

Projekt ocenění společnosti Kasko spol. s r.o. výnosovými metodami

Bc. Radka Müllerová

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: **Radka Müllerová**
Osobní číslo: **M11405**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt ocenění společnosti Kasko spol. s r.o.
výnosovými metodami**

Zásady pro vypracování:

Úvod

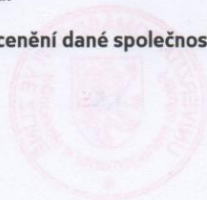
I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše popište metody a postupy oceňování podniku.

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky pro hospodaření společnosti Kasko spol. s r.o.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu zpracujte dlouhodobý finanční plán podniku.
- Vypracujte projekt ocenění dané společnosti s využitím vybraných výnosových metod oceňování.

Závěr



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

Seznam odborné literatury:

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

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 a Pavla MAŘÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI: přepracované a rozšířené vydání. Vyd. 2. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

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

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

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná**
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 nevydělčně 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, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

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

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odmítá-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 mohou užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

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

Ve Zlíně 22.4.2013

..... Ružka!

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 přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá oceněním společnosti KASKO spol. s r.o. pomocí výnosových metod. V teoretické části jsou definovány základní pojmy týkající se oblasti oceňování, jako je hodnota podniku, faktor času a rizika, postup při oceňování a jednotlivé metody ocenění. Praktická část se zabývá samotným oceněním společnosti. Nejdříve je zpracována strategická a finanční analýza a dále je sestaven dlouhodobý finanční plán. Následně je provedeno ocenění, jehož výsledkem je zjištění reálné hodnoty společnosti.

Klíčová slova: hodnota firmy, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, výnosové metody.

ABSTRACT

The diploma thesis deals with evaluation of the company KASKO spol. s r.o. by means of revenue methods. The theoretical part defines the basic terms related to the area of evaluation, such as the value of the company, the time and the risk factor, the evaluation process and individual yield methods of evaluation. The practical part deals with the particular evaluation of the company. Firstly, the strategic and financial analysis is processed, then the long-term financial plan is put together. Subsequently, the evaluation, the result of which is to determine the actual value of the company, is performed.

Keywords: company value, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, revenue methods of valuation.

Ráda bych poděkovala vedoucí mé diplomové práce Ing. Evě Kramné za odborné vedení, cenné rady a připomínky, které mi poskytla při zpracování práce. Také děkuji Ing. Petru Sklenářovi ze společnosti KASKO spol. s r.o. za poskytnutí potřebných podkladů a cenných informací.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 DEFINICE PODNIKU JAKO PŘEDMĚTU OCENĚNÍ	13
1.2 HLADINY HODNOTY PODNIKU	13
1.3 KATEGORIE HODNOTY PODNIKU.....	14
1.3.1 Tržní hodnota	14
1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota	15
1.3.3 Objektivizovaná hodnota.....	15
1.3.4 Kolínská škola	15
1.4 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	16
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	17
2.1 FAKTOR ČASU.....	17
2.2 FAKTOR RIZIKA	17
2.2.1 Klasifikace rizika.....	17
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	19
3 ZÁKLADNÍ POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	20
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	20
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	20
3.2.1 Postup strategické analýzy	21
3.3 ANALÝZA FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU	23
3.3.1 Úplnost a správnost vstupních dat.....	23
3.3.2 Analýza základních účetních výkazů	24
3.3.3 Analýza absolutních ukazatelů.....	24
3.3.4 Analýza poměrových ukazatelů	25
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	26
3.4.1 Nejčastější provozně nepotřebná aktiva	26
3.4.2 Provozně nutný investovaný kapitál	27
3.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	27
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	28
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	28
4 METODY OCENĚNÍ PODNIKU	30
4.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ.....	30
4.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků.....	30
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	36
4.1.3 Kombinované výnosové metody	38
4.1.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty	39
4.2 MAJETKOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ	40
4.2.1 Likvidační hodnota.....	41
4.2.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku.....	41

4.3	METODY TRŽNÍHO POROVNÁVÁNÍ.....	42
4.4	ZÁVĚR K OCENĚNÍ PROSTŘEDNICTVÍM JEDNOTLIVÝCH METOD.....	43
II PRAKTICKÁ ČÁST		45
5	ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI.....	46
5.1	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA.....	46
5.2	HISTORIE PODNIKU, JEHO CÍLE A VIZE	47
5.3	INVESTIČNÍ POLITIKA	47
5.4	LIDSKÉ ZDROJE.....	49
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	50
6.1	ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ- PEST ANALÝZA.....	50
6.1.1	Politické a právní okolí podniku KASKO spol. s r.o.	50
6.1.2	Ekonomické okolí podniku KASKO spol. s r.o.	50
6.1.3	Sociální a kulturní okolí podniku KASKO spol. s r.o.....	52
6.1.4	Technické a technologické okolí podniku KASKO spol. s r.o.	53
6.2	ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ	53
6.2.1	Trh	53
6.2.2	Zákazníci	54
6.2.3	Dodavatelé.....	55
6.2.4	Konkurence	55
6.3	SHRNUTÍ VNĚJŠÍ A VNITŘNÍ ANALÝZY - SWOT ANALÝZA.....	56
6.4	CHARAKTERISTIKA ODVĚTVÍ.....	57
6.5	PROGNÓZA TRŽEB	58
6.6	ZÁVĚR STRATEGICKÉ ANALÝZY	59
7	FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU	60
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	60
7.1.1	Analýza aktiv.....	60
7.1.2	Analýza pasiv	62
7.1.3	Analýza výkazu zisků a ztrát.....	63
7.1.4	Analýza výkazu peněžních toků.....	64
7.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	66
7.2.1	Analýza čistého pracovního kapitálu	66
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	66
7.3.1	Analýza likvidity	66
7.3.2	Analýza aktivity	67
7.3.3	Analýza zadluženosti.....	68
7.3.4	Analýza rentability	69
7.3.5	Multiplikátor jmění vlastníků.....	70
7.4	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ	71
7.4.1	Z-skóre (Altmanův model).....	71
7.4.2	Ekonomicky přidaná hodnota – EVA (Economic Value Added)	72
7.5	ZÁVĚR FINANČNÍ ANALÝZY.....	72
8	FINANČNÍ PLÁN	76
8.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT	76
8.1.1	Obchodní marže	76

8.1.2	Výkony a výkonová spotřeba	76
8.1.3	Osobní náklady.....	77
8.1.4	Daně a poplatky.....	78
8.1.5	Odpisy dlouhodobého majetku.....	78
8.1.6	Ostatní provoní výnosy a náklady	78
8.1.7	Ostatní finanční výnosy a náklady	78
8.1.8	Daň z příjmů.....	79
8.2	PLÁN ROZVAHY	79
8.2.1	Dlouhodobý majetek	79
8.2.2	Oběžná aktiva a krátkodobé závazky	79
8.2.3	Vlastní kapitál	80
8.2.4	Cizí zdroje	80
8.3	PLÁN INVESTIC	80
8.4	PLÁN PENĚŽNÍCH TOKŮ	81
8.5	ZÁVĚR FINANČNÍHO PLÁNU	81
9	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD.....	82
9.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	82
9.1.1	Náklady na vlastní kapitál	82
9.1.2	Náklady na cizí kapitál	88
9.1.3	Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)	88
9.2	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O. METODOU DCF	88
9.2.1	Metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele – FCFF	89
9.2.2	Metoda volného peněžního toku pro vlastníky - FCFE	91
9.3	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O. METODOU KAPITALIZOVANÝCH.....	92
	ČISTÝCH VÝNOSŮ	92
9.3.1	Analytická metoda.....	92
9.3.2	Paušální metoda.....	92
9.4	SYNTÉZA VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ VÝNOSOVÝMI METODAMI.....	93
10	SOUHRN A ZHODNOCENÍ ZÍSKANÝCH POZNATKŮ	95
	ZÁVĚR	97
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	99
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	101
	SEZNAM OBRÁZKŮ	103
	SEZNAM TABULEK.....	104
	SEZNAM PŘÍLOH.....	106

ÚVOD

Hlavním důvodem pro ocenění podniku je získání jeho reálné hodnoty. Nejčastěji se jedná o prodej nebo koupi podniku, jeho uvedení na burzu, přeměnu, splnutí nebo sloučení společnosti. Důvodem ale také může být rozhodnutí mezi jeho sanací nebo likvidací. Důvod ocenění společnosti KASKO spol. s r.o. má pouze informační charakter a je určeno pro vedení společnosti. Firma neplánuje do budoucna podnik prodat nebo se účastnit fúze, které jsou v dnešní době velice rozšířené.

Cílem této diplomové práce je zjistit hodnotu společnosti KASKO spol. s r.o. Aby se ocenění blížilo co nejvíce reálné hodnotě podniku, je potřeba mít dostatek jak teoretických, tak i praktických znalostí. Klíčovým faktorem je kvalita informací, které jsou pro ocenění použity, jejich analýza a následná syntéza. Důležité je také zvolit metodu, kterou při ocenění aplikujeme. Mezi nejrozšířenější v České republice patří výnosové metody. Dále se používají majetkové metody a metody založené na tržním porovnávání.

První část práce obsahuje teoretické poznatky, které slouží jako podklad pro praktickou část. V této části jsou vysvětleny základní pojmy související s oceněním podniku. Dále je zde popsán postup při samotném ocenění podniku. Poslední část tohoto teoretického oddílu se věnuje popisu jednotlivých metod oceňování, zejména výnosovým.

Praktická část je zaměřena nejdříve na popis společnosti KASKO spol. s r.o. Dále vypracuji strategickou analýzu, která obsahuje analýzu mikroprostředí a makroprostředí, charakteristiku odvětví a prognózu tržeb. Další dílčí částí je finanční analýza, která slouží k získání informací o finančním zdraví podniku.

V projektové části sestavím finanční plán podniku na pětileté období 2013 až 2017 za pomoci programu Stratex R. V další části práce ocením společnost KASKO spol. s r.o. k 1.1.2013 pomocí výnosových metod oceňování. Nejdříve bude určena diskontní míra v podobě nákladů na vlastní a cizí kapitál a poté dojde k samotnému ocenění. Pomocí programu Evalent ocením firmu výnosovými metodami, a to metodou diskontovaných cash flow a metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

Na závěr této práce provedu syntézu výsledků a to tak, že použiji metodu váženého průměru, kdy jednotlivým metodám přidělím váhu dle jejich důležitosti. Výpočtem tohoto průměru dostanu výslednou hodnotu společnosti KASKO spol. s r.o.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Před samotným postupem ocenění podniku je nutné mít představu o tom, co oceňujeme a co by mělo být výsledkem. Proto je důležité si nejdříve definovat pojem podnik, a jaké hodnoty podniku rozeznáváme.

1.1 Definice podniku jako předmětu ocenění

Pojem podnik je v literatuře vymezen různě. Největší význam pro oceňovatele má definice, která je uvedena v obchodním zákoníku v § 5¹ a vymezuje podnik jako: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ (Mařík, 2011, s. 15)

Mařík (2011) dále uvádí, že definice podniku by měla také zachycovat skutečnost, že nezbytnou součástí podnikání je využívání závazků všeho druhu. Proto jestliže oceňujeme podnik, tak je důležité brát rozsah těchto závazků v úvahu. Dále uvádí, že podnik není „hromada věcí“, ale jak říká zákon, „věc hromadná“ a proto je nutno na podnik pohlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek.

1.2 Hladiny hodnoty podniku

Kislingerová (2001) uvádí, že účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty a zabývá se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Dále uvádí, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Z předcházející věty tedy vyplývá, že neexistuje jediné, obecně platné a „správné“ univerzální ocenění. Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách:

- **Hodnota brutto-** jedná se o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednoty (entity) a zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele
- **Hodnota netto-** jedná se o ocenění na úrovni vlastníků podniku a v principu se oceňuje vlastní kapitál.

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

1.3 Kategorie hodnoty podniku

Kategorie hodnoty podniku plynou z následujících praktických otázek:

- a) Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce na trhu. Jaké je tržní ocenění?
- b) Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního zájemce?
- c) Jakou hodnotu lze považovat za nejméně diskutabilní? (Mařík, 2011, s. 21)

Z předchozích otázek se postupně vyvinuly čtyři základní hodnoty k oceňování podniku:

1. Tržní hodnota
2. Subjektivní hodnota
3. Objektivizovaná hodnota
4. Kolínská škola (Mařík, 2011, s. 22)

1.3.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota se snaží najít odpověď na otázku: Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu? Tato otázka vychází z předpokladu, že na trhu s podniky existuje více kupujících a více prodávajících a vytvářejí se tak podmínky pro vznik tržní ceny. (Mařík, 2011, s. 22)

Dále Mařík (2011) uvádí definici tržní hodnoty jako: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“

Tržní hodnota je hodnota aktiva bez ohledu na náklady prodeje nebo koupě a bez započítání souvisejících daní. Dále tržní hodnota obsahuje předpoklad nejlepšího možného využití, které je v mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako: „*Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.*“ Tržní hodnota pracuje s cenou sjednanou na volném konkurenčním trhu. Oceňování na trhu jsou založena na informacích týkajících se srovnatelných majetků. Dále musí oceňovatel provést adekvátní a relevantní průzkum trhu. (Mařík, 2011, s. 24)

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění při:

- uvádění podniku na burzu,

- prodeji podniku, kdy není zatím znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat. (Mařík, 2011, s. 34)

1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní metoda ocenění odpovídá na druhou otázku: Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního zájemce? Tato hodnota je určena očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka apod. (Mařík, 2011, s. 26)

Základní charakteristiky dle Maříka (2011) jsou následující:

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investora investovat.

Subjektivní přístup je vhodný zejména v těchto situacích:

- koupě a prodej podniku,
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. (Mařík, 2011, s. 34)

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota je odpovědí na otázku: Jakou hodnotu lze považovat za nejméně diskutabilní? Podle běžných názorů by tato hodnota měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Objektivizovaná hodnota se obvykle používá v metodě kapitalizovaných čistých výnosů. (Mařík, 2011, s. 28)

Objektivizované ocenění je vhodné tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav:

- při poskytování úvěrů,
- při zjišťování současné reálné bonity podniku. (Mařík, 2011, s. 34)

1.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl přizpůsobovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování:

- a) Funkce poradenská- tato funkce je považována za nejdůležitější a poskytuje kupním stranám informace o maximální ceně, kterou může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal a informace o minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.
- b) Funkce rozhodčí- v této funkci se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele.
- c) Funkce argumentační- v této funkci hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání.
- d) Funkce daňová- cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.
- e) Funkce komunikační- cílem je poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami. (Mařík, 2011, s. 30-31)

1.4 Důvody pro ocenění podniku

Podniky oceňujeme na základě různých podnikatelských potřeb, jako je na příklad koupě a prodej podniku, fúze, vklady vlastního nebo cizího kapitálu, nepeněžní vklady nebo vstup podniku na burzu. (Krabec, 2009, s. 214)

Z důvodu velkého množství podnětů je vhodné tyto podněty uspořádat. Rozlišujeme, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nikoliv.

- Ocenění související s vlastnickými změnami:
 - koupě a prodej podniku dle § 476 Obchodního zákoníku,
 - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 Obchodního zákoníku,
 - ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů § 183i Obchodního zákoníku,
 - ocenění v souvislosti s fúzí dle § 73 až 75 Zákona o přeměnách obchodních společností a družstev,
 - ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle § 253 Zákona o přeměnách obchodních společností a družstev, aj.
- Ocenění nesouvisející s vlastnickými změnami:
 - změna právní formy dle Zákona o přeměnách obchodních společností a družstev,
 - zastavení obchodního podílu dle Obchodního zákoníku §117a,
 - ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
 - ocenění v souvislosti se sanací podniku, aj. (Mařík, 2011, s. 35-36)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Čas a riziko se do oceňování promítají prostřednictvím diskontní míry, proto je důležité si tyto dva pojmy definovat.

2.1 Faktor času

Hodnota aktiva je vymezena jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Kromě jejich výše je důležitý okamžik, ke kterému je držitel aktiva získá. Jedná se o tzv. časovou hodnotu peněz. Brigham (2005) ve své knize uvádí, že peníze dnes, jsou lepší než peníze obdržené v budoucnu, protože mohou být investovány. Za tuto investici můžeme získat úrok a nakonec skončíme s více penězi než na začátku. Díky této skutečnosti nemůžeme při zjišťování hodnoty podniku nebo aktiva očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst. Sečíst můžeme až současné hodnoty budoucích příjmů. Jak uvádí Mařík (2011) peněžní částky můžeme přepočítat na současnou hodnotu budoucích příjmů prostřednictvím tří základních metod a to prostřednictvím jednotlivé částky, annuity a perpetuity.

2.2 Faktor rizika

Riziko můžeme chápat jako důsledek nejednoznačnosti budoucího vývoj výnosů hospodářské činnosti. Riziko je tím vyšší, čím se může skutečný výsledek lišit od očekávaného, a to jak v kladném, tak v záporném směru. Míra rizika pak udává velikost rozptylu očekávaných výnosů, respektive směrodatné odchylky těchto výnosů. Pro naše potřeby zúžíme riziko na riziko výsledků hospodaření. Zdroje rizika výsledku hospodaření spatřujeme v první řadě v oblastech:

- a) kvalita managementu a organizační struktury podniku,
- b) síla konkurence na daném trhu,
- c) stupeň diverzifikace,
- d) stupeň pružnosti provozních nákladů ve vztahu ke změnám podnikových výkonů (provozní páka),
- e) zatížení podniku fixními výdaji plynoucími z financování jako jsou úroky, splátky úvěrů, leasingové platby apod. (finanční páka). (Mařík, 2011, s. 41)

2.2.1 Klasifikace rizika

Z pohledu oceňování podniku je podstatné základní rozdělení rizika:

1) Riziko tržní (systematické)

- toto riziko je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí a vlastní tohoto rizika je jeho nemožnost eliminace ze strany podniku; tržní riziko představuje exogenní veličinu, na kterou podnik musí pružně reagovat, měří se koeficientem beta (β), který udává citlivost investice vůči trhu.

2) Riziko specifické (jedinečné)

- toto riziko je spojeno s fungováním podniku a obvykle se dělí na riziko provozní a finanční. (Kislingerová, 2001, s. 105, 117)

• Obchodní riziko

Dle Maříka (2011) je obchodní riziko stanoveno v závislosti na proměnlivosti čistých výnosů, která je způsobena především:

- Proměnlivostí prodeje - prodejní riziko,

vyplývající z možnosti, že očekávaný zisk nebude dosažen (nebo bude překročen) v důsledku vývoje situace na trhu. Toto riziko můžeme měřit pomocí variability čistých tržeb.

- Úrovní fixních nákladů - provozní riziko,

kteřá udává stupeň provozní páky. Provozní riziko je dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních aktivech.

$$\text{Provozní riziko} = \text{stupeň provozní páky} = \frac{\% \text{ změna provozního zisku}}{\% \text{ změna prodeje}} \quad (1)$$

• Finanční riziko

Finanční riziko je do značné míry závislé na velikosti fixních finančních nákladů. Tyto náklady jsou tvořeny především nákladovými úroky, leasingovými splátkami, dividendy z prioritních akcií apod. Finanční riziko se měří nejčastěji stupněm provozní páky:

$$\text{Finanční riziko} = \text{stupeň finanční páky} = \frac{\% \text{ změna VH z běžné činnosti}}{\% \text{ změna provozního VH}} \quad (2)$$

• Celkové podnikatelské riziko,

podle Kislingerové (2001) lze celkové specifické riziko vyjádřit jako součin provozního a finančního rizika:

$$\text{Celkové specifické riziko} = \text{provozní riziko} \times \text{finanční riziko} \quad (3)$$

2.3 Diskontní míra

Diskontní míra je nástroj, podle kterého se do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika. Je to míra výnosnosti užívaná pro přepočet peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky. Také je to míra výnosnosti očekávaná investorem při nabytí peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat. (Mařík, 2011, s. 47)

Diskontní míra a riziko

Investice ve formě koupě podniku je však většinou spojena s rizikem. Hlavní problém spočívá v otázce, jak se vypořádat s oceněním rizika. Nabízí se nám dvě možnosti:

1. pracovat s rizikovou přírážkou k tzv. bezrizikové úrokové míře,
2. použít jistotní ekvivalent výnosů). (Mařík, 2011, s. 49-50)

Diskontní míra a účel ocenění

Volba metody pro kalkulaci diskontní míry by neměla být ponechána jen na úvaze oceňovatele. Platí, že postup kalkulace by měl záviset na kategorii hodnoty, kterou chceme zjišťovat, a také na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno.

Kategorie hodnoty:

- 1) tržní hodnota- při kalkulaci se využívají tržní data a tomu odpovídající metody,
- 2) investiční hodnota- primárně se vychází z konkrétní situace daného investora, především pak z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu,
- 3) objektivizované ocenění- takový odhad diskontní míry, který bude co nejvíce podložen běžně dostupnými daty nebo bude vycházet z obecně přijímaných uzancí.

Povaha investorů:

- 1) veřejná společnost- její akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu; zde se pak můžeme omezit jen na systematické riziko,
- 2) soukromá společnost- akcie nejsou obchodovány nebo se jedná o jinou než akciovou společnost; jedná se o systematické i specifické riziko. (Mařík, 2011, s. 50-51)

3 ZÁKLADNÍ POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Oceňování podniku je velmi náročný úkol, v rámci kterého se řeší celá řada problémů dříve, než dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku. Jedním z klíčových problémů ihned na začátku práce je vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Cíl práce se potom stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se pak následně pracuje. (Kislingrová, 2001, s. 25)

3.1 Sběr vstupních dat

Pro účely ocenění musíme pracovat jen relevantními vstupními informacemi. Pro sběr vstupních informací je východiskem účel ocenění a hledaná kategorie hodnoty. Další informace, které budeme potřebovat, můžeme rozdělit do následujících skupin:

- 1) Základní data o podniku- data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání (CZ-NACE), informace o rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura podniku, informace o historii podniku.
- 2) Ekonomická data- účetní výkazy za posledních 3-5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů, existující podnikové plány.
- 3) Relevantní trh- vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu.
- 4) Konkurenční struktura relevantního trhu- hlavní přímí konkurenti a data o nich, možné substituty, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.
- 5) Odbyt a marketing- data o struktuře odbytu v časových řadách (výrobky, odběratelé, území), hlavní produkty (jejich hodnocení a srovnání s konkurencí), ceny, obytové cesty, reklama, výzkum a vývoj.
- 6) Výroba a dodavatelé- řízení kvality, charakter výroby, technologie, kapacita výroby, dodavatelé.
- 7) Pracovníci- struktura pracovníků, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace, produktivita práce, personální náklady. (Mařík, 2011, s. 54-56)

3.2 Strategická analýza

I když strategická analýza hraje významnou roli v celém oceňovacím procesu, v praxi ji doposud není věnována odpovídající pozornost. Hlavní funkcí strategické analýzy je vy-

mezi celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Tento potenciál je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál můžeme označit jako šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Analýza vnitřního potenciálu zjišťuje do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Souhrnným vyjádřením vnitřního potenciálu je pak přehled jeho silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda má podnik podstatnou konkurenční výhodu. Důležitou součástí analýzy vnitřního potenciálu je tedy analýza konkurence oceňovaného podniku. Strategická analýza by měla obsahovat konkrétní výsledky a to alespoň odpovědi na tyto tři otázky:

1. Jaké jsou dlouhodobé perspektivy oceňovaného podniku do budoucna?
2. Jaký vývoj trhu, konkurence v první řadě vývoj podnikových tržeb očekávat v souvislosti s odpovědí na první otázku?
3. Jaká rizika jsou s oceňovaným podnikem spojena?

U odpovědi na první otázku odhadci často téměř automaticky pracují s předpokladem trvalého pokračování podniku (going concern). Tento předpoklad nemůžeme přijmout automaticky, ale musíme ho doložit. Odpověď na první otázku můžeme standardizovat, například:

1. Zdravý podnik- zde je předpoklad going concern.
2. Slabší podnik, který může přežít, avšak se značnými riziky.
3. Nemocný podnik, jehož rizika jsou velmi vysoká a životnost je omezená (cca 3-10 let).
4. Akutně ohrožený podnik, který je nejvhodnější ocenit likvidační hodnotou.

U podniků ve stavu (1) až (3), tj. u podniků, u kterých můžeme předpokládat alespoň nějakou budoucnost, považujeme za vhodné zodpovědět i druhou otázku. Dlouhodobá prognóza tržeb oceňovaného podniku je jedním z nejdůležitějších prvků ocenění a měla by jí být věnována zvláštní pozornost. Při hledání odpovědi na první dvě otázky vyplyne vymezení rizik, které jsou spojeny s podnikem a výše jejich intenzity. (Mařík, 2011, s. 56-58)

3.2.1 Postup strategické analýzy

Při zpracování strategické analýzy můžeme postupovat podle následujících kroků:

1. Relevantní trh a jeho prognóza
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (Mařík, 2011, s. 58)

Relevantní trh a jeho prognóza

Výchozím krokem strategické analýzy by mělo být vymezení trhu, který je příslušný pro oceňovaný podnik. Volba relevantního trhu by měla umožnit získání základních dat o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu.

- a) Základní data o trhu- odhad velikosti relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách, vývoj trhu v čase, případná segmentace trhu.
- b) Analýza atraktivity trhu- tato analýza by měla přispět k lepšímu poznání příležitostí a rizik spojených s daným trhem a poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.
- c) Prognóza vývoje trhu- navazuje na analýzu atraktivity trhu jako celku a případně jeho hlavních segmentů, postup při prognóze se musí modifikovat podle typu oceňování (subjektivní, objektivizované, tržní). (Mařík, 2011, s. 59-68)

Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Analýza konkurenční síly si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Mařík (2011) doporučuje postup rozdělit do následujících kroků:

- a) Stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku- stanovení na úrovni fyzických jednotek, tak i na úrovni korunového vyjádření a sestavení vývojové řady tržních podílů.
- b) Identifikace konkurentů- identifikace konkurentů a následné shromáždění všech relevantních údajů o jejich hospodaření. Dále určíme (odhadneme) relativní tržní podíly, tj. relace mezi tržním podílem oceňovaného podniku a hlavních konkurentů.
- c) Analýza vnitřního potenciálu oceňovaného podniku a analýza hlavních faktorů jeho konkurenční síly- tato analýza se snaží odpovědět na otázky, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Dále tato analýza hodnotí konkurenční sílu oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům. V této části strategické analýzy se také odhaduje, v jaké fázi životního cyklu se firma nachází, a určují se faktory, které ovlivňují tržní podíl. Faktory se dělí na přímé (např. kvalita, ceny, dostupnost) a na nepřímé (např. kvalita managementu, výkonný personál).
- d) Prognóza tržních podílů.

Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognózu tržeb bychom měli vyvodit z již vypracované analýzy relevantního trhu a jeho prognózy a z analýzy konkurence a vnitřního potenciálu podniku. Pro hodnocení perspektivnosti podniku vycházíme z vypracování „bostonské“ matice, která vyjadřuje vzájemný vztah atraktivnosti trhu a konkurenční síly. Dále můžeme vytvořit vlastní prognózu růstu tržeb. (Mařík, 2011, s. 93, 94)

3.3 Analýza finančního zdraví podniku

Analýza finančního zdraví podniku nám podává informaci o tom, v jakém stavu se podnik nachází k okamžiku ocenění a co lze očekávat v budoucnosti. Tuto informaci nám poskytuje finanční analýza. V kontextu s dalšími informacemi finanční analýza slouží jako jedno z východisek pro posouzení rizika, zvláště pro posouzení finančního a provozního rizika, které hraje podstatnou roli při stanovení diskontní míry v jednotlivých modelech pro výpočet tržní hodnoty podniku. (Kislingerová, 2001, s. 39)

Mařík (2011) uvádí, že by finanční analýza měla plnit dvě základní funkce:

1. přezkoumat finanční zdraví podniku,
2. vytvořit základ pro finanční plán.

U první funkce hledáme odpověď na otázku, jaká je finanční situace podniku k datu ocenění, jaký byl její historický vývoj a co lze očekávat pro nejbližší budoucnost. Druhá funkce považuje finanční analýzu za nástroj, pomocí kterého můžeme z minulého vývoje získat co nejvíce poznatků pro plánování hlavních finančních veličin. (Mařík, 2011, s. 96)

Z finanční analýzy je potřeba vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění zejména v těchto směrech:

- závěry z finančního hlediska doplní předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy,
- závěry dále doplní podklady pro stanovení rizika podniku. (Mařík, 2011, s. 96)

3.3.1 Úplnost a správnost vstupních dat

Důležitá je zde odpověď na otázku, do jaké míry jsou údaje uvedené v účetních výkazech úplná a správná. Oceňovatel se většinou při ocenění spoléhá na závěry auditora. Jestliže nejsou tyto závěry dostupné, tak si oceňovatel musí orientačně prověřit stav účetnictví sám, nebo tímto úkolem pověřit kvalifikovaného spolupracovníka. (Mařík, 2011, s. 97)

3.3.2 Analýza základních účetních výkazů

Finanční analýza vychází z informací, které jsou uvedeny v účetní závěrce oceňovaného podniku. Účetní závěrka je tvořena rozvahou, výkazem zisků a ztrát a přílohou. (Kislingerová, 2001, s. 40)

Rozvaha

Účetní výkaz rozvaha podává písemný přehled o majetku podniku a jeho zdrojích k určitému datu. Z pohledu finanční analýzy je nejdůležitějším zdrojem informací. Tento výkaz zachycuje majetkovou a zdrojovou strukturu podniku. Rozvaha je rozdělena na část aktiv, která představuje majetek, kterým podnik disponuje a na část pasiv, které představují zdroje kapitálu, ze kterých byly jednotlivé majetkové části pořízeny. Z rozvahy tedy můžeme činit závěry ve vztahu k finančnímu zdraví podniku. (Kislingerová, 2001, s. 45)

Výkaz zisků a ztrát

Účetní výkaz zisků a ztrát je tvořen rozdílem výnosů a nákladů, tj. výsledek hospodaření. Tento výkaz vyjadřuje, jak byl podnik úspěšný z hlediska využívání majetku a zdrojů. (Kislingerová, 2001, s. 59)

Příloha

Příloha tvoří podstatnou součást účetní závěrky. Je důležitá pro plné porozumění výsledků podniku a při případném srovnání s jinými podniky, kde jde o vyjádření odlišnosti v používaných účetních postupech. Součástí přílohy je přehled o peněžních tocích tzv. výkaz cash flow, ve kterém jsou zachyceny příjmy a výdaje. (Kislingerová, 2001, s. 40, 61)

3.3.3 Analýza absolutních ukazatelů

Horizontální analýza

Horizontální analýza je vhodný způsob jak kvantifikovat meziroční změny. Touto analýzou zjistíme, o kolik procent se jednotlivé položky bilance změnily, oproti minulému roku, popř. o kolik se jednotlivé položky změnily v absolutních číslech. (Kislingerová a Hnilica, 2008, s. 9)

Vertikální analýza

Tato analýza je založena na tom, že se na jednotlivé položky finančních výkazů pohlíží v relaci k nějaké veličině. (Kislingerová a Hnilica, 2008, s. 9)

3.3.4 Analýza poměrových ukazatelů

Podle Pavelkové a Knápkové (2009) je analýza poměrových ukazatelů jednou z nejoblíbenějších metod, protože umožňuje získat rychlou představu o základních finančních charakteristikách podniku.

- **Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability jsou měřítkem míry zisku a představují relativní ukazatele. Tyto ukazatele je možné použít pro srovnání v čase i pro mezipodnikové srovnávání. Jedná se o ukazatele rentability tržeb, aktiv a vlastního kapitálu.

- **Ukazatele zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, které podnik podstupuje při jím zvolené struktuře vlastního a cizího kapitálu. Správně zvolená finanční struktura by měla pozitivně ovlivňovat rentabilitu a zároveň neohrožovat likviditu podniku. Jedná se o ukazatele celkové zadluženosti, míru zadluženosti, úrokového krytí a doby splácení dluhů.

- **Ukazatele likvidity**

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku hradit své závazky. Jedná se o ukazatele běžné likvidity, pohotové likvidity a okamžité likvidity.

- **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity umožňují podniku měřit schopnost využití vložených prostředků. Jedná se o ukazatele obratu aktiv, doby obratu zásob, doby obratu pohledávek a závazků.

- **Ukazatele kapitálového trhu**

Ukazatele kapitálového trhu kombinují jako jediná skupina ukazatelů účetní výdaje podniku ze současnosti s očekáváním investorů v budoucnosti. Tržní cena podniku je pak odrazem názoru investorů na budoucnost podniku. Jedná se o ukazatele P/E ratio a ukazatele P/BV.

Ve finanční analýze můžeme vypočítat mnoho dalších ukazatelů. V souvislosti s rentabilitou je možné zkoumat ukazatele jako je produktivita práce, nákladovost, podíl přidané hodnoty na aktivech atp. Dále se můžeme věnovat souhrnným ukazatelům, kam patří Z-skóre (Altmanův model) a Indexy IN a také třeba soustavám poměrových ukazatelů např. DuPontův rozklad. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 37-41)

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Při oceňování vycházíme z předpokladu, že podnik má pouze jedno podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pokud má podnik více podnikatelských aktivit, pak by měl být oceňován jako souhrn podnikatelských jednotek a každá jednotka by měla být oceňována zvlášť. Podnik potřebuje pro své podnikatelské zaměření aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva, která jsou nezbytná pro základní činnost podniku, se nazývají jako aktiva provozně nutná nebo aktiva provozně potřebná. Všechna ostatní aktiva jsou pak označena jako provozně nenutná nebo neprovozní. (Mařík, 2011, s. 118)

U většiny metod používané pro oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to jen trochu možné, tak by mělo dojít k rozdělení aktiv na potřebná a nepotřebná. Podle Maříka (2001, s. 119) jsou důvody tohoto rozdělení následující:

- část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy (např. nevyužité pozemky)
- vyčlenění se aktiva, která nesouvisí s provozem a to i v případě, že nějaké příjmy do podniku přinášejí, protože s těmito aktivy jsou spojena jiná rizika než od aktiv, která se využívají k hlavnímu provozu,
- k ocenění obou skupin aktiv se používají různé metody ocenění.

3.4.1 Nejčastější provozně nepotřebná aktiva

Krátkodobý finanční majetek

- Jedná se o krátkodobé cenné papíry nebo podíly, které mají charakter strategické rezervy, pak se nejedná o provozně nutné aktivum a musí se odečíst.
- Každý podnik musí k zajištění svého provozu udržovat úroveň peněžních prostředků v určité výši. Některé podniky, ale udržují stavy vyšší, než je z hlediska provozu nutné. Proto se tato položka musí přezkoumat a případný přebytek odečíst. Peněžní prostředky by měly být v podniku ve výši okolo 20 % krátkodobého cizího kapitálu. (Mařík, 2011, s. 121)

Dlouhodobý finanční majetek

- Jestliže mají investice portfoliový charakter a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku, pak se měly z provozně nutných aktiv vyčlenit.

- Pokud nejsou k dispozici informace o charakteru finančních investic, pak je doporučeno tyto investice do provozně nutných aktiv nezahrnovat. (Mařík, 2011, s. 122)

Ostatní provozně nepotřebná aktiva

- Nemovitosti, které neslouží k základní činnosti podniku (služební byty).
- Pohledávky nesouvisející se základní činností podniku.
- Majetek, který je málo provozně využitelný (nepotřebné zásoby).
- Součástí nepotřebného majetku je i majetek, který se svou povahou řadí mezi provozně potřebný, ale podnik jím disponuje v nadbytečném množství. (Mařík, 2011, s. 122)

3.4.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál vyjadřuje kapitál, který byl investován do provozně nutných aktiv. Pro jeho výpočet se vychází z účetní rozvahy. Jedná se o bilanční sumu, která je upravena:

- z celkových aktiv jsou vyřazena nepotřebná aktiva,
- oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých nemůžeme přímo vyčíslit jejich náklady.

Provozně nutný investovaný kapitál získáme jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 122- 123)

3.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pokud jsou v podniku aktiva, která nesouvisí s hlavním předmětem činnosti podniku, tak se musí zjistit, zda s nimi nejsou spojené nějaké náklady nebo výnosy vykazované v rámci výsledovek. Pokud tomu tak je, je potřeba tyto položky vyloučit z výsledků hospodaření. Z praktického hlediska je nejvýhodnější použít provozní výsledek hospodaření, nikoliv výsledek hospodaření za účetní období. Mezi nejčastější položky, které je třeba z provozního výsledku vyloučit, patří:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu,
- odpisy majetku, které neslouží k hlavnímu podnikání,
- další významné náklady, které jsou spojené s provozním majetkem.

Dále se k provoznímu výsledku hospodaření musí přidat finanční výnosy a náklady spojené s provozními aktivy:

- výnosy z cenných papírů zařazené v provozně potřebném majetku,
- finanční náklady související s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně potřebný. (Mařík, 2011, s. 123)

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty vyjadřují soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Je potřeba se soustředit pouze na veličiny, které hodnotu rozhodujícím způsobem ovlivňují. Pomocí analýzy generátorů hodnoty získáme bližší pohled na minulost podniku, protože pomocí této analýzy zjistíme, jestli podnik tvoří hodnotu nebo ne a které faktory tuto skutečnost ovlivňují. Prognóza generátorů hodnoty by měla tvořit kostru finančního plánu. Finanční plán by pak měl být pouze rozvedením generátorů hodnoty. (Mařík, 2011, s. 125-126)

Mezi základní generátory hodnoty patří:

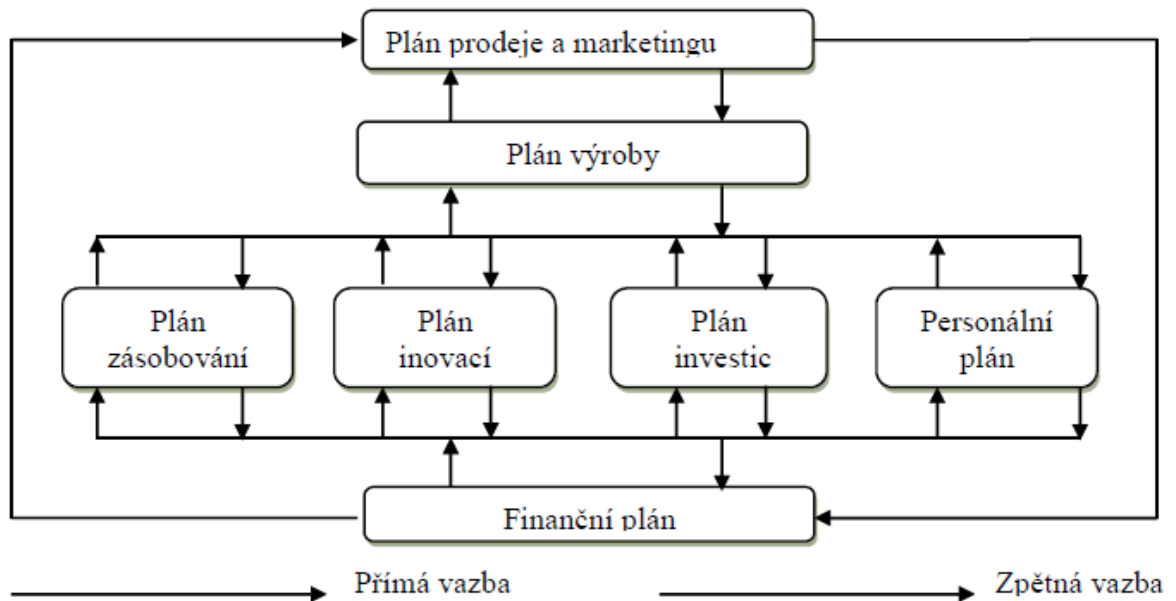
1. tržby a jejich růst,
2. marže provozního zisku,
3. investice do pracovního kapitálu,
4. investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
5. diskontní míra,
6. způsob financování,
7. doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku. (Mařík, 2011, s. 125-126)

3.6 Sestavení finančního plánu

Kompletní sestavení finančního plánu je nutné při ocenění podniku pomocí výnosových metod. Finanční plán je běžně součástí podnikového plánu, jeho vyústěním a syntézou. Podnikový plán by měl vycházet z vize a strategie podniku. Je tvořen soustavou plánů:

- plán prodeje,
- plán produkce,
- plán kapacit,
- plán pracovních sil,

- plán provozního výsledku hospodaření,
- plán daní a podílů na zisku,
- plán provozního peněžního toku,
- celkový peněžní tok z plánu provozních peněžních toků a plánu investic,
- plánovaná rozvaha. (Mařík, 2011, s. 149-150)



Obrázek 1: Struktura strategického plánu (zdroj: Fotr, 1999, s. 22)

Oceňovatel není schopen sestavit plán zcela sám, proto by se měl vyvarovat automatickému přebírání plánů od managementu v případě, že cílem ocenění je zjištění tržní nebo objektivizované hodnoty. (Mařík, 2011, s. 150)

Přebírání je přípustné pouze u investičního ocenění. Pro sestavení kompletních účetních výkazů musí generátory hodnoty doplnit o:

1. plán financování (splátky úvěrů, nové úvěry, navýšení vlastního kapitálu),
 2. jiné méně významné položky (výnosy, náklady, závazky)
 3. položky nesouvisející s hlavní činností podniku (např. plán odprodeje nepotřebného majetku),
 4. výplaty dividend nebo podílů na zisku,
 5. formální dopočty všech položek pro kompletní sestavní finančních výkazů.
- (Mařík, 2011, s. 150-151)

4 METODY OCENĚNÍ PODNIKU

V této části diplomové práce se budu zabývat jednotlivými metodami oceňování podniku. První část věnuji výnosovým metodám, další částí bude popis majetkových metod a nakonec popíšu metody tržního porovnávání. Největší pozornost budu věnovat výnosovým metodám, protože se jimi budu zabývat také v praktické části práce. (Mařík, 1998, s. 19)

Na následujícím obrázku můžeme vidět přehled metod pro oceňování podniku.

4.1 Výnosové metody oceňování

Výnosové metody vycházejí z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tento užitek může být například zisk, dividendy, finanční toky. Hodnota u těchto metod je dána definicí budoucích výnosů, volbou časového horizontu a stanovením nákladů kapitálu. Mezi výnosové metody oceňování patří metoda diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash Flow) a metoda kapitalizovaných zisků. (Dluhošová, 2010, s. 175)

4.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Dluhošová (2010) uvádí, že metody diskontovaných peněžních toků jsou založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Na základě toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál, a podle toho jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu, lze rozlišit čtyři základní metody oceňování podniku:

- **metoda DCF- Entity,**

tato metoda oceňuje celkový kapitál, volný peněžní tok je pro vlastníky i věřitele (FCFF) diskontován nákladem celkového kapitálu WACC, cílem je tržní ocenění celkového kapitálu podniku,

- **metoda DCF- Equity,**

tato metoda oceňuje pouze vlastní kapitál, volný peněžní tok je pouze pro vlastníky podniku (FCFE) diskontován nákladem vlastního kapitálu.

- **metoda DDM (Dividend Discount Model),**

dle Damodarana (2011) je peněžní tok vyjádřen pomocí dividendy, tato metoda oceňuje vlastní kapitál a jedná se o modifikovaný model DCF, kde se místo FCF používají dividendy,

- **metoda APV (Adjusted Present Value),**

tato metoda slouží k oceňování celkového kapitálu, finanční toky tvoří nezadlužené firmy a tyto toky jsou pak diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy.

Metody diskontovaných peněžních toků DCF patří v současnosti k metodám, které mají největší využití zejména v anglosaských zemích. V procesu oceňování se tato metoda stále víc využívá i u českých podniků. (Dluhošová, 2010, s. 175-177)

Investovaný kapitál

Investovaný kapitál je důležitá veličina pro výpočet diskontovaných peněžních toků. Pro výpočet investovaného kapitálu použijeme rozvahu, kterou musíme upravit ve dvou směrech:

- první úprava vychází z potřeby určit náklady na tento investovaný kapitál,
- druhá úprava vychází z rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

Provozně nutný investovaný kapitál je složen z provozně nutného dlouhodobého majetku a z provozně nutného pracovního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 165-166,169)

Free Cash Flow (FCF)

Metoda DCF je založena na tom, že diskontováním budoucí časové řady peněžních toků získáme ocenění investovaného kapitálu. Základem je produkce peněz v podniku, tedy provozní peněžní tok. Dále je potřeba odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow (Free Cash Flow). (Mařík, 2011, s. 166,170)

I. Metoda DCF entity

U metody DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici:

- vlastníkům (akcionářům), především na dividendy,
- věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků.

Proto se u pro metodu DCF entity používá označení peněžní toky do firmy (FCFF= free cash to firm), nebo označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele. (Mařík, 2011, s. 170)

Postup pro výpočet FCFF můžeme vidět v následující tabulce.

Tabulka 1: Schéma výpočtu volného peněžního toku metodou DCF entity

(zdroj: Mařík, 2011, s. 170)

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

Pro výpočet peněžních toků můžeme použít 3 základní modely, jejichž přehled můžeme vidět na následujícím obrázku.

1. Model pro stabilní růst

V tomto modelu předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. (Mařík, 2011, s. 178)

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} \quad (4)$$

kde:

FCFF_t = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku

2. Dvoufázová metoda

V praxi se tato metoda používá nejčastěji. Je založena na představě, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které oceňovatel vypracuje prognózu

volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku v druhé fázi je označována jako pokračující hodnota. (Mařík, 2011, s. 178)

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

kde:

T	= délka první fáze v letech
PH	= pokračující hodnota
i_k	= kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Pro výpočet pokračující hodnoty můžeme použít dva vzorce:

a) Gordonův vzorec

Pro tento výpočet se předpokládá doba trvání první fáze v rozpětí 4 až 14 let. V druhé fázi se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Současná hodnota této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků představuje pokračující hodnotu. Gordonův vzorec je běžně používán k oceňování akcií na základě dividend. (Mařík, 2011, s. 183)

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (6)$$

kde:

T	= poslední rok prognózovaného období
i_k	= průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra
g	= předpokládané tempo růstu FCFF během celé druhé fáze
FCFF	= volný peněžní tok firmy

Aby byl vzorec platný, musí být dodržena podmínka $i_k > g$.

b) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Parametrický vzorec pracuje s dvěma základními faktory (generátory) hodnoty. Prvním faktorem je tempo růstu korigovaných výsledků hospodaření (KPVH) snížených o uprave-

né daně a druhým faktorem je očekávaná rentabilita nových (čistých investic). (Mařík, 2011, s. 186-187)

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} \quad (7)$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
v prvním roce po uplynutí období prognózy

$\frac{g}{r_1}$ = míra investic

3. Třífázová metoda

U metody DCF se můžeme setkat také s rozdělením budoucího vývoje na tři části. Jedná se o fázi rychlého růstu, kdy se sestavují kompletní finanční plány. Druhá je fáze přechodní (rychlý růst se zpomaluje) a FCF odhadujeme jen pomocí ročního tempa růstu. A poslední fází je období stability, kdy pokračující hodnotu počítáme jako perpetuitu, případně nekonečnou řadu volných peněžních toků rostoucích stabilizovaným tempem, stejně jako u dvoufázové metody. (Mařík, 2011, s. 200)

$$H_n = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \times (i_k - g)} \quad (8)$$

kde:

FCF = volný peněžní tok

i_k = diskontní (kalkulovaná) úroková míra

g = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi

$T1$ = počet let rychlého růstu

$T2$ = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu

H_n = hodnota netto (tj. hodnota vlastního kapitálu)

II. Metoda DCF equity

Metoda DCF equity se od metody DCF entity odlišuje způsobem výpočtu volných peněžních toků, použitou diskontní mírou a výsledkem, který získáme diskontováním volných peněžních toků. Metodou DCF equity vyčíslíme hodnotu vlastního kapitálu na základě

volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE). Postup pro výpočet FCFE můžeme vidět v následující tabulce. (Mařík, 2011, s. 205)

Tabulka 2: Schéma výpočtu volného peněžního toku metodou DCF equity

(zdroj: Mařík, 2011, s. 205)

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

1. Jednofázový model

$$H_n = \frac{FCFE_1}{i_k - g_n} \quad (9)$$

kde:

$FCFE_1$ = očekávaný FCFE pro příští rok

i_k = diskontní míra (náklady vlastního kapitálu)

g_n = míra růstu FCFE do nekonečna

2. Dvoufázový model

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(i_k - g)} * \frac{1}{(1 + i_k)^T} \quad (10)$$

kde:

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku

g = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu

budoucích let. (Mařík, 2011, s. 205-206)

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (kapitalizovaných zisků) je postup vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty. Jedná se o metodu netto (nebo equity), tj. výnosovou hodnotu počítáme pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy hodnota vlastního kapitálu. Důležitým prvkem v této metodě je tzv. trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk, který je podroben řadě korekcí, například:

- úpravě odpisů o reálné opotřebení,
- vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru,
- vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisejí s hlavní činností podniku,
- průměrování nepravidelných výnosů,
- vyloučení skrytých rezerv,
- úpravě metodické změny aj. (Dluhošová, 2010, s. 178; Mařík, 2011, s. 257)

Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů obsahuje:

- analýzu a úpravu dosavadních výsledků podniku,
- prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů,
- odhad kalkulované úrokové míry
- vlastní propočet analytickou nebo paušální metodou. (Mařík, 2011, s. 263)

a) Analytická metoda

Analytická metoda je takový postup, kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených a o vliv financování. Při získávání vstupních dat musíme rozlišovat, jestli jde o subjektivní nebo objektivizované hodnocení. U objektivizovaného ocenění vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Jestliže máme k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů a předpokládáme trvalou existenci podniku, pak můžeme použít výpočet:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (11)$$

kde:

H_n	= hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu
$\check{C}V_t$	= odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
T	= délka období, pro které odhadujeme čistý výnos (tj. délka 1. fáze)
$T\check{C}V$	= trvalá velikost čistého odnímatelného výnosu
i_k	= kalkulovaná úroková míra

(Mařík, 2011, s. 270-271)

b) Paušální metoda

Paušální metoda se používá při výpočtu výnosové hodnoty u podniků s obtížnou prognózou do budoucnosti. Jedná se o ocenění za předpokladu, že podnik bude dosahovat v budoucnosti alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti. Průměrné výnosy za minulost jsou tedy nejlepší dostupnou prognózou do budoucnosti. Trvalý čistý výnos k rozdělení vypočteme jako vážený průměr minulých upravených čistých výnosů z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření. Zásadní je vyloučit z časové řady extrémní výchyly. (Mařík, 2011, s. 271-273)

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (12)$$

kde:

$\check{C}V_t$	= minulé upravené čisté výnosy
q_t	= váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok
K	= počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Po výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu, můžeme určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu podniku.

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (13)$$

kde:

TČV = trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra

Trvale odnímatelný čistý výnos je vyjádřen ve stálých cenách k datu ocenění a kalkulovaná úroková míra je očištěna o inflaci, tedy na úrovni reálné míry. (Mařík, 2011, s. 273)

4.1.3 Kombinované výnosové metody

Kombinované metody se snaží o kombinované ocenění jak majetkové, tak výnosové.

I. Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Metoda střední hodnoty je označována jako „metoda obchodníků a praktiků“ a patří mezi nejpoužívanější metody. Hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. Obě složky jsou považovány za rovnocenné a stejně důležité. (Kislingerová, 2001, s. 237)

Hodnota podniku se vypočte jako průměr substanční (majetkové) hodnoty a hodnoty výnosu. Dále je nutné použít váhy pro jednotlivá odvětví. (Mařík, 2011, s. 278)

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2} \quad (14)$$

kde:

V = výnosová metoda

S = substanční hodnota založená na reprodukčních cenách

x_1, x_2 = zvolené váhy pro obě veličiny

Při výpočtu je nutné si dát pozor na to, jestli se jedná o hodnoty vlastního kapitálu nebo podniku jako celku. Standardní postup vyžaduje použít hodnoty vlastního kapitálu a mělo by platit, že tuto metodu smíme použít, jen když se od sebe výnosová hodnota a substanční hodnota příliš neliší (5-10%). Jestliže je rozdíl příliš velký, je vhodné přihlížet k výnosové hodnotě, která je pro investora do podniku podstatná. (Mařík, 2011, s. 279)

II. Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů udává hodnotu podniku, která se skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Tato hodnota je chápána jako rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Základem této metody je kapitalizovaný mimořádný výnos, který vyjadřuje rozdíl mezi celkovým čistým výnosem (ČV) podniku a čistým vý-

nosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení (i_k) vloženého kapitálu. Metoda pracuje s čistými výnosy pro vlastníky a výsledkem bude tedy přímo ocenění vlastního kapitálu. Také kalkulovaná úroková míry je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 279-280)

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k * S_n}{i_{k2}} \quad (15)$$

kde:

- S_n = substanční hodnota netto
- $\check{C}V$ = celkový čistý výnos
- i_k = kalkulovaná úroková míra (náklady vlastního kapitálu)
- i_{k2} = kalkulovaná úroková míra pro mimořádný výnos (vyšší než i_k)
- $i_k * S_n$ = obvyklý čistý výnos za rok
- $\check{C}V - i_k * S_n$ = mimořádný čistý výnos za rok

4.1.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Model ekonomické přidané hodnoty na rozdíl od modelů DCF nepracuje s cash flow, ale s ukazatelem EVA. Ukazatel EVA odkrývá podniky, které jsou zárukou, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství. EVA je považována za nástroj řízení podniku, který je zaměřen na tvorbu a zvyšování jeho tržní hodnoty. (Kislingerová, 2001, s. 224; Mařík a Maříková, 2005, s. 65)

V prvním kroku vypočítáme hodnotu aktiv, tj. hodnotu pro vlastníky i věřitele. Dále odečteme neoperativní aktiva a nakonec odečteme cizí kapitál, čímž získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky. Postup je znázorněn v Tabulce 3. (Mařík, 2011, s. 295)

Tabulka 3: Schéma výpočtu hodnoty vlastního kapitálu prostřednictvím metody EVA (zdroj: Mařík, 2011, s. 205)

1.	Tržní hodnota operačních aktiv (NOA + MVA)
2.	+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
3.	- Tržní hodnota neúročených závazků
4.	= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Čistá operativní aktiva (NOA) se získají úpravou rozvahy o neoperativní aktiva, neúročený cizí kapitál a o mimořádné položky. Hodnotu přidanou trhem (MVA) můžeme získat jako současnou hodnotu všech budoucích EVA. Pro výpočet volíme dvoufázovou metodu. Druhá fáze bývá počítána jako věčná renta ze stabilních EVA do nekonečna. (Mařík, 2011, s. 286, 296-297)

$$H_n = NOA + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (16)$$

kde:

H_n	= hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)
EVA_t	= EVA v roce t
NOA	= čistá operační aktiva k datu ocenění
T	= počet let explicitně plánovaných EVA
WACC	= průměrné vážené náklady kapitálu
CK_0	= hodnota cizích zdrojů k datu ocenění
A_0	= ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

4.2 Majetkové metody oceňování

Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku, od kterého je pak odečtena suma individuálně oceněných závazků. Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, která se označuje jako substance neboli substanční hodnota. Substanční hodnota by měla zahrnovat všechny položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a od kterých lze očekávat příspěvek k výsledkům hospodaření podniku. Majetkové ocenění můžeme členit podle jakých zásad a předpokladů budeme jednotlivé složky majetku oceňovat. Naším kritériem bude předpoklad další pokračování podniku:

- vycházíme z trvalé existence podniku (going concern) a oceňujeme na principu reprodukčních cen,
- nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku a oceňujeme na principu likvidační hodnoty. (Mařík, 2011, s. 321)

4.2.1 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je zjišťována za předpokladu, že podnik ukončí svou činnost, majetek podniku bude rozprodán, rozdělen, případně zlikvidován a budou splaceny veškeré závazky podniku. Likvidační hodnota je dolní hranicí hodnoty podniku. (Dluhošová, 2010, s. 179, Mařík, 2011, s. 321)

Likvidační hodnotu použijeme zejména v těchto případech:

- u podniků s omezenou životností (např. u těžebních podniků),
- u ztrátových podniků,
- u odhadu dolní hranice ocenění podniku,
- při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku,
- jako měřítko jistoty kapitálu vloženého do podniku,
- u ocenění neprovozního majetku. (Mařík, 2011, s. 323)

4.2.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Majetkovou hodnotu za předpokladu pokračování podniku můžeme rozčlenit v závislosti na přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek. (Mařík, 2011, s. 324)

I. Účetní hodnota na principu historických cen

Na základě této hodnoty jsou aktiva vyjádřena v účetních, tj. historických cenách. Hodnota podniku je dána hodnotou vlastního kapitálu v rozvaze. I když je tento přístup jednoduchý a průkazný, tak se tato metoda používá pouze jako doplňková informace. (Marek et al., 2006, s. 546)

II. Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

U tohoto ocenění se snažíme nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku. Výsledkem je substanční hodnota, kterou můžeme chápat a vyčíslovat různými způsoby. Substanční hodnotu rozlišujeme:

- substanční hodnota brutto- tuto hodnotu získáme, jestliže zjistíme aktuální ceny stejného nebo obdobného majetku, které snížíme o případné opotřebení,
- substanční hodnota netto- tuto hodnotu zjistíme tak, že od substanční hodnoty brutto odečteme dluhy a tím získáme ocenění vlastního kapitálu,

- úplnou substanční hodnotu- u této hodnoty jsme schopni vyčíslit veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně v tom stavu, v jakém se podnik nachází k datu ocenění včetně nehmotných položek,
- neúplnou substanční hodnotu- do výpočtu substanční hodnoty zahrneme pouze samostatně vymežitelný a manipulovatelný majetek (hmotný a nehmotný). (Mařík, 2011, s. 324-325)

III. Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Tuto hodnotu použijeme, jestliže se investor rozhoduje mezi koupí podniku nebo vybudováním nového podniku nebo pokud je známá pravděpodobná úroveň budoucích výnosů. Hodnota podniku je potom dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům. U metody úspory nákladů nedochází k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých složek majetku. Substanční hodnota na principu úspory nákladů je hodnota podniku odvozená z principů:

- vazby k budoucnosti,
- ocenění podniku jako celku,
- subjektivního přístupu. (Mařík, 2011, s. 327-328)

IV. Majetkové ocenění na principu tržních cen

Hodnota podniku je výsledkem ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu je pak stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o závazky. Toto ocenění je vhodné u investičních společností a podniků holdingového typu. Jedná se o podniky, jejichž hlavní činnost spočívá v držbě aktiv, nejčastěji finančních nebo realitních. (Mařík, 2011, s. 329)

4.3 Metody tržního porovnávání

Metody tržního porovnávání jsou běžnému občanovi nejbližší, protože když chce něco prodat tak potřebuje zjistit, kolik za to může požadovat. Jestliže se jedná o běžně obchodovaný statek, tak ocenění nečiní žádné větší potíže. Pokud se ale jedná o statek, který je značně ojedinělý, tak je ocenění obtížné. U podniků rozeznáváme dvě základní situace:

- přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
- ocenění metodou tržního porovnávání. (Mařík, 2011, s. 303)

I. Přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu

Toto ocenění použijeme, jestliže chceme ocenit akciovou společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. Ocenění vychází z tržní ceny akcie. (Mařík, 2011, s. 304)

II. Ocenění metodou tržního porovnávání

Ocenění metodou tržního porovnávání vychází z aktuálních cen akcií oceňovaného podniku. Jestliže potřebujeme ocenit jinou než akciovou společnost nebo společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány, tak použijeme tuto metodu. Tržní hodnotu aktiva tedy odvodíme od tržní hodnoty obdobného aktiva. Tento postup však uplatníme jen tehdy, pokud jsou rozdíly mezi aktivy malé. Metoda tržního porovnávání se uplatňuje v těchto rovinách:

- metoda srovnatelných podniků,
- odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu,
- metoda srovnatelných transakcí,
- metoda odvětvových multiplikátorů. (Mařík, 2011, s. 304-305)

4.4 Závěr k ocenění prostřednictvím jednotlivých metod

Existuje několik doporučení, která umožňují výběr konečného výsledku. Jedná se o:

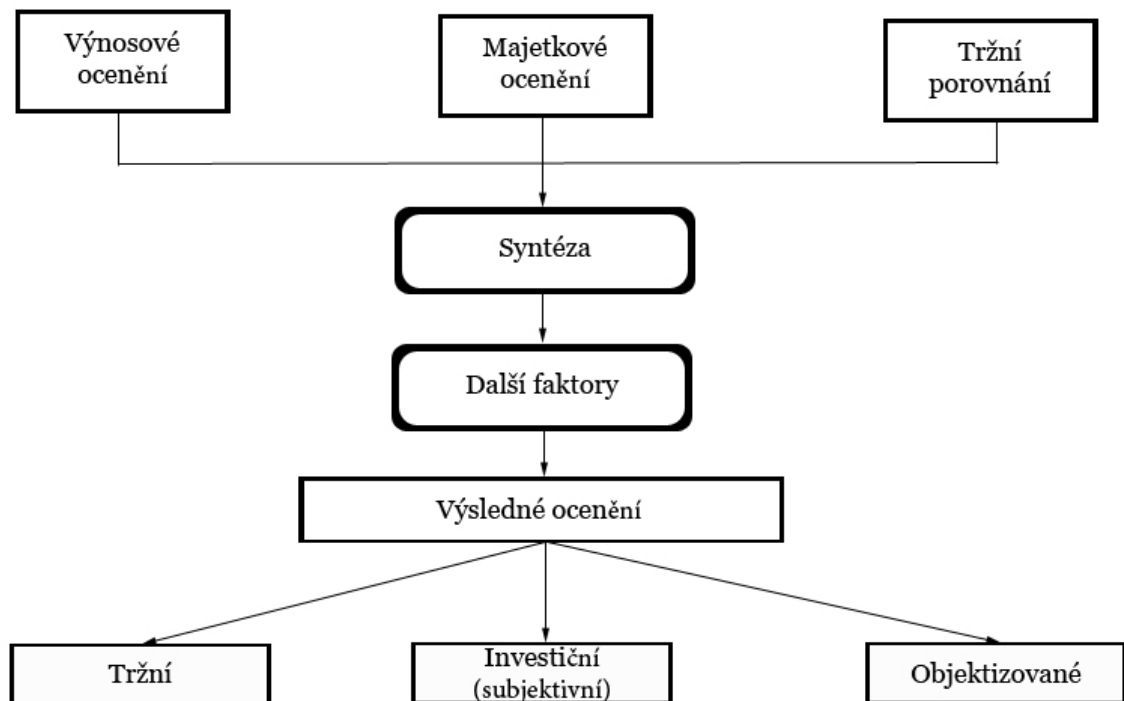
- oceňovatel by měl použít nejméně dvě metody ocenění,
- nedoporučuje se použít výsledek jako mechanicky spočítaný průměr výsledků jednotlivých metod,
- přisoudit každé metodě funkci. (Mařík, 2011, s. 424)

Po shrnutí, můžeme dojít k těmto závěrům:

- jestliže je výnosové ocenění nižší než likvidační hodnota, je třeba podnik ocenit na úrovni likvidační hodnoty,
- **prosperující podnik**
 - výnosová hodnota- nejlépe použít DCF nebo EVA,
 - substanční hodnota- doplňková informace o hodnotě majetku podniku,
 - likvidační hodnota- poskytne informaci o dolním limitu hodnoty podniku,
- **pravděpodobně perspektivní podnik s obtížně sestavitelným dlouhodobým plánem**
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů- paušální metoda,

- výsledné ocenění by mělo být zvoleno na úrovni některé metody s ohledem na situaci a volbu oceňovatele (nikoli jako průměr), výsledky ostatních metod by pak měly zarámovat zvolenou základní hodnotu,
- je vhodné použít interval ocenění, jestliže je to u jednotlivých metod možné,
- je třeba zohlednit kategorii hodnoty, kterou hledáme. (Mařík, 2011, s. 426)

Na závěr je vhodné říct, že pro výběr metod je obvykle rozhodující funkce či účel ocenění, přání klienta a postoj trhu. Při oceňování by mělo být použito více metod, pokud je to možné. Nakonec je souhrnné ocenění vyvozeno z dílčích ocenění a to na základě zkušeností a intuice oceňovatele. Myšlenkový postup je schematicky znázorněn na následujícím obrázku. (Mařík, 2011, s. 426)



Obrázek 2: Postup souhrnného ocenění (zdroj: Mařík, 2011, s. 427)

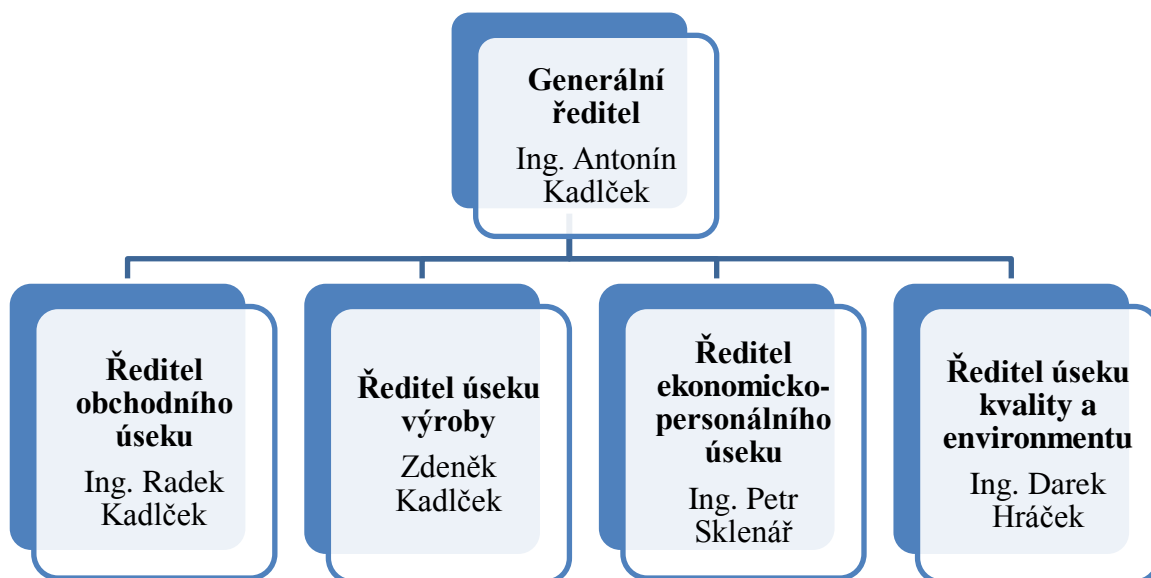
II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI

Obchodní jméno:	KASKO spol. s r.o.
Sídlo společnosti:	Slavkov 82, 687 64 Horní Němčí
Identifikační číslo:	46973982
Vznik společnosti:	20. října 1992
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Počet zaměstnanců:	302 ²
Základní kapitál:	300 000 Kč
Hlavní předmět podnikání:	vývoj a vstřikování plastových vylisků
CZ-NACE:	22- Výroba pryžových a plastových výrobků

5.1 Organizační struktura

Organizační struktura ve společnosti KASKO spol. s r.o. je tvořena:



Obrázek 3: Orgány společnosti – vedení společnosti (vlastní zpracování)

² (stav k 31.12.2012)

5.2 Historie podniku, jeho cíle a vize

Firma KASKO spol. s r.o. byla založena v říjnu v roce 1992. Od svého vzniku je ryze českou společností bez podílu zahraničního kapitálu. Hlavním podnikatelským záměrem je vývoj a vstřikování plastových výlisků, konstrukce, výroba forem a nástrojů.

Nejdříve byla firma zaměřena na produkty určené do spotřebitelské sítě, například různé autodoplňky, obuvnické komponenty a jiný sortiment. Později se produkce rozšířila o dodávky sériových dílů zvláště pro automobilový a elektrotechnický průmysl.

Společnost prošla od svého vzniku dynamickým vývojem. Z počátku se jednalo o malou bezvýznamnou firmu, která produkovala na zastaralých strojích úzký sortiment výrobků. Postupně si společnost vybuďovala v náročném konkurenčním prostředí pozici spolehlivého dodavatele pro celou řadu tuzemských i zahraničních firem. Průběhem času byly zastaralé stroje nahrazeny novými a byla pořízena moderní technologie. S modernizací strojního parku došlo také ke značným změnám v celém areálu firmy. Původní prostory byly rekonstruovány a došlo k vybudování moderní výrobní a skladovací haly. V roce 2005 byla otevřena nová nástrojárna KASKO-Formy a do jejích prostor bylo přestěhováno oddělení vývoje a konstrukce.

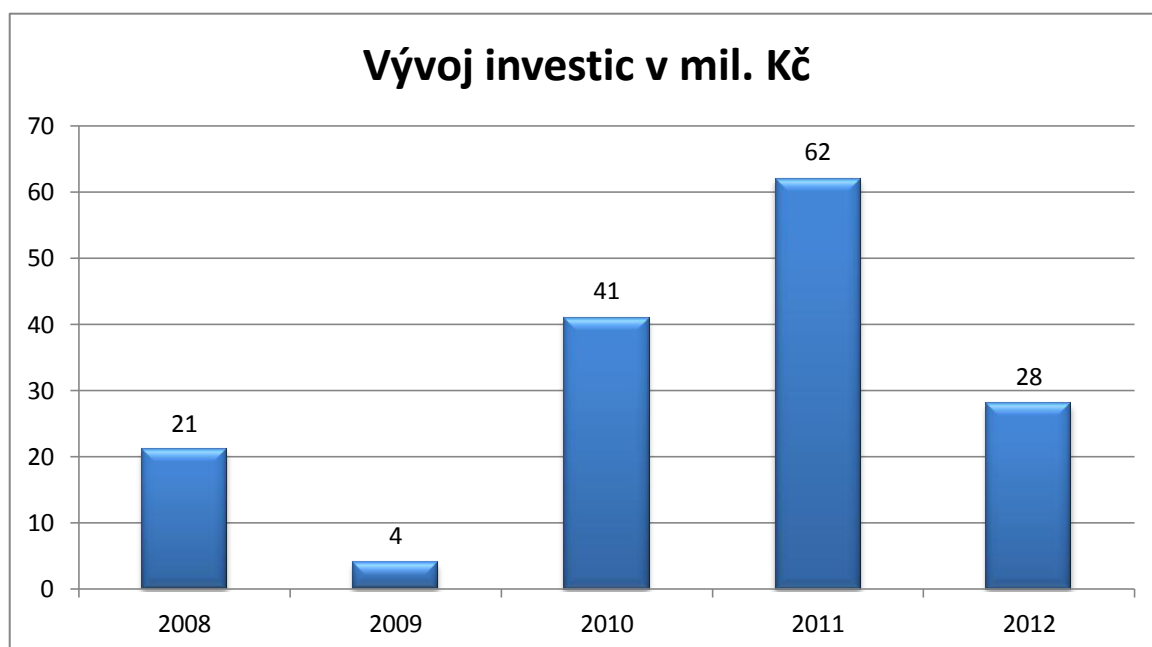
Společnost chce být spolehlivým partnerem pro své zákazníky, a proto sází na kvalitu svých výrobků. Firma se rozhodla vybudovat systém kvality, který byl úspěšně uveden do praxe v roce 1998. V současné době je společnost certifikovaná podle norem ISO/TS 16949, ISO 9001 a ISO 14001. Společnost KASKO spol. s r.o. je jedním ze zakládajících členů plastikářského klastru.

Firma chce svou podnikatelskou činností dosáhnout trvalé stability, prosperity a důvěry a to jak u jejích obchodních partnerů, tak u jejích zaměstnanců.

5.3 Investiční politika

Do konce roku 2007 došlo k nebývalému rozvoji a k neustálému posilování plastikářského průmyslu v rámci domácího zpracovatelského průmyslu, kdy tempo růstu odvětví výroby plastů dosahovalo ročně více než 10%. Tento vývoj měl pozitivní vliv také na rozvoj firmy KASKO spol. s r.o. Po několikaletém období rozvoje však přichází období recese. Se světovou finanční krizí, která přerostla v hospodářskou krizi, se v roce 2008 vyskytly dva problémy, které ovlivnily výsledky firmy. Prvním problémem bylo posilování naší koruny, díky čemu vznikla ztráta z kurzových rozdílů více než 7 mil. Kč. V posledním čtvrtletí

tohoto roku nastal druhý problém, kdy začala klesat poptávka po autech, a tržby klesly o 14 % v porovnání s rokem 2007. V roce 2008 proběhly investice do výstavby nového skladu hotových výrobků, byl koupen nový vstřikolis 1000t-Ferromatik Milacron, 3ks manipulátorů, 1ks sušička a došlo k rozšíření solárního systému na ohřev teplé vody. Rok 2009 byl ve znamení probíhající celosvětové hospodářské krize a mezi nejvíce zasažená odvětví patřil automobilový průmysl. Krizový management hledal úspory uvnitř interních procesů a přímým výstupem této skutečnosti bylo například vybudování nového pracoviště drtírny a implementace systému skladového managementu SMART STOCK do skladu materiálu a mnohé další. V roce 2009 došlo z důvodu krize k omezení investic. Rok 2010 byl ve znamení přípravy společnosti na období růstu. Byl vybudován nový centrální sklad, byl pořízen nový vstřikolis 320T od firmy Ferromatik Milacron, došlo k rozšíření technického vybavení – 3 ks sušících zařízení, 3 ks temperačních zařízení HB Therm, 1 ks manipulátoru Apex, došlo k zavedení elektronické fakturace a k zahájení nepřetržitého provozu v lisovně plastů. Rok 2011 byl rokem historicky největších investic, které směřovaly do zvětšení výrobních a skladovacích prostor a do rozšíření výrobních kapacit a technologického zázemí. Na následujícím obrázku je znázorněn vývoj investic ve společnosti KASKO spol. s r.o. v letech 2008 až 2012.

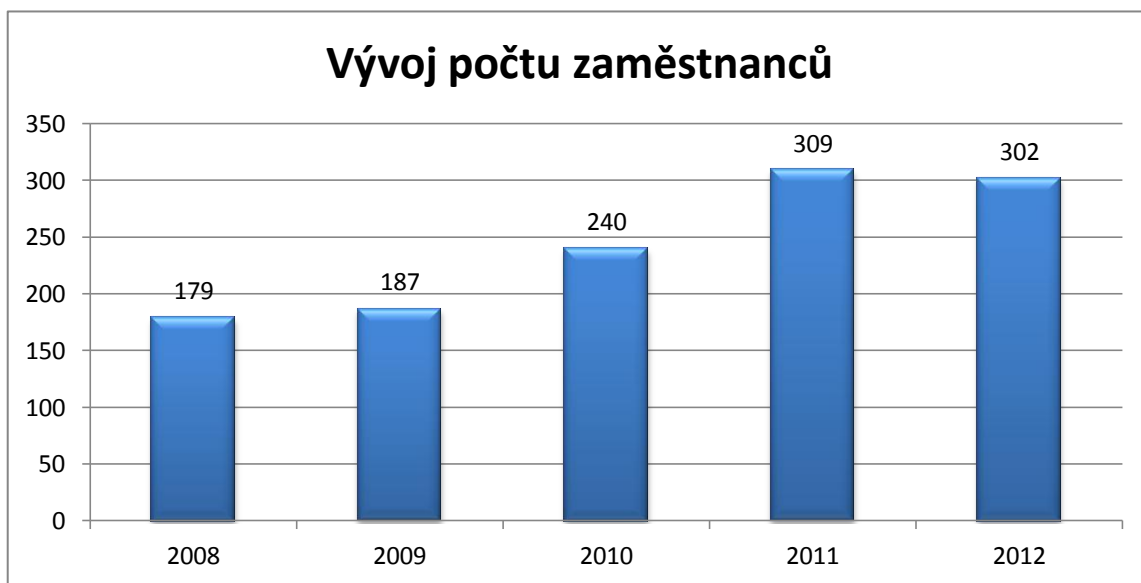


Obrázek 4: Vývoj investic ve společnosti KASKO spol. s r.o. v mil Kč

(vlastní zpracování)

5.4 Lidské zdroje

I když byl rok 2008 ve znamení hospodářské krize, tak zatím tato situace neměla dopad na propouštění zaměstnanců firmy KASKO. Na počátku roku 2009 došlo k organizačním změnám, kdy se některé úseky zrušily a některé se sloučily a tím došlo ke snížení počtu zaměstnanců na 160. V průběhu tohoto roku však došlo k navýšení objemu výroby a počet zaměstnanců se zvyšoval až na konečných 187 zaměstnanců. S cílem zajistit kapacity pro uspokojení objednávek zákazníka byl ve společnosti Kasko od 1.7.2010 zaveden nepřetržitý pracovní režim. Díky tomuto došlo i k nárůstu zaměstnanosti. V důsledku zavedení nepřetržitého provozu v předcházejícím roce pokračovalo navýšení počtu zaměstnanců také v roce 2011. Ke konci roku 2011 se jednalo o 309 zaměstnanců. Oblasti pracovně-právních vztahů je věnována ve firmě velká pozornost. Jsou realizovány různá školení (externí, interní), zlepšuje se pracovní prostředí, došlo k vybudování nového sociálního zázemí pro pracovníky výroby a také k vybudování nových moderních administrativních prostorů, včetně školicího střediska. Na následujícím obrázku je zobrazen vývoj počtu zaměstnanců ve společnosti KASKO spol. s r.o. v letech 2008 až 2012.



Obrázek 5: Vývoj počtu zaměstnanců ve společnosti KASKO spol. s r.o. k 31.12.2012 (vlastní zpracování)

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza nám pomáhá nalézt vztah mezi podnikem a jeho okolím. V další části práce se budu podrobněji zabývat analýzou makroprostředí a analýzou mikroprostředí.

6.1 Analýza makroprostředí- PEST analýza

PEST analýza je zkratkou pro analýzu politických, ekonomických, sociálních a technologických faktorů. Tato analýza je součástí strategického managementu a pomáhá při rozhodování dlouhodobých strategických záměrů. (Jakubíková, 2008)

6.1.1 Politické a právní okolí podniku KASKO spol. s r.o.

Vláda každoročně připravuje změny v zákonech a daňových systémech a společnost musí tyto změny neustále sledovat. Proto je důležitou oblastí daňová politika. Změny sazeb DPH jsou stále častější. Za posledních 20 let už došlo k šesti změnám a další se chystají. Proto je důležité, aby se firma neustále přizpůsobovala měnícím se zákonům, vyhláškám a nařízením vlády.

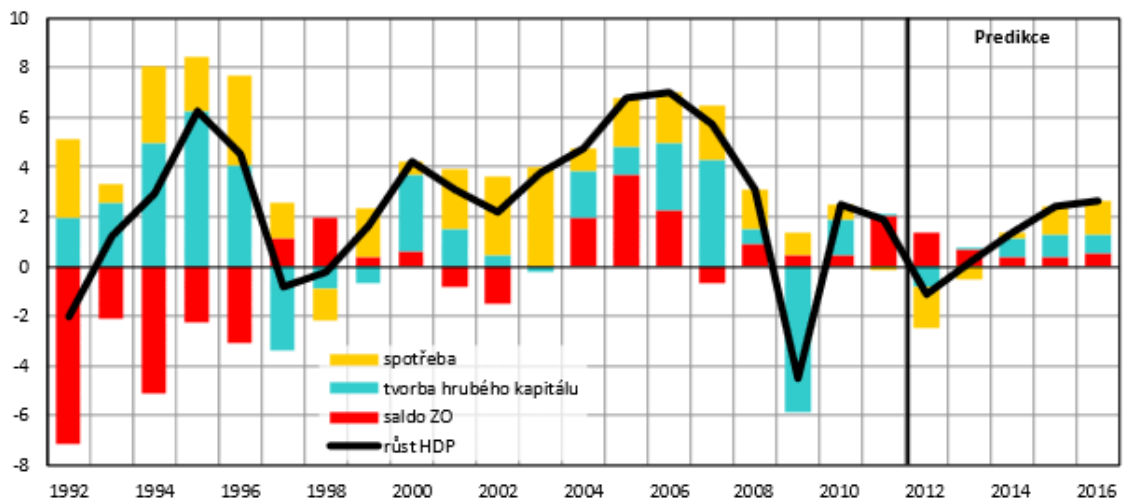
Dále zde můžeme zařadit oblast ochrany životního prostředí. Společnost v roce 2002 úspěšně dokončila proces zavedení systému environmentálního managementu (EMS). Jedná se o systematický přístup k ochraně životního prostředí ve všech aspektech podnikání. Podniky začleňují péči o životní prostředí do své podnikatelské strategie i do běžného provozu. KASKO spol. s r.o. získalo certifikáty podle mezinárodní normy ISO 14001. V tomtéž roce bylo vydáno „Prohlášení k životnímu prostředí 2002“ a společnost KASKO byla zaregistrována do národního Registru EMAS jako 11. společnost v České republice. Na konci roku 2006 společnost získala ocenění EMAS AWARD 2006 za Českou republiku v kategorii malý a střední podnik. V letech 2005 a 2008 proběhly recertifikace environmentálního systému řízení podle ISO 14001 a EMAS, kdy byla vydána další „Prohlášení k životnímu prostředí“. V roce 2011 byl systém EMS recertifikován už pouze podle ISO 14001.

6.1.2 Ekonomické okolí podniku KASKO spol. s r.o.

Ekonomické okolí v sobě zahrnuje oblast vývoje kurzu světových měn. Společnost KASKO vyváží své výrobky do zahraničí, a proto je ovlivňována vývojem kurzu světových měn. V roce 2008 v období hospodářské krize se vyskytnul velký problém a to bylo neúnosné posilování naší koruny. Tato situace způsobila ztrátu v podobě kurzových rozdílů

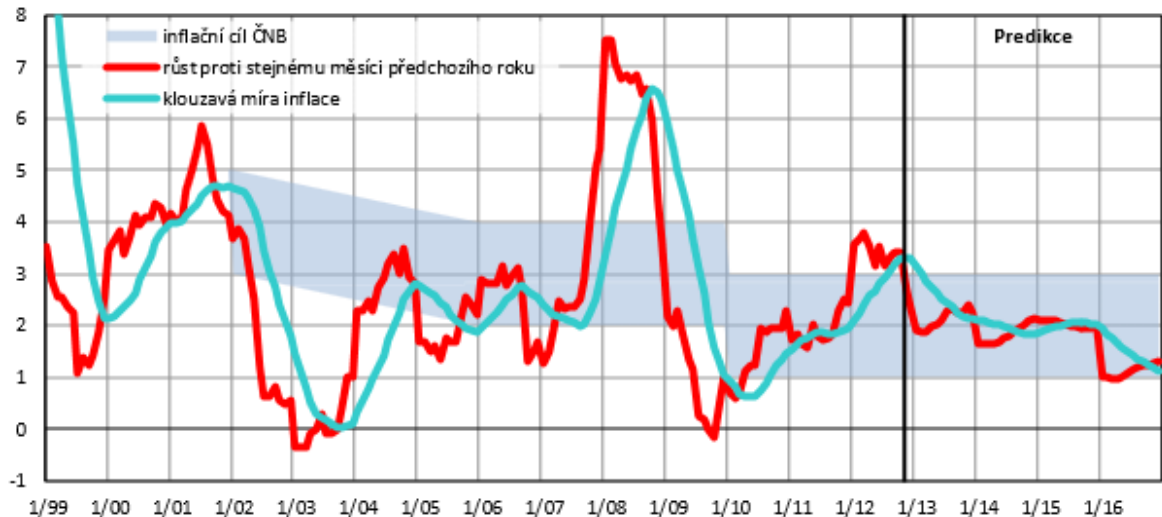
více než 7 mil. Kč. Společnost proto vytvořila několik opčních formací s cílem eliminace dopadů vlivu posilování koruny na rentabilitu výroby jednotlivých produktů.

Další faktor působící na analyzovanou firmu je vývoj HDP. Ekonomika se od začátku roku 2012 nacházela v recesi, protože se výkon ekonomiky mezičtvrtletně snížil potřetí v řadě. Za celý loňský rok se odhaduje, že HDP kleslo o 1,1 %. Pro rok 2013 je predikována stagnace HDP, resp. nepatrný růst o 0,1 %. Pro rok 2014 se pak očekává růst HDP o 1,4 %. Predikce pro rok 2013 je snížena jak z důvodu vyššího poklesu hrubých domácích výdajů, tak z důvodu nižšího příspěvku salda zahraničního obchodu k růstu HDP vzhledem k viditelně slabším růstovým vyhlídkám eurozóny. Na následujícím grafu je zobrazen vývoj HDP v jednotlivých letech. Jako prvního si lze všimnout roku 2009, kdy došlo k velkému poklesu HDP, který souvisel s hospodářskou krizí. (MF ČR, 2013)



Obrázek 6: Hrubý (reálný) domácí produkt (zdroj: MF ČR, 2013)

Průměrná míra inflace v roce 2012 dosáhla 3,3 %. Rok 2013 by se měl vyznačovat mírnou inflací ve výši 2,1 % a to i přes zvýšení obou sazeb DPH. Na dynamiku inflace by neměly významně působit ceny ropy a ani vývoj směnných kurzů. Mezi hlavní protiinflační faktory budou patřit slabá domácí poptávka, pozice české ekonomiky v záporné produkční mezeře a situace na trhu práce. V roce 2014 se očekává průměrná míra inflace ve výši 1,8 %. Na následujícím grafu můžeme vidět meziroční vývoj spotřebitelských cen. (MF ČR, 2013)

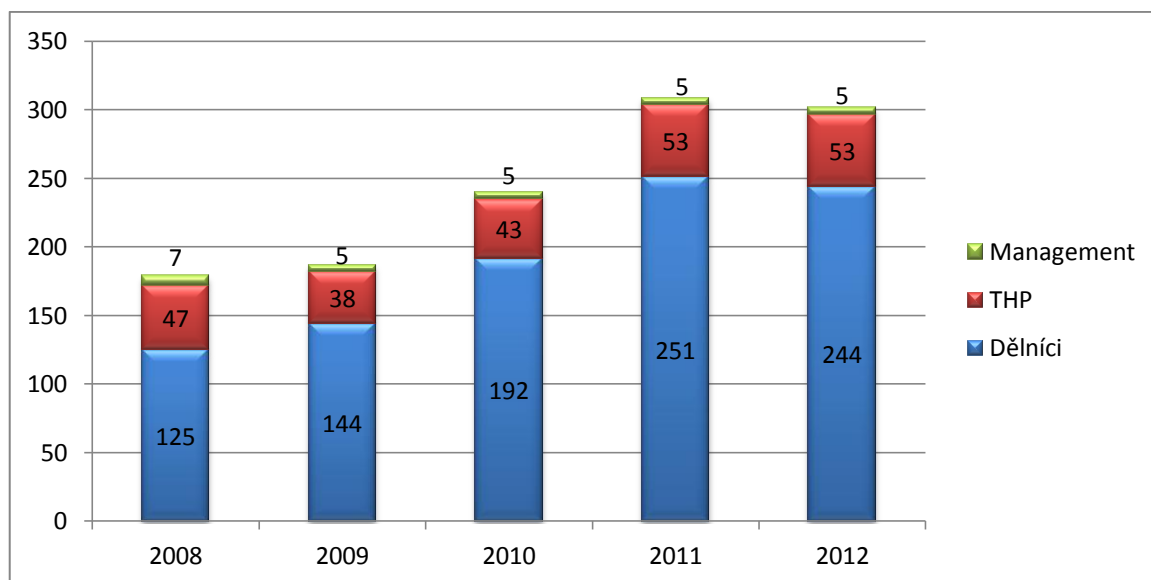


Obrázek 7: Spotřebitelské ceny - meziroční růst v % (zdroj: MF ČR, 2013)

V oblasti nezaměstnanosti se očekává, že hospodářský pokles, k němuž došlo v roce 2012, se na meziročním nárůstu míry nezaměstnanosti projeví se zpožděním. V roce 2013 by se míra nezaměstnanosti měla zvýšit na 7,3 %. V důsledku slabého hospodářského růstu by k mírnému zvýšení mohlo dojít v roce 2014 a míra nezaměstnanosti mohla dosáhnout 7,4 %. V roce 2013 se taktéž očekává zpomalení růstu průměrné mzdy z důvodu delší ekonomické recese a přesunu preferencí zaměstnavatelů a zaměstnanců k udržení zaměstnanosti. (MF ČR, 2013)

6.1.3 Sociální a kulturní okolí podniku KASKO spol. s r.o.

Firma v roce 1992, kdy byla založena, zaměstnávala pouze 6 pracovníků. V roce 2012 se jednalo už o 302 pracovníků. V posledních letech společnost KASKO udržuje stálou strukturu zaměstnanců, kdy například v roce 2012 z celkového počtu 302 pracovníků připadlo na technickohospodářské profese 18 % a na dělnické profese 82 % zaměstnanců. Z tohoto vyplývá, že firma KASKO potřebuje převážně lidi s nižším stupněm vzdělání, kteří pracují v dílnách jako obsluha strojů. Společnost podporuje neustálý rozvoj personálu na všech úrovních a tím zvyšuje profesionalitu a kvalitu poskytovaných služeb a výrobků. Dále firma neustále zlepšuje pracovní podmínky a prostředí svých zaměstnanců. Na následujícím obrázku je znázorněna struktura zaměstnanosti s rozdělením, zda se jedná o pracovníky managementu, THP nebo dělníky. V roce 2010 je vidět nárůst zaměstnanosti a to z důvodu, že si firma dala za cíl zajistit kapacity pro uspokojení objednávek zákazníka. Proto od 1. července 2010 společnost zavedla nepřetržitý pracovní režim.



Obrázek 8: Struktura zaměstnanosti (zdroj: vlastní zpracování)

6.1.4 Technické a technologické okolí podniku KASKO spol. s r.o.

Společnost KASKO usiluje o neustálé zlepšování systému jakosti a jednotlivých procesů, s cílem maximální spokojenosti u svých obchodních partnerů a splnění jejich požadavků. Firma upřednostňuje systém neustálé změny v podniku, která se týká používání nejmodernější techniky, technologie, metod řízení, organizace i lidí. Každý rok firma nakupuje nové stroje, technické vybavení a zahajuje výstavby nových skladů. V roce 2009 se sice z důvodu hospodářské krize neuvolnilo tolik prostředků pro investice, ale v dalších letech, kdy došlo k postupnému ožívání trhu, se investice do technologií a technického vybavení opět zvýšily.

6.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí slouží k vymezení trhu, na kterém se podnik vyskytuje, dále slouží k poznání zákazníků, dodavatelů a k identifikaci konkurence.

6.2.1 Trh

Pro společnost KASKO spol. s r.o. je nevýznamnější tuzemský trh. Nejvíce firma vyváží na Slovensko a dále pak do Německa, Polska a Španělska, Argentiny a do Jižní Afriky. Automobilový průmysl patřil mezi nejvíce zasažené odvětví v době hospodářské krize, která se projevila v roce 2008 a 2009. Díky této situaci zaniklo mnoho konkurentů nebo alespoň jejich výroba byla omezena. Firma KASKO přijala mnoho opatření s cílem přizpůsobit se těmto dynamickým změnám vnějšího prostředí. V roce 2010 došlo k oživení au-

tomobilového průmyslu a společnost KASKO se začala připravovat na období růstu. Rok 2011 byl rokem největších investic, které umožnily zvýšit objem výroby a tržeb.

6.2.2 Zákazníci

Firma KASKO spol. s r.o. v lisovně plastů vyrábí díly zejména pro automobilový průmysl a také vyrábí lisovací formy až do hmotnosti 6000 kg.

V roce 2008 si firma dala za cíl najít nového zákazníka mimo automobilový segment. Tento úkol byl stanoven vedením za účelem diverzifikace výroby. Portfolio zákazníků společnosti KASKO se podařilo rozšířit o společnosti Brano a Hella. Výroba pro tyto zákazníky je však stále přímo navázána na automobilový průmysl. V tomto roce mezi největší tuzemské odběratele patřil Visteon Autopal s.r.o (16,1 %), Škoda Auto a.s. (15,31 %) a Cadence Innovation k.s. (11,41 %). Největším zahraničním odběratelem byla firma Magna Slovteca (13,27 %) sídlící na Slovensku.

V roce 2009 se podařilo najít zákazníky také v Německu, Polsku a Španělsku. V tomto roce patřil mezi největší tuzemské odběratele opět Visteon Autopal s.r.o. (16,1 %), Škoda Auto a.s. (13,4 %) a Magna Exteriors & Interiors (CZ; 11,88 %). Největším zahraničním odběratelem byla opět slovenská firma Magna Slovteca (9,24 %).

V roce 2010 firma začala vyvážet své výrobky do dalších zemí jako je Argentina a Jižní Afrika. Mezi největší tuzemské odběratele v tomto roce patří Škoda Auto a.s. (17,5 %), Visteon Autopal s.r.o. (12,7 %) a Magna Exteriors & Interiors (CZ; 10,5 %). Opět byl největším zahraničním odběratelem firma Magna Slovteca (10,6 %).

V roce 2011 roste tlak na ceny dodávek od zákazníků, zejména z oblasti automobilového průmyslu. Mezi největší tuzemské odběratele v tomto roce patří Škoda Auto a.s. (17,2 %), Visteon Autopal s.r.o. (10,5 %) a Gumotex (12 %). Největším zahraničním odběratelem byla firma Magna Slovteca (7,1 %).

Mezi další zákazníky společnosti KASKO patří: SEAT, Volkswagen, AUDI AG, GRUPO ANTOLIN-TURNOV, Robert Bosch Elektronika, Johnson Controls, Decoma, Klein & Blažek spol. s r.o., SAS Autosystemtechnik s.r.o.

V následující tabulce je znázorněna teritoriální struktura prodeje, ze které lze vyčíst, že mezi hlavní odběratele patří tuzemské firmy.

Tabulka 4: Teritoriální struktura prodeje v tis. Kč (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011
Tuzemsko	314 144	252 790	296 751	387 742
Vývoz	81 065	74 457	98 100	92 866
Tržby z prodeje celkem	395 209	327 247	394 851	480 608

6.2.3 Dodavatelé

Firma nakupuje materiál pro výrobu, dále pak zboží a energii. Dovoz materiálu, především granulátu je prováděn z krajin Evropské unie a to hlavně ze Slovenska, Německa a Belgie.

Mezi tuzemské dodavatele patří Magna Extersiors a Interiors (Bohemi) s.r.o., Polykemi s.r.o., Silon s.r.o. Mezi nejvýznamnější zahraniční dodavatele patří Bada AG, Rhodia CR s.r.o., BASF Aktiengesellschaft, DOR s.r.o.

V následující tabulce je znázorněna teritoriální struktura nákupu, ze které lze vyčíst, že mezi hlavní dodavatele patří tuzemské firmy.

Tabulka 5: Teritoriální struktura nákupu v tis. Kč (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011
Tuzemsko	183 382	122 629	141 554	158 248
Dovoz	75 453	68 284	80 568	116 277

6.2.4 Konkurence

Díky hospodářské krizi, která na automobilový průmysl zapůsobila nejvíce v roce 2009, se snížila agregátní nabídka v důsledku uzavření mnoha plastikářských firem, potažmo jejich výrobních kapacit. Mezi hlavní konkurenty můžeme zařadit firmy: PLASTIKA a.s., SEMEKO, spol. s r.o., TEKNIA Uherský Brod, a.s.

Pravděpodobnost vzniku nových konkurentů je v tomto odvětví nízká. Mohou za to náklady na nákup budov, strojů a materiálu. Vstup na trh je velice obtížný díky počátečním výdajům. Firma KASKO získává své zakázky převážně formou internetové holandské dražby, tedy anonymně. Své konkurenty, kteří podnik v poptávkách přebíjejí, nezná.

6.3 Shrnutí vnější a vnitřní analýzy - SWOT analýza

Aby firma udržela svou pozici na konkurenceschopném trhu v dnešních tržních podmínkách, tak musí znát své silné a slabé stránky. Dále by firma měla být schopna využít příležitosti, které se na trhu nacházejí a snažit se předcházet hrozbám, které tyto trhy skrývají.

Tabulka 6: SWOT analýza podniku KASKO spol. s r.o. (vlastní zpracování)

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
finanční zdraví	závislost na automobilovém průmyslu
spolupráce s VŠ	malé portfolio odběratelů
výhodná poloha v centru evropských automobilek	nedostatek kvalifikovaných personálních zdrojů v okolí pro další rozvoj společnosti
kvalifikovaný personál	
zkušenosti s výzkumem a vývojem	
moderní technologické zázemí	
zkušenosti s dodávkami do automotive	
certifikovaná společnost	
široké portfolio nabízených služeb	
implementace nových metod průmyslového inženýrství	
PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
strategická poloha a spousta potenciálních odběratelů v okolí	potencionální ztráta některého z klíčových zákazníků
rozšíření nabízených služeb	daňová politika
vybudování samostatného vývojového centra	hrozba substitutů v budoucnosti
vstup na nové trhy (Čína)	vstup nové konkurence do odvětví
dotační podpora	prohloubení krize v automotive

6.4 Charakteristika odvětví

Oddíl CZ-NACE 22 se dělí do dvou skupin:

- 22.1 Výroba pryžových výrobků;
- 22.2 Výroba plastových výrobků.

Výroba pryžových a plastových výrobků patří dlouhá léta k důležitým tahounům české ekonomiky. Tento oddíl také postihla hospodářská recese, ale podařilo se ji rychle překonat a od roku 2010 se znovu rozvíjí velmi dynamicky. Ve skupině 22.2, ve které je společnost KASKO zařazena, není dominance klíčových hráčů jednoznačná. Rozhodujícími subjekty jsou zde Cadence Innovation k.s., Gumotex, a.s. a Fatra a.s. Z regionálního hlediska má v tomto oddílu rozhodující postavení Zlínský kraj. Ve Zlínském kraji zároveň působí Plastikářský klastr. V následující tabulce můžeme vidět výši tržeb za sledované roky. Velký propad je v roce 2009, což bylo následkem hospodářské krize. I když v následujících letech tržby rostou, stále nedosahují hodnoty před krizí. (MPO ČR, 2012)

Tabulka 7: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb 2008-2012 v mil. Kč

(zdroj: MPO ČR, 2012)

(v mil. Kč)	2008	2009	2010	2011
22.1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	76 259	64 036	79 035	88 798
22.2 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	132 699	107 788	114 892	119 308
22 Tržby celkem	208 958	171 824	193 927	208 106

Plastikářský průmysl (CZ-NACE 22.2) se díky vazbě na klíčové odběratele, jakým je hlavně automobilový průmysl, v posledních deseti, patnácti letech úspěšně rozvíjí. Po kratším období recese a stagnace se zde od roku 2011 začala oživovat investiční aktivita.

Plasty jsou „materiálem 21. století“ a pokud by došlo k jejich zmizení z trhu, tak by to v zápětí vyvolalo kolaps v dopravě, elektronice, domácnostech, přenosu informací, ve výpočetní technice apod. Vážným problémem plastů je životnost a s ní související recyklace. Podle údajů Ministerstva životního prostředí vyšlo v letech 2008, 2009 a 2012 z továren v České republice 200 tis. tun syntetických obalů a k recyklaci putovalo v roce 2009 nece-

lých 53 %. Ve sběru plastových obalů jsou značné rezervy, protože stále velké objemy nekončí u opětovného zpracování. (MPO, ©2012)

6.5 Prognóza tržeb

Klíčovou oblastí, ve které jsou výrobky společnosti využity, je automobilový průmysl. Dále se výrobky dělí na interiérové díly, exteriérové díly, technické díly a pohledové díly.

Z následující tabulky můžeme vyčíst, že ve sledovaném období tržby měly proměnlivý charakter. V roce 2009 byl zaznamenán největší pokles až o 43 % z důvodu dopadu hospodářské krize. V následujících letech 2010 a 2011 tržby rostly. V roce 2012 došlo k velkému nárůstu a to o necelých 21 % oproti roku 2011.

Tabulka 8: Vývoj tržeb v letech 2008-2012 v tis. Kč (vlastní zpracování)

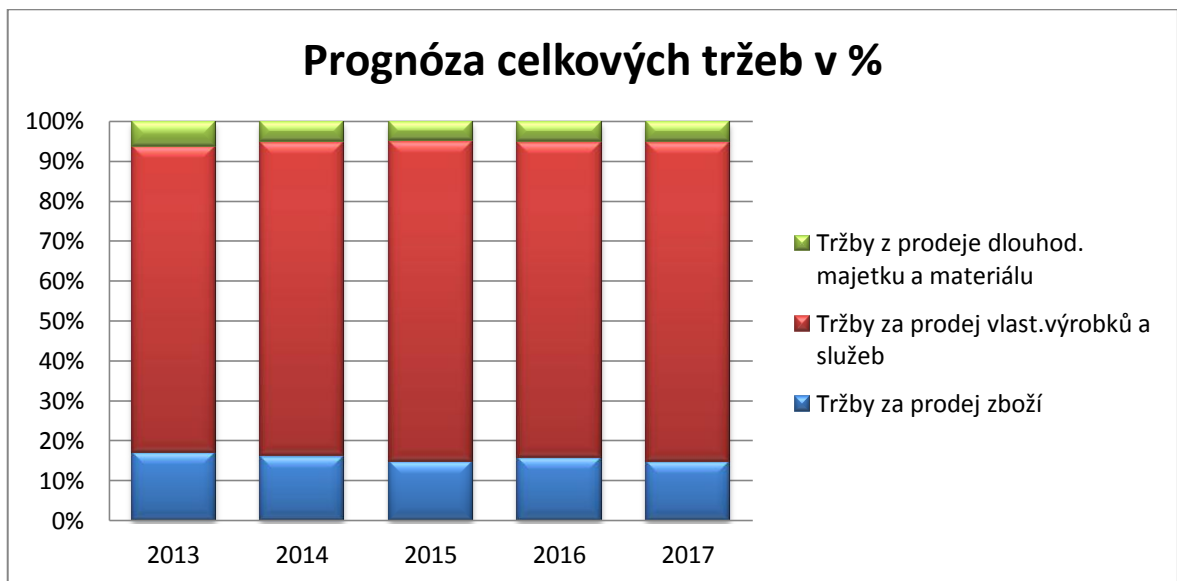
(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	126 029	72 294	75 888	76 179	92 099
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	221 158	241 028	295 428	358 635	390 932
Tržby za prodej DM a materiálu	48 022	19 174	24 249	45 794	31 957
Celkem	395209	332 496	395 565	480 608	514 988

Management společnosti plánuje v roce 2013 pokles tržeb z důvodu ukončení výroby Škody Octavia, kam směřovala celá řada výrobků společnosti KASKO. V současnosti má již firma nasmlouvány nové projekty, které vyplní její výrobní kapacity. V následující tabulce je zobrazen plán tržeb na roky 2013-2017 a můžeme vidět jejich rostoucí tendenci. Společnost KASKO získává projekty, které jsou nasmlouvány 2 až 3 roky dopředu. Firma tak dopředu ví, co se bude vyrábět a jak se budou vyvíjet tržby. Projekt je naplánován na 6 až 8 let, takže tržby dokáže odhadnout.

Tabulka 9: Prognóza tržeb v letech 2013-2017 v tis. Kč (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	76 936	82 000	77 000	85 000	95 000
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	340 858	400 000	420 000	425 000	450 000
Tržby za prodej DM a materiálu	27 769	26 000	25 600	26 950	28 150
Tržby celkem	445 563	508 000	522 600	536 950	573 150

Na následujícím obrázku můžeme vidět, že největší podíl na celkových tržbách tvoří tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.



Obrázek 9: Prognóza celkových tržeb na období 2013-2017 v % (vlastní zpracování)

6.6 Závěr strategické analýzy

Účelem zpracování strategické analýzy, bylo určení a analyzování faktorů, které na společnost KASKO spol. s r.o. působí. Pomocí PEST analýzy jsem analyzovala makroprostředí společnosti a v části analýze mikroprostředí jsem analyzovala trh, na kterém firma působí, zákazníky a konkurenci. Dále jsem charakterizovala plastikářský průmysl, do kterého se firma řadí. Nakonec jsem na základě informací od vedení podniku zpracovala prognózu tržeb na období 2013-2017. Na základě zjištěných skutečností ze strategické analýzy mohu konstatovat, že společnost KASKO spol. s r.o. splňuje předpoklad trvalého pokračování podniku.

7 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

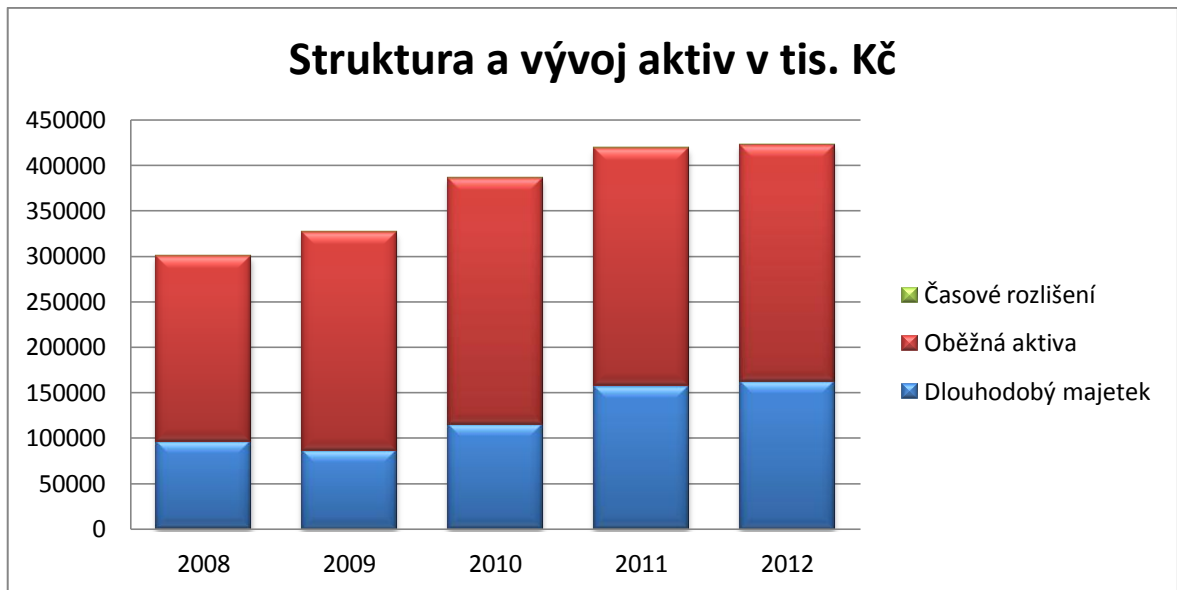
Další součástí pro ocenění podniku je finanční analýza. Analýza poskytuje informace o finančním zdraví podniku. Při zpracování této analýzy budu vycházet z rozvah, výkazů zisků a ztráty a výročních zpráv pro roky 2008 až 2012. Výkazy jsou uvedeny v příloze.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů slouží k analýze vývojových trendů. V této části finanční analýzy se provede horizontální a vertikální analýzu rozvah a výkazů a ztráty pro období 2008 až 2012.

7.1.1 Analýza aktiv

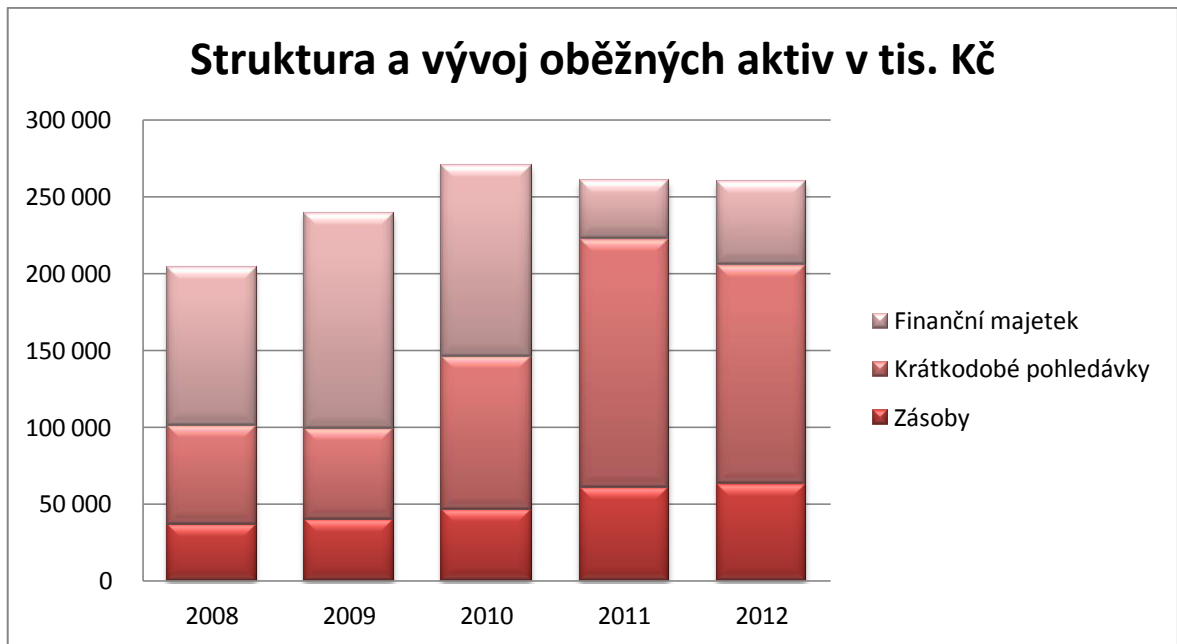
Aktiva společnosti jsou tvořena z větší části oběžnými aktivy, jak můžeme vidět na následujícím obrázku. Jedná se v průměru o 67 % z celkové sumy aktiv. Zbýlých 33 % tvoří dlouhodobý majetek a časové rozlišení. U dlouhodobého majetku můžeme vidět v roce 2009 pokles a to z důvodu dopadu hospodářské krize. Odvětví automotive je zařazeno do cyklického odvětví a jelikož se odvětví vyvíjí podobně jako hospodářský cyklus, tak poptávka po produktech výrazně poklesla. V roce 2009 tak došlo k poklesu objednávek ze strany zákazníků, a aby firma tuto krizi přestála, tak odpovědnost za vedení firmy převzal krizový management. Ten zareagoval omezením výroby na 4 dny v týdnu a firma pozastavila všechny investice do dlouhodobého hmotného majetku. Teprve v dalších letech, kdy společnost získala nové zakázky, tak začala investovat do dlouhodobého hmotného majetku. Nejvýznamnější položkou dlouhodobého hmotného majetku jsou stroje, přístroje a zařízení (průměrně 47 % z DHM) a také stavby (průměrně 48 % z DHM). Na následujícím obrázku můžeme vidět největší nárůst dlouhodobého majetku v roce 2011, kdy firma investovala 62 mil. Kč do výstavby nemovitostí, kterými byly přístavba lisovny, zřízení školicího střediska, výstavba parkoviště, rozšíření nástrojárny- výstavba haly. Dále došlo k investicím do technologií např. vstřikolis vertical 600/200, vstřikolis Eco Power 55/130, centrální rozvod materiálu, pořízení 2 ks mostového jeřábu. A dále nakoupila nástroje, temperanční jednotky, pásové dopravníky, řezací mlýn a došlo k obnově řezacího parku. V dlouhodobém nehmotném majetku má firma zařazen pouze software.



Obrázek 10: Struktura a vývoj aktiv v tis. Kč (vlastní zpracování)

Významnou položkou tvořící majetkovou strukturu jsou oběžná aktiva. V roce 2008, 2009 a 2010 tvořil převážnou část oběžných aktiv finanční majetek (v průměru 52 % z OA) a jednalo se o položku účty v bankách. Společnost KASKO má 3 běžné účty. Dva účty má u České spořitelny. Jedná se o revolvingový účet v českých korunách a druhý je účet v eurech. Třetí účet má podnik u Slovenské spořitelny v eurech. Výhodou je, že došlé platby na běžný účet České spořitelny z banky Slovenské spořitelny jsou zdarma.

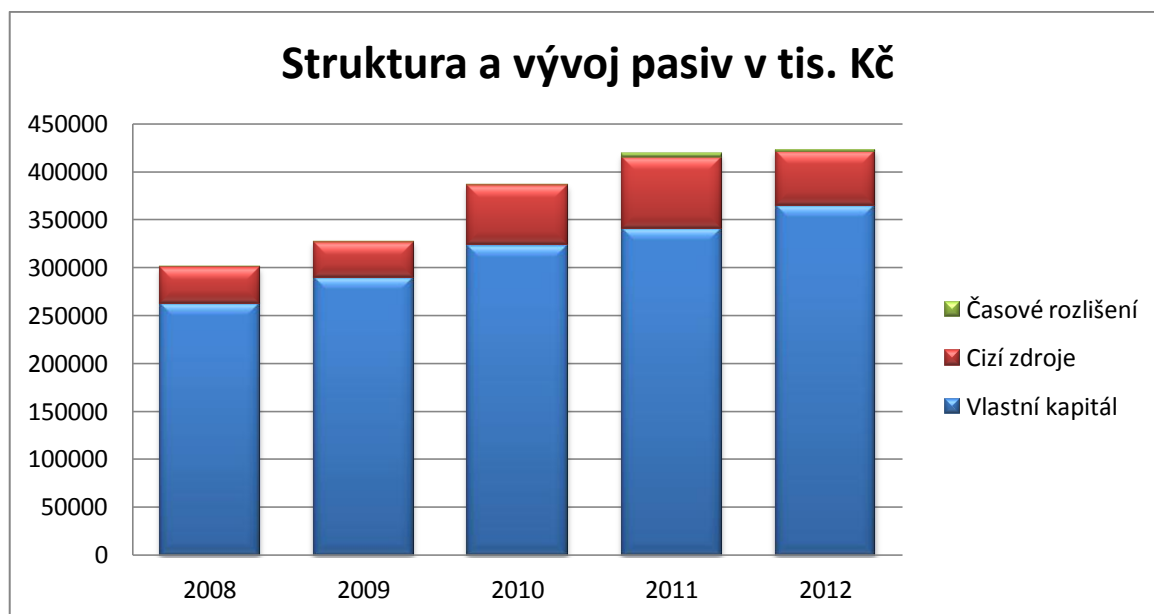
V letech 2011 a 2012 se převládající složkou oběžných aktiv staly krátkodobé pohledávky. Patří zde pohledávky z vydaných faktur, z poskytnutí půjček, z poskytnutých záloh a dohadných položek. Jejich nejvýznamnější nárůst můžeme vidět z roku 2010 na rok 2011 a to o 63 % a to z důvodu zvýšení pohledávek po splatnosti a také ze zvýšení účtu krátkodobé poskytnuté zálohy.



Obrázek 11: Struktura a vývoj oběžných aktiv v tis. Kč (vlastní zpracování)

7.1.2 Analýza pasiv

U finanční struktury si můžeme všimnout, že významná část a to 85 % je tvořena vlastním kapitálem, který neustále roste. Společnost udržuje stálou hodnotu základního kapitálu ve výši 300 tis. Kč (v průměru 9 % z VK). V průměru 84 % vlastního kapitálu tvoří výsledek hospodaření minulých let. Zbýlých 15 % pasiv tvoří cizí zdroje a časové rozlišení. Významnou položku v cizích zdrojích tvoří krátkodobé závazky z obchodního styku. Podnik uplatňuje konzervativní přístup k financování. Dává přednost v použití vlastních zdrojů před cizími. Jelikož má firma tak vysokou výši vlastního kapitálu, tak od roku 2011 nevyužívá žádné bankovní úvěry a ani jiné finanční výpomoci. Na následujícím obrázku můžeme vidět strukturu a vývoj pasiv ve sledovaných letech.

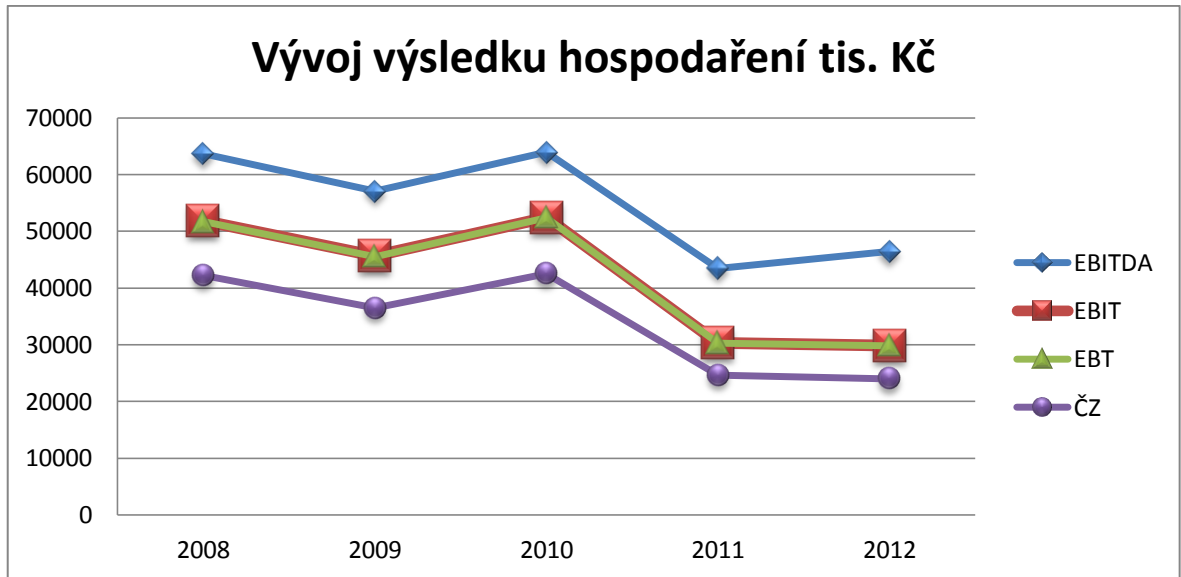


Obrázek 12: Struktura a vývoj oběžných aktiv v tis. Kč (vlastní zpracování)

7.1.3 Analýza výkazu zisků a ztrát

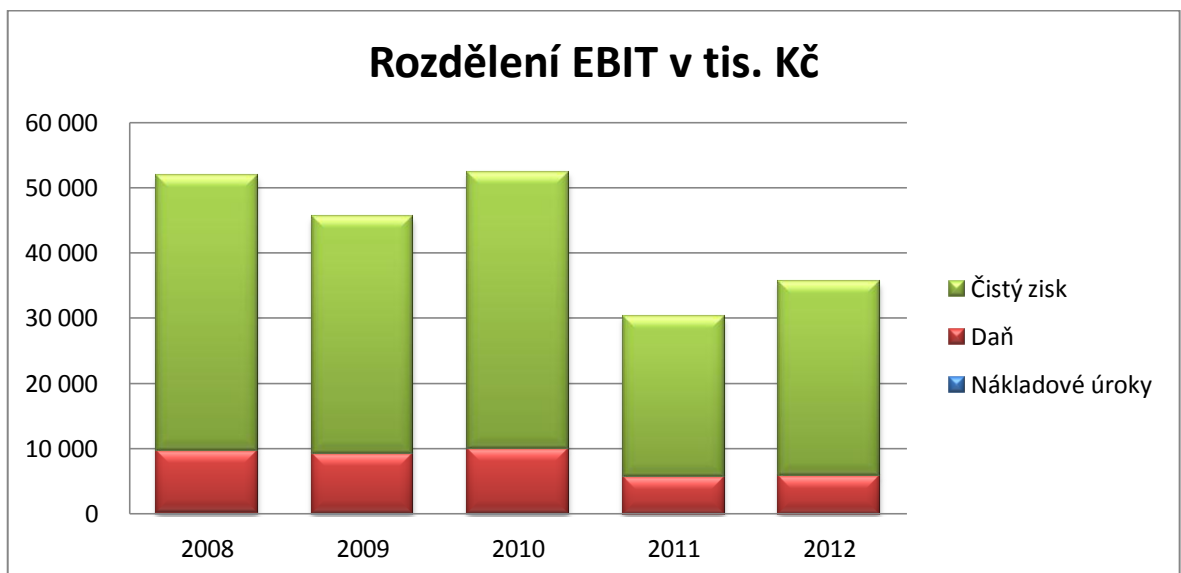
Již na první pohled můžeme říci, že má podnik výrobní charakter. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb zaujímá největší část dosažených výnosů. Kromě roku 2008, kdy byl podíl pouze 52 % z celkových výnosů tvořen prodejem vlastních výrobků a služeb, byl v ostatních sledovaných letech podíl okolo 72 %. Další důležitou položkou byly tržby z prodeje zboží a to v průměrné výši 20 % z celkových výnosů. Ostatní provozní výnosy tvořily 8 % z celkových výnosů. Další výnosové položky jsou zanedbatelné.

Významnou položkou v oblasti nákladů je spotřeba materiálu a energie. V prvním sledovaném roce tvořily 35 % celkových nákladů. V dalších letech se o 10 % zvýšily a to z důvodu zdražení vstupního materiálu a energie. Další významnou položkou jsou osobní náklady. V roce 2008 tvořily 16 % z celkových nákladů a v dalších letech se jednalo v průměru o výši 19 % z celkových nákladů. I když se stav počtu zaměstnanců k 31.12.2012 snížil o 7 zaměstnanců oproti předcházejícímu roku, tak osobní náklady stále rostly z důvodu zvyšování mezd. Firma ve sledovaných letech 2008-2012 průměrně zvyšovala plat o 3-4 % ročně. Na následujícím obrázku je vyjádřen vývoj zisku v podobě čistého zisku, EBT, EBIT a EBITDA. V roce 2009 můžeme vidět pokles zisku z důvodu hospodářské krize. V roce 2011 můžeme opět vidět pokles zisku a to z důvodu zvýšení cen všech vstupů do výroby, zejména materiálů, energií a režii. V následujícím roce 2012 se společnosti podařilo zisk zvýšit.



Obrázek 13: Vývoj výsledku hospodaření v tis. Kč (vlastní zpracování)

Z předchozího obrázku je vidět, že EBIT má velice podobný vývoj jako EBT. Vysvětlení nalezneme na následujícím obrázku. Rozdíl mezi EBIT a EBT jsou pouze nákladové úroky a ty jak můžeme vidět, jsou v minimální výši. Z toho také vyplývá, že společnost financuje svou činnost z velké části vlastními zdroji.



Obrázek 14: Rozdělení EBIT v tis. Kč (vlastní zpracování)

7.1.4 Analýza výkazu peněžních toků

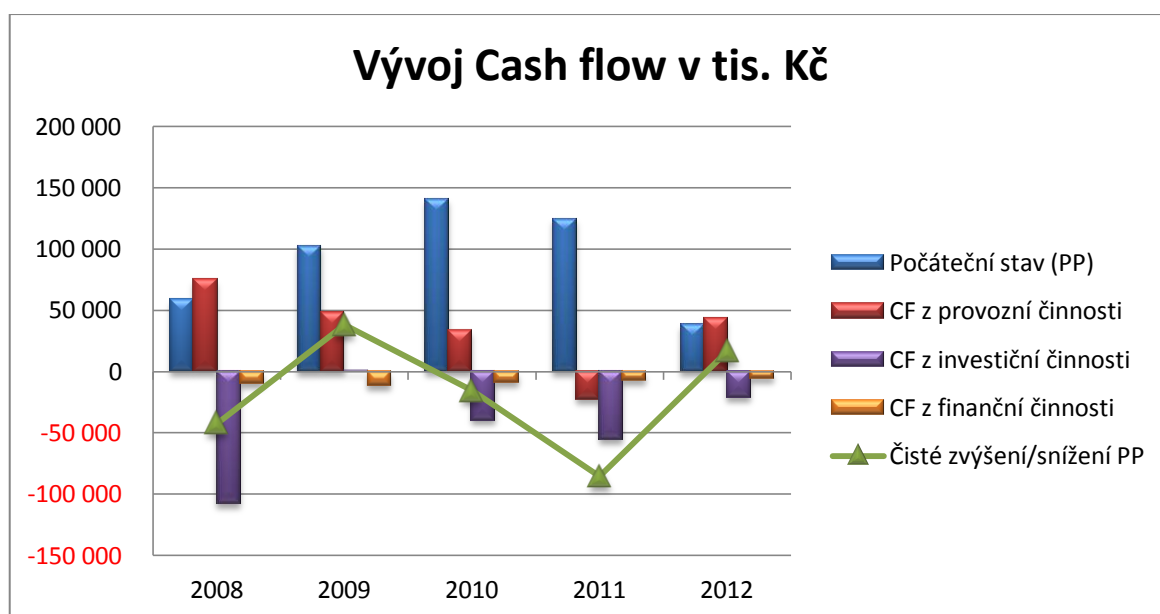
V následující tabulce můžeme vidět vývoj cash flow ve zkrácené podobě. Jedná se o peněžní toky z provozní, investiční a finanční činnosti. Peněžní prostředky (PP) z provozní činnosti složí jako hlavní zdroj financování investic. V roce 2011 je cash flow z provozní

činnosti záporný, což vzniklo hlavně díky zvýšení stavu pohledávek. Dále vidíme, že cash flow z investiční činnosti je ve všech sledovaných letech záporné. To znamená, že podnik neustále investuje ať do nových skladů, technologií nebo strojů. Výjimku tvoří rok 2009, kdy na společnost dolehla hospodářská krize, a došlo k velkému omezení investic. Peněžní toky z finanční činnosti jsou v každém sledovaném roce záporné. I když během let docházelo ke snížení peněžních prostředků, tak to neznamená, že by měl podnik problém s hospodařením. Je důležité, že podnik měl dostatek peněžních prostředků, aby mohl investovat a splácet úvěry.

Tabulka 10: Vývoj peněžních toků v tis. Kč (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Počáteční stav (PP)	58 240	102 645	140 499	124 525	37 926
CF z provozní činnosti	74 923	48 543	33 305	-22 552	43 756
CF z investiční činnosti	-107 463	848	-39 831	-55 647	-21 255
CF z finanční činnosti	-9 876	-11 475	-9 055	-7 390	-5 999
Čisté zvýšení/snížení PP	-42 416	37 916	-15 581	-85 589	16 502
Stav PP na konci období	15 824	140 561	124 918	38 936	54 428

Největší snížení peněžních prostředků můžeme vidět v roce 2011. Tato situace vznikla díky zvýšením stavu pohledávek a díky vysoké investici do dlouhodobého hmotného majetku.



Obrázek 15: Vývoj peněžních toků v tis. Kč (vlastní zpracování)

7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Mezi nejdůležitější rozdílové ukazatele patří čistý pracovní kapitál. Je dán rozdílem mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji.

7.2.1 Analýza čistého pracovního kapitálu

V následující tabulce můžeme vidět, že podnik má za sledované období čistý pracovní kapitál v dostatečné výši. Je to díky tomu, že společnost skoro vůbec nevyužívá cizí zdroje ke svému financování. Hlavním zdrojem financování je nerozdělený zisk minulých let. Společnost má dobré finanční zázemí a je schopna pokrýt neočekávané závazky.

Tabulka 11: Vývoj čistého pracovního kapitálu v tis. Kč (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva	203 762	239 756	270 734	260 608	260 235
Krátkodobý cizí kapitál	28 458	30 137	55 997	67 195	49 259
ČPK	175 304	209 619	214 737	193 413	210 976

7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Další části finanční analýzy se budu zabývat analýzou poměrových ukazatelů, která je tvořena ukazateli likvidity, aktivity, zadluženosti a rentability. Při výpočtu těchto ukazatelů budu vycházet ze základní literatury Pavelková a Knápková (2009).

7.3.1 Analýza likvidity

Jestliže je podnik schopen hradit své závazky, tak je likvidní. Ukazatelé likvidity poměřují to, čím je možno platit s tím, co je nutno zaplatit.

Ukazatel běžné likvidity (likvidita III. stupně) = Oběžná aktiva / (Krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci)

Ukazatel pohotové likvidity /likvidita II. stupně) = (Krátkodobé pohledávky + krátkodobý finanční majetek) / (Krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci)

Ukazatel okamžité likvidity (hotovostní likvidita, likvidita I. stupně) = Krátkodobý finanční majetek / (Krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry a vý-

(17)

pomoci)

Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech = $\text{ČPK} / \text{Oběžná aktiva}$

Podíl čistého pracovního kapitálu na aktivech = $\text{ČPK} / \text{Aktiva}$

Tabulka 12: Ukazatele likvidity (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita	7,16	7,96	4,83	3,88	5,28
Pohotová likvidita	5,85	6,62	4,00	2,97	3,99
Okamžitá likvidita	3,60	4,66	2,22	0,56	1,11
ČPK/OA	86%	87%	79%	74%	81%
ČPK/A	58%	64%	56%	46%	50%

Z předcházející tabulky lze na první pohled vyčíst, že všechny tři ukazatele likvidity několikanásobně převyšují doporučené hodnoty.

Běžná likvidita udává, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje. Hodnota ukazatele by měla být v rozmezí 1,5-2,5. Zde se jedná o neproduktivní vyžití vložených prostředků. Ukazatel pohotové likvidity by měl nabývat hodnot 1-1,5. Společnost tuto doporučenou hodnotu opět několikanásobně překročila. U ukazatele okamžité likvidity je opět několikanásobně překročena doporučená hranice 0,2-0,5. Doporučovaná hodnota podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech je 30-50 %. Společnost tuto hodnotu vysoce převyšuje.

Společnost dosahuje tak vysokých hodnot, protože nemá žádné krátkodobé bankovní úvěry, ale zároveň má vysokou hodnotu pohledávek, zásob a krátkodobého finančního majetku, ve kterých je umrtveno mnoho prostředků. Vysoká likvidita a velký čistý pracovní kapitál mohou snižovat rentabilitu podnikání. Společnost má mnoho prostředků na bankovních účtech, protože na trhu pro ni nejsou vhodné investiční alternativy.

7.3.2 Analýza aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky.

Obrat aktiv = $\text{Tržby} / \text{Aktiva}$

Doba obratu zásob = $(\text{Zásoby} / \text{Tržby}) * 360$

Doba obratu pohledávek = $(\text{Pohledávky} / \text{Tržby}) * 360$ (18)

$$\text{Doba obratu závazků} = (\text{Závazky} / \text{Tržby}) * 360$$

Tabulka 13: Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat aktiv	1,15	0,96	0,96	1,04	1,14
Doba obratu zásob (dny)	38,7	46,2	45,2	50,1	47,2
Doba obratu pohledávek (dny)	66,1	67,8	96,5	134,2	106,2
Doba obratu závazků (dny)	35,0	40,4	58,9	61,2	41,7

Hodnota ukazatele obratu aktiv by měla nabývat hodnoty 1. Obrat aktiv u sledovaného podniku se kolem této hodnoty pohybuje ve všech sledovaných letech. Podnik dokáže efektivně využívat vložené prostředky. Ukazatel doby obratu zásob udává, za jak dlouho podnik prodá své zásoby. Tato hodnota by měla být co nejnižší. Nejkratší doba obratu zásob byla v roce 2008 38,7 dní a nejdelší v roce 2011 50,1 dní. Doba obratu pohledávek udává, za jak dlouho společnost obdrží platby od svých odběratelů. Z přecházející tabulky můžeme vyčíst, že doba obratu pohledávek je delší než doba obratu závazků. Doba obratu závazků vyjadřuje dobu od vzniku závazku do doby jeho zaplacení. Nejlépe by měl tento ukazatel dosáhnout hodnoty alespoň hodnoty pohledávek.

U naší sledované společnosti vidíme, že společnost platí dříve své závazky, než dostává peníze od svých odběratelů. Je to způsobeno tím, že společnost KASKO má za odběratele a dodavatele silné nadnárodní firmy. Tato situace není dána špatnou platební morálkou odběratelů, ale je způsobena malou vyjednávací silou podniku KASKO. Tuzemští odběratelé požadují fakturace v eurech, z čehož podniku vznikají kurzové ztráty.

7.3.3 Analýza zadluženosti

Ukazatele analýzy zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, kterou společnost podstupuje při dané struktuře vlastního a cizího kapitálu. Správně zvolená finanční struktura by měla pozitivně ovlivňovat rentabilitu a současně neohrožovat likviditu podniku.

$$\text{Celková zadluženost} = \text{Cizí zdroje} / \text{Aktiva celkem}$$

$$\text{Míra zadluženosti} = \text{Cizí zdroje} / \text{Vlastní kapitál}$$

$$\text{Úrokové krytí} = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$$

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem = Vlastní kapitál / Dlouhodobý majetek

Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji = (Vlastní kapitál + dlouhodobé závazky + dlouhodobé bankovní úvěry) / Dlouhodobý majetek (19)

Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost	12,74%	11,41%	16,07%	17,64%	13,24%
Míra zadluženosti	0,15	0,13	0,19	0,22	0,15
Úrokové krytí	253,20	374,39	1219,80	5051,00	-
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	2,71	3,33	2,81	2,16	2,24
Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji	2,82	3,42	2,87	2,20	2,29

Doporučená hodnota u celkové zadluženosti je v rozmezí 30 až 60 %. Společnost KASKO má celkovou zadluženost ve všech sledovaných letech hluboko pod doporučenou dolní hranicí. Společnost v roce 2008 měla úvěr ve výši 3 984 tis. Kč. Poslední splátku firma zaplatila v roce 2011 a od roku 2012 nemá žádný jiný úvěr. Také míra zadluženosti je na velmi nízké úrovni. Jelikož podnik většinu svého majetku financuje z vlastních zdrojů, proto je výše úrokového krytí v tak vysokých hodnotách. U ukazatele krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem nebo krytí dlouhodobými zdroji je na tom sledovaný podnik dobře, protože přesahuje doporučenou hodnotu 1. Podnik používá vlastní kapitál ke krytí oběžných aktiv. Můžeme říci, že podnik dává přednost stabilitě před výnosem. Hodnota vlastního kapitálu během sledovaných let rostla díky schopnosti podniku generovat zisk. Fakt, že podnik splatil úvěr a že se zvyšovala hodnota vlastního kapitálu, tak na jedné straně společnost snižovala riziko ze zadlužení a také náklady na kapitál, protože je podnik pro banky méně rizikový. Ovšem na druhé straně jsou náklady na vlastní kapitál vyšší než na cizí a podnik se tak připravil o efekty finanční páky.

7.3.4 Analýza rentability

Ukazatelé rentability jsou měřítkem míry zisku. Je možné je použít pro srovnání v čase i pro mezipodnikové srovnávání výkonnosti.

Rentabilita tržeb = Čistý zisk / Tržby

Rentabilita výnosů = EBIT / Výnosy

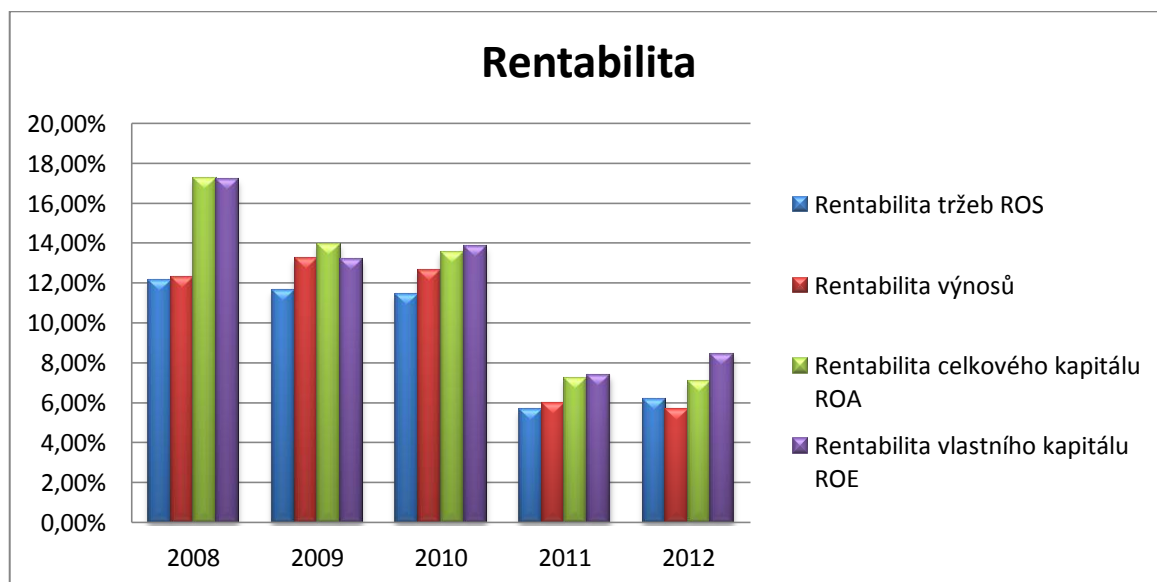
Rentabilita celkového kapitálu (ROA) = EBIT / Aktiva

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) = Čistý zisk / Vlastní kapitál (20)

Tabulka 15: Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita tržeb ROS	12,16%	11,64%	11,45%	5,66%	6,18%
Rentabilita výnosů	12,30%	13,28%	12,66%	6,02%	5,64%
Rentabilita celkového kapitálu ROA	17,24%	13,96%	13,57%	7,23%	7,06%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	17,23%	13,21%	13,86%	7,40%	8,46%

U všech sledovaných ukazatelů rentability můžeme vidět skoro poloviční pokles výkonnosti v roce 2011. Rok 2011 znamenal pro společnost období nejvyšších investic. Výsledky tohoto investování umožnily zvýšit objem výroby a samotných tržeb. Bohužel se tento růst neprojevil do rentability. Důvodem je zvýšení cen vstupů do výroby, zejména materiálů, energií a režii. V roce 2012 došlo u rentability tržeb a u rentability vlastního kapitálu k mírnému vzestupu, ale ostatní dva ukazatele mají stále klesající tendenci.



Obrázek 16: Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

7.3.5 Multiplikátor jmění vlastníků

Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) vyjadřují dva faktory: úroková redukce zisku a finanční páka. Tyto dva faktory působí protichůdně. Zvýšení zadluženosti se projeví v růstu finanční páky a bude mít pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

A na druhé straně zvýšení zadlužení se promítne do výše placených nákladových úroků a ovlivní ukazatel úrokové redukce zisku, který bude mít negativní dopad na rentabilitu vlastního kapitálu. Společné působení obou faktorů můžeme vyjádřit jejich součinem, který se nazývá multiplikátor jmění vlastníků. Udává kolikrát je kapitál vlastníků „zvětšen“ použitím cizích zdrojů financování.

$$\text{Multiplikátor jmění vlastníků} = \text{EBT/EBIT} * \text{A/VK} > 1 \quad (21)$$

Tabulka 16: Multiplikátor jmění vlastníků (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
EBT/EBIT	0,996	0,997	0,999	1,000	1,000
A/VK	1,146	1,130	1,193	1,230	1,160
EBT/EBIT * A/VK	1,142	1,126	1,192	1,229	1,160

Obecně pokud je ukazatel větší než jedna, pak má zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. U podniku KASKO se hodnota ve všech sledovaných letech pohybuje nad hodnotou 1, a proto by bylo pro podnik efektivní se zadlužit. Firma o využívání dlouhodobých cizích zdrojů neuvažuje, protože nemá podněty k zadlužení.

7.4 Analýza souhrnných ukazatelů

V analýze souhrnných ukazatelů jsou vybírány takové ukazatele, které dokážou určit schopnost podniku dostát svým závazkům. Tyto ukazatele jsou shrnovány do jedné charakteristiky jako bankrotní indikátory.

7.4.1 Z-skóre (Altmanův model)

Z-skóre (Altmanův model bankrotu, index důvěryhodnosti) je jedním z nejznámějších a nejpoužívanějších modelů. Jestliže hodnoty ukazatele vyjdou vyšší než 2,99, má firma uspokojivou finanční situaci, jestliže hodnoty ukazatele vyjdou v rozmezí 1,81 až 2,99, tak má podnik nevyhraněnou finanční situaci a při Z-skóre menší než 1,81 má podnik velmi silné finanční problémy. (Neumaierová a Neumaier, 2002, s. 94)

Ve všech sledovaných letech má společnost Kasko výsledné hodnoty Z-skóre nad hodnotou 2,99 a tak má podnik uspokojivou finanční situaci.

Tabulka 17: Ukazatel Z-skóre (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
0,717 x ČPK/Aktiva	0,58	0,64	0,56	0,46	0,50
0,847 x Nerozdělené zisky/Aktiva	0,87	0,88	0,84	0,81	0,86
3,107 x EBIT/Aktiva	0,18	0,15	0,15	0,08	0,07
0,420 x Vlastní kapitál/Cizí zdroje	6,85	7,82	5,30	4,61	6,51
0,998 x Tržby/Aktiva	1,21	1,00	1,04	1,08	1,15
Z-skóre	5,80	5,94	4,83	4,27	5,19

7.4.2 Ekonomicky přidaná hodnota – EVA (Economic Value Added)

Finanční analýza se snaží odpovědět také na otázku, zda je podnik schopen tvořit přidanou ekonomickou hodnotu pro své majitele a věřitele. Ukazatel EVA udává schopnost podniku vytvářet hodnotu při dané velikosti kapitálu a nákladech kapitálu. (Hejduková, 2012, s. 28)

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - r_e) * \text{Vlastní kapitál} \quad (22)$$

Pro výpočet hodnoty vlastních nákladů na kapitál r_e jsem použila model CAPM, kde jsem koeficient beta vypočetla metodou analogie, protože podnik neobchoduje na kapitálových trzích.

V následující tabulce vidíme, že ukazatel EVA byla kladná pouze v prvním sledovaném roce. V dalších letech docházelo ke snižování rentability vlastního kapitálu ROE a ke zvyšování hodnoty vlastního kapitálu.

Tabulka 18: Ukazatel EVA v tis. Kč (vlastní zpracování dle Damodaran online, 2013a, 2013b)

	2008	2009	2010	2011	2012
r_e	16,7%	19,2%	16,8%	17,8%	19,1%
ROE	17,23%	13,21%	13,86%	7,40%	8,46%
VK	262 616	289 683	324 212	340 829	364 681
EVA	1 392	-17 352	-9 532	-35 446	-38 802

7.5 Závěr finanční analýzy

Společnost KASKO spol. s r.o. dosahovala ve všech sledovaných letech kladného výsledku hospodaření. Nejlépe si vedla v roce 2010 a nejhůře v následujícím roce 2011. V roce 2010

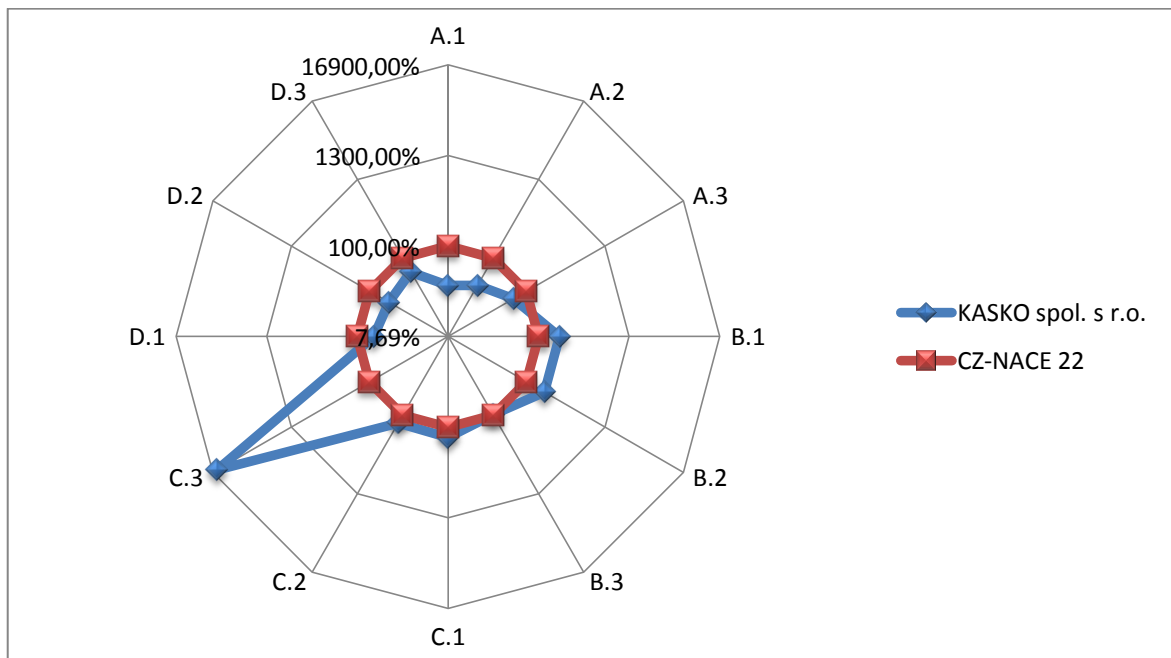
došlo k oživení automobilového průmyslu a zvýšení poptávky bylo stimulem připravit firmu na období růstu. V roce 2011 došlo k poklesu z důvodu zvýšení cen vstupů (materiál, energie, režie). V oblasti likvidity podnik dosahoval vyšších hodnot, než je doporučeno. Je to z důvodu vysokých hodnot pohledávek a zásob a nízké hodně krátkodobých cizích zdrojů. Obrat aktiv je v podniku na úrovni doporučené hodnoty a podnik nakládá s majetkem efektivně. Ukazatelé doby obratu pohledávek a zásob ukazují, že podnik závazky dříve platí, než přijímá platby od odběratelů, takže musí rozdíl financovat ze svých zdrojů. Z výsledků ukazatelů zadluženosti vyplynulo, že podnik dává přednost stabilitě před výnosem. V oblasti rentability firma zaznamenala pokles výnosnosti v letech 2011 a 2012. Tento pokles má příčinu ve zvýšení ceny vstupů. Z výsledků Altmanova Z-skóre je patrné, že podnik má uspokojivou finanční situaci. Ukazatel EVA byl kladný pouze v roce 2008.

Pro přehlednost jsem sestavila Spider analýzu, ve které jsou porovnány výsledky základních skupin poměrových ukazatelů u podniku KASKO spol. s r.o. a u odvětví, do kterého se společnost řadí. Základní skupiny pro porovnání jsou tvořeny ukazateli rentability, likvidity, zadluženosti a obratovosti. Z následující tabulky můžeme vyčíst, že společnost má oproti odvětví velice nízkou rentabilitu a to zejména rentabilitu vlastního kapitálu a rentabilitu aktiv. V oblasti likvidity má odvětví o trochu vyšší hodnoty, než jsou doporučené. Společnost KASKO tyto hodnoty u běžné a pohotové likvidity mnohem více převyšuje. V oblasti zadluženosti můžeme vidět, že společnost dává přednost před finanční stabilitou a udržuje si vyšší poměr vlastního kapitálu k cizím zdrojům než odvětví. Podnik také svými dlouhodobými zdroji financuje zdroje krátkodobé. U úrokového krytí je doporučená hodnota vyšší než 5. Jak odvětví, tak společnost podle výsledku nemají problém s placením úroků. V oblasti aktivity dosahuje odvětví nižší obratovosti než odvětví. Čím vyšší je obrat aktiv, tím je majetek v podniku využíván efektivněji. Obrat pohledávek udává, kolikrát ročně jsou pohledávky přeměněny v hotové peníze, což je u společnosti KASKO méněkrát než u odvětví. Z obratu zásob vyplývá, že odvětví dokáže vícekrát za rok zásoby přeměnit v tržby než společnost.

Tabulka 19: Porovnání poměrových ukazatelů společnosti KASKO spol. s r.o. a odvětvím CZ-NACE 22 (vlastní zpracování dle MPO, 2012)

Porovnání pro rok 2011		KASKO s.r.o.	CZ-NACE 22
Rentabilita	A.1 Rentabilita VK	7,40%	22,48%
	A.2 Rentabilita aktiv	7,23%	17,57%
	A.3 Rentabilita tržeb	5,66%	8,67%
Likvidita	B.1 Běžná likvidita	3,88	2,14
	B.2 Pohotová likvidita	2,97	1,66
	B.3 Hotovostní likvidita	0,56	0,57
Zadluženost	C.1 Vlastní kapitál / Aktiva	81,32%	61,07%
	C.2 Krytí dl. majetku dl. kapitálem	2,2	1,7
	C.3 Úrokové krytí	5051	34
Obratovost	D.1 Obrat aktiv	1,04	1,66
	D.2 Obrat pohledávek	2,9	5,4
	D.3 Obrat zásob	7,9	12,4

Na následujícím obrázku je znázorněn paprskový graf s porovnávanými poměrovými ukazateli. Linie odvětví (=100 %) slouží jako základna pro výpočet polohy ukazatelů sledovaného podniku.



Obrázek 17: Porovnání poměrových ukazatelů společnosti KASKO spol. s r.o. a odvětvím CZ-NACE 22 (vlastní zpracování dle MPO, 2012)

Obecně platí, že čím je hodnota více vzdálená od středu, tím je na tom společnost lépe. V oblasti likvidity to u firmy KASKO neplatí, protože má mnoho oběžného majetku umrt-

veno v zásobách, krátkodobých pohledávkách a finančním majetku. V oblasti zadluženosti má podnik vysoký podíl vlastního kapitálu a tím se připravuje o efekt, který přináší finanční páka.

Na závěr mohu konstatovat, že společnost KASKO spol. s r.o. na základě vypracování finanční analýzy splňuje předpoklad nepřetržitého trvání podniku.

8 FINANČNÍ PLÁN

Dlouhodobý finanční plán je podstatný z hlediska finančních a investičních rozhodnutí. Finanční plán je tvořen plánovanou rozvahou, výkazem zisků a ztrát a plánovanými peněžními toky. Tento plán je zpracován na období dalších pěti let tj. od roku 2013 do roku 2017 a je sestaven na základě informací poskytnuté společností a na základě analýz. K vypracování finančního plánu použijí program Stratex. Jednotlivé plány jsou uvedeny v příloze.

8.1 Plán výkazu zisku a ztrát

8.1.1 Obchodní marže

Obchodní marže je tvořena tržbami za prodej zboží a náklady vynaloženými na prodané zboží. Tržby za prodej zboží tvoří druhou nejvýznamnější položku podílející se na celkových tržbách. Největší pokles se očekává v roce 2013 a to o 16 %. Meziroční tempo růstu (poklesu) nákladů na prodej zboží se pohybují víceméně souměrně s tržbami. Opět je největší pokles plánován na rok 2013 a to o 17 % oproti předchozímu roku 2012. Za tento pokles je zodpovědné ukončení výroby Škody Octavia. V dalších letech dojde ke zvýšení tržeb, protože podnik má nasmlouvány nové projekty.

Tabulka 20: Obchodní marže (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	76 936	82 000	77 000	85 000	95 000
Náklady vynaložené na prodané zboží	67 549	72 160	66 220	73 950	82 650
Obchodní marže	9 387	9 840	10 780	11 050	12 350

8.1.2 Výkony a výkonová spotřeba

Výkony podniku jsou tvořeny tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, změnou stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby a aktivací. V roce 2013 dojde ke snížení tržeb z důvodu ukončení výroby Škody Octavia. Na další roky má firma KASKO nasmlouvány nové projekty, které vyplní její kapacity. Nejvýraznější nárůst a to o 17% je předpokládán v roce 2014. U účtu změny stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby se v letech 2014 a 2015 odhaduje záporné saldo. Tvorba produkce bude menší než její užití. Na účtu aktivace se očekává největší změna v roce 2014, kdy dojde k jejímu poklesu o 15 %. V budoucnu se společnost KASKO plánuje zabývat oblastí vývoje (např. nové díly

pro automotive). Plánuje participaci na vývoji designu a funkčních vlastnostech automobilů.

Účet výkonová spotřeba je tvořena spotřebou materiálu a energie a službami. Plán spotřeby materiálu a energie má rostoucí charakter a to díky zvyšování objemu výroby a zdražování vstupních činitelů. U plánu služeb, které představují hodnotu nakoupených externích služeb, jako jsou například cestovné, přepravné, opravy, je nevýraznější rok 2014, kdy se plánuje jejich nárůst o 23 % oproti roku 2013.

Tabulka 21: Výkony a výkonová spotřeba (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Výkony	346 107	401 520	421 650	427 700	452 750
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	340 858	400 000	420 000	425 000	450 000
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	2 960	-430	-400	700	550
Aktivace	2 289	1 950	2 050	2 000	2 200
Výkonová spotřeba	219 199	252 000	267 400	270 150	286 600
Spotřeba materiálu a energie	193 198	220 000	239 400	242 250	258 100
Služby	26 001	32 000	28 000	27 900	28 500

8.1.3 Osobní náklady

Osobní náklady jsou tvořeny mzdovými náklady, náklady na sociální zabezpečení a sociálními náklady. U mzdových nákladů je naplánován každoroční růst způsobený navýšením mezd o 3-4 %. Z roku 2012 na rok 2013 je naplánováno snížení osobních nákladů z důvodu ukončení výroby Škoda Octavia. Od roku 2014 se ale plánuje naplnění výrobních kapacit a dojde tak k postupnému růstu osobních nákladů.

Sazba sociálního pojištění je 25 % a dělí se na nemocenské pojištění 2,3 %, na důchodové pojištění 21,5 % a na státní politiku zaměstnanosti 1,2 %. Sazba zdravotního pojištění je 9%.

Tabulka 22: Osobní náklady (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Mzdové náklady	61 627	72 000	73 500	77 350	80 545
Náklady na sociální zabezpečení	20 953	24 480	24 990	26 299	27 385
Sociální náklady	6 400	7 200	7 350	8 509	8 860
Osobní náklady	88 980	103 680	105 840	112 158	116 790

8.1.4 Daně a poplatky

Účet daně a poplatky v sobě zahrnuje daň z nemovitosti, silniční daň, daň dědickou, darovací a z převodu nemovitostí. Dále tato položka zahrnuje poplatky (např. místní poplatky). V této položce podnik neplánuje velké změny, pro rok 2013 je naplánovaná tato položka ve výši 217 tis. Kč, v roce 2014 ve výši 200 tis. Kč, pro rok 2015 ve výši 208 tis. Kč, pro rok 2016 ve výši 215 tis. Kč a pro rok 2017 ve výši 209 tis. Kč.

8.1.5 Odpisy dlouhodobého majetku

Plán odpisů dlouhodobého majetku je sestaven na základě plánu nákupu, prodeje a ze současného stavu majetku. Společnost využívá lineární metodu odepisování majetku. Plán odpisů je uveden v následující tabulce.

Tabulka 23: Odpisy (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Odpisy dlouhodobého majetku	16 700	17 200	17 150	17 100	16 900

8.1.6 Ostatní provozní výnosy a náklady

Ostatní provozní výnosy obsahují například smluvní pokuty, úroky z prodlení, inventarizační rozdíly nebo přijaté dotace. Ostatní provozní náklady obsahují položky, jako jsou smluvní pokuty, úroky z prodlení, odpis pohledávek nebo škoda na majetku. Plán ostatních provozních výnosů a nákladů je uveden v následující tabulce.

Tabulka 24: Ostatní provozní výnosy a náklady (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Ostatní provozní výnosy	1 186	1 670	1 950	1 890	2 300
Ostatní provozní náklady	2 848	2 900	3 100	3 200	3 250

8.1.7 Ostatní finanční výnosy a náklady

Ostatní finanční výnosy jsou tvořeny zejména kurzovými zisky z pohledávek a závazků z obchodního styku, úvěrů a půjček vyjádřené v cizí měně. Ostatní finanční náklady jsou na druhé straně tvořeny kurzovými ztrátami z pohledávek a závazků z obchodního styku, úvěrů a půjček vyjádřené v cizí měně. V roce 2008 došlo k posílení české koruny vůči euru a společnost KASKO tak inkasovala ztráty ve výši 7 mil. Kč. Lednová prognóza Minister-

stva financí na kurz CZK/EUR pro rok 2013 byla 24,90. Podnik proto do budoucna neplánuje tak velké kurzové ztráty jak tomu bylo v roce 2008.

Tabulka 25: Ostatní finanční výnosy a náklady (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Ostatní finanční výnosy	6 367	5 400	6 000	3 150	4 000
Ostatní finanční náklady	8 689	12 000	4 800	4 100	4 500

8.1.8 Daň z příjmů

Daň z příjmu právnických osob je stanovena na 19 % a to už od roku 2010. Společnost KASKO nepředpokládá se změnou této sazby v následujících letech.

8.2 Plán rozvahy

8.2.1 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý majetek je tvořen dlouhodobým nehmotným a hmotným majetkem. V dlouhodobém nehmotném majetku je významnou položkou software. Jeho hodnota se bude dále díky odpisování snižovat. V dlouhodobém hmotném majetku jsou zařazeny pozemky, jejichž hodnota se nebude měnit. U staveb se plánuje snižování jejich hodnoty v důsledku odpisování. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí mají také díky odpisování klesající tendenci. Podnik neplánuje žádné další investice do pořízení majetku nebo do nových staveb. Dlouhodobý finanční majetek v hodnotě 896 tis. Kč je tvořen dvěma kusy investičních diamantů. Firma neplánuje další nákup DFM.

8.2.2 Oběžná aktiva a krátkodobé závazky

Společnost KASKO neplánuje velké změny v oblasti zásob. Podnik se snaží dobu obratu zásob snižovat. Mělo by tak docházet ke snižování materiálových a finančních zdrojů vázaných v podniku, které mohou být využity jiným způsobem, a může dojít ke zvýšení rentability. Z následující tabulky můžeme vyčíst, že plán doby obratu pohledávek se stále zvyšuje. Tato situace je nepříliš uspokojivá, protože plán doby obratu závazků se pohybuje průměrně kolem 37 dnů. Této situaci se musí podnik podřídit, protože jeho vyjednávací síla proti odběratelům a dodavatelům, kterými jsou nadnárodní společnosti, je malá.

Tabulka 26: Oběžná aktiva a krátkodobé závazky (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015	2016	2017
Doba obratu zásob (dny)	54	46	44	41	35
Doba obratu pohledávek (dny)	136	134	155	168	176
Doba obratu závazků (dny)	39	36	36	37	37

Finanční majetek podniku je složen z položky peníze a účty v bankách. Společnost plánuje udržovat stálou hodnotu peněz v hotovosti v podniku na úrovni 100 tis. Kč. Dále podnik plánuje neustále zvyšovat hodnotu účtu peníze v bankách, protože nepočítá s tím, že by pro ni našla na trhu vhodné investiční alternativy. Pro svou činnost si plánuje ponechat dva bankovní účty u České spořitelny a jeden účet u Slovenské spořitelny.

8.2.3 Vlastní kapitál

Společnost neuvažuje nad zvýšením základního kapitálu, proto hodnota bude stále ve výši 300 tis. Kč. Podnik neplánuje navyšovat zákonný rezervní fond a tak zůstane ve výši 14 000 tis. Kč i pro další roky. Položku statutární a ostatní fondy podnik také neplánuje navýšit a proto zůstane ve výši 9 000 tis. Kč. Výsledek hospodaření má naplánované kladné hodnoty ve všech následujících pěti letech

8.2.4 Cizí zdroje

Krátkodobé závazky jsem popsala již v odstavci Oběžná aktiva a krátkodobé závazky. Podnik si od roku 2012 nevezal žádný úvěr. Veškerou činnost financuje z vlastního kapitálu a krátkodobých cizích zdrojů. V budoucnu podnik neplánuje využít

8.3 Plán investic

V současné době společnost KASKO spol. s r.o. není schopna sestavit plán investic do budoucna. Pokud by společnost plán sestavila, tak se bude jednat o investice především do staveb, strojů, zařízení a technologií.

8.4 Plán peněžních toků

Plán peněžních toků je sestaven na základě finančního plánu rozvahy a výkazu zisků a ztrát. Peněžní prostředky z provozní činnosti jsou naplánovány na všechny roky v kladné výši. Cash flow z investiční činnosti je v každém roce naplánován záporně z důvodu, že společnost každý rok investuje prostředky do nových zařízení, technologií a staveb. Cash flow z finanční činnosti je naplánováno také záporně ve všech letech.

Tabulka 27: Plán peněžních toků (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Počáteční stav (PP)	54 428	35 100	45 100	55 100	65 100
CF z provozní činnosti	4 069	26 012	19 516	28 387	35 439
CF z investiční činnosti	-25 064	-15 000	-10 750	-15 050	-14 950
CF z finanční činnosti	-3 791	-1 723	-1 748	-1 696	-1 938
Čisté zvýšení/snížení PP	-24 786	9 289	7 018	11 641	18 551
Stav PP na konci období	29 642	44 389	52 118	66 741	83 651

8.5 Závěr finančního plánu

Dlouhodobý finanční plán na období 2013-2017 jsem sestavila na základě poskytnutých informací vedením společnosti a z výsledků minulého období. Na základě tohoto finančního plánu mohu potvrdit splnění podmínky pro předpoklad trvání podniku do budoucna.

9 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD

Pomocí programu Evalent zpracuji projekt ocenění podniku KASKO spol. s r.o. k 1.1.2013 prostřednictvím výnosových metod. Důvod ocenění má informační charakter. Nejdříve pomocí programu stanovím náklady na kapitál a poté přejdu k ocenění pomocí jednotlivých výnosových metod, kterými jsou:

- metoda diskontovaného cash flow – DCF,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

9.1 Stanovení diskontní míry

Nejdříve je potřeba stanovit náklady na vlastní a cizí kapitál. Z těchto nákladů poté stanovím průměrné vážené náklady na kapitál.

9.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Ke stanovení nákladů na vlastní kapitál existují jednotlivé modely, mezi které patří model CAPM a stavebnicová metoda.

- **Model CAPM**

Abych tento model mohla vypočítat, potřebuji znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a výši koeficientu beta. Bezrizikovou úrokovou míru jsem stanovila na základě průměrné výnosnosti desetiletých státních dluhopisů České republiky k 31.12.2012, které jsou uvedeny na stránkách ČNB a to ve výši 3,9 %. Rizikovou prémii jsem stanovila na základě ratingu České republiky agenturou Moody's uvedené na webových stránkách A. Damodarana. Rating České republiky je A1 a riziková premie je tedy ve výši 7,28 %. Prémii za specifické riziko jsem stanovila na úrovni 3%. Je to střední hodnota intervalu možných hodnot (0 – 5 %).

Podíl vlastního kapitálu v letech 2008 až 2012 byl průměrně na úrovni 99,61 %. V plánovaném období tato hodnota stoupla až na 100 %. Odhad podílu vlastního kapitálu v 2. fázi je 99 %. Od roku 2010 platí v České republice daň 19 % a v období druhé fáze se neočekává její růst nebo pokles, proto zůstane na hodnotě 19 %. V následující tabulce jsou uvedeny vstupní údaje pro stanovení nákladů na vlastní kapitál.

Tabulka 28: Vstupy pro jednotlivé modely pro výpočet N_{vk} (vlastní zpracování dle ARAD 2013; Damodaran online 2013c)

Vstupy pro jednotlivé modely pro výpočet N_{vk}	%
Bezriziková výnosová míra	3,90
Riziková prémie	7,28
Prémie za specifické riziko	3,00
Průměrný podíl vlastního kapitálu v zobrazené historii	99,61
Průměrný podíl vlastního kapitálu v 1. fázi	100,00
Odhad podílu vlastního kapitálu ve 2. fázi	99,00
Průměrná sazba DP v historii	19,60
Průměrná sazba DP v 1. fázi	19,00
Odhad sazby DP ve 2. fázi	19,00

Stanovení beta koeficientu

Pro stanovení koeficientu beta program Evalent nabízí čtyři možnosti:

1) Beta koeficient při existujícím zadlužení

Společnost KASKO spol. s r.o. neobchoduje na kapitálových trzích, proto jsem pro výpočet beta koeficientu při existujícím zadlužení použila metodu analogie. Vycházela jsem ze vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N * \left(1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (23)$$

kde:

β_Z	= β vlastního kapitálu u zadluženého podniku
β_N	= β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
T	= sazba daně z příjmů
CK	= cizí kapitál
VK	= vlastní kapitál

Tabulka 29 Beta koeficient při existujícím zadlužení (vlastní zpracování dle Damodaran online 2013a, 2013b)

Beta koeficient při existujícím zadlužení	
Koeficient beta historický - při existujícím zadlužení	2,09
Koeficient beta pro 2. fázi	2,11
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	16,29 %

2) Beta koeficient při nulovém zadlužení

Na webových stránkách A. Damodarana jsem vyhledala beta koeficient při nulovém zadlužení pro odvětví automotive, které je 1,86.

Tabulka 30: Beta koeficient při nulovém zadlužení (vlastní zpracování dle Damodaran online 2013a, 2013b)

Beta koeficient při nulovém zadlužení	
Koeficient beta při nulovém zadlužení	1,86
Koeficient beta pro 2. fázi	1,88
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	16,06 %

3) Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika

Tento typ modelu je odlišný od dvou předchozích verzí modelu. Program Evalent rozlišuje 5 tříd rizika. Třída první vyjadřuje nejnížší riziko, třetí třída vyjadřuje průměr a do páté třídy se řadí firmy s nejvyšším rizikem. Zařazení do tříd je zvoleno na základě citlivosti provozního zisku na změny základních národohospodářských ukazatelů, jako je hrubý domácí produkt a ceny. Pro podnik KASKO spol. s r.o. jsem zvolila třídu 4.

Tabulka 31: Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika (vlastní zpracování dle ARAD 2013; Damodaran online 2013a, 2013b, 2013c)

Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika	
Bezriziková výnosová míra	3,90 %
Riziková prémie	7,28 %
Prémie za specifické riziko	3,00 %
Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	4
Korekce na základě obchodního rizika	0,25
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu ve 2. fázi	0,01
Korekce na základě finančního rizika pro 1. fázi	-0,20
Korekce na základě finančního rizika pro 2. fázi	-0,19
Koeficient beta pro 1. fázi	1,05
Koeficient beta pro 2. fázi	1,06
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	14,54 %
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	14,58 %

4) Expertní stanovení beta koeficientu

Tato metoda je založena na expertním ohodnocení osmi faktorů, které ovlivňují velikost beta koeficientu.

Tabulka 32: Expertní stanovení beta koeficientu (vlastní zpracování)

Expertní stanovení beta koeficientu		
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1,5	Vysoká citlivost
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	1,5	Převaha dodavatelů
Vyjednávací síla vůči odběratelům	1,5	Převaha odběratelů
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1,5	Vysoký
Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)	0,5	Menší jak 40%
Velikost podniku	1	Střední
Diverzifikace územní	1	Střední
Diverzifikace výrobní	1	Střední
Odhad koeficientu beta	1,19	
Bezriziková výnosová míra	3,9 %	
Riziková premie	7,28%	
Náklady vlastního kapitálu	12,55%	

Společnost KASKO spol. s r.o. je velice citlivá na změnu hospodářského cyklu, protože patří do odvětví automotive, které se řadí mezi cyklická odvětví. Vyjednávací síla vůči dodavatelům i odběratelům je velmi nízká. Oba ty to subjekty si mohou diktovat podmínky jako je například doba splatnosti. Jelikož se jedná o výrobní společnost, tak podíl fixních nákladů na celkových nákladech je vysoký. Míra zadlužení je nižší jak 40 % z důvodu nevyužívání žádných úročených cizích zdrojů. Podnik se řadí svou velikostí mezi střední podniky. Územní diverzifikace je na střední úrovni, protože firma má mnoho tuzemských i mnoho zahraničních odběratelů. Diverzifikace výrobní je také na střední úrovni.

- **Stavebnicový model**

Stavebnicový model se nezaměřuje pouze na systematická rizika, ale i na nesystematická. Pro výpočet nákladů na kapitál přičítá k bezrizikové úrokové míře určité přírážky za rizika.

1) Model INFA

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR při analýzách podnikové sféry orientovaných na stanovení ekonomické přidané hodnoty využívají tento model pro stanovení nákladů vlastního kapitálu. Náklady na vlastní kapitál jsou dány součtem bezrizikové výnosové míry a rizikové premie. Rentabilitu aktiv v průmyslu jsem zjistila na stránkách MPO. Hodnoty jsou

stanoveny jen do roku 2010, takže jsem pro rok 2011 a 2012 použila stejnou hodnotu jako pro rok 2010.

Tabulka 33: Model INFA podle MPO ČR v % (vlastní zpracování dle ARAD 2013; MPO ČR, 2013)

Model INFA	2008	2009	2010	2011	2012
Bezriziková výnosová míra	4,70	4,60	4,30	4,10	3,90
Rentabilita aktiv v průmyslu	5,60	7,69	9,61	9,61	9,61
Riziková prémie za likviditu akcií	4,45	4,37	4,26	4,20	4,13
Prémie za podnikatelské riziko	0,00	0,00	0,00	0,61	0,71
Prémie za riziko z finanční nestability	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Prémie za riziko z finanční struktury	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Riziková prémie celkem	4,45	4,37	4,26	4,82	4,84
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	9,15	8,97	8,56	8,92	8,74

2) Komplexní stavebnicová metoda I (M&M)

Tato metoda stanovuje riziko na základě 32 faktorů. Faktory jsou rozděleny do dvou skupin:

- faktory podnikatelského (obchodního) rizika (25 faktorů),
- finančního rizika (7 faktorů).

Náklady vlastního kapitálu se určí jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové premie.

Tabulka 34: Komplexní stavebnicová metoda I (vlastní zpracování)

Komplexní stavebnicová metoda I	
Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	3,9 %
Horní mez rizikové premie jako násobek b.v.m.	3
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4
Riziková prémie stanovená KSM I (M&M)	4,78 %
Náklady vlastního kapitálu	8,68 %

3) Komplexní stavebnicová metoda II (Garnett & Hill)

V této verzi se pracuje se souborem 36 rizikových faktorů, které byly navrženy firmou Garnett a Hill. Tyto faktory jsou rozčleněny do čtyř skupin podnikatelského (obchodního) rizika a jedné skupiny finančního rizika:

- rizika trhu (12 faktorů),

- výrobní rizika (6 faktorů),
- rizika oboru (4 faktory),
- rizika managementu (6 faktorů),
- finanční rizika (8 faktorů).

Náklady vlastního kapitálu se opět určí jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové prémie.

Tabulka 35: Komplexní stavebnicová metoda II (vlastní zpracování)

Komplexní stavebnicová metoda II	
Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	3,9 %
Horní mez rizikové prémie jako násobek b.v.m.	3
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4
Riziková prémie stanovená KSM II (Garnett & Hill)	3,60 %
Náklady vlastního kapitálu	7,50 %

- **Dividendový model**

Dividendový model stanovuje náklady vlastního kapitálu jako očekávanou vnitřní výnosnost akcie. Jelikož firma není obchodována na akciových trzích a nevyplácí dividendy, tak tento model nepoužiji.

- **Průměrné náklady vlastního kapitálu**

Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu vypočteme z výše uvedených metod. K ohodnocení jsem použila váhy 1 a 0. Pokud se váha rovná jedničce (1), tak půjde o aritmetický průměr. Pokud se váha některé metody rovná nule (0), pak je metoda vyřazena z výpočtu.

Tabulka 36: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu v % (vlastní zpracování)

	Váhy	2013	2014	2015	2016	2017
Beta koeficient při existujícím zadlužení	1	16,27	16,27	16,27	16,27	16,27
Beta koeficient při nulovém zadlužení	1	16,04	16,04	16,04	16,04	16,04
Odhad obchodního a finančního rizika	0	14,54	14,54	14,54	14,54	14,54
Expertní odhad koeficientu beta	1	12,55	12,55	12,55	12,55	12,55
Model INFA (MPO ČR)	1	4,06	3,98	3,87	3,79	3,70
Komplexní stavebnicová metoda I	1	8,68	8,68	8,68	8,68	8,68
Komplexní stavebnicová metoda II	1	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Dividendový model	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu		10,85	10,84	10,82	10,80	10,79

9.1.2 Náklady na cizí kapitál

Společnost KASKO spol. s r.o. momentálně nevyužívá žádné úročené cizí zdroje a v budoucnu ani neplánuje využívání těchto zdrojů. Proto náklady cizího kapitálu budou mít hodnotu 0 %.

9.1.3 Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)

Protože podnik nevyužívá a v budoucnu ani neplánuje využívat úročené cizí zdroje, tak program Evalent určil podíl vlastního kapitálu jako hodnotu 100 %. Vážené průměrné náklady kapitálu jsou potom 10,18 %.

Tabulka 37: Vážené průměrné náklady kapitálu v % (vlastní zpracování)

Vážené průměrné náklady kapitálu	
Podíl vlastního kapitálu	100,00
Náklady vlastního kapitálu	10,18
Podíl cizího kapitálu	0,00
Náklady cizího kapitálu	0,00
Sazba daně z příjmů	19,00
WACC	10,18

9.2 Ocenění společnosti KASKO spol. s r.o. metodou DCF

Pro stanovení hodnoty firmy je základem určit budoucí peněžní tok (volný peněžní tok, FCF), která bude firma generovat. Rozlišujeme dvě základní metody:

- metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF),
- metoda volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE).

Rozdíly mezi jednotlivými metodami

- Metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele,
 - vychází z domnělého financování firmy pouze vlastním kapitálem,
 - jako diskontní sazba jsou použity vážené průměrné náklady kapitálu,
 - primárním výsledkem je stanovení výsledné hodnoty firmy jako celku.
- Metoda volného peněžního toku pro vlastníky,
 - respektuje v cash flow plánovanou kapitálovou strukturu firmy,
 - jako diskontní sazba jsou použity náklady vlastního kapitálu,

- primárním výsledkem je stanovení výsledné hodnoty vlastního kapitálu firmy.

Metoda FCFF i metoda FCFE vycházejí z korigovaného provozního výsledku před zdaněním. Ten je upraven o nepotřebná aktiva a o náklady a výnosy s nimi spojené. Podrobněji je tato oblast rozepsána v teoretické části práce 4.1.1. Hodnota neprovozních aktiv je tvořena pouze z dlouhodobého finančního majetku.

Tabulka 38: Společné vstupy pro metody DCF (vlastní zpracování)

Společné vstupy pro metody DCF	
Podíl vlastního kapitálu ve 2. fázi	99,00 %
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	10,18 %
Náklady cizího kapitálu ve 2. fázi	0,00 %
Sazba daně z příjmů ve 2. fázi	19,00 %
Vážené průměrné náklady kapitálu ve 2. fázi	10,18 %
Hodnota neprovozních aktiv (tis. Kč.)	896
Cizí úročený kapitál (tis. Kč)	0

9.2.1 Metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele – FCFF

Celková hodnota podniku je rozdělena do dvou fází. Hodnotu 1. fáze získáme jako kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok v posledním roce plánu. Tato hodnota je nezávislá na způsobu stanovení hodnoty 2. fáze a bude tudíž vždy stejná. Hodnota 2. fáze vyjadřuje tzv. pokračující hodnotu, tj. období, pro které nebyl stanoven finanční plán. Diskontováním (diskontním faktorem posledního roku plánovacího období) pokračující hodnoty k datu ocenění získáme hodnotu 2. fáze. Provozní hodnota firmy je tvořena součtem hodnoty 1. a 2. fáze. Výsledná hodnota firmy je dána součtem provozní hodnoty firmy a ocenění neprovozních aktiv k datu ocenění. Hodnota vlastního kapitálu je hodnota firmy snižena o úročený cizí kapitál a dlouhodobé závazky neúročené oboje k datu ocenění.

Tabulka 39: Hodnota FCFF (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Korigovaný HV před zdaněním	28 736	37 050	39 912	37 817	43 651
Korigovaný HV po zdanění	23 276	30 011	32 329	30 632	35 357
Peněžní tok před změnami	36 734	47 190	49 260	47 952	52 407
Peněžní tok z provozní činnosti	48 776	29 364	16 698	26 598	37 951
Volný peněžní tok užitý pro ocenění	23 712	14 364	5 748	11 298	22 51

1) Hodnota 2. fáze z perpetuity

Perpetuita je součtem nekonečně dlouhé řady volného peněžního toku 2. fáze, který je diskontovaný k počátku této 2. fáze. Perpetuita se poté diskontuje k datu ocenění (počátku plánovacího období), tj. musí se převést na současnou hodnotu pronásobením diskontním faktorem posledního roku plánovacího období. Tempo růstu jsem zvolila na úrovni rentability vlastního kapitálu v hodnotě 6,2 %.

Tabulka 40: Hodnota 2. fáze z perpetuity (vlastní zpracování)

Hodnota 2. fáze z perpetuity	
Volný peněžní tok v roce 2017 v posledním roce plánu (tis. Kč)	22 851
Zadané tempo růstu volného peněžního toku ve 2. fázi	6,2 %
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	58 465
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	374 459
Provozní hodnota firmy (tis. Kč)	432 924
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	433 820
Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	433 820

Hodnota podniku KASKO spol. s r.o. získaná pomocí metody FCFF z perpetuity k 1.1.2013 je 433 820 tis. Kč.

2) Hodnota 2. fáze z likvidační hodnoty

Likvidační hodnota, tj. odhad hodnoty firmy na počátku 2. fáze, by neměla zahrnovat ocenění dlouhodobého finančního majetku, který není nezbytně nutný k provozu a dále ocenění provozně nepotřebného dlouhodobého majetku. Hodnota 2. fáze se stanoví jako součin likvidační hodnoty a diskontního faktoru posledního roku plánovacích období.

Tabulka 41: Hodnota 2. fáze z likvidační hodnoty (vlastní zpracování)

Hodnota 2. fáze z likvidační hodnoty	
Likvidační hodnota (tis. Kč)	422 226
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	58 465
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	252 615
Provozní hodnota firmy (tis. Kč)	311 080
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	311 976
Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	311 976

Hodnota podniku KASKO spol. s r.o. získaná pomocí metody FCFF z likvidační hodnoty k 1.1.2013 je 311 976 tis. Kč.

3) Hodnota 2. fáze založená na účetní hodnotě firmy

Účetní hodnota firmy v posledním roce plánovacího období je základem pro stanovení hodnoty 2. fáze. Tato hodnota určuje hodnotu aktiv. Účetní hodnotu je potřeba korigovat o ocenění dlouhodobého finančního majetku, který není nezbytně nutný k provozu a ocenění provozně nepotřebného dlouhodobého majetku.

Tabulka 42: Hodnota 2. fáze založená na účetní hodnotě firmyn(vlastní zpracování)

Hodnota 2. fáze založená na účetní hodnotě firmy	
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	58 265
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	340 588
Provozní hodnota firmy (tis. Kč)	399 053
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	399 949
Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	399 949

Hodnota podniku KASKO spol. s r.o. získaná pomocí metody FCFF založené na účetní hodnotě firmy k 1.1.2013 je 399 949 tis. Kč

22.1.1 Metoda volného peněžního toku pro vlastníky - FCFE

Volný peněžní tok představuje prostředky, které zůstanou vlastníkům firmy po úhradě všech výdajů. Jako diskontní sazba zde slouží náklady vlastního kapitálu. Hodnota 1. fáze se stanoví součtem diskontovaného peněžního toku v každém roce plánovacího období.

Tabulka 43: Hodnota podniku metodou FCFE (vlastní zpracování)

Hodnota podniku metodou FCFE	
Volný peněžní tok v posledním roce plánu (tis. Kč)	16 751
Tempo růstu volného peněžního toku pro 2. fázi	6,2 %
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	10,18 %
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	54 815
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	267 481
Provozní hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	322 297
Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	323 193
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	323 193

Hodnota podniku KASKO spol. s r.o. získaná pomocí metody volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE) k 1.1.2013 je 323 193 tis. Kč.

22.2 Ocenění společnosti KASKO spol. s r.o. metodou kapitalizovaných

čistých výnosů

Hodnota firmy, resp. jejího kapitálu se odvozuje od tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu (trvale udržitelné úrovně zisku). Tento trvale odnímatelný čistý výnos lze stanovit na základě úprav korigovaného provozního výsledku hospodaření. Podrobněji je tato metoda popsána v teoretické části 4.1.2. Pro výpočet této výnosové metody lze použít analytickou nebo paušální metodu.

22.2.1 Analytická metoda

Ocenění je zde provedeno na základě předpovědi výsledků hospodaření v budoucnu, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen výnosový potenciál podniku. Hodnota 1. fáze vyjadřuje kumulovaný diskontovaný odnímatelný čistý výnos. Hodnota 2. fáze je čistý výnos zvýšený o tempo růstu. Součtem 1. a 2. fáze dostaneme provozní hodnotu vlastního kapitálu, ke které přičteme hodnotu neoperativních aktiv a tím získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tabulka 44: Hodnota podniku získaná analytickou metodou (vlastní zpracování)

Analytická metoda	
Odnímatelný čistý výnos v posledním roce plánu (tis. Kč)	35 357
Tempo růstu KOČV ve 2. fázi	6,2 %
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	10,18 %
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	110 627
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	564 574
Provozní hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	675 201
Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	676 097
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	676 097

Hodnota podniku KASKO spol. s r.o. získaná pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů- analytickou metodou k 1.1.2013 je 676 097 tis. Kč.

22.2.2 Paušální metoda

Paušální metoda je založena na minulých odnímatelných čistých výnosech a na jejich základě prognózuje odnímatelný čistý výnos do budoucnosti. V programu Evalent se zadávají váhy pro jednotlivé roky historie a systém stanoví vážený odnímatelný čistý výnos. Dále se zadá diskontní sazba v podobě nákladů vlastního kapitálu. Provozní hodnota vlastního ka-

pitálu se vypočte jako vážený odnímatelný čistý výnos vydělený diskontní sazbou. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je dána součtem provozní hodnoty vlastního kapitálu a neoperativní aktivy.

Tabulka 45: Hodnota podniku získaná paušální metodou (vlastní zpracování)

Paušální metoda	
Vážený odnímatelný čistý výnos (tis. Kč)	27 929
Diskontní sazba	10,18 %
Provozní hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	274 355
Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	275 251
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	275 251

Hodnota podniku KASKO spol. s r.o. získaná pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů- paušální metodou k 1.1.2013 je 275 251 tis. Kč.

22.3 Syntéza výsledků ocenění výnosovými metodami

Aby bylo dosaženo co nejpřesnějšího výsledku, tak je doporučeno provést ocenění podniku více než dvěma metodami. Také není vhodné použít výsledek jako mechanicky spočítaný průměr výsledků jednotlivých metod. Proto pro syntézu výsledků využijí metodu váženého průměru, kdy jednotlivým metodám přidělím váhu a určím tak jejich důležitost.

Metodě FCFF založené na perpetuitě jsem přidělila váhu 2, protože je ve výpočtu zahrnuta míra růstu. **Metodě FCFF založené na likvidační hodnotě a účetní hodnotě** jsem přidělila váhu 1, protože nebere v úvahu růstový potenciál podniku a neuvažujíc s budoucími výnosy firmy. **Metodě FCFE** jsem přidělila váhu 2, protože zahrnuje ve výpočtu míru růstu. **Metodě kapitalizovaných čistých výnosů- analytické metodě** jsem přidělila váhu 2, protože také zahrnuje míru růstu do budoucna. A **paušální metodě** jsem přidělila váhu 1, protože tato hodnota v sobě zahrnuje historické údaje.

Tabulka 46: Výsledky ocenění výnosovými metodami (vlastní zpracování)

Metoda	Hodnota VK (tis. Kč)	Váhy	Hodnota VK * váha
Diskontované CF			
FCFF - perpetuita	433 820	2	867 640
FCFF - likvidační hodnota	311 976	1	311 976
FCFF – účetní hodnota	399 949	1	399 949
FCFE	323 193	2	646 386
Kapitalizované čisté výnosy			
Analytická metoda	676 097	2	1 352 194
Paušální metoda	275 251	1	275 251
Vážený průměr výnosových metod v tis. Kč			428 155

Výsledné ocenění společnosti KASKO spol. s r.o. je k 1.1.2013 v hodnotě 428 155 tis. Kč.

23 SOUHRN A ZHODNOCENÍ ZÍSKANÝCH POZNATKŮ

Společnost KASKO spol. s r.o. byla založena v roce 1992 a je ryze českou firmou bez účasti zahraničního kapitálu. Během dvaceti let její existence prošla firma dynamickým vývojem. Z malého a neznámého podniku se postupem času stal spolehlivý dodavatel pro celou řadu tuzemských i zahraničních zákazníků.

Odvětví automotive, do kterého společnost své výrobky dodává, bylo v roce 2008 zasaženo hospodářskou krizí. U firmy tak došlo k poklesu objednávek od zákazníků a krizový management firmy zareagoval tak, že omezil výrobu na 4 dny v týdnu a pozastavil všechny investice do dlouhodobého majetku. V dalších letech, kdy došlo k postupnému ožívování trhu, firma díky růstu počtu objednávek opět naplnila své výrobní kapacity. Pro rok 2013 firma plánuje snížení tržeb z důvodu ukončení výroby Škoda Octavia, kam směřovala celá řada jejich výrobků. V dnešní době má již společnost nasmlouvané nové projekty na 2 až 3 roky dopředu.

V části finanční analýzy je důležité zjištění, že poměr vlastních zdrojů k cizím zdrojům je 85:15. Od roku 2011 firma nemá žádné úvěry a do budoucna je ani neplánuje. Tak vysoká výše vlastního kapitálu ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu. Vlastní kapitál je obecně považován za dražší zdroj financování než cizí kapitál. S tímto souvisí princip finanční páky. Díky vyšší hodnotě cizího kapitálu by firma dosahovala vyšší rentability vlastního kapitálu. Zvýšená zadluženost se projeví do růstu finanční páky a ta bude mít vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Zadlužení je vhodné pouze do doby, kdy finanční páka působí pozitivně tj. do doby, kde je výnosnost vloženého kapitálu vyšší než cena úročených cizích zdrojů. Díky nízké rentabilitě vlastního kapitálu a díky vyšším nákladům na vlastní kapitál společnost KASKO spol. s r.o. nevytváří hodnotu pro své vlastníky. Nízká úroveň cizích zdrojů se také projevuje do oblasti likvidity, kde společnost vysoce převyšuje doporučené hodnoty. Společnost má mnoho prostředků umrtvených v zásobách, pohledávkách a především ve finančním majetku a to na účtech v bankách. Tento stav opět snižuje rentabilitu. Vysoká výše vlastních zdrojů, je ale využita v oblasti doby obratu pohledávek a závazků. Díky tomu, že společnost KASKO spol. s r.o. má malou vyjednávací sílu jak proti dodavatelům, tak proti odběratelům, tak rozdíl, kdy peníze od odběratelů obdrží a kdy peníze dodavatelům uhradí, financuje z vlastních zdrojů.

Celkově jako pozitivní hodnotím schopnost podniku překonat hospodářskou krizi. Kdy management firmy provedl taková opatření, aby existence podniku nebyla ohrožena.

I když je společnost finančně stabilní, tak je jeho rentabilita nízká. Podnik by mohl dosahovat v oblasti rentability lepších výsledků a také by mohl tvořit hodnotu pro vlastníky, kdyby začal používat více cizích zdrojů. V oběžném majetku, má společnost umrtveno mnoho prostředků, které také působí na rentabilitu. Mnoho nevyužitých prostředků se nachází na bankovních účtech. Firma by si tak měla najít vhodné finanční alternativy.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo určit tržní hodnotu společnosti KASKO spol. s r.o. Ke splnění tohoto cíle bylo zapotřebí vypracovat strategickou a finanční analýzu, dlouhodobý finanční plán, určit diskontní míru a nakonec pomocí výnosových metod stanovit hodnotu podniku.

Nejdříve byla vypracována strategická analýza. V jejím rámci byly určeny a analyzovány faktory, které ovlivňují sledovanou společnost. Jednalo se o faktory z makroprostředí a mikroprostředí. Součástí strategické analýzy je také vypracování prognózy tržeb na období let 2013-2017.

Finanční analýza byla vypracována na základě zpracování analýzy absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Společnost každý rok dosahuje kladného výsledku hospodaření a to i v roce 2009, kdy se projevila hospodářská krize. Vlastní kapitál, který tvoří 85 % celkového kapitálu, svou výší nepříznivě ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu. Likvidita, která díky vysokému oběžnému majetku a díky nízké hodnotě cizích zdrojů výrazně převyšuje doporučené hodnoty. Z důvodu malé vyjednávací síly společnosti KASKO spol. s r.o. dosahuje doba obratu pohledávek dvakrát vyšší hodnoty než doba obratu závazků.

Další částí bylo vypracování dlouhodobého finančního plánu na období 2013-2017. Pomocí programu Stratex R jsem zpracovala plán rozvahy, výkazu zisků a ztrát a cash flow na predikované období.

Protože společnost KASKO spol. s r.o. splňuje předpoklad trvání podniku do budoucna, přešla jsem v další části diplomové práce na samotné ocenění firmy. Ocenění jsem zpracovala pomocí programu Evalent. Nejdříve bylo zapotřebí stanovit diskontní míru v podobě průměrných vážených nákladů na kapitál. Zde je potřeba určit náklady na vlastní a cizí kapitál. Náklady na vlastní kapitál, které jsem stanovila na základě aritmetického průměru výsledných hodnot metody CAPM a stavebnicové metody, jsou v hodnotě 10,18 %. Protože firma nevyužívá žádné cizí zdroje a do budoucna je ani využívat neplánuje, tak i hodnota průměrných vážených nákladů na kapitál vyšla 10,18 %. Po určení diskontní míry jsem přešla k výpočtu hodnoty podniku pomocí jednotlivých metod. Nejdříve jsem zpracovala metodu diskontovaných peněžních toků a to metodu Free cash flow to firm (FCFF), kde jsem hodnotu 2. fáze stanovila pomocí perpetuity, likvidační hodnoty a účetní hodnoty

firmy. Dále jsem vypracovala metodu Free cash flow to equity (FCFE), analytickou a paušální metodu kapitalizovaných čistých výnosů.

Poslední část práce obsahuje syntézu výsledků ocenění výnosovými metodami. Jednotlivým metodám jsem přiřadila váhu a vypočítala tak tržní hodnotu společnosti KASKO spol. s r.o., která je k 1.1.2013 v hodnotě 428 155 tis. Kč.

Stanovením tržní hodnoty podniku považuji cíl mého projektu za splněný. Doufám, že výsledky práce budou pro společnost KASKO spol. s r.o. přínosem.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BRIGHAM, Eugene F a Michael C EHRHARDT, 2005. *Financial management: theory and practice*. 11th edition. Ohio: Thomson/South-Western. ISBN 0324224990.

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 978-1-118-00477-7.

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

FOTR, Jiří, 1999. *Strategické finanční plánování*. 1. vydání. Praha: Grada. ISBN 80-7169-694-3.

HEJDUKOVÁ, Markéta, 2012. Ocenění podniku Plzeňský Prazdroj, a.s. *Oceňování*. Praha: Oeconomica, roč. 5, č. 1. ISSN 1803-0785.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar, 2008. *Strategický marketing*. 1. vydání. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2690-8.

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

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7179-713-5.

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

MAREK, Petr, 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. aktualizované vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš, 1998, *Určování hodnoty firem*. 1. vydání. Praha: Ekopress. ISBN 8086119092.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI: přepracované a rozšířené vydání*. 2. vydání. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-61-0.

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

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2009. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Linde. ISBN 978-80-86131-85-6.

Internetové zdroje:

Damodaran Online, 2013a. Total Beta by Sector. *Damodaran Online* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran Online, 2013b. Betas by Sector. *Damodaran Online* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran Online, 2013c. Country Default Spreads and Risk Premiums. *Damodaran Online* [online]. 2013 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Databáze časových řad ARAD, 2013. [online]. Praha: Česká národní banka, ©2003-2009 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=450&p_strid=EBA&p_lang=CS

Ministerstvo financí ČR, 2013. Makroekonomická predikce. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Duben 2013 [cit. 2013-03-20]. Dostupné z:

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q2.pdf

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, 2013. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011. *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. 11.4.2013 [cit. 2013-03-28]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, 2012. Panorama zpracovatelského průmyslu 2011. *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. 30.10.2012 [cit. 2013-03-24]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument107939.html>

Ostatní zdroje:

Výroční zprávy společnosti KASKO spol. s r.o. z období let 2008-2012.

Účetní závěrky společnosti KASKO spol. s r.o. z období let 2008-2012.

Internetové stránky společnosti KASKO spol. s r.o. - <http://www.kasko.cz/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
APV	Upravená současná hodnota
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní tok
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČV	Čistý výnos
ČZ	Čistý zisk
DCF	Diskontované peněžní toky
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EBT	Zisk před zdaněním
EBIT	Zisk před zdaněním a nákladovými úroky
EBITDA	Zisk před zdaněním, nákladovými úroky a odpisy
EMAS	Systém ekologického řízení a auditu
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
HDP	Hrubý domácí produkt
ISO	International Organization for Standardization
ISO/TS	Automobilový systémový standard
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

MFCR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
OA	Oběžná aktiva
P/BV	Price to book ratio
P/E	Price to earnings ratio
PP	Peněžní prostředky
r_e	Vlastní náklady na kapitál
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
THP	Technicko-hospodářský pracovník
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obrázek 1: Struktura strategického plánu</i>	29
<i>Obrázek 2: Postup souhrnného ocenění</i>	44
<i>Obrázek 3: Orgány společnosti – vedení společnosti</i>	46
<i>Obrázek 4: Vývoj investic ve společnosti KASKO spol. s r.o. v mil Kč</i>	48
<i>Obrázek 5: Vývoj počtu zaměstnanců ve společnosti KASKO spol. s r.o. k 31.12.2012</i>	49
<i>Obrázek 6: Hrubý (reálný) domácí produkt</i>	51
<i>Obrázek 7: Spotřebitelské ceny - meziroční růst v %</i>	52
<i>Obrázek 8: Struktura zaměstnanosti</i>	53
<i>Obrázek 9: Prognóza celkových tržeb na období 2013-2017 v %</i>	59
<i>Obrázek 10: Struktura a vývoj aktiv v tis. Kč</i>	61
<i>Obrázek 11: Struktura a vývoj oběžných aktiv v tis. Kč</i>	62
<i>Obrázek 12: Struktura a vývoj oběžných aktiv v tis. Kč</i>	63
<i>Obrázek 13: Vývoj výsledku hospodaření v tis. Kč</i>	64
<i>Obrázek 14: Rozdělení EBIT v tis. Kč</i>	64
<i>Obrázek 15: Vývoj peněžních toků v tis. Kč</i>	65
<i>Obrázek 16: Ukazatele rentability</i>	70
<i>Obrázek 17: Porovnání poměrových ukazatelů společnosti KASKO spol. s r.o. a odvětvím CZ-NACE 22</i>	74

SEZNAM TABULEK

<i>Tabulka 1: Schéma výpočtu volného peněžního toku metodou DCF entity</i>	32
<i>Tabulka 2: Schéma výpočtu volného peněžního toku metodou DCF equity</i>	35
<i>Tabulka 3: Schéma výpočtu hodnoty vlastního kapitálu prostřednictvím metody EVA</i>	39
<i>Tabulka 4: Teritoriální struktura prodeje v tis. Kč</i>	55
<i>Tabulka 5: Teritoriální struktura nákupu v tis. Kč</i>	55
<i>Tabulka 6: SWOT analýza podniku KASKO spol. s r.o.</i>	56
<i>Tabulka 7: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb 2008-2012 v mil. Kč</i>	57
<i>Tabulka 8: Vývoj tržeb v letech 2008-2012 v tis. Kč</i>	58
<i>Tabulka 9: Prognóza tržeb v letech 2013-2017 v tis. Kč</i>	58
<i>Tabulka 10: Vývoj peněžních toků v tis. Kč</i>	65
<i>Tabulka 11: Vývoj čistého pracovního kapitálu v tis. Kč</i>	66
<i>Tabulka 12: Ukazatele likvidity</i>	67
<i>Tabulka 13: Ukazatele aktivity</i>	68
<i>Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti</i>	69
<i>Tabulka 15: Ukazatele rentability</i>	70
<i>Tabulka 16: Multiplikátor jmění vlastníků</i>	71
<i>Tabulka 17: Ukazatel Z-skóre</i>	72
<i>Tabulka 18: Ukazatel EVA v tis. Kč</i>	72
<i>Tabulka 19: Porovnání poměrových ukazatelů společnosti KASKO spol. s r.o. a odvětvím CZ-NACE 22</i>	74
<i>Tabulka 20: Obchodní marže</i>	76
<i>Tabulka 21: Výkony a výkonová spotřeba</i>	77
<i>Tabulka 22: Osobní náklady</i>	77
<i>Tabulka 23: Odpisy</i>	78
<i>Tabulka 24: Ostatní provozní výnosy a náklady</i>	78
<i>Tabulka 25: Ostatní finanční výnosy a náklady</i>	79
<i>Tabulka 26: Oběžná aktiva a krátkodobé závazky</i>	80
<i>Tabulka 27: Plán peněžních toků</i>	81
<i>Tabulka 28: Vstupy pro jednotlivé modely pro výpočet N_{vk}</i>	83
<i>Tabulka 29 Beta koeficient při existujícím zadlužení</i>	83
<i>Tabulka 30: Beta koeficient při nulovém zadlužení</i>	84
<i>Tabulka 31: Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika</i>	84

<i>Tabulka 32: Expertní stanovení beta koeficientu</i>	85
<i>Tabulka 33: Model INFA podle MPO ČR v %</i>	86
<i>Tabulka 34: Komplexní stavebnicová metoda I.....</i>	86
<i>Tabulka 35: Komplexní stavebnicová metoda II</i>	87
<i>Tabulka 36: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu v %.....</i>	87
<i>Tabulka 37: Vážené průměrné náklady kapitálu v %.....</i>	88
<i>Tabulka 38: Společné vstupy pro metody DCF</i>	89
<i>Tabulka 39: Hodnota FCFF</i>	89
<i>Tabulka 40: Hodnota 2. fáze z perpetuity.....</i>	90
<i>Tabulka 41: Hodnota 2. fáze z likvidační hodnoty</i>	90
<i>Tabulka 42: Hodnota 2. fáze založená na účetní hodnotě firmy</i>	91
<i>Tabulka 43: Hodnota podniku metodou FCFE</i>	91
<i>Tabulka 44: Hodnota podniku získaná analytickou metodou.....</i>	92
<i>Tabulka 45: Hodnota podniku získaná paušální metodou.....</i>	93
<i>Tabulka 46: Výsledky ocenění výnosovými metodami</i>	94

SEZNAM PŘÍLOH

- PI Rozvaha společnosti KASKO spol. s r.o. 2008-2012
- PII Výkaz zisku a ztráty společnosti KASKO spol. s r.o. 2008-2012
- PIII Vertikální analýza rozvahy společnosti KASKO spol. s r.o.
- PIV Horizontální analýza rozvahy společnosti KASKO spol. s r.o.
- PV Vertikální analýza výnosů a nákladů společnosti KASKO spol. s r.o.
- PVI Horizontální analýza výnosů a nákladů společnosti KASKO spol. s r.o.
- PVII Finanční plán rozvahy společnosti KASKO spol. s r.o. 2013-2017
- PVIII Finanční plán výkazu zisku a ztráty společnosti KASKO spol. s r.o. 2013-2017
- PIX Modely pro ocenění společnosti KASKO spol. s r.o. v programu Evalent

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O.
2008-2012

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	301 002	327 199	386 662	419 116	423 122
Dlouhodobý majetek	96 577	86 881	115 268	157 738	162 497
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 149	309	63	291	3 363
Software	1 149	309	63	0	3 363
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	291	0
Dlouhodobý hmotný majetek	95 428	85 676	114 309	156 551	158 238
Pozemky	1 031	1 181	1 339	1 442	1 465
Stavby	42 562	40 903	57 941	77 411	78 604
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	51 835	43 592	50 758	74 340	76 290
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	4 271	3 358	1 879
Dlouhodobý finanční majetek	0	896	896	896	896
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	896	896	896	896
Oběžná aktiva	203 762	239 756	270 734	260 608	260 235
Zásoby	37 339	40 198	46 594	60 564	63 269
Materiál	18 583	19 538	23 643	29 561	31 047
Nedokončená výroba a polotovary	669	1 859	2 657	2 153	1 126
Výrobky	7 113	5 429	6 475	12 022	14 020
Zboží	10 974	13 372	13 819	16 828	17 076
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	63 778	59 059	99 615	162 118	142 538
Pohledávky z obchodních vztahů	42 508	43 554	75 727	89 496	91 056
Stát - daňové pohledávky	1 528	0	0	3 624	3 062
Krátkodobé poskytnuté zálohy	17 316	13 347	20 461	55 634	40 235
Dohadné účty aktivní	0	13	52	0	0
Jiné pohledávky	2 426	2 145	3 375	13 364	8 185
Krátkodobý finanční majetek	102 645	140 499	124 525	37 926	54 428
Peníze	53	20	52	128	97
Účty v bankách	102 592	140 479	124 473	37 798	54 331
Časové rozlišení	663	562	660	770	390
Náklady příštích období	562	562	430	532	389
Příjmy příštích období	101	0	230	238	1
PASIVA CELKEM	301 002	327 199	386 662	419 116	423 122
Vlastní kapitál	262 616	289 683	324 212	340 829	361 010
Základní kapitál	300	300	300	300	300
Základní kapitál	300	300	300	300	300
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	15 000	19 000	21 000	23 000	23 000

Zákonný rezervní fond a nedělitelný fond	10 000	12 000	13 000	14 000	14 000
Statutární a ostatní fondy	5 000	7 000	8 000	9 000	9 000
Výsledek hospodaření minulých let	205 090	233 915	260 383	292 912	313 530
Nerozdělený zisk minulých let	205 090	233 915	260 383	292 912	313 530
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	42 226	36 468	42 529	24 617	24 180
Cizí zdroje	38 333	37 331	62 136	73 944	58 680
Rezervy	607	0	0	0	0
Rezervy podle zvláštních předpisů	607	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	5 284	5 346	5 739	6 749	6 749
Jiné dlouhodobé závazky	5 284	5 346	5 739	6 749	6 749
Krátkodobé závazky	28 458	30 137	55 997	67 195	51 931
Závazky z obchodních vztahů	20 911	17 256	44 073	41 553	34 063
Závazky k zaměstnancům	3 427	3 727	3 912	4 433	4 310
Závazky ze soc. zabezpečení a zdr. pojištění	1 550	1 870	2 261	2 532	2 412
Stát - daňové závazky a dotace	0	2 583	2 691	0	
Krátkodobé přijaté zálohy	2 378	4 216	1 493	7 789	9 188
Dohadné účty pasivní	0	298	1 001	0	0
Jiné krátkodobé závazky	192	187	566	10 888	1 958
Bankovní úvěry a výpomoci	3 984	1 848	400	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	3 984	1 848	400	0	0
Časové rozlišení	53	185	314	4 343	3 432
Výdaje příštích období	53	185	314	136	103
Výnosy příštích období	0	0	0	4 207	3 329

Zdroj: účetní závěrky společnosti KASKO spol. s r.o. z let 2008-2013

**PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI KASKO
SPOL. S R.O. 2008-2012**

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	126 029	72 294	75 888	76 179	92 099
Náklady vynaložené na prodané zboží	97 804	55 934	62 130	62 052	81 730
Obchodní marže	28 225	16 360	13 758	14 127	10 369
Výkony	219 344	241 584	298 704	365 859	393 962
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	221 158	241 028	295 428	358 635	390 932
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 978	-493	1 844	5 088	972
Aktivace	1 164	1 049	1 432	2 136	2 058
Výkonová spotřeba	152 446	146 996	188 225	253 238	250 333
Spotřeba materiálu a energie	127 787	124 654	156 776	212 474	217 873
Služby	24 659	22 342	31 449	40 764	32 460
Přidaná hodnota	95 123	110 948	124 237	126 748	153 998
Osobní náklady	58 628	56 651	69 908	86 817	96 317
Mzdové náklady	42 060	41 515	49 459	60 247	66 461
Náklady na soc. zabezpečení a zdr.pojištění	14 726	13 327	16 759	20 828	23 146
Sociální náklady	1 842	1 809	3 690	5 742	6 710
Daně a poplatky	176	141	182	248	199
Odpisy DNM a DHM	11 797	11 387	11 488	13 165	16 611
Tržby z prodeje dl.majetku a materiálu	48 022	19 174	24 249	45 794	31 957
Tržby z prodeje dl. majetku	1 131	5 249	714	430	115
Tržby z prodeje materiálu	46 891	13 925	23 535	45 364	31 842
Zůstatková cena prod. Dl. majetku a materiálu	39 954	13 929	20 827	41 419	29 458
Zůstatková cena prodaného dl. majetku	220	2 710	670	442	0
Prodaný materiál	39 734	11 219	20 157	40 977	29 458
Změna stavu rezerv a OP	54	-174	0	107	184
Ostatní provozní výnosy	2 246	1 619	2 122	2 397	1 973
Ostatní provozní náklady	1 516	2 120	2 248	4 919	2 803
Provozní výsledek hospodaření	33 266	47 687	45 955	28 264	42 356
Výnosové úroky	2 981	1 580	2 233	842	137
Nákladové úroky	205	122	43	6	0
Ostatní finanční výnosy	23 273	7 600	11 227	12 361	8 716
Ostatní finanční náklady	7 613	11 191	6 963	11 161	21 357
Finanční výsledek hospodaření	18 436	-2 133	6 454	2 036	-12 504
Daň z příjmů za běžnou činnost	9 476	9 086	9 880	5 683	5 672
- splatná	10 060	9 024	9 487	4 673	5 672
- odložená	584	62	393	1 010	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	42 226	36 468	42 529	24 617	24 180
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Hospodářský výsledek za účetní období	42 226	36 468	42 529	24 617	24 180

Hospodářský výsledek před zdaněním	51 702	45 554	52 409	30 300	29 852
-------------------------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Zdroj: účetní závěrky společnosti KASKO spol. s r.o. z let 2008-2013

**PŘÍLOHA P III: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY
SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O.**

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	32,1%	26,6%	29,8%	37,6%	38,4%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,4%	0,1%	0,0%	0,1%	0,8%
Dlouhodobý hmotný majetek	31,7%	26,2%	29,6%	37,4%	37,4%
Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Oběžná aktiva	67,7%	73,3%	70,0%	62,2%	61,5%
Zásoby	12,4%	12,3%	12,1%	14,5%	15,0%
Materiál	6,2%	6,0%	6,1%	7,1%	7,3%
Nedokončená výroba a polotovary	0,2%	0,6%	0,7%	0,5%	0,3%
Výrobky	2,4%	1,7%	1,7%	2,9%	3,3%
Zboží	3,6%	4,1%	3,6%	4,0%	4,0%
Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	21,2%	18,0%	25,7%	38,7%	33,7%
Krátkodobý finanční majetek	34,1%	42,9%	32,2%	9,0%	12,9%
Peníze	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Účty v bankách	34,1%	42,9%	32,2%	9,0%	12,8%
Časové rozlišení	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	87,2%	88,5%	83,8%	81,3%	85,3%
Základní kapitál	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fondy ze zisku	5,0%	5,8%	5,40%	5,50%	5,40%
Výsledek hospodaření minulých let	68,1%	71,5%	67,30%	69,90%	74,10%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	0,1%	0,1%	11,00%	5,90%	5,70%
Cizí zdroje	12,8%	11,3%	16,10%	17,60%	13,90%
Rezervy	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dlouhodobé závazky	1,80%	1,60%	1,50%	1,60%	1,60%
Krátkodobé závazky	9,50%	9,10%	14,20%	16,00%	12,30%
Dohadné účty pasivní	0,00%	0,10%	0,30%	0,00%	0,00%
Bankovní úvěry a výpomoci	1,30%	0,60%	0,10%	0,0%	0,0%
Časové rozlišení	0,0%	0,10%	0,10%	1,10%	0,80%

**PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY
SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O.**

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
AKTIVA CELKEM	8,7%	18,2%	8,4%	1,0%
Dlouhodobý majetek	-10,0%	32,7%	36,8%	3,0%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-73,1%	-79,6%	361,9%	1 055,7%
Dlouhodobý hmotný majetek	-10,2%	33,4%	37,0%	1,1%
Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oběžná aktiva	17,7%	12,9%	-3,7%	-0,1%
Zásoby	7,7%	15,9%	30,0%	4,5%
Materiál	5,1%	21,0%	25,0%	5,0%
Nedokončená výroba a polotovary	177,9%	42,9%	-19,0%	-47,7%
Výrobky	-23,7%	19,3%	85,7%	16,6%
Zboží	21,9%	3,3%	21,8%	1,5%
Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	-7,4%	68,6%	62,8%	-12,1%
Finanční majetek	36,9%	-11,4%	-69,5%	43,5%
Ostatní aktiva – přechodné účty aktiv	-13,3%	23,8%	8,1%	-49,4%
PASIVA CELKEM	8,7%	18,2%	8,4%	1,0%
Vlastní kapitál	10,3%	11,9%	5,1%	5,9%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fondy ze zisku	26,7%	10,5%	9,5%	0,0%
Výsledek hospodaření minulých let	14,1%	11,3%	12,5%	7,0%
Výsledek hospodaření běžného období (+-)	-13,6%	16,6%	-42,1%	-1,8%
Cizí zdroje	-3,4%	65,1%	21,0%	-20,6%
Rezervy	-100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dlouhodobé závazky	1,2%	7,4%	17,6%	0,0%
Krátkodobé závazky	4,9%	84,3%	22,2%	-22,7%
Bankovní úvěry a výpomoci	-53,6%	-78,4%	-100,0%	0,0%
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	811,3%	172,3%	230,3%	-21,0%

**PŘÍLOHA P V: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ
SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O.**

	2008	2009	2010	2011	2012
Výnosy celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tržby za prodej zboží	29,9%	21,0%	18,3%	15,1%	17,4%
Tržby z vl.výkonů a služeb	52,4%	70,1%	71,3%	71,2%	73,9%
Ostatní výkony	-0,4%	0,2%	0,8%	1,4%	0,6%
Ostatní provozní výnosy	11,9%	6,0%	6,4%	9,6%	6,4%
Finanční výnosy	6,2%	2,7%	3,2%	2,6%	1,7%
Mimořádné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Náklady celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Náklady na prodané zboží	26,4%	18,8%	17,2%	13,1%	16,4%
Spotřeba materiálu a energie	34,5%	41,8%	43,3%	44,9%	43,7%
Služby	6,7%	7,5%	8,7%	8,6%	6,5%
Osobní náklady	15,8%	19,0%	19,3%	18,3%	19,3%
Daně a poplatky	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Odpisy	3,2%	3,8%	3,2%	2,8%	3,3%
Změna stavu rezerv, OP a KNPO	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní provozní náklady	11,2%	5,4%	6,4%	9,8%	6,5%
Úroky	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční náklady	2,1%	3,8%	1,9%	2,4%	4,3%
Mimořádné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

**PŘÍLOHA P VI: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ
SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O.**

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
Výnosy celkem	-18,5%	20,5%	21,5%	5,0%
Náklady celkem	-19,4%	21,4%	30,7%	5,5%
Přidaná hodnota	16,6%	12,0%	2,0%	21,5%
Provozní hospodářský výsledek	43,4%	-3,6%	-38,5%	49,9%
Hospodářský výsledek z fin.operací	-111,6%	402,6%	-68,5%	-714,1%
Zisk před zdaněním	-11,9%	15,0%	-42,2%	-1,5%
Zisk po zdanění	-13,6%	16,6%	-42,1%	-1,8%
Tržby za prodej zboží	-42,6%	5,0%	0,4%	20,9%
Tržby z vl.výkonů a služeb	9,0%	22,6%	21,4%	9,0%
Náklady na prodané zboží	-42,8%	11,1%	-0,1%	31,7%
Spotřeba materiálu a energie	-2,5%	25,8%	35,5%	2,5%
Služby	-9,4%	40,8%	29,6%	-20,4%
Osobní náklady	-3,4%	23,4%	24,2%	10,9%
Daně a poplatky	-19,9%	29,1%	36,3%	-19,8%
Odpisy	-3,5%	0,9%	14,6%	26,2%
Změna stavu rezerv, OP a KNPO	-422,2%	100,0%	x	72,0%
Ostatní provozní náklady	-61,3%	43,8%	100,8%	-30,4%
Finanční výnosy	-65,0%	46,6%	-1,9%	-32,9%
Finanční náklady	44,7%	-38,1%	59,4%	91,3%
z toho úroky	-40,5%	-64,8%	-86,0%	-100,0%

PŘÍLOHA P VII: FINANČNÍ PLÁN ROZVAHY SPOLEČNOSTI
KASKO SPOL. S R.O. 2013-2017

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	441 487	468 593	506 705	538 711	569 265
Dlouhodobý majetek	170 861	168 661	162 461	160 661	158 861
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 500	3 300	3 100	2 800	2 500
Software	3 500	3 300	3 100	2 800	2 500
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	166 465	164 465	158 465	156 965	155 465
Pozemky	1 465	1 465	1 465	1 465	1 465
Stavby	80 000	77 000	73 000	72 000	70 000
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	85 000	86 000	84 000	83 500	84 000
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	896	896	896	896	896
Jiný dlouhodobý finanční majetek	896	896	896	896	896
Oběžná aktiva	270 276	299 531	343 644	377 610	410 154
Zásoby	66 400	65 080	63 200	61 800	61 500
Materiál	29 000	33 300	32 400	31 000	28 500
Nedokončená výroba a polotovary	1 400	1 480	1 600	1 500	1 400
Výrobky	15 000	15 300	14 700	14 300	12 500
Zboží	21 000	15 000	14 500	15 000	13 000
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	168 776	189 351	225 344	250 710	279 654
Pohledávky z obchodních vztahů	101 579	121 323	144 199	161 141	179 088
Stát - daňové pohledávky	10 000	0	0	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	54 697	65 328	77 645	86 769	96 916
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	2 500	2 700	3 500	2 800	2 650
Krátkodobý finanční majetek	35 100	45 100	55 100	65 100	75 100
Peníze	100	100	100	100	100
Účty v bankách	35 000	45 000	55 000	65 000	75 000
Časové rozlišení	350	401	600	440	250
Náklady příštích období	300	300	300	300	250
Příjmy příštích období	50	101	300	140	0
PASIVA CELKEM	441 487	468 593	506 705	538 711	569 265
Vlastní kapitál	385 945	411 234	447 226	475 727	503 226
Základní kapitál	300	300	300	300	300
Základní kapitál	300	300	300	300	300
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	23 000	23 000	23 000	23 000	23 000
Zákonný rezervní fond a nedělitelný fond	14 000	14 000	14 000	14 000	14 000

Statutární a ostatní fondy	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000
Výsledek hospodaření minulých let	333 919	355 464	379 816	412 899	441 328
Nerozdělený zisk minulých let	333 919	355 464	379 816	412 899	441 328
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	28 726	32 470	44 110	39 528	38 598
Cizí zdroje	55 392	57 179	59 319	62 764	65 859
Rezervy	0	0	0	0	0
Rezervy podle zvláštních předpisů	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	6 749	6 749	6 950	7 130	7 740
Jiné dlouhodobé závazky	6 749	6 749	6 950	7 130	7 740
Krátkodobé závazky	48 643	50 430	52 369	55 634	58 119
Závazky z obchodních vztahů	37 000	40 000	42 000	44 000	45 000
Závazky k zaměstnancům	3 950	4 500	4 850	5 100	5 350
Závazky ze soc. zabezpečení a zdr. pojištění	1 343	1 530	1 649	1 734	1 819
Stát - daňové závazky a dotace	0	0	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy	6 000	4 000	3 550	4 500	5 500
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
Jiné krátkodobé závazky	350	400	320	300	450
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	150	180	160	220	180
Výdaje příštích období	150	180	160	220	180
Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

**PŘÍLOHA P VIII: FINANČNÍ PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY
SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O. 2013-2017**

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	76 936	82 000	77 000	85 000	95 000
Náklady vynaložené na prodané zboží	67 549	72 160	66 220	73 950	82 650
Obchodní marže	9 387	9 840	10 780	11 050	12 350
Výkony	346 107	401 520	421 650	427 700	452 750
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	340 858	400 000	420 000	425 000	450 000
Změna stavu zásob vlastní činnosti	2 960	-430	-400	700	550
Aktivace	2 289	1 950	2 050	2 000	2 200
Výkonová spotřeba	219 199	252 000	267 400	270 150	286 600
Spotřeba materiálu a energie	193 198	220 000	239 400	242 250	258 100
Služby	26 001	32 000	28 000	27 900	28 500
Přidaná hodnota	136 295	159 360	165 030	168 600	178 500
Osobní náklady	88 980	103 680	105 840	112 158	116 790
Mzdové náklady	61 627	72 000	73 500	77 350	80 545
Náklady na soc. zabezpečení a zdr.pojištění	20 953	24 480	24 990	26 299	27 385
Sociální náklady	6 400	7 200	7 350	8 509	8 860
Daně a poplatky	217	200	208	215	209
Odpisy DNM a DHM	16 700	17 200	17 150	17 100	16 900
Tržby z prodeje dl.majetku a materiálu	27 769	26 000	25 600	26 950	28 150
Tržby z prodeje dl. majetku	0	0	200	250	150
Tržby z prodeje materiálu	27 769	26 000	25 400	26 700	28 000
Zůstatková cena prod. dl.. majetku a materiálu	25 617	24 180	23 622	24 564	25 760
Zůstatková cena prodaného dl. majetku	0	0	0	0	0
Prodaný materiál	25 617	24 180	23 622	24 564	25 760
Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	1 186	1 670	1 950	1 890	2 300
Ostatní provozní náklady	2 848	2 900	3 100	3 200	3 250
Provozní výsledek hospodaření	30 888	38 870	42 660	40 203	46 041
Výnosové úroky	160	200	250	275	350
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	6 367	5 400	6 000	3 150	4 000
Ostatní finanční náklady	8 689	12 000	4 800	4 100	4 500
Finanční výsledek hospodaření	-2 162	-6 400	1 450	-675	-150
Daň z příjmů za běžnou činnost	5 458	6 169	8 381	7 510	7 292
- splatná	5 458	6 169	8 381	7 510	7 292
- odložená	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	23 268	26 301	35 729	32 018	38 598
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Hospodářský výsledek za účetní období	23 268	26 301	35 729	32 018	38 598

Hospodářský výsledek před zdaněním	28 726	32 470	44 110	39 528	45 891
-------------------------------------------	--------	--------	--------	--------	--------

PŘÍLOHA P IX: MODELY PRO OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI KASKO SPOL. S R.O. V PROGRAMU EVALENT

Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	66 400	65 080	63 200	61 800	55 400
Pohledávky krátkodobé	168 776	189 351	225 344	250 710	279 654
Minimální okamžitá likvidita (OL) zadaná	20	20	20	20	20
Finanční majetek dle zadané minimální OL	9 729	10 086	10 474	11 127	11 624
Finanční majetek z finančního plánu	35 100	45 100	55 100	65 100	75 100
Finanční majetek provozně nutný (použitý)	9 729	10 086	10 474	11 127	11 624
Minimální okamžitá likvidita (OL) výsledná	20	20	20	20	20
Závazky krátkodobé, neúročené a nezpлатněné	48 643	50 430	52 369	55 634	58 119
Čistý pracovní kapitál	196 262	214 087	246 649	268 003	288 559
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 500	3 300	3 100	2 800	2 500
Dlouhodobý hmotný majetek	166 465	164 465	158 465	156 965	155 465
Dlouhodobý majetek nepotřebný k hlavní činnosti firmy	0	0	0	0	0
Provozně nutný dlouhodobý majetek	169 965	167 765	161 565	159 765	157 965
Dlouhodobý finanční majetek	896	896	896	896	896
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky - neúročené, nezpлатněné	6 749	6 749	6 950	7 130	7 740
Provozně nutný investovaný kapitál	359 478	375 103	401 264	420 638	438 784
Čisté investice (přírůstek prov.nutn.inv.kapitálu)	-3 678	15 625	26 161	19 374	18 146
Průměrná hodnota investovaného kapitálu	361 317	367 290	388 183	410 951	429 711
Úročený cizí kapitál celkem	0	0	0	0	0

Ocenění neprovozních aktiv v tis. Kč	Účetní hodnota
Provozně nepotřebný dlouhodobý majetek	0
Dlouhodobý finanční majetek bez fin.maj. provozně nutného	896
Zásoby nesouvisející s hlavní činností	0
Pohledávky krátkodobé nesouvisející s hlavní činností	0
Pohledávky dlouhodobé nesouvisející s hlavní činností	0
Uvolnění fin. maj. z titulu požadované min. likvidity	0
Hodnota neprovozních aktiv celkem	896
Závazky krátkodobé neúročené - nesouvisející s hl.činností	0
Závazky dlouhodobé neúročené - nesouvisející s hl.činností	0
Korigovaná hodnota neprovozních aktiv	896

Korekce provozního hospodářského výsledku v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní hospodářský výsledek (HV)	30 888	38 870	42 660	40 203	46 041
Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 152	1 820	1 978	2 386	2 390
Náklady spojené s dlouhodobými závazky (mimo úrok)	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní HV před zdaněním	28 736	37 050	40 682	37 817	43 651

Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE) v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Korigovaný provozní HV před zdaněním	28 736	37 050	39 912	37 817	43 651
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní HV před zdaněním	28 736	37 050	39 912	37 817	43 651
Zdanění korigovaného zisku	5 460	7 040	7 583	7 185	8 294
Korigovaný provozní HV po zdanění	23 276	30 011	32 329	30 632	35 357
Úpravy o nepeněžní operace	13 458	17 179	16 931	17 320	17 050
Odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv	16 700	17 200	17 150	17 100	16 900
Odpis oceň. rozdílu příp. goodwillu k úplatně nabytému majetku	0	0	0	0	0
Změna zůstatků rezerv (bez odlož.daň. pohl./záv.)	0	0	0	0	0
Změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů	-3 242	-21	-219	220	150
Změna zůstatků opravných položek ke SA	0	0	0	0	0
Peněžní tok z provoz. činnosti před změnami prac. kap.	36 734	47 190	49 260	47 952	52 407
Změny pracovního kapitálu	12 042	-17 825	-32 562	-21 354	-20 556
Peněžní tok z provozní činnosti	48 776	29 364	16 698	26 598	31 851
Změna provozně nutných stálých aktiv	-25 064	-15 000	-10 950	-15 300	-15 100
Volný peněžní tok z provozní a investiční činnosti	23 712	14 364	5 748	11 298	16 751
Změna cizího úročeného kapitálu	0	0	0	0	0
Volný peněžní tok pro vlastníky - vypočtený	23 712	14 364	5 748	11 298	16 751
Volný peněžní tok pro vlastníky užitý pro ocenění	23 712	14 364	5 748	11 298	16 751
Diskontovaný volný peněžní tok	21 392	11 691	4 222	7 489	10 022
Kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok	21 392	33 083	37 304	44 793	54 815
Diskontní faktor	0,902	0,814	0,734	0,663	0,598
Náklady vlastního kapitálu	10,85%	10,84%	10,82%	10,80%	10,79%

Úprava provozního VH pro paušální metodu v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Korigovaný provozní HV před zdaněním	28 736	37 050	39 912	37 817	43 651
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Upravený HV před zdaněním	28 736	37 050	39 912	37 817	43 651
Zdanění upraveného HV	5 460	7 040	7 583	7 185	8 294
Upravený HV po zdanění	23 276	30 011	32 329	30 632	35 357
Odnímatelný čistý výnos	23 276	30 011	32 329	30 632	35 357

Plánované odnímatelné čisté výnosy v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017
Odnímatelný čistý výnos	23 276	30 011	32 952	30 632	35 357
Přírůstek provozně nutného inv.kapitálu	-3 678	15 625	26 161	19 374	18 146
Potřeba dodatečného bankovního úvěru	0	11 947	38 108	57 482	75 628
Korigovaný odnímatelný čistý výnos	23 276	30 011	32 329	30 632	35 357
Diskontovaný trvale odnímatelný čistý výnos	20 998	24 426	23 744	20 304	21 154
Kumulovaný diskont.odním.čistý výnos	20 998	45 424	69 168	89 473	110 627
Náklady vlastního kapitálu	10,85	10,84	10,82	10,80	10,79
Diskontní faktor	0,90	0,81	0,73	0,66	0,60