlouhodobého hlediska rostoucí i vzhledem k výkyvům v letech 2008 a 2009.

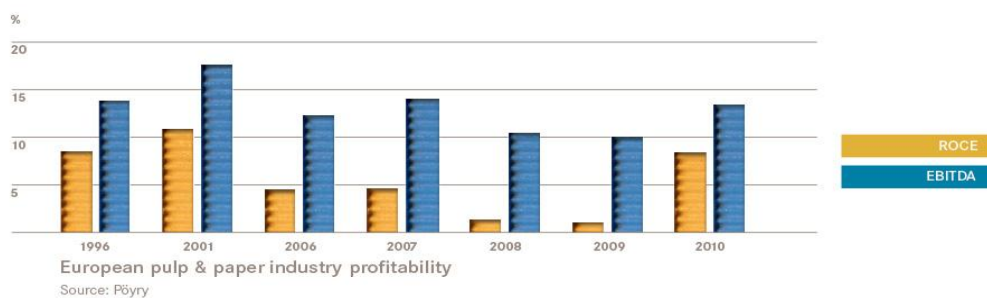
Graf 2 Počet papírenských továren v letech 1991 - 2011



Zdroj: www.cepi.org/system/files/public/documents/publications/statistics/Key%20Statistics%202011%20FINAL.pdf

Pomocí grafu (graf 3) můžeme zhodnotit ukazatele ROCE a EBITDA v Evropě. ROCE (Return on Capital Employed) neboli výnosnost zapojeného kapitálu měří efektivnost a výnosnost dlouhodobých podnikových investic. EBITDA ukazuje zisk před úroky, zdaněním a odpisy.

Graf 3 Vývoj ROCE a EBITDA v Evropě



Zdroj: <http://www.cepi-sustainability.eu/case-study>

Graf (graf 3) tedy potvrzuje pozitivní trend ve vývoji evropského papírenského průmyslu. V letech krize způsobil vzniklý převis nabídky nad poptávkou pád cen papíru, což byl jeden z faktorů snížení ROCE a EBITDA v těchto letech. Rok 2010 je ve znamení oživení poptávky po papíru a růstu cen. Roste především poptávka v rozvojových zemích, mírný nárůst je patrný i v zemích západní Evropy. Do budoucna bude vývoj závislý především na všeobecné hospodářské situaci. V současné době se zdá, že předkrizový růst nebude pravděpodobně již dosažen a poptávka po papíru bude růst mírně.

- **Analýza odvětví CZ-NACE 12 Výroba tabákových výrobků a NACE 12 Výroba tabákových výrobků**

Velká část tržeb společnosti plyne z prodeje cigaretového papíru. V roce 2011 byl podíl tržeb z cigaretového papíru na celkových tržbách 42,19%. Proto budu v této části analyzovat spotřebu tabákových výrobků, které se vyrábí pomocí cigaretového papíru. Podle Maříka (2011a) patří kuřácké potřeby z hlediska atraktivity trhu do odvětví s minimálním rizikem a vysokou výnosností. S tímto souvisí také obecný fakt, že tabákové výrobky mají nízkou elasticitu poptávky (důchodovou i cenovou). Při poklesu hospodářského cyklu tedy nedochází k výraznému poklesu poptávky po těchto výrobcích, jelikož jsou návykové.

Vývoj tabákových výrobků je především ve vyspělých zemích ovlivňován různými druhy restrikcí, zejména spotřební daní, která je uvalena na tyto výrobky za účelem snížení prodáváného množství těchto výrobků. Dále tu jsou zákazy reklamy a propagace tabákových

výrobků v médiích, povinnost označovat výrobky výroky o jejich škodlivosti či zákaz kouření na veřejných místech.

Tabulka 10 Spotřeba cigaret na osobu v ČR (v ks)

Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ČR	2 192	2 243	2 275	2 338	2 345	2 107	2 071	2 028	1 988

Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/p/2139-12>

Jak vidíme v tabulce (tab. 10), spotřeba cigaret od roku 2008 každoročně klesá. Česká republika patří mezi vyspělé země, kde je tabákový trh regulován (viz výše) a lidé omezují spotřebu cigaret. To je zřejmě jeden z důvodů. Dalším důvodem může být také zvyšující se nezaměstnanost od roku 2008, díky které mají lidé méně peněz, zvyšující se DPH i spotřební daň. Toto odvětví je sice méně závislé na hospodářském cyklu, ale krize v těchto letech byla velice hluboká a dotkla se tedy částečně i tohoto odvětví. Navíc dnes na obyvatelstvo velmi působí reklamy na zdravý životní styl, do kterého cigarety nepatří.

Tabulka 11 Vývoj tržeb v odvětví NACE 12

Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EU27	-2,30%	-3,00%	0,60%	0,00%	4,20%	-12,30%	3,00%	-6,70%	-1,70%

Zdroj: Vlastní zpracování podle

http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=sts_intvgr_a&lang=en

Tabulka (tab. 11) ukazuje vývoj tržeb v odvětví NACE 12 Výroba tabákových výrobků pro země EU27. Do zemí EU patří především vyspělé země, proto zde předpokládám snižování tržeb z regulačních důvodů uvedených výše. Je tedy pravděpodobné, že klesající trend bude pokračovat.

Souhrnná analýza atraktivity relevantních trhů:

Tabulka 12 Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				X				9
Velikost trhu	3							x	18
Intenzita konkurence	2					x			8
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	1			x					2
Možnosti substituce	2					x			8

Citlivost na konjunkturu	1						x		5
Struktura zákazníků	2			x					4
Vlivy prostředí	1			x					2
Celkem	17								62

Zdroj: Vlastní zpracování

Maximální počet bodů: $17 \times 6 = 102$

Dosažené hodnocení: $62 / 102 = 0,6078 = 60,78 \%$

Z dosaženého hodnocení atraktivity trhu vyplývá, že atraktivita tohoto relevantního trhu je velmi dobrá. V následující tabulce (tab. 13) jsou uvedeny příležitosti a hrozby vyplývající z analýzy relevantního trhu.

Tabulka 13 Příležitosti a hrozby spojené s relevantním trhem

Příležitosti	Hrozby
velký trh růst poptávky v rozvojových zemích menší počet továren na papír	snížení poptávky ve vyspělých zemích tlak na růst cen tabákových výrobků

6.1.4 Prognóza vývoje trhu

➤ Hlavní faktory působící na velikost relevantního trhu:

- Průměrná spotřeba cigaret
- Celkový hospodářský vývoj, který se odráží ve vývoji HDP
- Zvyšování DPH a spotřební daně

Vzhledem k dostupnosti těchto dat, hlavně jejich prognóz, jsem se rozhodla vyjádřit prognózu vývoje trhu podle ukazatele HDP v běžných cenách pro Evropskou unii. Nejdříve jsem vypočítala korelační koeficient, který vyšel 0,7617. Byla zde tedy zjištěna souvislost mezi vývojem HDP a vývojem relevantního trhu. Dále jsem provedla regresní analýzu s lineární funkcí a s logaritmickou funkcí. V dalším kroku jsem pomocí obou funkcí vypočítala tempo růstu trhu za roky 2009 až 2011 a zkoumala, která funkce nabízí bližší výsledky skutečným číslům. Zjistila jsem, že vhodnější bude lineární funkce a tu jsem použila do výsledné tabulky (tab. 14) pro konečný výpočet prognózy vývoje relevantního trhu. Výpočty, které jsem provedla v programu MS excel, jsou uvedeny v příloze PI.

Tabulka 14 Vývoj relevantního trhu

	Rok	HDP b.c. (mil. EUR)	Tempo růstu	Relevantní trh v EU (v mil. EUR)	Tempo růstu
Minulost	2003	8 009 225	-	7 876,9	-
	2004	9 235 163	15,3%	8 465,7	7,5%
	2005	9 649 773	4,5%	8 504,8	0,5%
	2006	10 285 919	6,6%	8 813,1	3,6%
	2007	11 892 475	15,6%	9 023,6	2,4%
	2008	12 863 914	8,2%	9 484,4	5,1%
	2009	11 489 555	-10,7%	8 115,1	-14,4%
	2010	11 397 561	-0,8%	8 670,9	6,8%
	2011	12 216 687	7,2%	8 715,5	0,5%
	2012	12 659 409	3,6%	9 123,6	4,7%
Prognóza	2013	13 116 817	3,6%	8 840,6	-3,1%
	2014	13 581 561	3,5%	8 933,5	1,1%
	2015	14 059 990	3,5%	9 029,2	1,1%
	2016	14 554 316	3,5%	9 128,1	1,1%

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak vidíme v tabulce (tab. 14) prognóza vývoje HDP je téměř konstantní pro budoucí roky. Vzhledem k tomu, že HDP poskytuje pomocí lineární funkce pouze odhad prognózy vývoje relevantního trhu, lze předpokládat jeho mírnou volatilitu. V konečném důsledku by měl vývoj relevantního trhu být pozitivní a to je tedy hlavní pozitivní zpráva pro oceňovaný podnik.

6.2 Analýza konkurenční síly oceňované společnosti

V této části stanovím současný tržní podíl společnosti OP papírna, s.r.o., identifikuji hlavní konkurenty, udělám analýzu vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly a nakonec provedu prognózu vývoje tržního podílu podniku.

6.2.1 Analýza konkurenční síly

Po konzultaci s marketingovými pracovníky společnosti jsem vymezila 5 hlavních konkurentů společnosti v České republice. Abych zjistila, jak jsou konkurenti významní, budu analyzovat jejich dosažené tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, stejně jako u oceňovaného podniku.

Tabulka 15 Vývoj jednotlivých podílů na trhu

Podíl na trhu	2007	2008	2009	2010	2011
Mondi Štětí, a.s.	76,23	62,06	62,07	68,47	69,91
OP Papírna, s.r.o.	22,17	21,8	27,73	22,81	21,61
Krpa Paper, a.s.	-	14,03	8,55	7,25	6,70
Otrokovické papírny, a.s.	1,25	1,06	0,9	0,85	0,86
Krkonošské papírny, a.s.	-	0,73	0,45	0,37	0,33
Achilles Papierveredelung, s.r.o.	0,35	0,32	0,3	0,25	0,59

Zdroj: Vlastní zpracování podle analýz MPO

Z tabulky (tab. 15) je zřejmé, že největší podíl na Českém trhu má společnost Mondi Štětí, a.s. Lze ji tedy považovat za největšího konkurenta oceňovaného podniku. Tržní podíl společnosti OP papírna, s.r.o. vykazuje stabilní růst s výkyvem v roce 2010. Opět to jsou zřejmě důsledky celosvětové hospodářské krize.

V České republice nemá společnost ve výrobě cigaretových papírů žádnou konkurenci. Se svoji značkou Vážka dominuje na tomto relevantním trhu, má tržní podíl více jak 50 %.

V zemích EU má oceňovaný podnik zhruba 240 konkurentů. Po konzultaci s pracovníky ze společnosti jsem vybrala několik hlavních konkurentů. Jsou vybráni i podle dostupnosti údajů o jejich hospodaření. Dále jsou konkurenti vybráni na základě jejich výrobního portfolia. Nejdříve specifikuji podniky, které společnosti konkurují ve výrobě grafického papíru. Dále budu analyzovat konkurenci, která se týká výroby cigaretového papíru. Ve výrobě pololátky má společnost konkurenci pouze ve Španělsku.

Jedním ze silných konkurentů je společnost Bolloré sídlící ve Francii, která je světovým lídrem ve výrobě tenkých tiskových papírů. Patří mezi 500 největších společností na světě. Vyváží svůj papír do 50 zemí na všech kontinentech. Společnost je velice oddaná ekologicky udržitelným procesům výroby. V roce 2011 evidovala 37 886 zaměstnanců. Mezi její činnosti patří kromě výroby papíru doprava, logistika, komunikace, média a skladování elektřiny.

Francouzská společnost Arjowiggins se řadí mezi přední světové výrobce papíru. Má pobočky v Evropě, Severní Americe, Latinské Americe a Asii. Její zaměření se dělí na čtyři obchodní segmenty: grafický a speciální papír, bezpečnostní papír, křídový papír a papír pro komunikaci, reklamu či luxusní obaly. V roce 2011 evidovala 5 200 zaměstnanců a 40 % celkových tržeb bylo tvořeno tržbami z grafického papíru. Je to tedy významná položka v jejím výrobním portfoliu.

Posledním konkurentem ve výrobě grafického papíru je společnost Goričané sídlící ve Slovinsku. Tato společnost není tak velká, jako předcházející dvě společnosti, v roce 2011 evidovala pouze 215 zaměstnanců. Vybrala jsem ji, protože se nejvíce přibližuje našemu podniku z hlediska velikosti i portfolia. Vyrábí různé druhy grafického papíru, křídový papír a jiné druhy.

Významným konkurentem ve výrobě cigaretového papíru je španělská společnost Miquel Y Costas & Miquel, SA. V roce 2011 evidovala 802 zaměstnanců. Přes 70 % její produkce tvoří cigaretový papír, zbytek tenký tiskový papír a speciální papír. Vyváží do 80 zemí celého světa.

V tabulce (tab. 47), která je uvedena v příloze PI, můžeme vidět různé vývojové ukazatele u jednotlivých vybraných konkurentů a u oceňovaného podniku. Vybrala jsem ukazatele tržby, tempo jejich růstu a ukazatele ROE, celkového zadlužení a obrat aktiv. Tržby jsem vybrala, protože při vymezení relevantního trhu jsem je brala jako hlavní indikátor a vymezila jsem pomocí nich velikost relevantního trhu. Tempo růstu tržeb je důležité pro posouzení perspektivnosti podniku. Ukazatel ROE nám ukazuje rentabilitu vlastního kapitálu, tedy jeho výnosnost. Podle mne je tento ukazatel velmi důležitý při posuzování konkurenční schopnosti, jelikož nám ukazuje, jak výnosný je majetek vlastníků podniku. Je to také důležitý ukazatel při oceňování podniku, protože poskytuje kupujícímu informaci o výnosnosti jeho budoucího vlastnictví, jeho budoucího vlastního kapitálu. Dále jsem vybrala ukazatel celkového zadlužení, jehož doporučená hodnota je 30 – 60 %. Ukazatel zadluženosti je důležitý zejména v dnešní době, kdy se ještě ekonomika úplně nevzpamatovala a podniky jsou neustále zadlužené. Myslím, že je důležité vědět, jak moc je podnik zadlužený. Posledním ukazatelem je obrat aktiv, který ukazuje efektivní využití majetku podniku, pokud je ukazatel větší než 1.

Jak vidíme v tabulce (tab. 47), společnosti Bollore a Arjowiggins jsou velmi významní konkurenti. Jejich tržby se pohybují velmi vysoko nad úroveň tržeb oceňovaného podniku. Společnost Goričané má ještě menší tržby, než oceňovaný podnik a společnost Miquel Y Costas & Miquel má v posledním roce asi 1,7 x větší tržby. Náš podnik se mu tedy významně přibližuje. Oceňovaný podnik se zřejmě stává stále silnějším konkurentem této společnosti. Srovnáním oceňovaného podniku s větší konkurencí chci docílit zjištění, jak se vyvíjí tržní podíl oceňovaného podniku v průběhu let vůči těmto velkým konkurentům a pomocí ukazatelů zjistit, jak si náš podnik oproti těmto velkým společnostem vede.

Tempo růstu zakolísalo u obou velkých společností do záporných čísel v době krize, v roce 2011 už u společnosti Bollore nastal velký nárůst. Společnost Arjowiggins se nedostala v roce 2011 na čísla roku 2008. Oceňovaný podnik v letech krize nevykazoval záporný růst tržeb, ovšem jeho růst byl téměř konstantní, nikoli vzestupný. Jeho tržní podíl se v těchto letech tedy nijak zvlášť nevyvíjel, zůstal spíše konstantní. Podle ukazatele ROE je na tom ovšem nejlépe naše společnost, značí to tedy, že je schopna zhodnotit svůj vložený kapitál nejlépe. V posledním roce sice jeho ROE kleslo, ovšem pořád je na nejvyšší úrovni mezi konkurujícími podniky. Co se týče zadlužení, žádný z podniků není zadlužen nad doporučenou hodnotu, akorát společnost Miquel Y Costas & Miquel vykazuje v jednotlivých letech velmi malé celkové zadlužení. Znamená to, že spíše využívá vlastní, než cizí kapitál a můžeme také vidět, že jeho obrat aktiv je v průběhu let nejslabší mezi uvedenými společnostmi a neustále klesá. V posledním roce je to dáno hlavně snížením velikosti aktiv v tomto podniku. Pro oceňovaný podnik to znamená oslabení tohoto konkurenta a případnou šanci vzít mu část jeho tržního podílu v budoucích letech. Obrat aktiv má v průběhu všech let největší oceňovaný podnik, umí tedy efektivně využívat svůj majetek a znamená to, že je i vzhledem ke své velikosti konkurenceschopný. Podrobné zhodnocení konkurenční síly je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 16 Profil konkurenční síly společnosti OP papírna, s.r.o.

Kritérium	Váha	Hodnocení								Body	Body x váha
		Konkurence má převahu			Průměr		Podnik má převahu				
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1. Cenová úroveň				x					3	9
	2. Šíře sortimentu			x						2	2
	3. Kvalita výrobků				x					3	6
	4. Marketing						x			4	12
	5. Flexibilita zpracování zakázky							x		5	15
	6. Tradice							x		5	5
	7. Výhody místa							x		4	4
nepřímé faktory	8. Kvalita managementu						x			4	12
	9. Výzkum a vývoj							x		5	10

10. Majetek a investice	1			x					2	2
11. Finanční situace	2						x		5	10
12. Výkonný personál	2					x			4	8
Celkem	24									95

Zdroj: Vlastní zpracování

Maximální počet bodů: $6 \times 24 = 144$

Hodnocení: $95 / 144 = 0,66 = 66 \%$

Pro vyjádření konkurenční síly podniku jsem použila výběr kritérií a hodnocení pro výrobní podnik (tab. 16). Hodnocení vychází z veškerých dostupných informací a váhy a bodové ohodnocení vychází z předpokládaných požadavků zákazníků. Největší váhy jsem přiřadila cenové úrovni, marketingu, flexibilitě zpracování zakázky a kvalitě managementu.

Cenová úroveň i kvalita produkce je srovnatelná s konkurencí. Společnost je velmi flexibilní, co se týče zakázek na míru a investuje nemalé částky na prostředky, které k této výrobě potřebuje. Jelikož je zakázána propagace cigaretových výrobků v médiích, mohou se propagovat pouze na webových stránkách společností. Tyto webové stránky jsou srovnatelné s konkurencí. Co se týče grafického papíru, společnost jej rovněž propaguje hlavně na svých webových stránkách. Velkou výhodou společnosti je její dlouholetá tradice, která začala již v roce 1861. Takto dlouhá doba trvání společnosti jistě přispívá i ke kvalitě jejich výrobků, které jsou neustále zdokonalovány. Společnost vynakládá nemalé investice do výzkumu a vývoje jak grafického papíru, tak cigaretového. Ve společnosti je rovněž laboratoř, která kontroluje dosaženou kvalitu u vyrobených výrobků. Výhoda místa tkví v postavení České republiky, která je uprostřed Evropy a má tedy strategické postavení vůči všem ostatním konkurentům vyvážejícím do Evropy. Management společnosti je vysoce kvalifikovaný a má značené mezinárodní zkušenosti. Společnost disponuje nižším rozsahem širší sortimentu, než konkurující podniky. Je to z velké části z důvodu výroby na zakázku bez využití vlastní značky. Vlastní značku "Vážka" používá pouze u části výroby cigaretových papírků. Finanční situace společnosti je velmi dobrá, jak jsem uvedla výše, její rentabilita vlastního kapitálu dosahuje nejvyšších čísel v rámci konkurence.

Z výsledků vyplývá, že konkurenční síla podniku je mírně nad průměrem konkurentů. Podle mého názoru má společnost do budoucna průměrný až nadprůměrný potenciál konkurovat ostatním podnikům v odvětví. Rovněž si myslím, že na základě analýzy konku-

renčního postavení oceňovaného podniku můžeme předpokládat mírný nárůst tržního podílu v následujících letech.

6.2.2 Současný tržní podíl oceňované společnosti

Následující tabulka (tab. 17) obsahuje vývoj tržního podílu v rámci EU. Do obsahu tržeb pro vymezení tržního podílu v rámci EU jsem započítala tržby společnosti plynoucí z Evropy a tržby plynoucí z tuzemska, jelikož vývoj tržeb za celou EU27 obsahuje i tržby za Českou republiku.

Tabulka 17 Vývoj tržního podílu oceňovaného podniku v rámci EU

	Rok	Relevantní trh (mil. EUR)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl v %	Tempo růstu tržeb OP papírny, s.r.o.	Tržby OP papírna, s.r.o. v tis. Kč	Tržby OP papírna, s.r.o. v mil. EUR
Minulost	2003	7 876,9	-	0,80%	-	1 587 954	49 872,93
	2004	8 465,7	7,5%	0,66%	-1,10%	1 570 487	49 247,01
	2005	8 504,8	0,5%	0,66%	-10,50%	1 405 593	47 215,08
	2006	8 813,1	3,6%	0,66%	4,33%	1 466 524	51 765,76
	2007	9 023,6	2,4%	0,67%	3,84%	1 522 796	54 855,76
	2008	9 484,4	5,1%	0,64%	0,23%	1 526 373	61 177,27
	2009	8 115,1	-14,4%	0,84%	12,58%	1 718 340	64 990,17
	2010	8 670,9	6,8%	0,80%	1,30%	1 740 665	68 828,19
	2011	8 715,5	0,5%	0,82%	2,95%	1 791 939	72 872,67
	2012	9 123,6	4,7%	0,84%	2,02%	1 828 126	72 717,82
Prognóza	2013	8 840,6	-3,1%	0,86%	-5,55%	1 726 666	68 682,02
	2014	8 933,5	1,1%	0,90%	5,80%	1 826 812	72 665,55
	2015	9 029,2	1,1%	0,93%	4,47%	1 908 470	75 913,68
	2016	9 128,1	1,1%	0,95%	3,27 %	1 970 957	78 399,24

Zdroj: Vlastní zpracování

Vývoj tržeb jsem počítala pomocí vzorce pro tempo růstu tržeb, který se vypočítá jako součin indexu růstu trhu a indexu změny tržního podílu. Tato metodika je uvedena v knize Metody oceňování podniku (Mařík, 2011a). Tržby v mil. EUR jsem získala vydělením tržeb v mil. Kč a průměrného ročního kurzu CZK/EUR. Ten byl v jednotlivých letech podle serveru ČNB takový: 2003 31,84 CZK/EUR; 2004 31,89 CZK/EUR; 2005 29,77 CZK/EUR; 2006 28,33 CZK/EUR; 2007 27,76 CZK/EUR; 2008 24,95 CZK/EUR; 2009 26,44 CZK/EUR; 2010 25,29 CZK/EUR; 2011 24,59 CZK/EUR; 2012 25,14 CZK/EUR. V letech prognózy jsem použila kurz roku 2012. Tempo růstu tržeb je krom roku 2013 poměrně stabilní a v roce 2016, tedy v posledním roce prognózy by mělo dosáhnout nejvyš-

ších hodnot. Průměrné tempo růstu v minulosti je 1,74 % a v budoucnosti 3,09 %. Myslím si tedy, že toto tempo růstu je reálné, vzhledem k tomu, že minulost byla ovlivněna celosvětovou krizí a proto její tempo růstu je nižší.

7 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.

V následující kapitole provedu analýzu finančního zdraví společnosti OP papírna, s.r.o. Informace budu čerpat z rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výročních zpráv společnosti. Budu jej srovnávat s odvětvím v České republice, do kterého oceňovaný podnik patří. Data z odvětví jsou v době zpracování práce dostupná pouze do roku 2011, budu tedy analyzovat odvětví pouze do tohoto roku. Veškerá zpracovaná data (grafy, tabulky) ze kterých budu vycházet, jsou uvedeny v příloze.

7.1 Analýza základních účetních výkazů

V této části se budu věnovat rozboru základních účetních výkazů. Provedu horizontální a vertikální analýzu rozvahy a výkazu zisku a ztráty jak u oceňovaného podniku, tak u společnosti. Tabulky s vypočtenými výsledky horizontální a vertikální analýzy jsou uvedeny v příloze PIII.

7.1.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Bilanční suma se každý rok navyšuje mírným tempem růstu. Největší podíl na aktivech má každý rok dlouhodobý majetek, který tvoří každý rok ze zhruba 99 % dlouhodobý hmotný majetek. Společnost se zabývá výrobou, ke které potřebuje dlouhodobý hmotný majetek, jako jsou stroje a zařízení, které tedy tvoří značnou část této skupiny. Dlouhodobý majetek společnost odepisuje lineárním způsobem po stanovenou dobu. Dlouhodobý finanční majetek vlastnila společnost až v roce 2012, kdy získala podíl v jiné společnosti. Oproti roku 2008 se aktiva do roku 2011 navýšila o 16 %, výše dlouhodobého majetku o 17 % klesla a naopak oběžná aktiva vzrostla o 64 %. Největší podíl na tomto růstu má krátkodobý finanční majetek, jehož hladina vzrostla na 536 % v průběhu analyzovaných let. Toto navýšení je zejména v důsledku navýšení peněz na bankovních účtech. V odvětví byl velmi podobný vývoj.

Dlouhodobý majetek je zcela kryt vlastním kapitálem po všechny analyzované roky. Jak můžeme vidět v rozvaze, společnost neviduje dlouhodobé pohledávky, jen krátkodobé. Z toho tvoří každý rok kolem 90 % pohledávky z obchodních vztahů. Společnost vytváří opravné položky k pochybným pohledávkám. Tato opravná položka se každý rok navyšuje. V roce 2008 činila opravná položka k pochybným pohledávkám 15 092 tis. Kč a na konci roku 2011 již 40 739 tis. Kč. Společnost by se měla na tuto oblast zaměřit a být dů-

slednější ve vymáhání těchto pohledávek po splatnosti či vytvářet pro své zákazníky různé slevy na odebrané zboží při dřívějším zaplacení.

Společnost drží celkem stabilní úroveň zásob. Z tohoto důvodu klesá podíl zásob na celkových aktivech, znamená to tedy, že v nich společnost váže v jednotlivých letech méně finančních prostředků.

Růst vlastního kapitálu není příliš konstantní. Od roku 2009 se jeho podíl na pasivech pohybuje kolem 70 %, společnost tedy disponuje z větší části vlastním, než cizím kapitálem. Základní kapitál zůstává nezměněn po všechny analyzované roky. Navýšení vlastního kapitálu v letech 2008/2011 je důsledkem zvyšujícího se výsledku hospodaření minulých let. Výsledek hospodaření v letech 2009/2011 klesal, zřejmě z důvodu dopadu hospodářské krize. V roce 2012 se již vyšplhal nad úroveň výsledku hospodaření za rok 2010 a přiblížil se hranici dosud nejvyššího zisku, který nastal v roce 2009. Oproti odvětví je na tom oceňovaný podnik lépe. V odvětví byl prudký pokles zisku v roce 2009. Byl sice částečně vykompenzován velkým nárůstem v roce 2010, ovšem v roce 2011 jakoby znovu dopadly následky krize na podniky a zisky klesly až na 38 % předchozího roku. Jeden z důvodů neustále se zvyšujícího VH minulých let je i poměrně stabilní výše vyplácených dividend.

Společnost vytváří rezervy na prémie, nevyčerpanou dovolenou, na reklamace, na penále, na dlouhodobé zaměstnanecké požitky a na daň z příjmů. Největší rezervu tvoří právě v oblasti daní z příjmů. Vytváří ji z toho důvodu, že okamžik sestavení účetní závěrky předchází okamžiku stanovení finální výše daňové povinnosti. V následujícím období společnost danou rezervu rozpustí a zaúčtuje daňovou povinnost. Rezervy tvoří malou část celkových pasiv. Lze tedy použít zásadu, že společnosti, které rychle vytvářejí a odepisují rezervy při kladných výsledcích hospodaření, jsou na tom relativně dobře.

Společnost eviduje větší míru krátkodobých, než dlouhodobých závazků. Výše dlouhodobých závazků rostla do roku 2010 a poté opět klesala. Změna v letech 2008/2011 byla asi 50 %. Naproti tomu změna u krátkodobých závazků byla téměř 70 %. Rovněž podíl krátkodobých závazků na cizím kapitálu rostl a od roku 2009 tvoří krátkodobé závazky více jak polovinu cizích zdrojů. Znamená to, že společnost se snaží své závazky splácet co nejrychleji a vyhnout se dlouhodobým půjčkám.

Společnost rovněž využívá spíše krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci. Během analyzovaných let splatila veškeré krátkodobé bankovní úvěry a zůstali jen dlouhodobé. Celkově bankovní úvěry a výpomoci klesly na 3 %.

7.1.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Celkové výnosy po analyzované roky vzrostly o 25 %, zatímco náklady jen o 15 %. Odvětví si vedlo hůře ve srovnání s naší společností. Jeho výnosy vzrostly jen o 15 % a náklady stejně jako u oceňovaného podniku. Tržby za prodej zboží mají minimální podíl na výnosech. Největší podíl mají výkony, které jsou téměř v celé výši tvořeny tržbami za vlastní výrobky a služby, což je charakteristické pro výrobní podnik. U odvětví tvoří také tržby za vlastní výrobky a služby kolem 95 % výkonů. Oproti roku 2008 ovšem o 2 % klesly. Tržby za zboží tu nejsou v tak malém poměru, jako u oceňovaného podniku. Dokonce vzrostly na 439 % v letech 2008/2011. Znamená to zřejmě, že podniky v odvětví se začaly ve větší míře zaměřovat na nákup a prodej zboží.

Výkonová spotřeba je od roku 2010 téměř konstantní a spotřeba materiálu a energie od tohoto roku dokonce klesá. Jelikož je výkonová spotřeba největší položkou v nákladech, je tento vývoj příznivý. Další významnou položkou v nákladech jsou osobní náklady. Ty jsou také téměř konstantní po analyzované roky. Společnost výrazně nepřibírá ani nepropouští zaměstnance. Nemusela se k tomu uchýlit ani v době krize. Významný podíl mají také odpisy DNM a DHM, zřejmě z důvodu velkého podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech. V důsledku nárůstu daně z nemovitostí se významně zvýšila položka daně a poplatky oproti roku 2008.

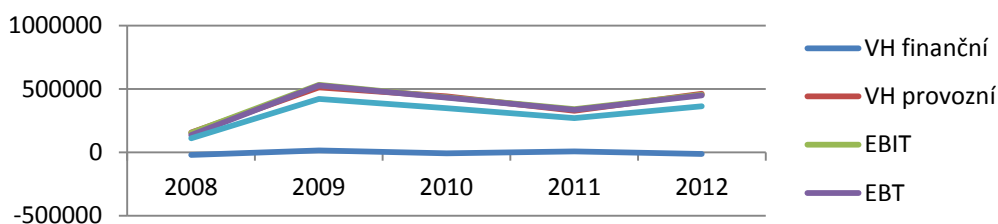
Velké výkyvy v průběhu let jsem zaznamenala na účtech rezerv. Jak jsem napsala výše, společnost vytváří každý rok rezervu na daň z příjmů, kterou následně rozpouští. Velký podíl na kolísání výše rezerv má hlavně tvorba tohoto druhu rezervy a v oblasti opravných položek je v největší míře tvořena či rozpouštěna opravná položka k pohledávkám. Ta může za vysoký přírůstek na tomto účtu v roce 2011. Dále se velmi snížila výše nákladových úroků, což souvisí se snižováním bankovních úvěrů a výpomocí. Daň za běžnou činnost také významně vzrostla. Sazba této daně se nezvyšuje, je to tedy dáno vyšším ziskem společnosti.

7.1.3 Analýza výsledku hospodaření

Společnost OP papírna, s.r.o. je průmyslový podnik, bude nás tedy nejvíce zajímat provozní výsledek hospodaření. Jak můžeme vidět v grafu (graf 6), nejnižší provozní VH je v roce 2008, zřejmě z důvodu krize a hned další rok nastupuje rekordní zisk. V dalších letech opět mírně klesá, ovšem nedostává se až na úroveň roku 2008 a v roce 2012 opět nastupuje rostoucí tendence vývoje. Výsledek hospodaření z finanční oblasti kolísá mezi

kladnými a zápornými čísly, ovšem oproti výši provozního výsledku hospodaření jsou to zanedbatelná čísla. Společnost v žádném roce neviduje mimořádný výsledek hospodaření. Z těchto důvodů je provozní výsledek hospodaření téměř stejný jako EBT. EBIT je také na této úrovni a to z důvodu nízké výše nákladových úroků.

Graf 4 Vývoj výsledku hospodaření



Zdroj: Vlastní zpracování

7.2 Analýza poměrových ukazatelů

V následující části provedu analýzu poměrových ukazatelů. Vybrala jsem některé ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Budu opět vycházet z výkazů oceňovaného podniku a srovnám jej s odvětvím. Tabulky s výpočty jsou uvedeny v příloze PIV.

7.2.1 Ukazatele zadluženosti

Oceňovaný podnik vykazuje malou zadluženost, která ve všech analyzovaných letech klesá. Hodnotím pozitivně sklon společnosti využívat spíše vlastní zdroje. Odvětví je zadluženo ve větší míře. Vzhledem k nízké zadluženosti je ukazatel úrokového krytí velmi vysoký a značí vysokou schopnost podniku splácet úroky. Jak jsem napsala výše, společnost se zbavila v průběhu analyzovaných let velké části bankovních úvěrů a výpomocí, její úrokové náklady jsou tedy velmi malé. Odvětví má hodnotu tohoto ukazatele velmi nízkou oproti podniku. Dalo by se říci, že většina společností v odvětví není schopna úroky splácet. V každém z analyzovaných let společnost dodržuje zlaté pravidlo financování, které udává ukazatel krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji. Podnik je na tom lépe, jeho hodnoty jsou každý rok o něco vyšší, než v odvětví.

7.2.2 Ukazatele likvidity

Běžná likvidita je mezi doporučenými hodnotami pouze v prvním roce, v dalších letech je nad tímto intervalem. Odvětví ve všech letech do tohoto intervalu spadá. Situace je velmi podobná i u pohotové a hotovostní likvidity. Odvětví se pohybuje kolem doporučených

hodnot a oceňovaný podnik tyto hodnoty přesahuje. Znamená to, že podnik je v lepší situaci než odvětví a že je plně schopen hradit své závazky.

7.2.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability by měly mít stoupající tendenci, kterou rentabilita vlastního kapitálu nemá. I když je ovšem od roku 2009, kdy byla tato hodnota nejvyšší, klesající, pořád je vysoko nad úrovní odvětví. V posledním roce opět nabírá stoupající tendenci. Hodnotu ukazatele pro tento rok bohužel nemám pro odvětví, proto nevím, zda i v odvětví posledním rokem rentabilita stoupala. Rentabilita celkového kapitálu také klesá a až v roce 2012 stoupá, je ovšem každý rok vysoko nad úrovní odvětví. Rentabilita tržeb má stejný vývoj, jako rentabilita celkového kapitálu a je také nad úrovní odvětví. Celkově lze ukazatele rentability zhodnotit velmi pozitivně z hlediska podniku. Podnik je trvale ziskový i přes růst cen vstupních materiálů a energií. Toto zvýšení nákladů společnost částečně vykompenzovala optimalizací portfolia výrobků, snížením režijních a osobních nákladů, snížením energetické náročnosti a také růstem produktivity.

7.2.4 Ukazatele aktivity

Doba obratu zásob má klesající tendenci. Větší změna nastala u oceňovaného podniku oproti roku 2008. Doba obratu se snížila o 9 dní v letech 2008/2011. U odvětví se také snížila doba obratu zásob, ovšem jen o 2 dny. Podnik vykazuje vyšší dynamiku ve výrobě, než ostatní podniky v odvětví. Doba obratu pohledávek je u oceňovaného podniku zejména v posledním sledovaném roce o dost nižší. Je to i proto, že podnik neeviduje v žádném roce dlouhodobé pohledávky, ale pouze krátkodobé. Podobně je to i u závazků, kde odvětví také vykazuje vyšší hodnoty. Dlouhodobé závazky v podniku tvoří velmi malou část celkových závazků. V oblasti pohledávek a závazků podnik preferuje krátkodobý horizont splácení.

7.3 Analýza cash flow

Tabulka 18 Vývoj peněžních toků OP papírna, s.r.o.

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
CF z provozní oblasti	318 102	829 607	540 004	527 599	607 797
CF z investiční činnosti	90 667	117 264	22 259	59 011	89 855
CF z finanční činnosti	-15 934	42 605	74 430	-40 273	16 928
Celkové CF	392 835	989 476	636 693	546 337	714 580

Zdroj: Vlastní zpracování

Oceňovaný podnik nevytváří výkazy cash flow, proto jsem sestavila přehled hlavních oblastí vývoje cash flow bez detailnějšího propracování. Peněžní toky jsem počítala pomocí nepřímé metody výpočtu. Cash flow dosáhlo nejvyšší hodnoty v roce 2009 a v dalších dvou letech jeho výše klesala. V roce 2012 vzrostlo a to až nad úroveň roku 2010, je to tedy velmi příznivá zpráva. Nejvyšší podíl na celkovém cash flow má cash flow z provozní činnosti, což je důsledkem výrobního zaměření společnosti. Cash flow z investiční činnosti má velmi kolísavý vývoj, v posledních třech letech má také rostoucí vývoj. Peněžní tok z finanční činnosti vykazuje jako jediný ve dvou letech záporný výsledek a značně nerovnoměrný vývoj. Je to z důvodu snižování výše dlouhodobých bankovních úvěrů a také dlouhodobých závazků společnosti.

7.4 Bonitní a bankrotní modely

Kapitola nazývajících se bonitní a bankrotní modely obsahuje souhrnné zhodnocení spider analýzou a souhrnné ukazatele hodnocení finančního zdraví zahrnující Altmanovo Z-skóre, Index IN05 a vývoj bonity oceňovaného podniku.

7.4.1 Spider analýza

Souhrnné hodnocení finanční situace podniku pomocí spider analýzy je uvedeno v následující tabulce (tab. 19). Grafy spider analýzy jsou uvedeny v příloze PV.

Tabulka 19 Spider analýza (2008 – 2011)

		2008		2009		2010		2011	
		Společnost	Odvětví	Společnost	Odvětví	Společnost	Odvětví	Společnost	Odvětví
Rentabilita	ROE	8,91%	12,00%	30,30%	5,17%	23,47%	10,95%	17,83%	3,75%
	ROA	7,73%	10,34%	25,94%	5,09%	20,58%	8,69%	15,49%	2,84%
	ROS	4,58%	6,19%	15,21%	3,12%	12,56%	7,26%	9,67%	2,73%
Zadluženost	Krytí aktiv vlastními zdroji	0,62	0,57	0,68	0,58	0,70	0,60	0,69	0,63
	Krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji	1,87	2,78	0,53	1,64	1,61	1,24	1,89	2,79
Likvidita	Běžná likvidita	1,41	1,66	2,21	1,55	2,74	1,58	2,55	1,62
	Pohotová likvidita	0,90	1,15	1,66	1,14	2,09	1,22	2,01	1,26
	Hotovostní likvidita	0,17	0,13	0,73	0,20	1,09	0,17	1,13	0,17
Obratovost	Obrat zásob	8,06	9,59	11,06	9,29	10,78	9,89	10,79	8,86
	Obrat pohledávek	5,61	4,87	6,68	4,05	7,09	3,30	6,67	2,97
	Obrat závazků	6,32	4,17	6,49	2,99	5,35	2,82	4,79	2,71

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce (tab. 19) můžeme vidět vypočítané poměrové ukazatele, které také byly použity pro souhrnnou spider analýzu. Úrokové krytí jsem vynechala, protože potřebná čísla mám pouze za roky 2008 a 2009 a také proto, že oceňovaný podnik má daleko vyšší hodnoty v tomto ukazateli a není třeba je srovnávat i ve spider analýze, jelikož jsou okomentovány v ukazatelích zadluženosti.

Pavučinový graf jsem vytvořila pro roky 2008 – 2011. V době zpracovávání diplomové práce nejsou údaje za odvětví pro rok 2012, proto jej zde nebudu analyzovat. Příslušné pavučinové grafy jsou uvedeny v příloze.

Z grafu (graf 6) lze vyčíst, že rentabilita je zejména v letech 2009 a 2011 na velmi vysoké úrovni, oproti odvětví. Co se týče likvidity, společnost je na tom o mnoho lépe ve všech analyzovaných letech, než odvětví. Ukazatele krytí aktiv vlastními zdroji jsou srovnatelné na úrovni podniku a odvětví. Krytí aktiv dlouhodobými zdroji ukazuje, že podnik využívá oproti odvětví ve větší míře financování dlouhodobých aktiv krátkodobými zdroji. Je to sice riskantnější způsob financování, ovšem pokud nenastane neplánovaná situace, je to výnosnější verze financování. Ukazatele obratovosti jsou po každý analyzovaný rok vyšší, než odvětvové ukazatele.

Všechny tyto aspekty jen potvrzují výsledky předchozích analýz. Společnost je na tom oproti odvětví velmi dobře.

7.4.2 Souhrnné ukazatele

V této kapitole budu posuzovat finanční zdraví podniku pomocí souhrnných ukazatelů. Tyto vyjadřují finanční pozici firmy a její finanční zdraví. Tyto modely se také nazývají bonitní nebo bankrotní modely.

Prvním z vybraných souhrnných ukazatelů je Z-skóre, neboli Altmanův model.

Tabulka 20 Vývoj Altmanova Z-skóre OP papírna, s.r.o.

Altmanovo Z-skóre	2008	2009	2010	2011	2012
0,717 x ČPK/A	0,086	0,191	0,232	0,242	0,257
0,847 x ČZ/A	0,046	0,174	0,140	0,104	0,133
3,107 x EBIT/A	0,240	0,806	0,639	0,481	0,606
0,420 x VK/Cizí zdroje	0,673	0,883	0,991	0,938	0,985
0,998 x T/A	1,194	1,347	1,310	1,271	1,289
Z-skóre	2,239	3,400	3,313	3,036	3,271

Zdroj: Vlastní zpracování

Pouze v roce 2008 se společnost nachází v nevyhraněné finanční situaci. Po všechny následující roky hodnota Altmanova Z-skóre vykazuje hodnoty pro uspokojivou finanční situaci podniku.

Dalším souhrnným ukazatelem, který jsem zpracovala, je index IN05.

Tabulka 21 Vývoj indexu IN05 OP papírna, s.r.o.

Index IN05	2008	2009	2010	2011	2012
0,13 x A/CK	0,338	0,403	0,437	0,420	0,435
0,04 x EBIT/NÚ	0,310	4,171	5,779	2,762	4,311
3,97 x EBIT/A	0,307	1,029	0,817	0,615	0,774
0,21 x V/A	0,266	0,294	0,288	0,282	0,287
0,09 x OA/(KZ+KBU)	0,127	0,199	0,247	0,229	0,235
Index IN05	1,348	6,096	7,568	4,309	6,041

Zdroj: Vlastní zpracování

Pokud hodnota indexu IN05 dosahuje vyšší hodnoty, než 1,6, podnik tvoří hodnotu. Musím však zdůraznit, že hodnotu indexu tvoří z velké části ukazatel 0,04 x EBIT/NÚ. Jeho výše je dána zejména nízkými nákladovými úroky z důvodu nízké výše bankovních úvěrů a výpomocí.

Tabulka 22 Vývoj indexu bonity OP papírna, s.r.o.

	2008	2009	2010	2011	2012
1,50xCF/CZ	0,768	2,246	1,521	1,212	1,546
0,08 x A/CZ	0,208	0,248	0,269	0,259	0,268
10,00 x EBT/A	0,673	2,569	2,043	1,526	1,931
5,00 x EBT/Výkony	0,282	0,965	0,773	0,763	0,966
0,30 x Zásoby/Výkony	0,037	0,027	0,028	0,028	0,030
0,10 x Výkony/A	0,120	0,133	0,132	0,128	0,131
Index bonity	2,088	6,189	4,765	3,915	4,872

Zdroj: Vlastní zpracování

Obecně platí, že čím je hodnota indexu bonity vyšší, tím je finanční situace podniku lepší. Nejlepší situace je opět v roce 2009, poté hodnota indexu klesá. V roce 2012 se však dostává nad úroveň roku 2010 a tento vývoj je pozitivní zprávou do budoucna.

7.5 Posouzení finančního zdraví oceňovaného podniku

Z výsledků finanční analýzy lze usoudit, že oceňovaný podnik je finančně stabilní a má perspektivní budoucnost. Téměř ve všech analyzovaných ukazatelích si vede lépe, než konkurenční podniky v odvětví.

V letech 2008 – 2010 společnost zaznamenala dopady celosvětové hospodářské krize. Oproti odvětví byla ovšem vždy na lepší pozici. Od roku 2011 už zase téměř ve všech oblastech nastupuje rostoucí trend vývoje a společnost se postupně dostává na výši tržeb před krizí. Velmi pozitivně hodnotím rentabilitu, která zejména v posledních letech velmi vzrostla. Také likvidita společnosti je v posledních letech vyšší a vyjadřuje to tedy, že podnik umí hospodařit s finančními prostředky. Napovídá tomu i nižší obratovost zásob, což je způsobeno stále se zvyšujícími výrobními výkony ve společnosti. Společnost se snaží každým rokem o vyšší výrobní kapacity a vyšší kvalitu svých výrobků. Také doba obratu pohledávek a závazků nám naznačuje, že společnost se přiklání ke krátkodobému splácení závazků a totéž žádá i od svých zákazníků. Je to i z důvodu krize, jelikož společnost se obává nedobytných pohledávek, proto se v této oblasti stala více obezřetnou a více kontroluje pohledávky po splatnosti a bonitu zákazníků. Celkově nevidím žádné výraznější riziko, které by ovlivňovalo finanční situaci podniku a její postavení na trhu.

8 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI OP PAPIRNA, S.R.O.

Pro účely stanovení hodnoty podniku je potřeba dále stanovit finanční plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Tyto výkazy budou sestaveny na dobu čtyř let, tedy od roku 2013 do roku 2016. Tvorba strategického finančního plánu ve velké míře navazuje na strategickou a finanční analýzu, které jsou provedeny v předchozích kapitolách. Opírá se také o interní data z oceňovaného podniku a makroekonomické prognózy pro Českou republiku i Evropskou unii.

8.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty oceňovaného podniku

Prvním plánovaným výkazem bude výkaz zisku a ztráty, který je zobrazen v následující tabulce.

Tabulka 23 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období 2013 – 2016

	v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	6 660	7 250	7 400	8 378
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	6 311	6 564	6 597	7 124
	Obchodní marže	349	686	803	1 254
II.	Výkony	2 864 651	3 030 801	3 166 278	3 269 815
B.	Výkonová spotřeba	2 008 694	2 125 198	2 220 194	2 292 795
	Přidaná hodnota	855 958	905 603	946 084	977 021
C.	Osobní náklady	254 887	258 940	261 560	263 740
D.	Daně a poplatky	1 274	1 295	1 308	1 319
E.	Odpisy DNM a DHM	152 743	181 078	177 087	170 346
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	5 667	6 093	6 519	6 944
F.	Zůstatková cena prod. DM a mat.	1 762	1 339	916	493
G.	Změna stavu rezerv a opr. Pol.	4 238	5 384	6 487	6 998
IV.	Ostatní provozní výnosy	8 754	9 357	10 899	11 455
H.	Ostatní provozní náklady	28 657	29 254	29 852	30 449
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	427 166	444 449	487 095	523 329
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	0	0	0	
J.	Prodané CP a podíly	0	0	0	
VII.	Výnosy z DFM	0	0	0	
VIII.	Výnosy z KFM	325	289	365	412
K.	Náklady z FM	0	0	0	0
IV.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a OP ve FO	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1 300	1 300	1 257	1 143
N.	Nákladové úroky	4 358	3 486	3 137	2 439
XI.	Ostatní finanční výnosy	112 135	112 824	113 512	114 201
O.	Ostatní finanční náklady	108 452	109 009	109 567	110 124

XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0
*	Finanční VH	951	1 918	2 431	3 192
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	81 280	84 754	92 940	99 961
**	VH za běžnou činnost	346 837	361 613	396 586	426 561
XII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
*	Mimořádný VH	0	0	0	0
T.	Převod podílu na VH společníkům	0	0	0	0
***	VH za účetní období	346 512	361 324	396 221	426 149
****	VH před zdaněním	428 117	446 367	489 526	526 522

Zdroj: Vlastní zpracování

Plánovaný výkaz zisku a ztráty byl proveden na základě níže uvedených poznatků.

Tržby za prodej zboží budou v roce 2013 růst o 6 %, v roce 2014 o 9 %, v roce 2015 poklesnou na růst pouze o 2 % a v roce 2016 opět porostou, a to o 23 %. V souvztažnosti s tržbami se očekává i růst nákladů na prodané zboží. V roce 2013 porostou o 2 %, v roce 2014 o 4 %, v roce 2015 budou téměř stejné, jako v předchozím roce a v roce 2016 porostou o 8 %. Pokles v roce 2015 je očekáván z důvodu většího snížení poptávky po cigaretách ve vyspělých zemích, jak již bylo naznačeno ve strategické analýze.

Vývoj nejdůležitější složky výkazu zisku a ztráty, tedy tržeb za vlastní výrobky a služby, který je reprezentován vývojem výkonů, vyplynul ze strategické analýzy. Celosvětová krize se částečně dotkne i následujících let, není tedy očekáván rapidní vývoj výkonů. Až na rok 2013, kdy je přepokládán pokles výkonů o 5 %, budou mít výkony každý rok rostoucí vývoj. V roce 2014 porostou o 5 %, v roce 2015 o 4 % a v roce 2016 o 3 %. Klesající vývoj výkonů mají z části na svědomí plánované rekonstrukce papírenských strojů v příštích letech, při kterých budou muset být stroje v odstávce a nebudou moci vyrábět. Ovšem díky záměrům společnosti, které zahrnují lepší využití kapacit strojů a zlepšení monitoringu obchodních a výrobních procesů, budou výkony každý rok vyšší, než ten předešlý. V souvislosti s vývojem výkonů roste i přidaná hodnota. Jak jsem napsala výše, tempo růstu tržeb je odvozené ze strategické analýzy. Opírá se o budoucí proniknutí společnosti na nové trhy, zejména trhy v méně vyspělých zemích.

Osobní náklady, ve kterých dominují mzdové náklady, se nebudou nijak zvlášť vyvíjet, budou po všechny roky na téměř stejné úrovni. Společnost neplánuje výrazný příliv pracovníků do společnosti, ani se nechystá propouštět. Chtěla by si udržet stávající strukturu zaměstnanců. Výši osobních nákladů neovlivňují platy vedení společnosti, jelikož jsou

financovány mateřskou společností. U položky daní a poplatků je očekáván malý růst, který je závislý na legislativních změnách, které se podniku budou týkat.

Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku byly stanoveny na základě odpisového plánu. V roce 2013 klesnou o 15 %, zřejmě je to důsledek vývoje výše dlouhodobého majetku za poslední roky. Výše tohoto majetku se postupně snižuje, odpisy mají tedy také klesající tendenci. Ovšem v roce 2014 je prudký nárůst odpisů o 19 %. Na tento nárůst má vliv plánované technické zhodnocení papírenského stroje formou rekonstrukce. Tento rok budou odpisy nejvyšší, v dalších letech opět klesají. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu se bude vyvíjet dosavadním tempem.

Položku změny stavu rezerv a opravným položek nelze naplánovat s příliš velkou přesností. Společnost tvoří rezervy různého druhu a podle potřeby je navyšuje či snižuje. Jejich velikost záleží například na výši reklamací či na výši nevyčerpané dovolené. Druhy rezerv jsou popsány ve finanční analýze provedené výše. Dále společnost vytváří i různé druhy opravných položek, které nelze přesně naplánovat. Mezi tyto položky patří například oprávkou k pochybným pohledávkám. Tyto nelze naplánovat, protože odběratel se může dostat do potíží a jeho dodavatel se to může dozvědět, až když je společnost na pokraji bankrotu. Ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady se budou vyvíjet podobně, jako doposud. U této položky není očekávána výraznější změna v následujících letech.

Nákladové úroky v roce 2013 stoupnou o 3 %, ovšem v dalších letech budou klesat. V roce 2014 klesnou o 20 %, v roce 2015 o 10 % a v roce 2016 dokonce o 23 %. Nákladové úroky korespondují s dosavadním splátkovým kalendářem společnosti. Společnost po všechny analyzované roky snižovala výši svých úvěrů a v tomto vývoji chce pokračovat i nadále. Jak vyplynulo z finanční analýzy, společnost dává přednost financování z vlastních zdrojů. Předpokládaný vývoj sazby daně z příjmu právnických osob je konstantní, sazba je očekávána na úrovni 19 % i následující roky. Daň se tedy zvyšuje adekvátně k rostoucímu výsledku hospodaření.

8.2 Plánovaná rozvaha společnosti OP papírna, s.r.o.

Na plánovaný výkaz zisku a ztráty navazuje plánovaná rozvaha oceňovaného podniku, která je uvedena v následující tabulce (tab. 24).

Tabulka 24 Plánovaná rozvaha na období 2013 – 2016 OP papírna, s.r.o.

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	2 412 718	2 725 280	2 745 960	2 815 472
Dlouhodobý majetek	933 974	1 204 102	1 126 794	1 098 316
Dlouhodobý nehmotný majetek	16 455	19 177	21 900	24 622
Dlouhodobý hmotný majetek	831 317	1 098 723	1 018 692	987 492
Dlouhodobý finanční majetek	86 202	86 202	86 202	86 202
Oběžná aktiva	1 474 896	1 517 694	1 616 047	1 714 400
Zásoby	324 825	350 089	375 352	400 616
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	473 038	487 714	502 391	517 067
Krátkodobý finanční majetek	677 033	679 891	738 304	796 718
Časové rozlišení	3 848	3 484	3 119	2 755
PASIVA CELKEM	2 412 718	2 725 280	2 745 960	2 815 472
Vlastní kapitál	1 666 522	1 777 808	1 845 176	1 939 577
Základní kapitál	220 000	220 000	220 000	220 000
VH minulých let	1 100 010	1 196 485	1 228 955	1 293 428
VH běžného období	346 512	361 323	396 221	426 149
Cizí zdroje	746 196	947 472	900 784	875 895
Rezervy	23 589	86 879	44 434	41 847
Dlouhodobé závazky	98 311	85 295	77 654	43 539
Krátkodobé závazky	579 464	738 950	745 833	761 850
Bankovní úvěry a výpomoci	44 832	36 348	32 863	28 659
Časové rozlišení	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Plánovaná rozvaha 2013 – 2014 byla sestavena na základě určitých předpokladů a predikcí, které jsou uvedeny níže.

Zvýšení dlouhodobého nehmotného majetku v roce 2013 o 24 %, v roce 2014 o 16 %, v roce 2015 o 14 % a v roce 2016 o 12 % plyne z velké části z plánovaných inovací ve všech business liniích. Mezi tyto inovace patří například přechod ze starého systému evidence docházky, ve kterém si museli pracovníci ručně razit příchod a odchod do práce, na nový evidenční systém s čipovými kartami. Ze strategické analýzy vyplynulo, že společnost je konkurence schopná. S tím souvisí i tato investice do modernizace evidenčního systému, který byl ve srovnání s konkurencí zastaralý. Dlouhodobý hmotný majetek v analyzovaných letech vykazoval klesající tendenci a tu si udržel i v roce 2013, kdy jeho výše klesla o 4 %. Ovšem v roce 2014 jeho výše vzrostla o 32 % a to z důvodu rekonstrukce papírenského stroje, která byla velmi rozsáhlá a navýšila hodnotu dlouhodobého hmotného majetku. Rekonstrukce je plánována také z důvodu udržení konkurenčního postavení, které je analyzováno ve strategické analýze. V dalších letech není již plánovaná takto rozsáhlá rekonstrukce ani investice do nového dlouhodobého hmotného majetku, jeho výše

tedy v roce 2015 také z důvodu odpisů poklesne o 7 % a v roce 2015 o 3 %. Podnik až do roku 2011 neevidoval žádný dlouhodobý finanční majetek, až v roce 2012 ho nabyt vyčleněním jedné divize do dceřiné společnosti. V této má 90 % podíl. V dalších letech je výše dlouhodobého finančního majetku na stejné úrovni, jako v roce 2012.

Zásoby v roce 2013 vzrostly o 6 % a v dalších letech je jejich růst konstantní na úrovni 7 %. Růst zásob je podmíněn růstem kapacity a efektivnosti výroby strojů. Vývoj zásob koresponduje s vývojem tržeb, které byly odhadnuty pomocí strategické analýzy. Společnost neeviduje dlouhodobé pohledávky v analyzovaných letech a předpokládá, že ani v budoucnu nebude tyto evidovat. Krátkodobé pohledávky v roce 2013 mírně poklesnou o 5 % a v dalších letech budou vykazovat konstantní růst na úrovni 3 %. Krátkodobý finanční majetek vzrostl v roce 2013 o 13 % a v dalších letech roste průměrným tempem 8 %. Jeho výše roste z důvodu zvyšování objemu peněžních prostředků na bankovních účtech společnosti. U položky časového rozlišení je předpokládán klesající vývoj kromě roku 2013, kdy vzroste o 17 %. V dalších letech již klesá průměrným tempem 10 %.

Základní kapitál společnost plánuje udržet na stávající úrovni 220 000 tis. Kč i následující roky. Vývoj výsledku hospodaření se odráží z vývoje výkazu zisku a ztráty. Rezervy byly sice v roce 2012 na nulové úrovni, ovšem vzhledem tomu, že společnost rezervy využívá ve velké míře, plánuje do dalších let jejich opětovné navýšení. V roce 2014 vzrostou dokonce o 368 %. Tento vývoj se předpokládá jako důsledek rekonstrukce papírenského stroje, kdy bude potřeba tvořit vyšší rezervy na nevyčerpanou dovolenou, na prémie a také na reklamace, které mohou v tomto případě také nastat. V dalším roce již rezervy o 48 % poklesnou a v roce 2016 budou o dalších 6 % nižší. V těchto letech již není předpoklad pro tvorbu vyšší úrovně rezerv. Dlouhodobé závazky budou mít klesající tendenci a krátkodobé závazky naopak rostoucí. Bankovní úvěry a výpomoci společnost využívala i v minulosti v malé míře a v tomto vývoji bude pokračovat i nadále. V analyzovaných letech byly krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci průměrně v poměru 3:1, tento vývoj bude držen i v dalších letech.

8.3 Plánované cash flow společnosti OP papírna, s.r.o.

Konečným výkazem vyplývajícím z plánované rozvahy a výkazu zisku a ztráty je plán cash flow pro období 2013 – 2016.

Tabulka 25 Plánované cash flow na období 2013-2016 OP papírna, s.r.o.

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
CF z provozní oblasti	543 191	727 145	557 995	629 092
CF z investiční činnosti	-55 432	-270 129	77 308	28 477
CF z finanční činnosti	6 955	-18 106	-9 732	36 637
Celkové CF	494 714	438 910	625 571	694 206

Zdroj: Vlastní zpracování

Výše cash flow bude do budoucna růst a to zejména v provozní oblasti, která je hlavní činností podniku. V investiční i finanční oblasti je vývoj nestálý, ovšem není očekáván výraznější propad, než v předchozích letech.

8.4 Finanční analýza plánu

Abychom zjistili, jak se změnilly jednotlivé poměrové ukazatele, které jsem analyzovala ve finanční analýze v předchozí kapitole, provedu analýzu vybraných ukazatelů finanční analýzy také pro období, pro které je tvořen strategický finanční plán.

Tabulka 26 Vybrané ukazatele finanční analýzy za období 2013-2016

	2013	2014	2015	2016
Ukazatele rentability				
Rentabilita tržeb	12,10%	11,92%	12,51%	13,03%
Rentabilita vlastního kapitálu	20,79%	20,32%	21,47%	21,97%
Rentabilita celkového kapitálu	17,92%	16,51%	17,94%	18,79%
Ukazatele zadluženosti				
Celková zadluženost	30,93%	34,77%	32,80%	31,11%
Úrokové krytí	99,24	129,05	157,05	216,85
Krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji	1,91	1,56	1,72	1,82
Ukazatele likvidity				
Běžná likvidita	2,47	2,01	2,13	2,22
Pohotová likvidita	1,93	1,55	1,63	1,70
Hotovostní likvidita	1,13	0,90	0,97	1,03
Ukazatele aktivity				
Doba obratu zásob	40,82	41,58	42,68	44,11
Doba obratu pohledávek	59,45	57,93	57,12	56,93
Doba obratu závazků	85,18	97,90	93,63	88,67

Zdroj: Vlastní zpracování

Po důkladném srovnání ukazatelů rentability za plánované období s dosavadními vykazovanými ukazateli rentability společnosti OP papírna, s.r.o. jsem dospěla k závěru, že společnost bude i nadále vykazovat vysoké hodnoty těchto ukazatelů. Do budoucna se očekává dokonce mírný nárůst. Ukazatele zadluženosti vykazují dodržování zlatého pravidla financování i v budoucnu a také nízkou zadluženost společnosti. Ukazatele likvidity sice ukazují nižší hodnoty ukazatelů, než v letech 2009-2012, ovšem pořád tyto ukazatele vykazují daleko vyšší hodnoty, než které jako minimální úroveň doporučuje Ministerstvo průmyslu a obchodu. Ukazatele aktivity souhrnně ukazují horší vývoj, než doposud, nárůst ovšem není nijak drastický. Celkově lze zhodnotit budoucí finanční situaci podniku pozitivně.

9 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI OP PAPÍRNA, S.R.O. VYUŽITÍM VÝNOSOVÝCH METOD

Z výsledků strategické a finanční analýzy vyplývá, že společnost splňuje předpoklad neomezeného trvání, tzn. „going concern“. Tento předpoklad je nutný základ pro stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod oceňování.

Ocenění je provedeno na základě přání vedení podniku s cílem zjistit jeho tržní hodnotu. Společnost si přeje zjistit tuto hodnotu také díky událostem v roce 2012. V tomto roce byla od společnosti oddělena samostatná divize a stala se dceřinou společností oceňovaného podniku, přičemž oceňovaný podnik v ní má 90 % podíl. Rozhodla jsem se tedy, že stanovím hodnotu podniku jako celku, včetně vyčleněné divize, která je umístěna uvnitř závodu a byla oceněna v roce 2012 a až na závěr zohledním tuto skutečnost.

9.1 Volba vhodné metody ocenění

Abych eliminovala případné nepřesnosti, použiji více výnosových metod ocenění. Mezi tyto metody patří:

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

Z výsledných tržních hodnot poté stanovím konečnou hodnotu podniku k 1. 1. 2013.

9.2 Diskontní míra pro ocenění

Pro metodu DCF entity je třeba vypočítat průměrné vážené náklady na kapitál, tedy WACC. Pro metodu DCF equity je třeba zjistit náklady na vlastní kapitál. V následující části tedy stanovím náklady na vlastní kapitál, náklady na cizí kapitál a poté vážené průměrné náklady na celkový kapitál společnosti.

9.2.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky, které za něj musí společnost zaplatit. Oceňovaný podnik nevyužívá jako cizí zdroj financování leasing, ale pouze bankovní úvěry. Dosavadní bankovní úvěry společnost získala za velmi výhodných podmínek s nízkými úroky. Pro-

to jsem pro výpočet nákladů na cizí kapitál použila metodiku Damodarana, který ji uvádí na svých webových stránkách. (www.damodaran.com)

Tento způsob stanovení nákladů na cizí kapitál vyžaduje zařazení podniku, výpočet úrokového krytí a přehled o aktuální výnosnosti státních dluhopisů. Vzhledem k objemu výroby a počtu zaměstnanců společnosti pohybujícího se kolem čísla 500, jsem zařadila oceňovaný podnik mezi velké výrobní podniky. Dále jsem počítala úrokové krytí podílem EBIT/Nákladové úroky za rok 2012. Shodou okolností je výše úrokového krytí v tomto roce na úrovni průměru za poslední tři roky, což je pozitivní fakt, který zpřesňuje výpočty. Výnos státních dluhopisů jsem stanovila podle zveřejněných časových řad Českou národní bankou a vzala průměrnou hodnotu za leden 2013.

Tabulka 27 Výpočet nákladů na cizí kapitál

EBIT/NÚ	107,8
Rating	AAA
Riziková přírážka	0,40%
Náklady na cizí kapitál	1,82%

Zdroj: Vlastní zpracování podle stránek www.damodaran.com

Výše nákladů na cizí kapitál se může zdát velmi nízká, musíme ovšem brát v úvahu účetní strukturu kapitálu, kde převažuje vlastní kapitál, nízkou výši úvěrů v jednotlivých letech a také skutečnost, že společnost žádné jiné cizí zdroje financování nevyužívá.

9.2.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál představují výnosové očekávání investorů. Jak bylo uvedeno v teoretické části, existuje více metod, jak tyto náklady stanovit. V této práci použiji dvě základní metody stanovení nákladů na vlastní kapitál, a to metodu CAPM a stavebnicovou metodu.

9.2.2.1 Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM

Metoda CAPM, neboli model oceňování kapitálových aktiv vyžaduje stanovení bezrizikové úrokové míry, rizikové prémie trhu a koeficientu β . Výpočet nákladů je uveden v následující tabulce (tab. 28).

Tabulka 28 Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Bezriziková úroková míra r_f	2,28%
Riziková prémie	7,08%
β - nezadlužené	0,725
β - zadlužená	0,872
Náklady na vlastní kapitál r_e	8,45%

Zdroj: Vlastní zpracování

$$\beta_z = 0,725 \times (1 + (1 - 0,19) \times 1/4) = 0,872$$

Bezriziková úroková míra je průměrná úroková míra desetiletých a víceletých státních dluhopisů ČR, odpovídajících datu ocenění. Riziková prémie představuje celkovou rizikovou prémii země převzatou ze serveru Damodarana. Jelikož podnik spadá do dvou průmyslových odvětví, a sice papírenského a tabákového, použiji jako nezadlužené β průměr z průměrných β koeficientů za jednotlivá odvětví. Pro papírenský průmysl podle serveru Damodarana je průměrné $\beta = 1,07$ a pro tabákový průmysl je $\beta = 0,38$. Průměrné β obou odvětví je tedy 0,725. Dále je třeba stanovit strukturu kapitálu. Tu jsem stanovila v poměru 1:4 cizí kapitál : vlastnímu kapitálu. Strukturu jsem stanovila na základě konzultace s podnikem. Jeden z důvodů tak nízkého poměru cizího kapitálu je nepoužívání leasingu ve společnosti a permanentní snaha o snižování bankovních úvěrů a výpomocí a tedy snižování cizího kapitálu společnosti.

Náklady na vlastní kapitál společnosti OP papírna, s.r.o. jsou na úrovni 8,45 %.

9.2.2.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál stavebnicovou metodou

Stavebnicová metoda pracuje s rizikem systematickým i nesystematickým. Její podstata tkví v přiřítání přírážek k bezrizikové úrokové míře. Tato metoda zahrnuje více modelů. Ve své práci využiji stavebnicový model INFA a komplexní stavebnicovou metodu.

- Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu INFA

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody jsem využila webovou stránku Ministerstva průmyslu a obchodu. Ministerstvo zde nabízí Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA, pomocí kterého vypočítá po zadání základních údajů náklady na vlastní kapitál. Tento systém stanovil velikost nákladů na vlastní kapitál takto:

$$r_e = 9,97 \%$$

Náklady na vlastní kapitál vypočítané pomocí modelu INFA jsou o 1,52 % vyšší, než náklady vypočtené pomocí metody CAPM.

- Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí komplexní stavebnicové metody

Bezriziková úroková míra je na úrovni 2,28 %. Je vypočtená jako průměr státních dluhopisů s dobou splatnosti vyšší než deset let. Podpůrné tabulky a výpočty k bezrizikové úrokové míře jsou uvedeny v příloze PVI na konci práce.

Tabulka 29 Přehled rizikových přírážek

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet x váha	Riziková přírážka
OBCHODNÍ RIZIKO	23		23	5,697%
I. Riziko oboru	4	1	4	1,046%
II. Rizika trhu	3	1	3	1,037%
III. Rizika konkurence	6	1	6	1,520%
IV. Management	3	1	3	0,388%
V. Výrobní proces	3	1	3	0,853%
VI. Specifické faktory	4	1	4	0,853%
FINANČNÍ RIZIKO	6	1,4	8,4	0,727%
Počet kritérií	29		31,4	6,424%

Počet faktorů rizika používaný v dalších výpočtech po zohlednění vah bude: $n = 31,4$.

Celková výše přírážek je podle mého názoru pozitivní. Nejmenší přírážka je společnosti udělena v oblasti managementu, což je jistě velmi uspokojivé, vzhledem k důležitosti dobrého managementu v podniku. Nízké přírážky byly uděleny také oblasti výrobního procesu a také oblasti specifických faktorů. Naopak nejvyšší přírážku utrpěla oblast konkurence a hned za ní jsou rizika oboru a trhu. Co se týče finanční oblasti, je na tom společnost velmi dobře.

Detailnější propočty rizikových přírážek, seznamy jednotlivých kritérií a jejich hodnocení můžete najít na konci práce v příloze PVI.

Tabulka 30 Výpočet nákladů na VK komplexní stavebnicovou metodou

Bezriziková úroková míra	2,280%
+ Přírážka za obchodní riziko	5,697%
+ Přírážka za finanční riziko	0,727%
Náklady na vlastní kapitál	8,704%

Podle předpokladu vyšly náklady na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody vyšší, než náklady stanovené metodou CAPM. Stavebnicová metoda zahrnuje nejen systematické, ale

také nesystematické riziko. Pro následující výpočty tedy vezmu výši nákladů na vlastní kapitál počítanou komplexní stavebnicovou metodou.

9.2.2.3 Stanovení průměrných nákladů na kapitál

Po stanovení nákladů na vlastní kapitál, nákladů na cizí kapitál a kapitálové struktury mohou vypočítat vážené průměrné náklady na celkový kapitál oceňovaného podniku.

Tabulka 31 Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál

v %	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	80%	8,704%	6,963%
Cizí kapitál po dani	20%	1,474%	0,295%
Průměrné vážené náklady kapitálu			7,258%

Zdroj: Vlastní zpracování

Zjištěná hodnota průměrných vážených nákladů na kapitál je 7,647 %. Celý postup zpracování je důkladně popsán v teoretické části práce.

9.3 Ocenění společnosti OP papírna, s.r.o. metodou FCFF

Metoda FCFF vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění a je založena na strategické analýze. V této metodě se pracuje s úrokovou mírou na úrovni WACC, která byla stanovena ve výši 7,258 %.

Tabulka 32 Výpočet provozně potřebných prostředků (tis. Kč)

31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016
Provozně potřebná likvidita (%)	30	30	30	30	30
Krátkodobé závazky	518 669	579 464	738 950	745 833	761 850
Provozně potřebný finanční majetek	155 601	173 839	221 685	223 750	228 555
Provozně nepotřebný finanční majetek	477 249	589 396	544 408	600 756	654 365

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce (tab. 32) jsou uvedena provozně nepotřebná aktiva v celkové výši 477 249 tis. Kč k 31. 12. 2012. Krátkodobý finanční majetek byl vyčleněn na základě požadované likvidity 30 % z krátkodobých závazků, tudíž 70% z KFM je zařazeno do provozně nepotřebných aktiv. Dlouhodobý finanční majetek obsahuje pouze podíly v účetních jednotkách s podstatným vlivem, proto je tento majetek zařazen do provozně nepotřebných aktiv v plné výši. Podnik nevlastní žádný dlouhodobý hmotný majetek, který není provozně potřebný.

V dalším kroku je třeba vyčlenit provozně nutný investovaný kapitál. Metodika výpočtu je uvedena v teoretické části. Dále jsem vypočítala také korigovaný provozní výsledek hospodaření pro jednotlivé roky plánu.

Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál a KPVH OP papírna, s.r.o.

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý nehmotný majetek	16 455	19 177	21 900	24 622
Dlouhodobý hmotný majetek	831 317	1 098 723	1 018 692	987 492
Provozně nutný dlouhodobý majetek	847 772	1 117 900	1 040 592	1 012 114
Zásoby	324 825	350 089	375 352	400 616
Pohledávky	473 038	487 714	502 391	517 067
Provozně nutný KFM	173 839	221 685	223 750	228 555
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	3 848	3 484	3 119	2 755
Neúročené závazky	701 364	911 124	867 921	847 236
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	0
Provozně nutný pracovní kapitál	274 186	151 848	236 691	301 757
Provozně nutný investovaný kapitál	1 121 958	1 269 748	1 277 283	1 313 871
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	423 262	439 696	481 492	481 492

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce (tab. 33) můžeme vidět, že provozně nutný dlouhodobý majetek je složen z dlouhodobého nehmotného majetku a dlouhodobého hmotného majetku. Dlouhodobý nehmotný majetek provozní se skládá z celé výše dlouhodobého nehmotného majetku. Dlouhodobý hmotný majetek provozní rovněž zahrnuje celou výši dlouhodobého hmotného majetku. Z provozně nutného dlouhodobého majetku byl vyloučen pouze dlouhodobý finanční majetek.

Provozně nutný pracovní kapitál se skládá ze zásob a pohledávek v celkové výši uvedené v rozvaze. Provozně nutný krátkodobý finanční majetek byl po konzultaci se společností stanoven na 30 % z krátkodobých závazků. Tato výše byla stanovena také na základě vysoké hotovostní likvidity podniku. Dále bylo přičteno aktivní časové rozlišení. Časové rozlišení pasivní nebude v následujících letech evidováno. Dále byly od pracovního kapitálu odečteny neúročené závazky, které zahrnují celkovou výši rezerv, dlouhodobých závazků a krátkodobých závazků. Po této úpravě jsem dostala provozně nutný pracovní kapitál. Celkový provozně nutný investovaný kapitál tvoří tedy provozně nutný dlouhodobý majetek a provozně nutný pracovní kapitál.

Na základě rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný jsem mohla vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření pro jednotlivé roky plánu. Byl vypočítán z provozní-

ho výsledku hospodaření, který jsem upravila o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a náklady na tento prodaný dlouhodobý majetek a materiál.

V následující tabulce (tab. 34) je uveden výpočet volného Cash Flow pro roky 2013-2016 a diskontované Cash Flow k 1. 1. 2013.

Tabulka 34 Volné Cash Flow pro 1. fázi metody FCFF

V tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	423 262	439 696	481 492	516 878
Upravená daň	80 420	83 542	91 483	98 207
Korigovaný provozní VH po dani	342 842	356 154	390 009	418 671
Odpisy	152 743	181 078	177 087	170 346
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	-32 672	63 290	-42 445	-2 560
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-121 976	-451 206	-99 779	-2 587
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	7 842	122 338	-84 843	-65 066
FCFF	348 779	271 654	340 029	518 804
Odúročitel pro diskontní míru: 7,258%	0,9323	0,8692	0,8104	0,7556
Diskontované FCFF k 1. 1. 2013	325 178	236 133	275 566	391 999
Hodnota 1. fáze	1 228 876 tis. Kč			

Zdroj: Vlastní zpracování

Free Cash Flow to Firm jsem vypočítala z KPVH po dani, ke kterému jsem přičetla výši odpisů a změnu rezerv a odečetla investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Investice v některých letech vyšly v záporných číslech, takže se místo odečítání v těchto letech přičítala jejich výše. V dalším kroku jsem FCFF diskontovala diskontní sazbou na úrovni WACC. Výpočet 1. fáze je naznačen také v následujícím vzorci:

$$H_{1.fáze} = \frac{348\,779}{(1 + 0,07258)^1} + \frac{271\,654}{(1 + 0,07258)^2} + \frac{340\,029}{(1 + 0,07258)^3} + \frac{518\,804}{(1 + 0,07258)^4} = 1\,228\,876 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota podniku v 1. fázi vypočítaná metodou diskontovaného peněžního toku pro vlastníky a věřitele vyšla 1 228 876 tis. Kč. V další části stanovím hodnotu podniku pro druhou fázi. Ve druhé fázi je předpoklad, že růst podniku se stabilizoval. Hodnota vypočítaná z druhé fáze tvoří významnější část na celkové hodnotě podniku, než hodnota první fáze. K následujícím výpočtům potřebuji upravit a vypočítat příslušné údaje. Nejdůležitější je v této fázi stanovit předpokládané tempo růstu FCFF během druhé fáze. Tempo růstu se odráží od tempa růstu trhu. Vzhledem k důležitosti a složitosti stanovit toto tempo, zpracuji výpočty ve více variantách. Pro druhou fázi předpokládám tempo růstu 3,5%, ovšem vypočítám hodnotu i pro tempo růstu 2,5% a 4,5%. Jako úroková míra budou opět použity prů-

měrné náklady na kapitál. Dále potřebuji zjistit rentabilitu čistých investic. Tu získám podílem celkového přírůstku provozního zisku po zdanění a přírůstku investovaného kapitálu v předchozím roce. Pokračující hodnota se také počítá pomocí KPVH po daních v prvním roce po uplynutí období prognózy. Tento KPVH se vypočítá jako součin KPVH posledního roku prognózy a očekávaného tempa růstu. Stejně se vypočítá i FCFF v prvním roce druhé fáze, ale místo KPVH se dosadí do vzorce FCFF. K výpočtu druhé fáze jsem použila Gordonův vzorec a Parametrický vzorec. Podklady pro výpočet jsou uvedeny v následující tabulce (tab. 35) a výpočet druhé fáze je uveden pod tabulkou.

Tabulka 35 Výpočet 2. fáze metodou FCFF

Tempo růstu	2,50%	3,50%	4,50%
Míra investic netto do DM a PK	7,65%	10,60%	13,51%
Rentabilita investic netto	32,70%	33%	33,30%
PH dle Gordonova vzorce (tis. Kč)	8 444 703	10 796 141	14 852 754
PH dle Parametrického vzorce (tis. Kč)	8 329 745	10 307 754	13 719 648
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	6 380 660	8 157 363	11 222 463

Zdroj: Vlastní zpracování

$$H_{2.fáze} = \frac{8\,444\,703}{(1+0,07258)^4} = 6\,380\,660 \quad H_{2.fáze} = \frac{10\,796\,141}{(1+0,07258)^4} = 8\,157\,363$$

$$H_{2.fáze} = \frac{14\,852\,754}{(1+0,07258)^4} = 11\,222\,463$$

Vzhledem k tomu, že máme k dispozici hodnotu podniku za první fázi i za druhou fázi, nic nebrání v následném stanovení hodnoty podniku k 1. 1. 2013. Výpočty budou provedeny podle teoretického schématu uvedeného v teoretické části práce. Výsledná tržní hodnota bude opět sestavena ve variantním scénáři a je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 36 Výpočet hodnoty VK metodou FCFF

Tempo růstu / v tis. Kč	2,50%	3,50%	4,50%
Současná hodnota 1. fáze	1 228 876	1 228 876	1 228 876
Současná hodnota 2. fáze	6 380 660	8 157 363	11 222 463
Provozní hodnota brutto	7 609 536	9 386 239	12 451 339
Úročný cizí kapitál k datu ocenění	11 313	11 313	11 313
Provozní hodnota netto	7 598 223	9 374 926	12 440 026
Neprovozní majetek k datu ocenění	477 249	477 249	477 249
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	8 075 472	9 852 175	12 917 275

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky (tab. 36) lze vyčíst, že provozní hodnota brutto se skládá z hodnoty 1. a 2. fáze k datu ocenění. Od hodnoty brutto je následně odečtena hodnota úročného cizího kapitálu, která v tomto případě obsahuje pouze krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci. K následné

provozní hodnotě netto je přičtena hodnota neprovozního majetku, z kterého neplynou žádné nebo velmi malé výnosy, proto není zahrnutý do provozního majetku.

Výsledná hodnota oceňovaného podniku představuje současnou hodnotu vlastního kapitálu společnosti OP papírna, s.r.o. k 1. 1. 2013 v závislosti na jednotlivých variantách tempa růstu.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti OP papírna, s.r.o. s tempem růstu 3,5% činí 9 852 175tis. Kč. Podle mého názoru je to nejpravděpodobnější varianta. Pokud tempo růstu poklesne na 2,5%, poklesne i hodnota společnosti a to na 8 075 472 Kč. Pokud naopak tempo růstu bude vyšší než u optimální varianty a to na úrovni 4,5%, poroste i hodnota společnosti za hranici 12 miliard, konkrétně na 12 917 275tis. Kč.

9.4 Ocenění společnosti OP papírna, s.r.o. metodou FCFE

Metoda FCFE se od metody FCFF liší tím, pro koho jsou počítané peněžní toky. Metoda FCFE počítá s peněžními toky pouze pro vlastníky. Výpočet FCFE je uveden v teoretické části práce. Diskontní sazba je při výpočtu touto metodou ve výši nákladů na vlastní kapitál. Hodnota první fáze byla vypočtena jako kumulovaný diskontovaný peněžní tok pro vlastníky. Hodnota druhé fáze byla vypočtena diskontováním volného peněžního toku v prvním roce druhé fáze. Diskontní sazbou je zde rozdíl mezi náklady na vlastní kapitál a tempem růstu. Hodnota je dále násobena diskontem posledního roku plánu. Jednotlivé výsledky výpočtů jsou uvedeny v následující tabulce (tab. 37).

Tabulka 37 Výpočet výsledné hodnoty VK metodou FCFE

v tis. Kč	
Volný peněžní tok v posledním roce plánu (2016)	395 407
Volný peněžní tok v prvním roce 2. fáze (2017)	409 246
Tempo růstu volného peněžního toku (%) pro 2. fázi	3,50%
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	8,704%
Hodnota 1. fáze	1 679 668
Hodnota 2. fáze	7 880 241
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	9 559 909
Provozní hodnota brutto	9 082 660

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu je součet hodnoty první a druhé fáze, tedy 9 559 909 tis. Kč. Provozní hodnota brutto bez majetku provozně nepotřebného činí 9 082 660 tis. Kč.

9.5 Ocenění společnosti OP papírna, s.r.o. metodou EVA

Ekonomická přidaná hodnota se využívá nejen jako nástroj finanční analýzy, ale také jako nástroj oceňování. Výpočet ekonomické přidané hodnoty je stejný, jako ve finanční analýze a tato hodnota se poté využívá ke stanovení hodnoty podniku.

V 1. fázi je třeba vymezit NOPAT – čistý operativní zisk po zdanění, dále NOA – čistá operativní aktiva a WACC – průměrné vážené náklady na kapitál. Tyto údaje musí být konzistentní s parametry nastavenými při ocenění metodou DCF. Proto je NOPAT pro účely ocenění vymezen ve stejné výši, jako korigovaný výsledek hospodaření po zdanění. NOA je vymezeno na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu a náklady WACC budou stejné, jako jsem použila při výpočtu metodou DCF.

Postup ocenění je stejný, jako u metody DCF. Nejdříve je třeba vypočítat hodnotu první fáze. Vzorce pro její výpočet jsou uvedeny v teoretické části práce. Hodnota první fáze je součet diskontovaných EVA za jednotlivé roky plánu. Podklady pro výpočet a samotný výpočet hodnoty je uveden v následující tabulce (tab. 38).

Tabulka 38 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA

31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT	370 475	342 842	356 154	390 009	418 671	433 325
NOA k 31. 12.	1 160 567	1 121 958	1 269 748	1 277 283	1 313 871	1 359 856
WACC x NOA _{t-1}		84 234	81 432	92 158	92 705	95 361
EVA		258 608	274 722	297 850	325 966	337 964
Odúročitel pro diskontní míru:	7,26%	0,9323	0,8692	0,8104	0,7556	
Diskontovaná EVA		241 109	238 800	241 384	246 294	
Hodnota 1. fáze		967 587				

Zdroj: Vlastní zpracování

Ekonomická přidaná hodnota byla vypočítána přes vzorec $EVA = NOPAT - WACC \times NOA$. V jednotlivých letech plánu je EVA rostoucí. Aby bylo možné vypočítat hodnotu první fáze, musela být EVA diskontována úrokovou mírou 7,26%. Hodnota 1. fáze vyšla 987 587 tis. Kč.

Výpočet 2. fáze provedu opět ve variantním řešení. Použiji stejné sazby tempa růstu, jako při ocenění metodou DCF. NOPAT jsem v roce 2017 vypočítala vynásobením NOPAT za rok 2016 a tempa růstu zvýšeného o 1. NOA jsem pro výpočet EVA v pokračující hodnotě dosadila ve výši roku 2016, jelikož ve výpočtu ekonomické přidané hodnoty se počítá s čistými operativními aktivy minulého roku. WACC jsou na stejné úrovni, jako při výpočtu metody DCF. EVA pro druhou fázi byla vypočítána podle vzorce, ve kterém se od

NOPAT odečítá součin NOA a WACC. Pokračující hodnota se vypočítá jako podíl EVA a rozdílu mezi WACC a temper růstu g . Konečná hodnota druhé fáze je pokračující hodnota pro jednotlivé varianty diskontovaná pomocí $(1+WACC)^4$.

Podklady pro výpočet hodnoty druhé fáze a samotná hodnota jsou prezentovány v následující tabulce (tab. 39).

Tabulka 39 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou EVA

v tis. Kč / v %	$g = 0,025$	$g = 0,035$	$g = 0,045$
NOPAT ₂₀₁₇	429 138	433 325	437 511
NOA ₂₀₁₆	1 346 718	1 359 856	1 372 995
WACC	7,258%	7,258%	7,258%
EVA ₂₀₁₇	333 777	337 964	342 151
Pokračující hodnota	7 015 074	8 993 186	12 405 751
Hodnota 2. fáze k 1.1.2013	5 300 459	6 795 083	9 373 554

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota druhé fáze byla vypočítána podle variantního scénáře. Podle nejpravděpodobnějšího růstu na úrovni 3,5 % je hodnota 2. fáze 6 795 083 tis. Kč. Pokud bude tempo růstu nižší o 1%, hodnota druhé fáze bude 5 300 459 tis. Kč a naopak, pokud bude tempo vyšší na úrovni 4,5%, hodnota bude 9 373 554 tis. Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu a její výpočet je uveden v následující tabulce (tab. 40).

Tabulka 40 Výpočet výsledné hodnoty VK metodou EVA

Tempo růstu v % / v tis. Kč	2,50%	3,50%	4,50%
Současná hodnota 1. fáze	967 587	967 587	967 587
Současná hodnota 2. fáze	5 300 459	6 795 083	9 373 554
MVA	6 268 046	7 762 670	10 341 141
NOA k datu ocenění	1 160 567	1 160 567	1 160 567
Provozní hodnota brutto	7 428 612	8 923 237	11 501 708
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	11 313	11 313	11 313
Provozní hodnota netto	7 417 299	8 911 924	11 490 395
Neprovozní majetek k datu ocenění	477 249	477 249	477 249
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	7 894 548	9 389 173	11 967 644

Zdroj: Vlastní zpracování

Součet obou fází tvoří hodnotu přidanou trhem. K této hodnotě jsou přičtena neoperativní aktiva k datu ocenění. Výsledkem je hodnota podniku brutto. K této hodnotě je dále přičten úročený cizí kapitál k datu ocenění, který je nezbytný pro určení provozní hodnoty netto. Dále jsem přičetla neprovozní majetek k datu ocenění a vyšla výsledná hodnota vlastního kapitálu vypočítaná podle metody EVA. Pro očekávané tempo růstu 3,5% je hodnota

vlastního kapitálu podniku 9 389 173 tis. Kč, pro tempo růstu 2,5% 7 894 548 tis. Kč a pro nejvyšší tempo růstu 4,5% je to 11 967 644 tis. Kč.

9.6 Ocenění společnosti OP papírna, s.r.o. metodou kapitalizovaných výnosů – Paušální metoda

Paušální metoda je založená na analýze minulých výsledků hospodaření před zdaněním. Upravila jsem výsledky hospodaření za roky 2008 – 2011 o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a o zůstatkovou cenu tohoto majetku a materiálu. Dále jsem upravený VH upravila o inflaci a přiřadila váhy těmto výsledkům v jednotlivých letech. Následně jsem váhu v jednotlivém roce vynásobila upraveným VH vypočítaným v předešlém kroku. Podrobný výpočet je uveden v příloze PVII a výsledky v následující tabulce (tab. 41).

Tabulka 41 Výpočet upraveného VH pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	134 347	526 510	431 297	333 854	448 023	
Upravený VH před odpisy	196 108	584 593	523 932	397 446	519 261	
UVH upravený o inflaci	209 735	624 589	551 505	410 562	519 261	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	209 735	1 249 178	1 654 515	1 642 248	2 596 305	7 351 979

Zdroj: Vlastní zpracování

Vydělením upraveného VH součtem vah jsem vypočítala trvale odnímatelný výnos před odpisy. Ten jsem dále upravila o odpisy a o daň a výsledná hodnota 431 333 tis. Kč je trvale odnímatelný čistý výnos po dani. Předpokládaná dlouhodobá inflace je na úrovni 2% a náklady na vlastní kapitál jsou 8,704%. Kalkulovaná úroková míra pro tuto metodu oceňování je tedy ve výši 6,704%. Provozní hodnotou vlastního kapitálu je tedy podíl trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a kalkulované úrokové míry. Po přičtení hodnoty neprovozního majetku vyšla hodnota vlastního kapitálu ve výši 8 250 702 tis. Kč. Výpočet je naznačen v následující tabulce (tab. 42)

Tabulka 42 Výpočet hodnoty VK metodou kapitalizovaných čistých výnosů – Paušální metoda

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	600 612
Odpisy z reprodukčních cen	0
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	600 612
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	419 950
Daň (19 %)	79 791
Trvale odnímatelný čistý výnos po daní	520 822
Provozní hodnota vlastního kapitálu	7 773 453
Neprovozní majetek k datu ocenění	477 249
Hodnota vlastního kapitálu	8 250 702

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu vypočítaná metodou čistých kapitalizovaných výnosů činí 8 250 702 tis. Kč.

9.7 Ocenění společnosti OP papírna, s.r.o. metodou kapitalizovaných výnosů – Analytická metoda

Při výpočtu analytické metody použiji vzorec pro výpočet dvou fází. První fázi jsem spočítala za analyzované roky 2008 – 2012. V těchto letech jsem stanovila čistý odnímatelný výnos a diskontovala jej pomocí úrokové míry na stejné úrovni, jako při výpočtu paušální metodou. Výpočet je znázorněn v následující tabulce (tab. 43).

Tabulka 43 Výpočet 1. fáze pomocí analytické metody

	2008	2009	2010	2011	2012
Odnímatelný čistý výnos	323 884	756 221	647 756	528 726	623 001
$(1 + 6,7)^t$	1,067	1,138	1,215	1,296	1,383
Diskontovaný ČV	303 243	664 518	533 133	407 968	450 471
Hodnota 1. fáze	2 359 635				

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota první fáze vypočtená analytickou metodou činí 2 359 331 tis. Kč. Hodnota druhé fáze a její výpočet je znázorněn v následující tabulce (tab. 44).

Tabulka 44 Výpočet 2. fáze pomocí analytické metody

Trvale odnímatelný čistý výnos	520 821
I_k	6,70%
$(1 + I_k)^T$	1,383%
Hodnota 2. fáze	5 620 715

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota druhé fáze činí 5 620 715 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu podniku vypočítaná analytickou metodou činí 7 980 350 tis. Kč.

9.8 Syntéza výsledků ocenění podniku

Pro ocenění společnosti OP papírna, s.r.o. bylo využito více výnosových metod oceňování. Každá metoda přinesla jiné výsledky. Souhrnný výsledek ocenění je tvořen váženým aritmetickým průměrem jednotlivých hodnot, přičemž jsem stanovila každé výnosové metodě určitou váhu. Největší váhu jsem přiřadila metodám FCFF, FCFE a EVA. Těmto metodám jsem přiřadila vyšší váhu, protože vyjadřují budoucí výnosový potenciál podniku. Metoda ekonomické přidané hodnoty je ekvivalentem metody FCFF a proto je její váha stejná, jako u této metody. Naproti tomu metoda kapitalizovaných čistých zisků vypočítaná paušální metodou je zaměřena na minulé výsledky podniku, které byly v posledních letech výrazně ovlivněny celosvětovou krizí. Domnívám se tedy, že by bylo irelevantní přiřadit této metodě váhu vyšší než 1. Metodě analytické rovněž přiřadím nízkou váhu 1.

Tabulka 45 Výsledná hodnota podniku dle výnosových metod

Výnosové metody oceňování (tis. Kč)	Hodnota 1. fáze	Hodnota 2. fáze	Provozní hodnota podniku	Výsledná hodnota VK	Váhy	Váhy hodnoty podniku
Volné peněžní toky do firmy - DCFE	1 228 876	8 157 363	9 386 239	9 852 175	2	19 704 350
Volné peněžní toky do firmy - DCFE	1 679 668	7 880 241	9 082 660	9 559 909	2	19 119 818
EVA	967 587	6 795 083	8 923 237	9 389 173	2	18 778 346
Kapitalizované čisté výnosy - paušální metoda	-	-	7 773 453	8 250 702	1	8 250 702
Kapitalizované čisté výnosy - analytický metoda	2 359 635	5 620 715	7 503 101	7 980 350	1	7 980 350
Výsledná hodnota podniku váženým aritmetickým průměrem k 1.1.2013						9 229 196

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná tržní hodnota společnosti OP papírna, s.r.o. stanovená k 1. 1. 2013 pomocí výnosových metod oceňování byla vyčíslena ve výši 9 229 196 tis. Kč.

ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce s názvem „Projekt stanovení hodnoty společnosti OP papírna, s.r.o. využitím výnosových metod“ bylo stanovit tržní hodnotu společnosti OP papírna, s.r.o. především z důvodu interního zájmu znát tuto hodnotu. Problematika oceňování je velice rozsáhlá, proto jsem se v teoretické části zaměřila na stručný popis nejdůležitějších bodů procesů oceňování a popsala výnosové metody oceňování. O ostatních způsobech ocenění je v teoretické části krátká zmínka.

Úvodem analytické části bylo krátké představení společnosti OP papírna, s.r.o. a na představení navazuje strategická analýza.

Z vypracované strategické analýzy jsem došla k následujícím závěrům.

Oceňovaný podnik dělí tržby ve výroční zprávě podle místa, odkud plynou tržby a podle druhu expedovaných výrobků. Tato fakta mě vedla k vymezení relevantního trhu zejména podle oblastí, ze kterých tržby plynou a podle druhu výrobků. Společnost expeduje své výroby do tuzemska, Evropské unie, Ruska, Ameriky a ostatních zemí, které se podílejí na tržbách minimálně. Největší tržby ve výši 61% z celkové produkce plynou z Evropské unie. Vzhledem k tomuto faktu a k dostupnosti údajů jsem vymezila relevantní trh a jeho budoucí vývoj v rámci Evropské unie. Česká republika je členem a proto se do této oblasti zahrnují také tržby plynoucí z tuzemska. Podle druhu vyráběných výrobků jsem vymezila relevantní trh s grafickým papírem s označením pro Evropskou unii NACE 17.12 a poté relevantní trh pro cigaretový papír s označením NACE 12.

Česká republika se řadí mezi země patřící do organizace CEPI, která se zabývá především publikováním informací o odvětví týkajícího se výroby nejen grafického papíru. Podle statistik této organizace počet podniků v tomto odvětví klesá, ovšem celosvětová produkce roste. Ukazatele ROCE a EBITDA potvrzují pozitivní trend ve vývoji evropského papírenského průmyslu.

Relevantní trh pro cigaretový papír vykazuje nízkou elasticitu poptávky i v době krize, proto vývoj tohoto trhu neutrpěl větší ztráty. Je tu však hrozba plynoucí zejména z vyspělých zemí, kde se pomalu snižuje poptávka po cigaretách a tedy i po cigaretovém papíru. Na tento jev má velký vliv současný moderní trend „žít zdravěji“. Naději v této situaci poskytují méně vyspělé země, kde se naopak poptávka po cigaretách zvyšuje. Zároveň tu nepůsobí nejrůznější druhy restrikcí ze strany státu.

Ze souhrnné analýzy atraktivity relevantního trhu vyplynula vysoká atraktivita tohoto trhu. Příležitostmi tohoto trhu jsou jeho velikost, růst poptávky v méně vyspělých zemích a zmenšující se počet továren na papír. Mezi hrozby tohoto trhu patří snížení poptávky ve vyspělých zemích a neustávající tlak na růst cen tabákových výrobků.

Na základě předchozích analýz jsem mohla provést prognózu vývoje tržeb společnosti. K přesnějšímu vývoji jsem zvolila HDP jako vztahovou veličinu k tržbám společnosti a pro predikci využila regresní analýzu s lineární funkcí. Průměrné tempo růstu tržeb v letech 2013 – 2016 je 1,1%.

Analýza konkurenční síly ukázala, že konkurenční síla oceňovaného podniku je mírně nad průměrem konkurentů.

Z výsledků finanční analýzy lze usoudit, že oceňovaný podnik je finančně stabilní a má perspektivní budoucnost. Téměř ve všech analyzovaných ukazatelích si vede lépe, než konkurenční podniky v odvětví. Je tedy zřejmé, že se jedná o finančně zdravý podnik.

Na základě strategické a finanční analýzy jsem vytvořila strategický finanční plán. Vytvořila jsem plánovanou rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow pro roky 2013 – 2016. Na závěr této kapitoly jsem provedla analýzu rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti pro roky plánu. Dospěla jsem k závěru, že finanční situace společnosti OP papírna, s.r.o. bude i v letech plánu velmi dobrá.

Stanovení výsledné hodnoty podniku bylo provedeno váženým průměrem jednotlivých výnosových metod, konkrétně diskontovaného peněžního toku pro vlastníky a věřitele, diskontovaného peněžního toku pro vlastníky, ekonomické přidané hodnoty a metody kapitalizovaných čistých výnosů. Zvláštní pozornost byla věnována stanovení diskontní míry, která je velmi důležitá při všech výpočtech hodnoty podniku. Pro výpočet diskontní míry jsem použila vlastní výpočty podle teoretické části práce.

Výsledná tržní hodnota společnosti OP papírna, s.r.o. stanovená k 1. 1. 2013 pomocí výnosových metod oceňování byla vyčíslena ve výši 9 229 196 tis. Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN. *Principles of corporate finance*. 10th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, c2011, 1 sv. (různé stránkování). ISBN 978-0-07-353073-4

CIMBÁLNÍKOVÁ, Lenka. *Strategické řízení: proč je želva rychlejší než zajíc*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2012, 119 s. ISBN 978-80-244-2963-2.

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

FOTR, Jiří. *Podnikatelský plán a investiční rozhodování*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: Grada, 1999, 214 s. ISBN 80-7169-812-1.

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

LANDA, Martin. *Finanční plánování a likvidita*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, c2007, vi, 180 s. ISBN 978-80-251-1492-6.

LANDA, Martin a Michal POLÁK. *Ekonomické řízení podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2008, xiv, 198 s. ISBN 978-80-251-1996-9.

MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.

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

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Cash flow*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2010, vi, 191 s. ISBN 978-80-251-3130-5.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001, 447 s. ISBN 8086119386.

YOUNG, S a Stephen F O'BYRNE. *EVA and value-based management: a practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill, 2001, 493 s. ISBN 0071364390.

ARJOWIGGINS. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.arjowiggins.com/index.php?lang=en>

Bollore. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.bollore.com/en-us>

Bureau of Economic Analysis: U.S. Department of Commerce. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.bea.gov/industry/iedguide.htm>

CEPI: Confederation of European Paper Industries. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.cepi.org/>

Česká národní banka. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

Český statistický úřad. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>

Investing.com. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.investing.com/>

Damodaran: The Data Page. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

European Comission: eurostat. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Goričane. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.goricane.si/en/index.php>

Ministerstvo financí České republiky. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>

Ministerstvo průmyslu a obchodu. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: www.mpo.cz

Miquel y Costas Group. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.miquelcostas.com/eng/index.htm>

Obchodní zákoník: Zákon č. 513/1991 Sb. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast1.aspx>

PATRIA ONLINE: dluhopisy. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/kurzy/online/dluhopisy.html>

PAPER MART. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://papermart.in/2012/09/05/european-pulp-paper-industry-2011-review/>

SEQUANA. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.sequana.com/>

SUSTAIN: CEPI's online Sustainability Report. [online]. [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://www.cepi-sustainability.eu/>

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Celkové tržby společnosti OP papírna, s.r.o. za rok 2011.....	41
Graf 2 Počet papírenských továren v letech 1991 - 2011	46
Graf 3 Vývoj ROCE a EBITDA v Evropě	47
Graf 4 Vývoj výsledku hospodaření	60
Graf 5 Spider analýza 2008 - 2011	106

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku	26
Tabulka 2 Výpočet FCFF	31
Tabulka 3 Výpočet FCFE	31
Tabulka 4 Výpočet ekonomické přidané hodnoty	33
Tabulka 5 Vývoj tržeb společnosti OP papírna, s.r.o. (v tis. Kč)	42
Tabulka 6 Vývoj tržeb společnosti OP papírna, s.r.o. a tržeb odvětví CZ-NACE 17.1. Výroba vlákniny, papíru a lepenky	42
Tabulka 7 Vývoj tržeb v rámci EU27	43
Tabulka 8 Vývoj relevantního trhu v USA	44
Tabulka 9 Produkce papíru ve světě	46
Tabulka 10 Spotřeba cigaret na osobu v ČR (v ks)	48
Tabulka 11 Vývoj tržeb v odvětví NACE 12	48
Tabulka 12 Analýza atraktivity trhu	48
Tabulka 13 Příležitosti a hrozby spojené s relevantním trhem	49
Tabulka 14 Vývoj relevantního trhu	50
Tabulka 15 Vývoj jednotlivých podílů na trhu	51
Tabulka 16 Profil konkurenční síly společnosti OP papírna, s.r.o.	53
Tabulka 17 Vývoj tržního podílu oceňovaného podniku v rámci EU	55
Tabulka 18 Vývoj peněžních toků OP papírna, s.r.o.	61
Tabulka 19 Spider analýza (2008 – 2011)	62
Tabulka 20 Vývoj Altmanova Z-skóre OP papírna, s.r.o.	63
Tabulka 21 Vývoj indexu IN05 OP papírna, s.r.o.	64
Tabulka 22 Vývoj indexu bonity OP papírna, s.r.o.	64
Tabulka 23 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období 2013 – 2016.....	66
Tabulka 24 Plánovaná rozvaha na období 2013 – 2016 OP papírna, s.r.o.	69
Tabulka 25 Plánované cash flow na období 2013-2016 OP papírna, s.r.o.	71
Tabulka 26 Vybrané ukazatele finanční analýzy za období 2013-2016.....	72
Tabulka 27 Výpočet nákladů na cizí kapitál.....	74
Tabulka 28 Výpočet nákladů na vlastní kapitál.....	75
Tabulka 29 Přehled rizikových přírážek	76
Tabulka 30 Výpočet nákladů na VK komplexní stavebnicovou metodou	76
Tabulka 31 Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál	77

Tabulka 32 Výpočet provozně potřebných prostředků (tis. Kč).....	77
Tabulka 33 Provozně nutný investovaný kapitál a KP VH OP papírna, s.r.o.	78
Tabulka 34 Volné Cash Flow pro 1. fázi metody FCFF.....	79
Tabulka 35 Výpočet 2. fáze metodou FCFF.....	80
Tabulka 36 Výpočet hodnoty VK metodou FCFF.....	80
Tabulka 37 Výpočet výsledné hodnoty VK metodou FCFE.....	81
Tabulka 38 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA.....	82
Tabulka 39 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou EVA.....	83
Tabulka 40 Výpočet výsledné hodnoty VK metodou EVA.....	83
Tabulka 41 Výpočet upraveného VH pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů.....	84
Tabulka 42 Výpočet hodnoty VK metodou kapitalizovaných čistých výnosů – Paušální metoda.....	85
Tabulka 43 Výpočet 1. fáze pomocí analytické metody.....	85
Tabulka 44 Výpočet 2. fáze pomocí analytické metody.....	85
Tabulka 45 Výsledná hodnota podniku dle výnosových metod.....	86
Tabulka 46 Analýza konkurence v EU.....	96
Tabulka 47 Výsledek regresní analýzy.....	97
Tabulka 48 Testování lineární a logaritmické funkce.....	97
Tabulka 49 Vertikální analýza rozvahy společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012.....	98
Tabulka 50 Vertikální analýza rozvahy odvětví 2008 - 2011.....	99
Tabulka 51 Vertikální analýza VZZ společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012.....	99
Tabulka 52 Vertikální analýza VZZ odvětví 2008 - 2011.....	101
Tabulka 53 Horizontální analýza rozvahy společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012.....	101
Tabulka 54 Horizontální analýza rozvahy odvětví 2008 – 2011.....	102
Tabulka 55 Horizontální analýza VZZ společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012.....	103
Tabulka 56 Horizontální analýza VZZ odvětví 2008 - 2011.....	104
Tabulka 57 Ukazatele rentability 2008 - 2012.....	105
Tabulka 58 Ukazatele zadluženosti 2008 - 2012.....	105
Tabulka 59 Ukazatele likvidity 2008 - 2012.....	105
Tabulka 60 Ukazatele aktivity 2008 - 2012.....	105
Tabulka 61 Bezriziková úroková míra a koeficient a.....	107
Tabulka 62 Výpočet rizikových přírážek pro stovebnicovou metodu stanovení nákladů na vlastní kapitál.....	107

SEZNAM PŘÍLOH:

PŘÍLOHA PI: ANALÝZA KONKURENCE

PŘÍLOHA PII: REGRESNÍ ANALÝZA A TESTOVÁNÍ FUNKCÍ

PŘÍLOHA PIII: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA

PŘÍLOHA PIV: UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY

PŘÍLOHA PV: SPIDER ANALÝZA PRO ROKY 2008 – 2011

PŘÍLOHA PVI: PODKLADY PRO VÝPOČET NÁKLADŮ

**PŘÍLOHA PVII: PODKLADY PRO VÝPOČET VLASTNÍHO KAPITÁLU
POMOCÍ PAUŠÁLNÍ METODY**

PŘÍLOHA PI: ANALÝZA KONKURENCE

Tabulka 46 Analýza konkurence v EU

	Rok	2008	2009	2010	2011
Bollere Group	Tržby (v tis. Kč)	7216	6 011	7 010	8 491
	Tempo růstu	-	-16,70%	16,62%	21,13%
	ROE	3,04%	3,32%	8,50%	8,45%
	Celkové zadlužení	64,29%	59,41%	56,18%	58,37%
	Obrat aktiv	1,12	0,86	0,82	0,93
Arjowiggins SAS	Tržby (v tis. Kč)	1 808	1 534	1 489	1 465
	Tempo růstu	-	-15,20%	-2,93%	-1,60%
	ROE	-	-	-	-
	Celkové zadlužení	61,38%	52,56%	50,93%	54,14%
	Obrat aktiv	0,98	0,98	0,89	0,01
Goričane, továrna papírja Medvode, d.d.	Tržby (v tis. Kč)	57,907040	58,787676	61,008881	64,789675
	Tempo růstu	-	1,52%	3,78%	5,84%
	ROE	-5,65%	17,78%	-4,18%	2,16%
	Celkové zadlužení	69,88%	67,54%	72,57%	71,64%
	Obrat aktiv	0,93	0,83	0,72	0,78
Miquel Y Costas & Miquel, SA	Tržby (v tis. Kč)	171,995	161,547	180,149	191,352
	Tempo růstu	-	-6,07%	11,51%	6,22%
	ROE	8,70%	12,60%	13,60%	14,30%
	Celkové zadlužení	6,30%	4,99%	4,12%	5,19%
	Obrat aktiv	0,87	0,78	0,78	0,71
OP papírna, s.r.o.	Tržby (v tis. Kč)	97,158749	112,502685	112,705564	113,263442
	Tempo růstu	-	15,79%	0,18%	0,49%
	ROE	8,91%	30,30%	23,47%	17,83%
	Celkové zadlužení	38,42%	32,24%	29,76%	30,93%
	Obrat aktiv	1,20	1,35	1,31	1,27

Zdroj: Vlastní zpracování

PŘÍLOHA PII: REGRESNÍ ANALÝZA A TESTOVÁNÍ FUNKCÍ

Tabulka 47 Výsledek regresní analýzy

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,7617589
Hodnota spolehlivosti R	
R	0,5802767
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,5278112
Chyba stř. hodnoty	325,66975
Pozorování	10

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	1173050,8	1173050,8	11,060174	0,010451291
Rezidua	8	848486,3	106060,79		
Celkem	9	2021537,1			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	6217,183	747,4793	8,317532	3,296E-05	4493,493	7940,874	4493,493	7940,874
Soubor X	0,000224			0,010451			0,000380	0,000380
1	4	6,749E-05	3,325684	3	6,882E-05	1	6,882E-05	1

Tabulka 48 Testování lineární a logaritmické funkce

Rok	lineární funkce		logaritmická funkce		Skutečné tempo růstu relevantního trhu
	Relevantní trh v EU (v mil. EUR)	Tempo růstu	Relevantní trh v EU (v mil. EUR)	Tempo růstu	
2003	7 876,93	-	7 876,93	-	-
2004	8 465,71	7,5%	8 465,71	7,5%	7,5%
2005	8 504,78	0,5%	8 504,78	0,5%	0,5%
2006	8 813,11	3,6%	8 813,11	3,6%	3,6%
2007	9 023,56	2,4%	9 023,56	2,4%	2,4%
2008	9 484,40	5,1%	9 484,40	5,1%	5,1%
2009	7 819,05	-17,6%	8 796,23	-7,3%	-14,4%
2010	8 496,71	8,7%	8 778,18	-0,2%	6,8%
2011	8 660,54	1,9%	8 933,98	1,8%	0,5%
2012	8 749,08	1,0%	9 013,89	0,9%	4,7%

Zdroj: Vlastní zpracování

PŘÍLOHA P III: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

Tabulka 49 Vertikální analýza rozvahy společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012

Podnikatel- ský subjekt	Běžné účetní období (v tis. Kč)									
	2008		2009		2010		2011		2012	
AKTIVA	1 995	100,00	2 049	100,00	2 110	100,00	2 186	100,00	2 319	100,00
CELKEM	982	%	302	%	630	%	668	%	689	%
Dlouhodobý majetek	1 166		1 049		1 027					
	928	58,46%	664	51,22%	405	48,68%	968 394	44,29%	964 741	41,59%
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 192	0,27%	4 932	0,47%	7 993	0,78%	12 097	1,25%	13 222	1,37%
Dlouhodobý hmotný majetek	1 163		1 044		1 019					
	736	99,73%	732	99,53%	412	99,22%	956 297	98,75%	865 317	89,69%
Dlouhodobý finanční majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	86 202	8,94%
Oběžná aktiva	824 027	41,28%	994 180	48,51%	1 077 583	51,06%	1 212 982	55,47%	1 351 660	58,27%
Zásoby	296 392	35,97%	249 994	25,15%	257 111	23,86%	258 146	21,28%	307 638	22,76%
- nedokončená výroba	124 288	41,93%	47 891	19,16%	45 256	17,60%	53 999	20,92%	55 605	18,07%
Dlouhodobé pohledávky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Krátkodobé pohledávky	425 676	51,66%	413 987	41,64%	390 651	36,25%	417 355	34,41%	497 374	36,80%
- pohledávky z obchodních vztahů	365 085	85,77%	382 366	92,36%	353 498	90,49%	371 556	89,03%	325 055	65,35%
Krátkodobý finanční majetek	101 959	12,37%	330 199	33,21%	429 821	39,89%	537 481	44,31%	546 648	40,44%
Časové rozlišení	5 027	0,25%	5 458	0,27%	5 642	0,27%	5 292	0,24%	3 288	0,14%
PASIVA	1 995	100,00	2 049	100,00	2 110	100,00	2 186	100,00	2 319	100,00
CELKEM	982	%	302	%	630	%	668	%	689	%
Vlastní kapitál	1 228		1 388		1 482		1 510		1 626	
	186	61,53%	540	67,76%	546	70,24%	285	69,07%	504	70,12%
Základní kapitál	220 000	17,91%	220 000	15,84%	220 000	14,84%	220 000	14,57%	220 000	13,53%
VH minulých let	876 760	71,39%	725 761	52,27%	892 590	60,21%	999 071	66,15%	1 021 535	62,81%
VH běžného období	109 426	8,91%	420 779	30,30%	347 956	23,47%	269 214	17,83%	362 969	22,32%
Cizí zdroje	766 940	38,42%	660 762	32,24%	628 084	29,76%	676 383	30,93%	693 185	29,88%
Rezervy	38 314	5,00%	110 169	16,67%	59 212	9,43%	65 265	9,65%	56 261	8,12%
Dlouhodobé závazky	70 920	9,25%	58 682	8,88%	146 637	23,35%	123 573	18,27%	106 942	15,43%
Krátkodobé závazky	307 104	40,04%	367 470	55,61%	370 862	59,05%	457 874	67,69%	518 669	74,82%
- závazky z obchodních vztahů	244 533	79,63%	287 119	78,13%	273 968	73,87%	357 777	78,14%	426 857	82,30%
Bankovní úvěry a výpomoci	350 602	45,71%	124 441	18,83%	51 373	8,18%	29 671	4,39%	11 313	1,63%
- krátkodobé bankovní	277 891	79,26%	82 097	65,97%	22 554	43,90%	18 061	60,87%	0	0,00%

úvěry										
Časové rozlišení	856	0,04%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 50 Vertikální analýza rozvahy odvětví 2008 - 2011

Odvětví	Běžné účetní období (v tis. Kč)							
	2008		2009		2010		2011	
AKTIVA CELKEM	33 306 822	100,00%	33 449 990	100,00%	38 745 571	100,00%	42 050 992	100,00%
Dlouhodobý majetek	20 813 720	62,49%	20 350 537	60,84%	22 439 000	57,91%	23 666 173	56,28%
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	19 951 974	95,86%	19 243 595	94,56%	21 466 061	95,66%	22 675 484	95,81%
Dlouhodobý finanční majetek	868 747	4,17%	1 106 942	5,44%	972 939	4,34%	990 689	4,19%
Oběžná aktiva	12 234 146	36,73%	12 949 721	38,71%	16 096 939	41,55%	18 177 489	43,23%
Zásoby	3 804 066	31,09%	3 426 843	26,46%	3 596 346	22,34%	4 077 997	22,43%
Dlouhodobé a krátkodobé pohledávky	7 496 984	61,28%	7 867 376	60,75%	10 760 865	66,85%	12 146 586	66,82%
Krátkodobý finanční majetek	933 096	7,63%	1 655 502	12,78%	1 739 728	10,81%	1 952 906	10,74%
Časové rozlišení	258 956	0,78%	149 732	0,45%	209 632	0,54%	207 330	0,49%
PASIVA CELKEM	33 306 822	100,00%	33 449 990	100,00%	38 745 571	100,00%	42 050 992	100,00%
Vlastní kapitál	18 843 448	56,58%	19 236 711	57,51%	23 583 268	60,87%	26 281 766	62,50%
Základní kapitál	8 070 922	42,83%	8 205 582	42,66%	10 167 083	43,11%	10 134 865	38,56%
Čistý zisk	2 261 107	12,00%	994 077	5,17%	2 582 110	10,95%	985 642	3,75%
Cizí zdroje	14 062 757	42,22%	14 092 941	42,13%	14 918 300	38,50%	15 663 925	37,25%
Rezervy	381 245	2,71%	327 369	2,32%	449 174	3,01%	540 248	3,45%
Dlouhodobé závazky	2 317 325	16,48%	4 035 188	28,63%	3 780 334	25,34%	3 510 913	22,41%
Krátkodobé závazky	6 439 848	45,79%	6 626 519	47,02%	8 832 666	59,21%	9 809 707	62,63%
Bankovní úvěry a výpomoci	4 924 339	35,02%	3 103 865	22,02%	1 856 126	12,44%	1 803 057	11,51%
- krátkodobé bankovní úvěry	920 164	6,54%	1 730 406	55,75%	1 381 338	74,42%	1 398 374	77,56%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 51 Vertikální analýza VZZ společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012

Podnikatelský subjekt	Běžné účetní období (v tis. Kč)									
	2008		2009		2010		2011		2012	
Tržby za prodej zboží	1 779	0,07%	1 058	0,04%	1 806	0,06%	11 770	0,40%	6 331	0,20%
Výkony	2 385 492	94,46%	2 727 808	95,09%	2 788 396	96,22%	2 794 505	95,03%	3 032 982	95,72%

- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 388 745	100,14%	2 765 990	101,40%	2 770 979	99,38%	2 784 695	99,65%	2 997 048	98,82%
Tržby z prodeje DM a materiálu	3 938	0,16%	3 941	0,14%	3 354	0,12%	5 348	0,18%	5 364	0,17%
- tržby z prodeje DM	2 873	72,96%	2 956	75,01%	2 839	84,65%	3 237	60,53%	2 546	47,46%
Ostatní provozní výnosy	22 091	0,87%	12 830	0,45%	12 278	0,42%	12 464	0,42%	6 736	0,21%
Výnosy z KFM	1 364	0,05%	529	0,02%	243	0,01%	775	0,03%	430	0,01%
Výnosové úroky	4 080	0,16%	422	0,01%	388	0,01%	1 363	0,05%	2 095	0,07%
Ostatní finanční výnosy	106 733	4,23%	123 203	4,29%	91 439	3,16%	114 389	3,89%	114 583	3,62%
VÝNOSY	2 525 477	100,00%	2 868 733	100,00%	2 897 904	100,00%	2 940 614	100,00%	3 168 521	100,00%
Náklady na prodané zboží	1 507	0,06%	1 432	0,06%	1 572	0,06%	11 342	0,42%	6 158	0,22%
Výkonová spotřeba	1 826 041	75,58%	1 750 128	71,46%	1 887 278	74,01%	2 008 517	75,19%	2 151 521	76,98%
- spotřeba materiálu a energie	1 511 364	82,77%	1 365 237	78,01%	1 474 242	78,11%	1 553 020	77,32%	1 612 294	74,94%
Osobní náklady	208 389	8,63%	257 502	10,51%	257 680	10,11%	235 443	8,81%	243 062	8,70%
Daně a poplatky	959	0,04%	1 011	0,04%	1 403	0,06%	1 193	0,04%	1 364	0,05%
Odpisy DNM a DHM	174 339	7,22%	182 272	7,44%	184 885	7,25%	183 129	6,86%	180 662	6,46%
Zůstatková cena prod. DM a mat.	3 537	0,15%	3 906	0,16%	3 174	0,12%	2 338	0,09%	2 205	0,08%
Změna stavu rezerv a opr. Pol.	19 108	0,79%	9 343	0,38%	4 660	0,18%	30 901	1,16%	-25 102	-0,90%
Ostatní provozní náklady	24 932	1,03%	28 603	1,17%	25 178	0,99%	23 822	0,89%	31 047	1,11%
Nákladové úroky	19 931	0,82%	5 098	0,21%	3 006	0,12%	4 906	0,18%	4 195	0,15%
Ostatní finanční náklady	112 387	4,65%	103 986	4,25%	97 771	3,83%	105 169	3,94%	114 583	4,10%
Daň z příjmu za běžnou činnost	24 921	1,03%	105 731	4,32%	83 341	3,27%	64 640	2,42%	85 054	3,04%
NÁKLADY	2 416 051	100,00%	2 449 012	100,00%	2 549 948	100,00%	2 671 400	100,00%	2 794 749	100,00%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 52 Vertikální analýza VZZ odvětví 2008 - 2011

Odvětví	Běžné účetní období (v tis. Kč)							
	2008		2009		2010		2011	
Tržby za prodej zboží	1 158 723	3,07%	1 629 888	4,90%	3 685 269	9,01%	5 087 582	11,74%
Výkony	36 643	96,93%	31 632	95,10%	37 221	90,99%	38 235 706	88,26%
- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	36 493	99,59%	31 829	100,62%	35 557	95,53%	36 110 995	94,44%
VÝNOSY	37 802	100,00%	33 262	100,00%	40 907	100,00%	43 323 288	100,00%
Náklady na prodané zboží	1 073 710	3,19%	1 548 263	5,18%	3 131 746	8,64%	4 527 891	11,54%
Výkonová spotřeba	27 975	83,05%	24 323	81,45%	28 667	79,12%	30 676 547	78,17%
Osobní náklady	506	10,25%	230	10,99%	591	10,13%	3 688 923	9,40%
Nákladové úroky	3 454 189	1,25%	213 131	0,71%	-	-	-	-
Daň z příjmu za běžnou činnost	421 296	2,26%	495 689	1,66%	766 212	2,11%	348 948	0,89%
NÁKLADY	33 684	100,00%	29 862	100,00%	36 234	100,00%	39 242 309	100,00%
	974		319		366			

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 53 Horizontální analýza rozvahy společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012

Podnikatelský subjekt	Běžné účetní období (v tis. Kč)									
	2008	2009		2010		2011		2012		2012/2008
AKTIVA	1 995	2 049		2 110	2 186	2 319	2 319	2 319		
CELKEM	982	302	102,67%	630	102,99%	668	103,60%	689	106,08%	116,22%
Dlouhodobý majetek	1 166	1 049	89,95%	1 027	97,88%	968 394	94,26%	964 741	99,62%	82,67%
Dlouhodobý nehmotný majetek	928	664		405						
Dlouhodobý hmotný majetek	3 192	4 932	154,51%	7 993	162,06%	12 097	151,34%	13 222	109,30%	414,22%
Dlouhodobý finanční majetek	1 163	1 044	89,77%	1 019	97,58%	956 297	93,81%	865 317	90,49%	74,36%
Oběžná aktiva	736	732		412						
Zásoby	0	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	86 202	-	-
- nedokončená výroba	824 027	994 180	120,65%	1 077	108,39%	1 212	112,57%	1 351	111,43%	164,03%
Dlouhodobé pohledávky	296 392	249 994	84,35%	257 111	102,85%	258 146	100,40%	307 638	119,17%	103,79%
Krátkodobé pohledávky	124 288	47 891	38,53%	45 256	94,50%	53 999	119,32%	55 605	102,97%	44,74%
- pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0,00%
Krátkodobý finanční majetek	425 676	413 987	97,25%	390 651	94,36%	417 355	106,84%	497 374	119,17%	116,84%
Časové rozlišení	365 085	382 366	104,73%	353 498	92,45%	371 556	105,11%	325 055	87,48%	89,04%
PASIVA	101 959	330 199	323,85%	429 821	130,17%	537 481	125,05%	546 648	101,71%	536,14%
CELKEM	5 027	5 458	108,57%	5 642	103,37%	5 292	93,80%	3 288	62,13%	65,41%
	1 995	2 049		2 110	2 186	2 319	2 319	2 319		
	982	302	102,67%	630	102,99%	668	103,60%	689	106,08%	116,22%

Vlastní kapitál	1 228 186	1 388 540	113,06%	1 482 546	106,77%	1 510 285	101,87%	1 626 504	107,70%	132,43%
Základní kapitál	220 000	220 000	100,00%	220 000	100,00%	220 000	100,00%	220 000	100,00%	100,00%
VH minulých let	876 760	725 761	82,78%	892 590	122,99%	999 071	111,93%	1 021 535	102,25%	116,51%
VH běžného období	109 426	420 779	384,53%	347 956	82,69%	269 214	77,37%	362 969	134,83%	331,70%
Cizí zdroje	766 940	660 762	86,16%	628 084	95,05%	676 383	107,69%	693 185	102,48%	90,38%
Rezervy	38 314	110 169	287,54%	59 212	53,75%	65 265	110,22%	-	-	-
Dlouhodobé závazky	70 920	58 682	82,74%	146 637	249,88%	123 573	84,27%	106 942	86,54%	150,79%
Krátkodobé závazky	307 104	367 470	119,66%	370 862	100,92%	457 874	123,46%	518 669	113,28%	168,89%
- závazky z obchodních vztahů	244 533	287 119	117,42%	273 968	95,42%	357 777	130,59%	426 857	119,31%	174,56%
Bankovní úvěry a výpomoci	350 602	124 441	35,49%	51 373	41,28%	29 671	57,76%	11 313	38,13%	3,23%
- krátkodobé bankovní úvěry	277 891	82 097	29,54%	22 554	27,47%	18 061	80,08%	0	100,00%	0,00%
Časové rozlišení	856	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0,00%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 54 Horizontální analýza rozvahy odvětví 2008 – 2011

Odvětví	Běžné účetní období (v tis. Kč)					2011/2008		
	2008	2009	2010	2011				
AKTIVA CELKEM	33 306 822	33 449 990	100,43%	38 745 571	115,83%	42 050 992	108,53%	126,25%
Dlouhodobý majetek	20 813 720	20 350 537	97,77%	22 439 000	110,26%	23 666 173	105,47%	113,70%
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	19 951 974	19 243 595	96,45%	21 466 061	111,55%	22 675 484	105,63%	113,65%
Dlouhodobý finanční majetek	868 747	1 106 942	127,42%	972 939	87,89%	990 689	101,82%	114,04%
Oběžná aktiva	12 234 146	12 949 721	105,85%	16 096 939	124,30%	18 177 489	112,93%	148,58%
Zásoby	3 804 066	3 426 843	90,08%	3 596 346	104,95%	4 077 997	113,39%	107,20%
Dlouhodobé a krátkodobé pohledávky	7 496 984	7 867 376	104,94%	10 760 865	136,78%	12 146 586	112,88%	162,02%
Krátkodobý finanční majetek	933 096	1 655 502	177,42%	1 739 728	105,09%	1 952 906	112,25%	209,29%
Časové rozlišení	258 956	149 732	57,82%	209 632	140,00%	207 330	98,90%	80,06%
PASIVA CELKEM	33 306 822	33 449 990	100,43%	38 745 571	115,83%	42 050 992	108,53%	126,25%
Vlastní kapitál	18 843 448	19 236 711	102,09%	23 583 268	122,60%	26 281 766	111,44%	139,47%
Základní kapitál	8 070 922	8 205 582	101,67%	10 167 083	123,90%	10 134 865	99,68%	125,57%
Čistý zisk	2 261 107	994 077	43,96%	2 582 110	259,75%	985 642	38,17%	43,59%
Cizí zdroje	14 062 757	14 092 941	100,21%	14 918 300	105,86%	15 663 925	105,00%	111,39%
Rezervy	381 245	327 369	85,87%	449 174	137,21%	540 248	120,28%	141,71%

Dlouhodobé závazky	2 317 325	4 035 188	174,13%	3 780 334	93,68%	3 510 913	92,87%	151,51%
Krátkodobé závazky	6 439 848	6 626 519	102,90%	8 832 666	133,29%	9 809 707	111,06%	152,33%
Bankovní úvěry a výpomoci	4 924 339	3 103 865	63,03%	1 856 126	59,80%	1 803 057	97,14%	36,62%
- krátkodobé bankovní úvěry	920 164	1 730 406	188,05%	1 381 338	79,83%	1 398 374	101,23%	151,97%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 55 Horizontální analýza VZZ společnosti OP papírna, s.r.o. 2008 - 2012

Podnikatelský subjekt	Běžné účetní období (v tis. Kč)									
	2008	2009		2010		2011		2012		2012/2008
Tržby za prodej zboží	1 779	1 058	59,47%	1 806	170,70%	11 770	651,72%	6 331	53,79%	355,87%
Výkony	2 385 492	2 727 808	114,35%	2 788 396	102,22%	2 794 505	100,22%	3 032 982	108,53%	127,14%
- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 388 745	2 765 990	115,79%	2 770 979	100,18%	2 784 695	100,49%	2 997 048	107,63%	125,47%
Tržby z prodeje DM a materiálu	3 938	3 941	100,08%	3 354	85,11%	5 348	159,45%	5 364	100,30%	136,21%
- tržby z prodeje DM	2 873	2 956	102,89%	2 839	96,04%	3 237	114,02%	2 546	78,65%	88,62%
Ostatní provozní výnosy	22 091	12 830	58,08%	12 278	95,70%	12 464	101,51%	6 736	54,04%	30,49%
Výnosy z KFM	1 364	529	38,78%	243	45,94%	775	318,93%	430	55,48%	31,52%
Výnosové úroky	4 080	422	10,34%	388	91,94%	1 363	351,29%	2 095	153,71%	51,35%
Ostatní finanční výnosy	106 733	123 203	115,43%	91 439	74,22%	114 389	125,10%	114 583	100,17%	107,35%
VÝNOSY	2 525 477	2 868 733	113,59%	2 897 904	101,02%	2 940 614	101,47%	3 168 521	107,75%	125,46%
Náklady na prodané zboží	1 507	1 432	95,02%	1 572	109,78%	11 342	721,50%	6 158	54,29%	408,63%
Výkonová spotřeba	1 826 041	1 750 128	95,84%	1 887 278	107,84%	2 008 517	106,42%	2 151 521	107,12%	117,82%
- spotřeba materiálu a energie	1 511 364	1 365 237	90,33%	1 474 242	107,98%	1 553 020	105,34%	1 612 294	103,82%	106,68%
Osobní náklady	208 389	257 502	123,57%	257 680	100,07%	235 443	91,37%	243 062	103,24%	116,64%
Daně a poplatky	959	1 011	105,42%	1 403	138,77%	1 193	85,03%	1 364	114,33%	142,23%
Odpisy DNM a DHM	174 339	182 272	104,55%	184 885	101,43%	183 129	99,05%	180 662	98,65%	103,63%
Zůstatková cena prod. DM a mat.	3 537	3 906	110,43%	3 174	81,26%	2 338	73,66%	2 205	94,31%	62,34%

Změna stavu rezerv a opr. Pol.	19 108	9 343	48,90%	4 660	49,88%	30 901	663,11 %	-25 102	-81,23%	-131,37%
Ostatní provozní náklady	24 932	28 603	114,72 %	25 178	88,03%	23 822	94,61%	31 047	130,33 %	124,53%
Nákladové úroky	19 931	5 098	25,58%	3 006	58,96%	4 906	163,21 %	4 195	85,51%	21,05%
Ostatní finanční náklady	112 387	103 986	92,52%	97 771	94,02%	105 169	107,57 %	114 583	108,95 %	101,95%
Daň z příjmu za běžnou činnost	24 921	105 731	424,26 %	83 341	78,82%	64 640	77,56%	85 054	131,58 %	341,29%
NÁKLADY	2 416 051	2 449 012	101,36 %	2 549 948	104,12 %	2 671 400	104,76 %	2 794 749	104,62 %	115,67%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 56 Horizontální analýza VZZ odvětví 2008 - 2011

Odvětví	Běžné účetní období (v tis. Kč)							
	2008	2009		2010		2011		2011/2008
Tržby za prodej zboží	1 158 723	1 629 888	140,66%	3 685 269	226,11%	5 087 582	138,05%	439,07%
Výkony	36 643 465	31 632 768	86,33%	37 221 760	117,67%	38 235 706	102,72%	104,35%
- tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	36 493 680	31 829 031	87,22%	35 557 185	111,71%	36 110 995	101,56%	98,95%
VÝNOSY	37 802 188	33 262 656	87,99%	40 907 029	122,98%	43 323 288	105,91%	114,61%
Náklady na prodané zboží	1 073 710	1 548 263	144,20%	3 131 746	202,27%	4 527 891	144,58%	421,71%
Výkonová spotřeba	27 975 506	24 323 230	86,94%	28 667 591	117,86%	30 676 547	107,01%	109,66%
Osobní náklady	3 454 189	3 282 006	95,02%	3 668 817	111,79%	3 688 923	100,55%	106,80%
Nákladové úroky	421 296	213 131	50,59%	-	-	-	-	-
Daň z příjmu za běžnou činnost	760 273	495 689	65,20%	766 212	154,58%	348 948	45,54%	45,90%
NÁKLADY	33 684 974	29 862 319	88,65%	36 234 366	121,34%	39 242 309	108,30%	116,50%

Zdroj: Vlastní zpracování

PŘÍLOHA P IV: UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY

Tabulka 57 Ukazatele rentability 2008 - 2012

Rok	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
ROE	podnik	8,91%	30,30%	23,47%	17,83%	22,32%
	odvětví	12,00%	5,17%	10,95%	3,75%	-
ROA	podnik	7,73%	25,94%	20,58%	15,49%	19,49%
	odvětví	10,34%	5,09%	8,69%	2,84%	-
ROS	podnik	4,58%	15,21%	12,56%	9,67%	12,11%
	odvětví	6,19%	3,12%	7,26%	2,73%	-

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 58 Ukazatele zadluženosti 2008 - 2012

Rok	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost	podnik	38,42%	32,24%	29,76%	30,93%	29,88%
	odvětví	42,22%	42,13%	38,50%	37,25%	-
Úrokové krytí	podnik	7,74	104,28	144,48	69,05	107,79
	odvětví	0,12	0,13	-	-	-
Krytí aktiv vlastními zdroji	podnik	61,53%	67,76%	70,24%	69,07%	70,12%
	odvětví	56,58%	57,51%	60,87%	62,50%	-
Krytí aktiv dlouhodobými zdroji	podnik	0,71	0,78	0,81	0,78	0,78
	odvětví	0,76	0,74	0,72	0,72	-

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 59 Ukazatele likvidity 2008 - 2012

Rok	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita	podnik	1,41	2,21	2,74	2,55	2,61
	odvětví	1,66	1,55	1,58	1,62	-
Pohotová likvidita	podnik	0,90	1,66	2,09	2,01	2,01
	odvětví	1,15	1,14	1,22	1,26	-
Hotovostní likvidita	podnik	0,17	0,73	1,09	1,13	1,05
	odvětví	0,13	0,2	0,17	0,17	-

Zdroj: Vlastní zpracování

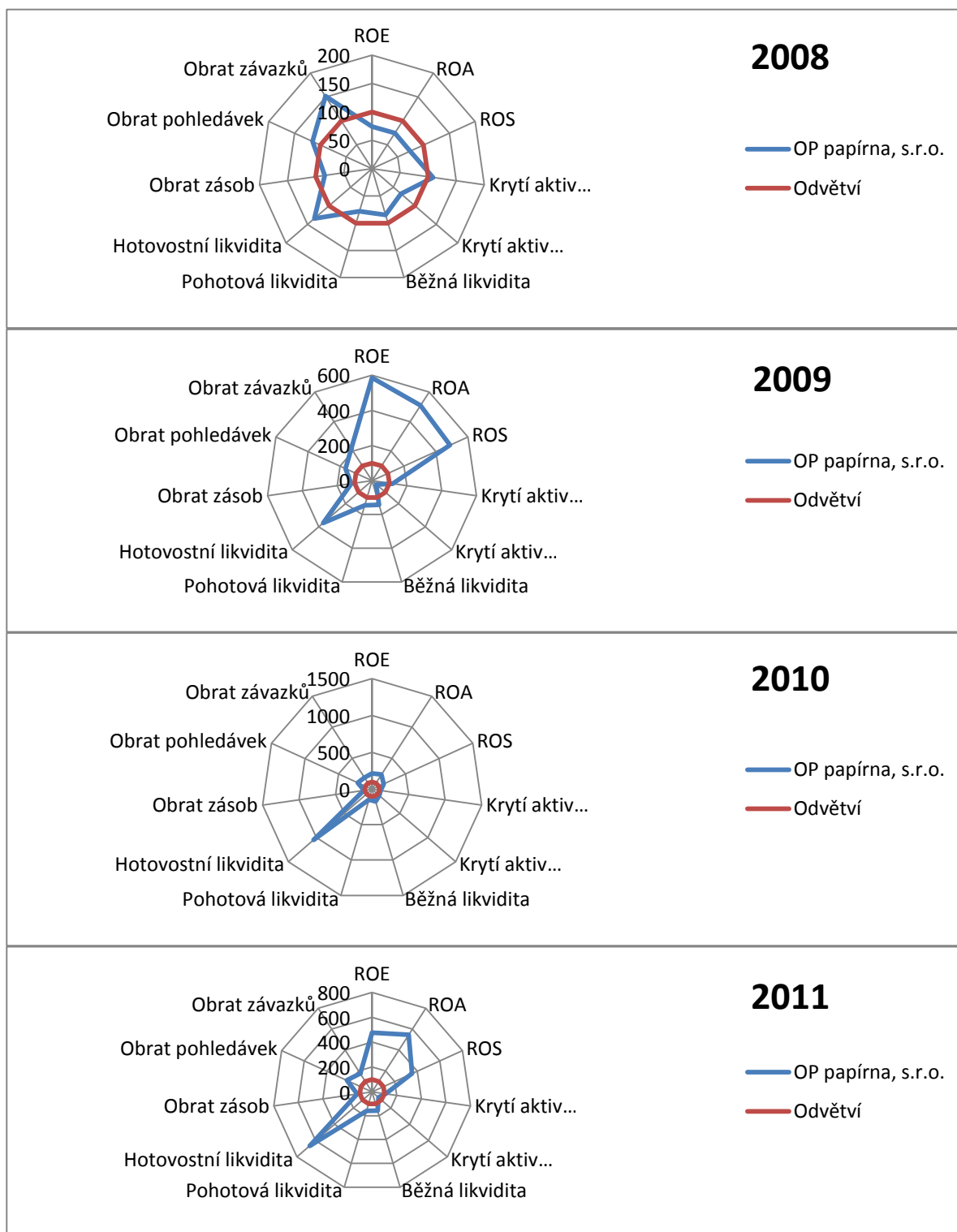
Tabulka 60 Ukazatele aktivity 2008 - 2012

Rok	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
Doba obratu zásob	podnik	44,67	32,54	33,40	33,37	36,95
	odvětví	37,53	38,76	34,70	35,85	-
Doba obratu pohledávek	podnik	64,15	53,88	50,75	53,95	59,74
	odvětví	73,96	88,98	79,65	107,28	-
Doba obratu závazků	podnik	56,97	55,46	55,46	67,23	67,23
	odvětví	86,39	120,59	127,70	132,80	-

Zdroj: Vlastní zpracování

PŘÍLOHA P V: SPIDER ANALÝZA PRO ROKY 2009 – 2011

Graf 5 Spider analýza 2008 - 2011



Zdroj: Vlastní zpracování

PŘÍLOHA P VI: PODKLADY PRO VÝPOČET NÁKLADŮ

Tabulka 61 Bezriziková úroková míra a koeficient a

Odhad bezrizikové úrokové míry a koeficientu a	
ST.DLUHOP. VAR/23	2,06%
ST.DLUHOP.5,70/24	2,11%
ST.DLUHOP. 4,20/36	3,11%
ST.DLUHOP. 4,85/57	3,98%
rf	2,82%

Zdroj: Vlastní zpracování podle Patria online: Dluhopisy

Maximální náklady na vlastní kapitál byly zvoleny na úrovni 30 %. Maximální riziková přirážka tedy bude $30\% - 2,82\% = 27,18\%$ a koeficient tedy vypadá takto:

$$a = \sqrt[4]{\frac{30}{2,82}} = 1,81$$

Použijí stupeň rizika X od 1 do 4 a výpočet jednotlivých rizikových přirážek pro jednotlivé stupně rizika jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka 62 Výpočet rizikových přirážek pro stavebnicovou metodu stanovení nákladů na vlastní kapitál

X - stupeň rizika	a^x	$z (= a^x - 1)$	RP pro 1 faktor ($=Z \times r_f/n$)
1 Nízké riziko	1,81	0,81	0,058%
2 Přiměřené riziko	3,276	2,276	0,165%
3 Zvýšené riziko	5,930	4,930	0,358%
4 Vysoké riziko	10,732	9,732	0,707%

Zdroj: Vlastní zpracování

Jednotlivé konkrétní faktory a jejich hodnocení u společnosti OP papírna, s.r.o.

I. RIZIKA NA ÚROVNI OBORU

1. Dynamika oboru

- | | |
|--|------------------|
| 1. stabilní obor, větší změny se nepředpokládají | nízké |
| 2. dlouhodobě mírně rostoucí obor | přiměřené |
| 3. obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj | zvýšené |
| 4. velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy | vysoké |

2. Závislost oboru na hospodářském cyklu

- | | |
|---|------------------|
| 1. nezávislost na hospodářském cyklu | nízké |
| 2. mírná závislost na hospodářském cyklu | přiměřené |
| 3. značná závislost na hospodářském cyklu | zvýšené |
| 4. typicky cyklické produkce | vysoké |

3. Potenciál inovací v oboru

- | | |
|--|----------------|
| 1. standardní obor s minimem technologických změn | nízké |
| 2. standardní obor s mírnými technologickými změnami | přiměřené |
| 3. obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací | zvýšené |
| 4. obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi | vysoké |

4. Určování trendů v oboru

- | | |
|---|----------------|
| 1. podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru | nízké |
| 2. podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru | přiměřené |
| 3. podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru | zvýšené |
| 4. podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru | vysoké |

I. Rizika oboru	RP (=zxr _i /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková pří- rážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,058%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,165%	2	1	2	0,330%
Zvýšené	0,358%	2	1	2	0,716%
Vysoké	0,707%		1	0	0,000%
Součet		4		4	1,046%

II. RIZIKA NA ÚROVNI TRHU, KDE JE PODNIK ČINNÝ

1. Kapacita trhu, možnost expanze

- | | |
|--|---------------|
| 1. domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz | nízké |
| 2. domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty,
minimální vývoz | přiměřené |
| 3. domácí trh nasycen | zvýšené |
| 4. domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů | vysoké |

2. Rizika dosažení tržeb

1. prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb nízké
2. prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb **přiměřené**
3. nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb zvýšené
4. nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb vysoké

3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy

1. zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy nízké
2. zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy **přiměřené**
3. nové výrobky, stávající trhy zvýšené
4. nové výrobky, nové trhy vysoké

II. Rizika trhu	RP (= zxr_i/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková při- rážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,058%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,165%	2	1	2	0,330%
Zvýšené	0,358%		1	0	0,000%
Vysoké	0,707%	1	1	1	0,707%
Součet		3		3	1,037%

III. RIZIKA Z KONKURENCE

1. Konkurence

1. tržní mezera, konkurence nepůsobí nízké
2. nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu přiměřené
3. obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty **zvýšené**
4. zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence vysoké

2. Konkurenceschopnost produktů

1. parametry a životnost – srovnatelné se špičkovou konkurencí **nízké**
2. parametry a životnost – srovnatelné s lepší konkurencí přiměřené

- | | |
|---|---------|
| 3. parametry a životnost – srovnatelné s průměrnou konkurencí | zvýšené |
| 4. parametry a životnost – nižší než průměrná konkurence | vysoké |

3. Ceny

- | | |
|---|----------------|
| 1. ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev | nízké |
| 2. ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence | přiměřené |
| 3. ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku | zvýšené |
| 4. ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku | vysoké |

4. Kvalita, řízení kvality

- | | |
|--|------------------|
| 1. lepší než konkurence | nízké |
| 2. srovnatelné s konkurencí | přiměřené |
| 3. mírně nižší než konkurence | zvýšené |
| 4. výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace | vysoké |

5. Výzkum a vývoj

- | | |
|--|------------------|
| 1. vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí | nízké |
| 2. vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konkurenčních výrobků | přiměřené |
| 3. kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci | zvýšené |
| 4. absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky | vysoké |

6. Reklama a propagace

- | | |
|--|----------------|
| 1. pravidelné náklady větší než odvětví, účinnost vysoká | nízké |
| 2. pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví | přiměřené |
| 3. nepravidelně, sporný přínos | zvýšené |
| 4. nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos | vysoké |

7. Distribuce, servis

- | | |
|--|--------------|
| 1. vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky | nízké |
| 2. vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům | přiměřené |
| 3. neúplná distribuční síť | zvýšené |
| 4. nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby | vyšoké |

III. Rizika z konkurence	RP (=zxr _i /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková při- rážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,058%	2	1	2	0,116%
Přiměřené	0,165%	2	1	2	0,330%
Zvýšené	0,358%	3	1	3	1,074%
Vysoké	0,707%		1	0	0,000%
Součet		7		7	1,520%

IV. MANAGEMENT

1. Vize, strategie

- | | |
|---|--------------|
| 1. jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení | nízké |
| 2. změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti | přiměřené |
| 3. strategie společnosti se postupně vytváří | zvýšené |
| 4. neurčitá strategie, převažuje improvizace | vyšoké |

2. Klíčové osobnosti

- | | |
|---|------------------|
| 1. zastupitelnost klíčových osobností | nízké |
| 2. dostupná přiměřená náhrada | přiměřené |
| 3. obtížná náhrada klíčových osobností | zvýšené |
| 4. vysoká závislost na několika klíčových osobnostech | vyšoké |

3. Organizační struktura

- | | |
|---|------------------|
| 1. jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží | nízké |
| 2. jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže | přiměřené |
| 3. složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení | zvýšené |
| 4. komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura | vyšoké |

IV. Management	RP (= $z \cdot x_{r_i} / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková při- rážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,058%	1	1	1	0,058%
Přiměřené	0,165%	2	1	2	0,330%
Zvýšené	0,358%		1	0	0,000%
Vysoké	0,707%		1	0	0,000%
Součet		3		3	0,388%

V. VÝROBNÍ PROCES

1. Struktura výrobků

- vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje,
minimální technické změny nízké
- vlastní výrobky, četné modifikace přiměřené
- zakázková výroba **zvýšené**
- nepřavidelné zakázky vysoké

2. Technologické možnosti výroby

- postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky nízké
- vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření nebo rekonstrukce
stávajícího zařízení **přiměřené**
- stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení
zvýšené
- komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky vysoké

3. Pracovní síla

- běžně dostupná profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci nízké
- dostupné profese, běžná učňovská, SŠ či VŠ kvalifikace **přiměřené**
- vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace zvýšené
- převaha vysoce specializovaných profesí vysoké

4. Dodavatelé

- | | |
|--|------------------|
| 1. stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží | nízké |
| 2. stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy | přiměřené |
| 3. částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky | zvýšené |
| 4. značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami | vysoké |

V. Výrobní proces	RP (= zxr_f/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková při- rážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,058%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,165%	3	1	3	0,495%
Zvýšené	0,358%	1	1	1	0,358%
Vysoké	0,707%		1	0	0,000%
Součet		4		4	0,853%

VI. OSTATNÍ FAKTORY PROVOZNÍCH ZISKOVÝCH MARŽÍ

1. Úroveň fixních nákladů

- | | |
|---|------------------|
| 1. podíl FN na celkových aktivech je malý | nízké |
| 2. podíl FN je okolo průměru | přiměřené |
| 3. podíl FN je vysoký | zvýšené |
| 4. podíl FN je velmi vysoký | vysoké |

2. Postavení podniku vůči odběratelům

- | | |
|---|------------------|
| 1. velmi silné – větší počet malých odběratelů | nízké |
| 2. silné – větší počet odběratelů, několik větších s vyšším podílem | přiměřené |
| 3. slabší – rozhodující váhu má několik velkých odběratelů | zvýšené |
| 4. slabé – závislost na 1 až 2 silných odběratelích | vysoké |

3. Postavení podniku vůči dodavatelům

- | | |
|---|------------------|
| 1. velmi silné – větší počet malých dodavatelů | nízké |
| 2. silné – větší počet dodavatelů, několik větších s vyšším podílem | přiměřené |
| 3. slabší – rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů | zvýšené |
| 4. slabé – závislost na 1 až 2 silných dodavatelích | vysoké |

4. Bariéry vstupu do odvětví

- | | |
|-----------------|----------------|
| 1. velmi silné | nízké |
| 2. silné | přiměřené |
| 3. překonatelné | zvýšené |
| 4. slabé | vysoké |

VI. Ostatní faktory provozních ziskových marží	RP (= $z \cdot r_f / n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková při- rážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,058%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,165%	3	1	3	0,495%
Zvýšené	0,358%	1	1	1	0,358%
Vysoké	0,707%		1	0	0,000%
Součet		4		4	0,853%

B. FAKTORY RIZIKA FINANCOVÁNÍ

1. Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál

- | | |
|---|--------------|
| 1. nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita | nízké |
| 2. přiměřené cizí zdroje | přiměřené |
| 3. cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál | zvýšené |
| 4. cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál | vysoké |

2. Krytí úroků – EBIT / placené úroky dosahuje

- | | |
|-------------------------------|--------------|
| 1. dosahuje hodnotu 10 a více | nízké |
| 2. dosahuje hodnotu 4 až 10 | přiměřené |
| 3. dosahuje hodnotu 1,5 až 4 | zvýšené |
| 4. je nižší než 1,5 | vysoké |

3. Krytí splátek úvěrů z cash flow – EBITDA / (splátky úvěrů + leasingové spátky)

- | | |
|---|--------------|
| 1. CF mnohonásobně převyšuje splátky | nízké |
| 2. CF několikanásobně převyšuje splátky | přiměřené |
| 3. CF dostatečně převyšuje splátky | zvýšené |

4. CV je nižší než 1,2 násobek splátek vysoké

4. Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech

1. WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv nízké

2. WC kryje stálou výši oběžných aktiv **přiměřené**

3. WC nekryje stálou výši oběžných aktiv zvýšené

4. WC je nulový nebo dokonce záporný vysoké

5. Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita

1. vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky **nízké**

2. vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách přiměřené

3. obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech zvýšené

4. nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků vysoké

6. Průměrná doba inkasa pohledávek

1. odpovídá době splatnosti faktur nízké

2. přiměřeně převyšuje splatnost faktur **přiměřené**

3. značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek zvýšené

4. vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek vysoké

7. Průměrná doba držení zásob

1. odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám nízké

2. přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení **přiměřené**

3. zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby zvýšené

4. vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob vysoké

Finanční rizika	RP (= zxr_f/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková při- rážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,058%	4	1	4	0,232%

Přiměřené	0,165%	3	1	3	0,495%
Zvýšené	0,358%		1	0	0,000%
Vysoké	0,707%		1	0	0,000%
Součet		7		7	0,727%

PŘÍLOHA PVII: PODKLADY PRO VÝPOČET VLASTNÍHO KAPITÁLU POMOCÍ PAUŠÁLNÍ METODY

	2008	2009	2010	2011	2012	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	134 347	526 510	431 297	333 854	448 023	
(+) odpisy	174 339	182 272	184 885	183 129	180 662	
(-) Finanční výnosy	-112 177	-124 154	-92 070	-116 527	-106 265	
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-3 938	-3 941	-3 354	-5 348	-5 364	
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	3 537	3 906	3 174	2 338	2 205	
(+) Mimořádné osobní náklady - restrukturalizace	0	0	0	0	0	
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	196 108	584 593	523 932	397 446	519 261	
Cenový index řetězový	1,063	1	1,015	1,019	1,033	
Cenový index bazický vztážený k roku 2012	0,936	0,936	0,950	0,968	1,000	
UVH upravený o inflaci	209 525	624 589	551 505	410 562	519 261	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	209 525	1 249 178	1 654 515	1 642 247	2 596 305	7 351 769

Zdroj: Vlastní zpracování