

# **Projekt stanovení hodnoty podniku Fagus a. s. pomocí vybraných výnosových metod**

Bc. et Bc. Josef Hamšík

---

Diplomová práce  
2014



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2013/2014

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc.et Bc. Josef Hamšík**  
Osobní číslo: **M12439**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku Fagus a. s.  
pomocí vybraných výnosových metod**

Zásady pro vypracování:

## Úvod

### I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy užívané při stanovení hodnoty podniku a to s akcentem na metody výnosové.

### II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnějšího a vnitřního prostředí podniku Fagus a. s.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod.

## Závěr

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

Seznam odborné literatury:

**COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. Stanovení hodnoty firem. Praha: Victoria Publishing, 1994, 359 s. ISBN 80-856-0541-4.**  
**DAMODARAN, Aswath. The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses. 2nd ed. Upper Saddle River: FT Press, c2010, 590 s. ISBN 978-0-13-712689-7.**  
**SPREMANN, Klaus a Dietmar ERNST. Unternehmensbewertung: Grundlagen und Praxis. 2. Aufl. München: Oldenbourg, c2011, 200 s. ISBN 978-3-486-58930-6.**  
**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. Vyd. 2. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.**

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Adriana Knápková, Ph.D.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **22. února 2014**  
Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2014**

Ve Zlíně dne 22. února 2014

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*



Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.  
*ředitel ústavu*

# PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby<sup>1</sup>;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3<sup>2</sup>;
- podle § 60<sup>3</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

---

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

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

<sup>2</sup>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 vzdělávacího zařízení (školní dílo).

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

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

- podle § 60<sup>4</sup> odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

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

Ve Zlíně ..... 29.04.2014 .....

.....  


<sup>4</sup>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 výtěžku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídí k výši výtěžku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## **ABSTRAKT**

Tato diplomová práce se zabývá stanovením tržní hodnoty podniku Fagus a. s. k 01. 01. 2014 prostřednictvím vybraných výnosových metod ocenění. Primárně se práce orientuje na metody ocenění založené na ekonomické přidané hodnotě (EVA), sekundárně je pak podnik oceněn pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů. Práce se skládá ze dvou částí a to teoretické a praktické. V teoretické části je provedena literární rešerše na dané téma pomocí tuzemské a zahraniční literatury. Praktická část je segmentována na analytický oddíl práce, kde je společnost Fagus a. s. hodnocena z hlediska její výnosové perspektivnosti a finanční situace, a oddíl projektový, kde je realizováno již samotné stanovení hodnoty předmětného podniku. V závěru práce jsou rekapitulovány výsledky použitých metod ocenění.

Klíčová slova: podnik, hodnota, kategorie hodnoty, riziko, diskontní míra, postup při ocenění podniku, finanční analýza, strategická analýza, strategický finanční plán, výnosové metody ocenění.

## **ABSTRACT**

This thesis deals with the determination of the market value of the company Fagus a. s. on 1st January 2014 through a selected income approach valuation. Primarily the work is oriented on the valuation method based on the economic value added (EVA), secondarily the firm is evaluated by the capitalized net income method. The work consists of two parts, theoretical and practical. In the theoretical part there is a literature review on the topic with domestic and foreign literature. The practical part is divided into the analytical section of work, where the company Fagus a. s. is evaluated in terms of its yield perspectives and financial situation, and the project section with the realization of the company value. The conclusion summarizes the results of the valuation methods.

Keywords: enterprise, value, category of value, risk, discount rate, valuation process of enterprise, financial analysis, strategic analysis, strategic financial plan, yield valuation methods.

## Poděkování

Na tomto místě bych chtěl vyjádřit poděkování mé vedoucí diplomové práce Doc. Ing. Adrianě Knápkové, Ph. D. za ochotu, čas, trpělivost a cenné rady a připomínky při realizaci daného tématu. Současně bych chtěl poděkování dále věnovat jmenovitě Ing. Evě Machovské, Vlastimile Gabrhelíkové a Ludmile Gerychové za poskytnuté informace, bez kterých by dokončení této kvalifikační práce nebylo možné. Velké díky patří také mé rodině a přátelům.

## Citát

”

**Je to hodnota, která vynásobená, vydělená, sečtená nebo umocněná nám poskytuje požadovaný výsledek.**

“

MURPHYHO ZÁKONY

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

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>12</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>13</b>
<b>1 VYMEZENÍ ZÁKLADNÍ TERMINOLOGIE TÝKAJÍCÍ SE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>14</b>
1.1 <b>PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ</b> .....	14
1.1.1 <b>Definice podniku</b> .....	14
1.1.2 <b>Hodnota a cena podniku</b> .....	16
1.1.3 <b>Kategorie (standardy) hodnoty podniku</b> .....	20
Tržní hodnota.....	20
Subjektivní (investiční) hodnota.....	20
Objektivizovaná hodnota.....	21
Hodnota dle Kolínské školy .....	22
1.2 <b>DEFINICE A PODSTATA (ÚČEL) OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	24
1.3 <b>DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	25
1.4 <b>PRÁVNÍ A JINÉ PŘEDPISY UPRAVUJÍCÍ OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	26
1.5 <b>ČAS A RIZIKO JAKO FAKTORY PŮSOBÍCÍ NA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	28
1.5.1 <b>Faktor času</b> .....	28
1.5.2 <b>Faktor rizika</b> .....	28
1.5.3 <b>Diskontování a diskontní míra</b> .....	29
Vztah diskontní míry a míry kapitalizace.....	29
Diskontní míra a účel ocenění .....	30
Metody stanovení diskontní míry.....	30
<b>2 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU</b> .....	<b>31</b>
2.1 <b>STANOVENÍ DŮVODU OCENĚNÍ A KATEGORIE STANOVENÉ HODNOTY</b> .....	32
2.2 <b>SBĚR VSTUPNÍCH DAT</b> .....	32
2.3 <b>ZPRACOVÁNÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY</b> .....	32
2.4 <b>ZPRACOVÁNÍ FINANČNÍ ANALÝZY</b> .....	33
2.5 <b>ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ</b> .....	33
2.6 <b>ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY</b> .....	34
2.7 <b>SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU</b> .....	34
2.8 <b>VÝBĚR VHODNÝCH METOD OCENĚNÍ</b> .....	34
<b>3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>35</b>
3.1 <b>VÝNOSOVÉ METODY OCENĚNÍ</b> .....	36
Základní tvary výnosových modelů ocenění.....	37
Délka fáze prognózy a techniky propočtu pokračující hodnoty.....	39
Iterační postup .....	40
Vymezení NOA (investovaného kapitálu) a NOPAT (korig. VH) .....	41
3.1.1 <b>Metoda diskontovaných peněžních toků</b> .....	42
Vymezení peněžních toků .....	42
Metoda DCF entity .....	43
Metoda DCF equity .....	44
3.1.2 <b>Metoda ekonomické přidané hodnoty</b> .....	44
3.1.3 <b>Metoda kapitalizovaných zisků (výnosů)</b> .....	46



<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>49</b>
<b>4</b>	<b>CHARAKTERISTIKA PODNIKU FAGUS A. S. ....</b>	<b>50</b>
	4.1.1 Základní informace o podniku.....	50
	4.1.2 Historický vývoj podniku .....	51
	4.1.3 Předmět činnosti podniku .....	53
	Primární předmět činnosti .....	53
	Sekundární předmět činnosti .....	53
	4.1.4 Technická specifikace modulárních staveb .....	54
	4.1.5 Klasifikace předmětu činnosti dle CZ-NACE rev. 2.....	54
	4.1.6 Strategie podniku.....	55
<b>5</b>	<b>STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA JAKOŽTO PODKLAD PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU FAGUS A. S.....</b>	<b>56</b>
	5.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU .....	56
	5.1.1 Vymezení relevantního trhu .....	56
	5.1.2 Odhad velikosti relevantního trhu (ČR, Německo, Holandsko).....	58
	Relevantní trh Česká republika .....	60
	Relevantní trh Německo .....	60
	Relevantní trh Holandsko a ostatní země .....	60
	5.1.3 Analýza atraktivity relevantního trhu .....	61
	Růst trhu .....	61
	Velikost relevantního trhu .....	62
	Intenzita přímé konkurence .....	63
	Průměrná rentabilita, substituce a bariéry vstupu.....	63
	Citlivost trhu na konjunkturu.....	65
	Struktura a charakter zákazníků .....	65
	Závěr analýzy atraktivity relevantního trhu .....	66
	5.1.4 Prognóza vývoje relevantního trhu.....	66
	5.1.5 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku .....	70
	Tržní podíl na českém relevantním trhu (CZ-NACE 2511).....	70
	Tržní podíl na německém relevantním trhu (DE-NACE 2511) .....	71
	Tržní podíl na holandském relevantním trhu (NL-NACE 2511) .....	71
	Závěr ke stanovení tržního podílu oceňovaného podniku.....	71
	5.1.6 Identifikace hlavních konkurentů a jejich analýza .....	72
	ALGECO s. r. o. (CZ) .....	75
	KOVAR a. s. (CZ).....	76
	PEGAS Container s. r. o. (CZ).....	76
	ALHO Holding GmbH (DE) .....	77
	KLEUSBERG GmbH & Co. KG (DE) .....	77
	ALGECO GmbH (DE).....	78
	Analýza finanční situace konkurenčních podniků.....	79
	Grafická analýza finanční situace českých konkurentů.....	80
	Grafická analýza finanční situace německých konkurentů .....	81
	5.1.7 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku.....	81
	5.1.8 Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb .....	83
	5.2 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU FAGUS A. S. ZA OBDOBÍ LET 2007–2013 .....	87
	5.2.1 Výsledky analýzy absolutních ukazatelů.....	87
	5.2.2 Výsledky analýzy rozdílových ukazatelů.....	92
	5.2.3 Výsledky analýzy poměrových ukazatelů .....	92
	5.2.4 Výsledky analýzy soustav ukazatelů .....	96

5.2.5	Závěrečný výrok o finanční situaci podniku .....	96
5.3	ZÁVĚRY ANALYTICKÉ ČÁSTI PRÁCE .....	99
<b>6</b>	<b>PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU FAGUS A. S. POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD .....</b>	<b>100</b>
6.1	ZJIŠTĚNÍ POTŘEBNÝCH ÚDAJŮ PRO SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU .....	101
6.1.1	Výnosy (Tržby) .....	101
6.1.2	Náklady .....	103
6.1.3	Aktiva .....	109
6.1.4	Pasiva .....	113
6.2	SESTAVENÍ STRATEGICKÝCH FINANČNÍCH PLÁNŮ .....	115
6.2.1	Zkrácená finanční analýza strategických finančních plánů (porovnání variant) .....	115
6.3	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ (NOA/C) A VYČÍSLENÍ NOPAT .....	116
A)	VYMEZENÍ ČISTÝCH OPERATIVNÍCH AKTIV (NOA/C) .....	117
6.3.1	Aktivace položek (operativních aktiv), které v rozvaze chybí .....	117
6.3.2	Vyčlenění aktiv, které neslouží k provozní činnosti .....	119
6.3.3	Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál .....	120
B)	VELIKOST ČISTÉHO OPERATIVNÍHO VH PO ZDANĚNÍ (NOPAT) .....	121
6.4	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY .....	123
6.4.1	Stanovení nákladů na cizí kapitál .....	123
Zjištění přesných nominálních úrokových sazeb u úvěrů čerpaných společností .....	124	
Zjištění nákladů na úvěr prostřednictvím poměru nákladových úroků k bankovním úvěrům .....	124	
Zjištění nákladů na úvěr prostřednictvím tržních dat (rating) .....	125	
6.4.2	Stanovení nákladů na vlastní kapitál .....	127
Stavebnicový model INFA (MPO) .....	127	
Komplexní stavebnicová metoda (M&M) .....	131	
Metoda CAPM .....	132	
6.4.3	Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC) .....	134
6.5	ODHAD TEMPA RŮSTU „G“ .....	135
6.6	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD ....	136
6.6.1	Potvrzení splnění základní podmínky pro výnosové ocenění .....	136
6.6.2	Stanovení předmětu, účelu a data ocenění podniku .....	138
6.6.3	Volba vhodné metody ocenění .....	138
6.6.4	Vymezení ekonomické přidané hodnoty EVA .....	138
6.6.5	Stanovení hodnoty podniku pomocí metody ekonomické přidané hodnoty .....	140
Metoda EVA entity .....	140	
Metoda EVA equity .....	142	
6.6.6	Stanovení hodnoty podniku pomocí paušální metody kapitalizovaných zisků .....	146
6.6.7	Shrnutí výsledků použitých metod ocenění podniku Fagus a. s. ....	147
6.6.8	Citlivostní analýza .....	149
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>151</b>

<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>152</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>159</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>163</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>164</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>167</b>

## ÚVOD

Oceňování podniku je v současné odborné obci považováno za „královskou“ disciplínu, která v sobě ztělesňuje rozsáhlé poznatky podnikové ekonomiky, financí podniku a disciplín zaměřených na trh, daně a vlastní metody ocenění. Jedná se o obor, který se dynamicky vyvíjí a jehož poznatky není jednoduché ovládat do skutečné hloubky. I přes tyto skutečnosti se zvolené téma závěrečné kvalifikační práce věnuje právě této oblasti.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Fagus a. s. a to prostřednictvím vybraných metod výnosového ocenění. Pro splnění zmíněného cíle je zapotřebí provést analýzu vnitřního a vnějšího prostředí (tj. realizovat strategickou a finanční analýzu). Na závěrech těchto analýz je pak nutné sestavit strategický finanční plán podniku.

V teoretické části této práce je provedena literární rešerše tuzemské a zahraniční odborné literatury, na jejímž základě je zpracován teoretický přehled potřebný pro realizaci nastíněných cílů. Zabýváme se zde samotným pojmem „podnik“, dále pak „hodnotou“ a jejími kategoriemi, definicemi a podstatou oceňování či důvody, které motivují vedení společnosti ke zjištění hodnoty podniku. Dále následují kapitoly, které popisují možný postup a nástroje výnosového ocenění.

Praktická část diplomové práce je dále rozdělena na dvě části a to praktickou část (analytickou) a projektovou část (řešící). V první zmíněné části práce se zabýváme krátkou charakteristikou společnosti Fagus a. s. Následuje provedení strategické a finanční analýzy, kdy se ve strategické analýze zabýváme vymezením a odhadem relevantního trhu, analýzou jeho perspektivnosti, dále pak prognózou vývoje relevantního trhu a stanovením tržního podílu oceňované společnosti. Strategická analýza je pak současně obohacena o identifikaci a analýzu přímé konkurence. Výsledkem strategické analýzy je stanovení výnosového potenciálu, kterým oceňovaná společnost disponuje. Finanční analýza se pak zaměřuje na podnik z hlediska jeho finanční výkonnosti a identifikace možných rizik, které by podnik mohly ohrožovat v rámci jeho budoucího vývoje.

Projektová část (řešící) se pak věnuje agregaci dat a veličin potřebných pro výsledné zjištění hodnoty podniku. Zabývá se zjištěním informací potřebných k sestavení strategického finančního plánu, jeho sestavením, rozdělením aktiv na provozně nutná a nenutná (NOA/C), dále pak vymezením čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT). Dále se poměrně podrobně zabýváme vymezením diskontní míry a odhadem tempa růstu „g“. V neposlední řadě je provedeno samotné ocenění podniku Fagus a. s.

Při psaní této klasifikační práce je použit tzv. autorský plurál.

# **I. TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 VYMEZENÍ ZÁKLADNÍ TERMINOLOGIE TÝKAJÍCÍ SE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

## 1.1 Podnik jako předmět ocenění

Pojem „podnik“ je předmětem zkoumání mnoha věd, jako například sociologie, právnických a technických věd či věd hospodářských. Tím však vzniká z pohledu oceňování zásadní problém, kterým je význam daného pojmu. Tato kapitola se proto zaměří na nalezení odpovědí na tři základní otázky – Co je předmětem ocenění? Co pojem podnik přesně znamená a jaké jsou jeho hladiny, na základě kterých může být podnik oceněn? Dále je nutné si objasnit, co je to „hodnota podniku“, jaké jsou její základní kategorie, či jaký je rozdíl tohoto pojmu oproti „ceně podniku“.

### 1.1.1 Definice podniku

Pojem „podnik“ je v rámci české i zahraniční odborné literatury vymezován různými způsoby. To je zapříčiněno především různými úhly pohledu na zmíněný pojem. Můžeme totiž rozlišovat procesní pojetí (tj. pojetí, kdy je na podnik nahlíženo jako na soubor obchodních a výrobních procesů), pojetí systémové (kdy je podnik chápán jako množina prvků a vazeb mezi nimi), ekonomické pojetí (kde podnik představuje synonymum pro základní ekonomickou jednotku) či další jiná pojetí podniku. Nás však v rámci celé práce bude zajímat především pojetí majetkové. To je zastoupeno definicí, která na podnik nahlíží jako na jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Dle Maříka et al. (2011a, s. 15) odpovídá toto vymezení podniku reálné situaci, což má především významné důsledky pro stanovení výsledné hodnoty podniku. Pro oceňování podniku má však největší význam definice, která je uvedena v rámci § 5 obchodního zákoníku (právní pojetí).

*„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání; k podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“* (ČESKO, 1991, § 5, odst. 1)

Dle Maříka et al. (2011a, s. 15–16) i Vomáčkové (2005, s. 25–26) není definice podniku v obchodním zákoníku zcela šťastná. Prvním nedostatkem je, že definice opomíjí zdrojový pohled na majetkové hodnoty (tzn., že nepočítá s majetkovými hodnotami, které společnost vlastní, ale jejich pořízení bylo financováno prostřednictvím cizích zdrojů). Druhý nedostatek je pak spatřován v tom, že zákon primárně podnik definuje jako „soubor složek podnikání“. To však svádí k představě, že podnik je pouze souborem různých majetkových položek, a tak

by měl být i oceňován (tj. dostatečná definice pro majetkové ocenění, pokud bychom neopomněli zahrnutí závazků do oceňování), avšak je nutné podnik chápat komplexně a to především jako věc hromadnou (tj. jako soubor jednotlivých věcí, které jsou určitou vazbou propojeny tak, že tvoří hospodářský funkční celek). Hlavní funkcí tohoto celku je pak generovat zisk (což nám dává možnost oceňovat podnik pomocí výnosových metod).

Ve Spolkové republice Německo nemají definici podniku upravenou v rámci obchodního zákoníku, nýbrž v rámci německého oceňovacího standardu IDW S1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung“ (vydaného roku 2005 a novelizovaného v roce 2008), který dle názoru Maříka et al. (2011a, s. 16) komplexněji a přesněji vystihuje popisovaný pojem (klade důraz na funkční pojetí). Podnik je pak dle tohoto standardu chápán jako: *„účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, prostřednictvím jejichž interakce je generován zisk. Hodnota podniku pak není určena pouze hodnotami jednotlivých složek majetku a závazků, ale interakcemi všech hodnot.“*<sup>5</sup> (IDW S1, 2008, s. 8)

Na nedostatky české definice podniku v rámci obchodního zákoníku v poslední době zareagovala tzv. rekodifikace občanského zákoníku. V českém právním řádu totiž v roce 2012 začala platit nová právní norma v podobě nového občanského zákoníku, tj. zákona č. 89/2012 Sb., který nabyl účinnosti 1. 1. 2014. Pojem „podnik“ je v tomto zákonu nahrazen pojmem „obchodní závod“, který je nadefinován jako: *„organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil, a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“* (ČESKO, 2012, § 502)

Obdobně jako u staré definice je na obchodní závod pohlíženo jako na věc hromadnou, což znamená, že s ním lze disponovat jako s jednou věcí. Současně však nový občanský zákon stanovil domněnku (tj. tvrzení, které nebylo dokázáno, ale zdá se být správné a dosud nebylo vyvráceno), že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu. Dle našeho názoru nová definice podniku (obchodního závodu) částečně reflektuje na nedostatky definice podniku uvedené v českém obchodním zákoníku, jelikož pojem „organizovaný soubor jmění“ (jak se dozvíme v další kapitole) v sobě zahrnuje jak soubor obchodního

---

<sup>5</sup> (4.2/18): Unternehmung sind zweckgerichtete Kombinationen von materialen und immateriellen Werten, durch deren Zusammenwirken finanzielle Überschüsse erwirtschaftet werden sollen. Der Wert eines Unternehmens wird deshalb nicht durch die Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken aller Werte.

majetku, tak také závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, což znamená, že tato definice již neopomíjí a plně zohledňuje zdrojový pohled na majetkové hodnoty. Stále však v rámci definice postrádáme větší důraz na funkční pojetí podniku.

Na závěr této kapitoly se ještě zaměříme na rozdíl mezi pojmem „společnost“ a „podnik“, jelikož v českém podnikatelském prostředí jsou tyto pojmy chybně brány jako synonymální výrazy. Společnost je dle Vomáčkové (2005, s. 25) jen pouze určitá forma, ve které existuje právnická osoba založená za účelem podnikání. Kdežto podnik, jak už víme, je ekonomickým funkčním celkem, v němž probíhá podnikatelská činnost se všemi atributy, aktivy (majetkem), dluhy (závazky), náklady, výnosy, příjmy, výdaji a také hospodářským výsledkem (podnik je tedy obsahem, který je vlastněn a ovládán právě podnikatelským subjektem – například obchodní společností). Z výše uvedeného textu je patrné, že předmětem ocenění není společnost, nýbrž podnik (neboli obchodní závod).

### 1.1.2 Hodnota a cena podniku

Po teoretickém vymezení podniku se nyní zaměříme na ekonomické pojetí pojmu „hodnota“. Například Hrdý (2005, s. 9) ji obecně chápe jako *„částku vyjádřenou v penězích, kterou zaplatíme, pokud budeme chtít získat nějaké aktivum, právo nakládat s ním a získat budoucí efekty vyplývající z fungování tohoto aktiva.“* Dále je nutné dle autora zmínit fakt, že ekonomická hodnota závisí na mnoho faktorech, mezi které patří především:

- potenciál daného aktiva a možnost jeho využití;
- podíl na vlastnictví daného aktiva a možnost o něm rozhodovat;
- fyzické předpoklady daného aktiva;
- doba, místo a způsob stanovení hodnoty;
- četnost výskytu a cena substitutů;
- či celková ekonomická situace. (Miller, 1995 cit. podle Hrdého 2005, s. 9)

Naproti tomu Damodaran ve své knize *The Dark Side of Valuation* (c2010, s. 1–2) či *The Little Book of Valuation* (c2011a, s. 4–5) pojem „hodnota“ chápe trochu jinak, a to jako hodnotu majetku, která je determinována (určena) hodnotou vnitřní (v originále *Intrinsic Value*) a hodnotou vnější, určenou trhem (*Relative, Market Value*). Zmíněný autor (c2010, s. 1) pak vnitřní hodnotu aktiva definuje (prostřednictvím metody ocenění DCF – Discounted



Cash Flow) jako „současnou hodnotu očekávaných peněžních toků plynoucích během života daného aktiva.“<sup>6</sup> K tomuto názoru se přiklání i další anglicky píšící autoři jako Pinto et al. (c2010), Armstrong a Cummins (c2008, s. 11–12) či Baker a Powell (c2005, s. 104–105).

Po obecném vymezení pojmu „hodnota“ si nyní zmíněný pojem nadefinujeme v kontextu podniku. Dle Maříka et al. (2011a, s. 20) je hodnota podniku dána: „očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků – equity či na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků a věřitelů – entity) převedenými (diskontováním) na jejich současnou hodnotu (angl. Present Value). Jinou definici nám přináší Spremann a Ernst (c2011, s. 8), kteří říkají, že hodnota podniku je tvořena „množstvím peněz, za které by mohly být všechny podíly vlastního kapitálu (tj. akcie) nakupeny či prodávány na dokonale fungujícím akciovém trhu.“<sup>7</sup> Výše uvedené definice na hodnotu podniku nahlíží ze dvou různých základních perspektiv. První zmíněný autor (Mařík et al., 2011a) při vymezení definice reflektoval spíše na užitnou hodnotu podniku (tj. hodnotu podniku jako funkčního celku), kdežto Spremann a Ernst (c2011) definici tvořili s důrazem na hodnotu směnou, která je výsledkem střetu poptávky a nabídky.

Copeland, Koller a Murrin (1994, s. 35) nám pak následně připomínají fakt, že hodnotu podniku je potřeba řídit a to prostřednictvím firemní a obchodní strategie, či pomocí konceptu řízení hodnoty (jako například v dnešní době konceptem VBM – Value Based Management). Strategie má obecně za úkol vytyčit cíle, které jednoznačně zahrnují potřebu vytvářet hodnotu a to jak z pozice obchodní strategie (která se snaží o silnější postavení společnosti vůči konkurenčním subjektům), tak z pozice strategie firemní (která aspiruje o trvalý růst a rozvoj podniku při požadované míře rentability). V návaznosti na již zmíněné řízení hodnoty je pak dobré zmínit také obecné faktory, které dle Tichého (1991, s. 29) významně ovlivňují tvorbu podnikových hodnot. Jedná se o faktory kvantitativní (kvalifikované, tj. takové faktory, které jsou zachytitelné v účetnictví) a faktory kvalitativní (nekvalifikované, jako například kvalita managementu, kvalita zaměstnanců, jejich loajalita či úroveň vývoje nových technologií).

---

<sup>6</sup> The intrinsic value of an asset can be written as the present value of expected cash flows over its life.

<sup>7</sup> Unternehmenswert ist jener Geldbetrag, zu dem alle Anteile der Eigenkapitalgeber der Unternehmung gekauft und verkauft werden könnten, wobei wiederum angenommen wird, der Markt für Anteile würden perfekt funktionieren.

Kislingerová (2001, s. 11), Hrdý (2005, s. 9) a současně také Váchal, Vochozka et al. (2013, s. 130) upozorňují, že hodnota podniku není totožná s cenou podniku. Výsledná cena, za kterou je podnik prodán, je totiž výsledkem celé řady dalších faktorů, které na výsledné ocenění mají podstatný vliv. Jedná se například o faktory psychologické, časovou tíseň, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím či obratnost při cenovém jednání. Na zmíněnou diskontinuitu mezi pojmy pak reaguje Krabec (2009, s. 15–16), který uvádí do souladu českou a světovou terminologii. Podotýká, že pojem „oceňování (Preisfindung, Appraisal)“ je používán pouze v případech, kdy dochází ke stanovení ceny a to především ve vztahu k daňovým či jiným účelům zejména ve vztahu k státu. Vedle toho pojem „ohodnocování (Bewertung, Valuation)“ vystihuje proces, kdy je odhadována hodnota jakožto základ pro transakce soukromoprávní povahy. Z toho plyne, že v České republice je pojem „oceňování“ chápán spíše jako obecný pojem, který v sobě zahrnuje jak oceňování, tak ohodnocování. Hrdý (2005, s. 9) pak celou problematiku uzavírá tím, že od hodnoty a ceny odlišuje ještě náklady, které z hlediska ocenění definuje jako „*v penězích vyjádřenou cenu produkčních faktorů, jako je půda, práce, kapitál, management apod., nutnou pro vytvoření daného aktiva.*“

V poslední části této kapitoly se zaměříme na skutečnost, že podnik můžeme oceňovat v různých hladinách. Dle Maříka et al. (2011a, s. 16) rozlišujeme:

- a) Hodnotu brutto, která na podnik nahlíží jako na celek (tj. jako na podnikatelskou jednotku zahrnující hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele). Hodnota brutto je také někdy označována jako hodnota „entity“.
- b) Hodnotu netto, která vyjadřuje hodnotu na úrovni vlastníků podniku, což v zásadě znamená, že oceňujeme vlastní kapitál. Pojetí vlastního kapitálu zde však nemusí přesně korelovat s účetním pojetím vlastního kapitálu. Hodnota netto je současně v odborné literatuře označována jako hodnota „equity“.

Vymezením výše uvedených hladin podniku se obdobně jako u pojmu „podnik“ zabývá obchodní zákoník, který hodnotu brutto vymezuje pomocí pojmu „obchodní majetek“, a to následovně:

*„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“* (ČESKO, 1991, § 6, odst. 1)

Další pojem „obchodní jmění“ pak zahrnuje komplexní pohled na majetek a závazky podniku a je dle zmíněného zákona definován takto:

*„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označujeme jako obchodní jmění (dále jen „jmění“). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“ (ČESKO, 1991, § 6, odst. 2)*

Negativem výše uvedených definic je dle Maříka et al. (2011a, s. 16) skutečnost, že se do jisté míry odvrací od pojetí podniku jako věci hromadné, a navrácí se k pojetí podniku jako souboru jednotlivých věcí.

Obdobně jako hodnota brutto je také hodnota netto uvedena v rámci obchodního zákoníku. Je charakterizována prostřednictvím pojmu „čistý obchodní majetek“ a „vlastní kapitál“.

*„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“ (ČESKO, 1991, § 6, odst. 3)*

*„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“ (ČESKO, 1991, § 6, odst. 4)*

Vymezení hodnoty netto je dle Maříka et al. (2011a, s. 17) poměrně problematické, jelikož z uvedených definic není patrný rozdíl mezi čistým obchodním majetkem (ČOM) a vlastním kapitálem (VK). ČOM je totiž dle doslovného výkladu vyjádřením čistých aktiv (brutto A – korekce = netto aktiva) a VK zase jako vlastní zdroj financování těchto čistých aktiv. Proto jestli chceme rozlišit výše uvedené pojmy, musíme sáhnout po obvyklých výkladech. To znamená, že VK budeme chápat obdobně jako účetnictví a ČOM v kontextu „reálné hodnoty“. ČOM se tedy od VK bude odlišovat v níže uvedených bodech:

1. Rozdíl ve způsobu ocenění (VK je oceňován pomocí účetních cen, kdežto ČOM by měl být postaven na ocenění odpovídající ekonomické realitě, tj. reálné hodnotě).
2. Rozdíl v položkách zahrnovaných do ocenění (z pohledu ČOM cizí pasiva nemusí být závazkem; součástí ČOM musí být aktiva, které v rozvaze nenajdeme; součástí ČOM nemusí být aktiva, která jsou v rozvaze vykazována).

To znamená, že algoritmus výpočtu ČOM by zjednodušeně mohl vypadat následovně: ČOM = upravená reálná hodnota aktiv (tj. přeceněné A +/- položky zahrnované do ocenění /vyřazené z ocenění) – reálná hodnota závazků (tj. přecenění závazky).

Pro oceňování podniku je však podstatné, že má-li oceňovatel za úkol určit hodnotu obchodního majetku, pak je tím řečeno, že má zjistit celkovou (brutto) hodnotu podniku, zatímco má-li určit hodnotu ČOM, pak má vyčíslit čistou (netto) hodnotu podniku.

### 1.1.3 Kategorie (standardy) hodnoty podniku

V návaznosti na předchozí kapitolu 1.1.2 – Hodnota a cena podniku si nyní rozlišíme několik základních kategorií hodnoty podniku, o kterých však též můžeme mluvit jako o standardech, typech či bázích hodnoty podniku. V důsledku geneze teorie oceňování se vyvinuly čtyři základní přístupy, a to hodnota tržní, subjektivní, objektivizovaná a hodnota stanovená na základě Kolínské školy.

#### Tržní hodnota

Zjištěním tržní hodnoty bychom měli dle Maříka et al. (2011a, s. 22) být schopni odpovědět na otázku: Kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu? Možnost klást si tuto otázku je však možné jen v případě, že existuje plně fungující trh s podniky, popřípadě trh s vlastnickými právy (vlastnickými podíly), na kterém jsou vytvořeny vhodné podmínky pro vznik tržní ceny (za takové trhy nemůžeme určitě považovat trhy evropské, které jsou obecně z důvodu nízkého počtu transakcí stále považovány za méně rozvinuté). Předmětem odhadu je pak stanovení potenciální tržní ceny, která je označována jako tržní hodnota (angl. Market Value, něm. Gemeiner Wert), jež je dle Mezinárodního oceňovacího standardu definována jako:

*„(Tržní hodnota je) odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, o které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>8</sup>* (IVS 1, 2007, s. 96; Mařík et al., 2011a, s. 22)

Dle Maříka et al. (2011a, s. 24) pojem tržní hodnota předpokládá skutečnost, že cena bude dojednána na volném a konkurenčním trhu. Znalec (oceňovatel) má proto za povinnost při ocenění zohlednit veškeré informace týkající se předmětu ocenění, tzn., že musí provést detailní průzkum a analýzu trhu, jejichž výsledky plně promítne do výsledného ocenění.

#### Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní, neboli investiční hodnota, dle Maříka et al. (2011a, s. 26) nereflektuje na zjištění tržní ceny, nýbrž se prioritně orientuje na individuální názor účastníků transakce. Hodnota je pak tvořena očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného

---

<sup>8</sup> (3.1): Market Value is the estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently, and without compulsion.

vlastníka či jiné subjekty. Takto pojatá hodnota může odpovídat na otázku typu: Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? Pro ocenění z pohledu konkrétního subjektu se především v německy mluvících zemích zažil pojem substanční hodnota, proto si nejprve vymežíme zmíněný pojem dle německého oceňovacího standardu IDW S1 a následně si představíme definici hodnoty „investiční“, kterou bychom našli v Mezinárodním oceňovacím standardu s označením IVS 2.

Subjektivní hodnota je vymezena na základě zmíněného německého standardu jako: *„hodnota obchodního podílu, který v sobě zaujímá odhad hodnoty účasti na podniku při zohlednění individuálních osobních poměrů a cílů konkrétního vlastníka podílu společnosti; oceňovacími parametry jsou proto vedle výše podílu především možné vlivy vlastníka na podnikatelskou strategii podniku a očekávané vlivy plynoucí ze synergického efektu.“*<sup>9</sup> (IDW S1, 2008, s. 6; Kuhner a Maltry, 2007, s. 65–66) Tato definice chápe hodnotu podniku ve vztahu k jeho vlastníkům, což odpovídá právě hodnotám jednotlivých obchodních podílů.

Druhá definice (dle IVS 2) nahlíží na investiční hodnotu jako na: *„hodnotu majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů s určitými investičními cíli či kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva, může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetku.“*<sup>10</sup> (IVS 2, 2008, s. 110; Mařík et al., 2011a, s. 26)

V rámci znalecké (oceňovací) profese se dle Maříka et al. (2011a, s. 26) investiční hodnota takřka nepoužívá. Téměř výhradně je zastoupeno ocenění založené na tržní hodnotě.

### **Objektivizovaná hodnota**

Pojem „objektivizovaná hodnota“ se vyvíjel dlouhou dobu. Vznikl jako důsledek snažení se německých znalců (oceňovatelů) o vymezení „objektivní hodnoty“ (avšak nakonec se zjistilo, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, jelikož hodnota není objektivní vlastností, čímž

---

<sup>9</sup> (2.4): Der subjektive Wert eines Unternehmensanteiles beinhaltet die Einschätzung des Wertes der Beteiligung an einen Unternehmen unter Berücksichtigung der individuellen persönlichen Verhältnisse und Ziele des (jeweiligen) Anteilseigners; Bewertungsparameter sind deshalb neben der Anteilsquote insbesondere der damit verbundene Einfluss des Anteilseigners auf die Unternehmenspolitik sowie erwartete Synergieeffekte.

<sup>10</sup> (3.4): Investment Value, or Worth. The value of property to a particular investor, or a class of investors, for identified investment objectives. This subjective concept relates specific property to a specific investors, group of investors, or entity with identifiable investment objectives and/or criteria. The investment value, or Word, of a property asset may be higher or Loir than the Market Value of the property asset.

vznikl prostor alespoň pro vymezení hodnoty „objektivizované“. Její definici nám přináší Mařík et al. (2011a, s. 27), který ji vymezil na základě dílčích částí IDW S1 jako: *„hodnotu, představující typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, které je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena na předpokladu, že podnik bude pokračovat ve nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“* Jinak definici objektivizované hodnoty vymezil na základě IDW S1 Gröger (2009, s. 17), který říká, že není důležité jak je přesně objektivizovaná hodnota popsána, ale spíše to, kdo a jak ji vymezil. Na základě takto položené otázky vznikla, dle našeho názoru, další použitelná definice, která říká, že objektivizovaná hodnota je hodnotou stanovenou neutrálním znalcem, který prostřednictvím průkazné metodiky odhadne hodnotu podniku oproštěnou od individuálních hodnotových představ všech zúčastněných stran (například kupujícího či prodávajícího).

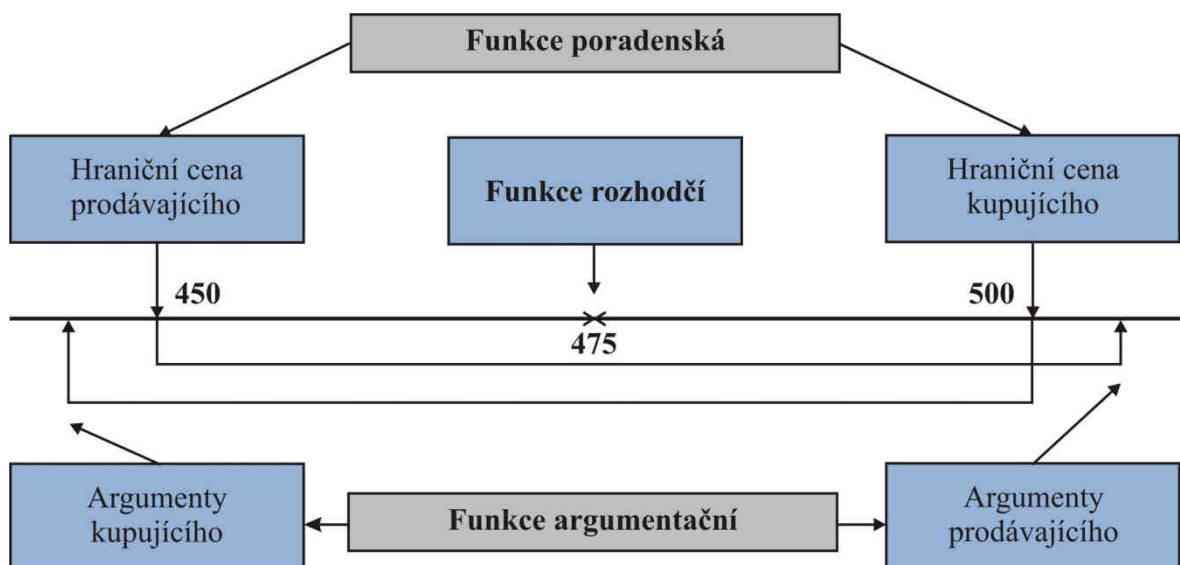
Následně Mařík et al. (2011a, s. 28) dodává, že objektivizovaná hodnota má především odpovědět na otázku: Jakou hodnotu lze obecně považovat za přijatelnou? Proto autor, v komparaci s výše uvedeným textem, zastává názor, že objektivizovaná hodnota by co nejméně měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodržovány určité požadavky a standardy (s cílem dosáhnout maximální reprodukovatelnost ocenění). Základními zásadami pro zjištění objektivizované hodnoty jsou dle Maříka (1998, s. 16) udržení substance, ocenění na základě volného zisku a provozně nutného majetku. Stanovení objektivizované hodnoty dále vychází z předpokladu, že podnik je oceněn tak, jak „stojí a leží“, a že při změně vlastníka dojde k setrvání stávajícího managementu. V oblasti daní je pak pracováno s podmínkou, že zdanění musí být zohledněno nejen na úrovni podniku, ale i vlastníka. Poslední podmínkou je, že znalec (oceňovatel) musí jasně a jednoznačně popsat celý proces ocenění a to z toho důvodu, aby mohl být kdykoliv zopakován jiným znalcem a to se stejným či obdobným výsledkem.

### **Hodnota dle Kolínské školy**

Hodnota stanovená prostřednictvím Kolínské školy reaguje na problematiku, o které jsme se již částečně zmínili v kapitole týkající se tržní hodnoty, kde jsme nastínili omezení tržní hodnoty s ohledem na strnulé evropské podmínky. Dle Maříka et al. (2011a, s. 30) se jedná především o nízký rozsah transakcí s podniky podobného charakteru, nízkou transparentnost realizovaných obchodů, neschopnost určit, zda jsme zaplatili za pokračující podnik či zda

nákup či prodej podniku (nebo jen určitého podílu) vyvolá synergický efekt. Právě na nedostatky tohoto typu se snaží reagovat teorie tzv. Kolínské školy. Ta zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale dle obecných funkcí. Kolínská škola na základě výše uvedené věty rozlišuje několik základních funkcí oceňování (současně se jedná také i o funkce oceňovatele). Jde o:

- a) funkci poradenskou – jedná se o nejdůležitější funkci v komparaci s ostatními. Jejím smyslem je poskytnout subjektům oceňování informace o tzv. hraničních hodnotách (které vymezují prostor pro vlastní cenové jednání);
- b) funkci rozhodčí – tato funkce se zaměřuje na specifickou oblast práce oceňovatele a to na post rozhodčího. Z této pozice by oceňovatel měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků a nalézt výslednou spravedlivou cenu v rámci odhadnutého rozpětí, která by vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy všech účastníků transakce;
- c) funkci argumentační – kde oceňovatel má za úkol hledat argumenty, které mají zlepšit pozici jedné ze stran při jednání o ceně;
- d) funkci komunikační – jejím úkolem je poskytnout podklady pro komunikaci se subjekty mezoprostředí (a to především investory, bankami či další veřejností);
- e) funkci daňovou – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.



Obr. 1. Přehled a interakce funkcí dle Kolínské školy

In: Mařík et al. (2011a, s. 31), vlastní zpracování

## 1.2 Definice a podstata (účel) oceňování podniku

Velké množství odborné literatury dlouhodobě řeší otázku, co si pod pojmem „oceňování podniku“ přesně představit. Proto si nyní přiblížíme několik definic, které nám umožní si vytvořit ucelený pohled na daný pojem. Velmi jednoduché pojetí oceňování (myšleno tím oceňování podniku) nám přináší zástupce rakouské školy – Tichý (1991, s. 25), který říká, že oceňování je „*promítání hospodářských výkonů do peněz*.“ Tento autor, v návaznosti na výše uvedenou definici, se dále zabývá souslovím „hospodářský výkon“, které je chápáno jako určité rozhodnutí, s kterým je spojeno vynakládání prostředků s cílem dosáhnou určitých cílů (operativních či strategických). Z toho plyne, že autor definici oceňování založil na ohodnocení výkonů, které prochází podnikem jako funkčním celkem (viz podnik jako funkční celek). Další, ale koncepčně jiný pohled na věc, mají Němci Matschke a Brösel (c2013, s. 3), kteří tvrdí, že oceňování je přiřazení hodnoty, a to obvykle ve formě peněz či podnikatelského podílu k objektu – rozumějme k subjektu ocenění. Za subjekt ocenění pak označují to/toho, z jehož pohledu je ocenění prováděno. Subjektem ocenění tedy může být například fyzická nebo právnická osoba či skupina osob. Dle výše uvedené definice si můžeme vyvodit skutečnost, že zmínění autoři plně nerespektují jako předmět ocenění „podnik“. To, jak už víme (z kapitoly 1.1.1 – Definice podniku), je z hlediska oceňování chybný úsudek.

S ohledem na to, že jsme si představili pojmové vymezení pouze z pohledu německých autorů, se nyní zaměříme také na názor anglických teoretiků, a to Bakera a Powella (c2005, s. 104), kteří se na oceňování dívají jako na: „*proces, který propojuje rizika a návratnost investic v odhadu hodnoty aktiva či podniku*.“<sup>11</sup> Tato definice jako první zohledňuje možná nebezpečí a ohrožení, která negativně ovlivňují oceňovaný podnik (a tedy i hodnotu podniku).

Poslední názor, který ze zahraničních autorů přinášíme, je od profesora Damodarana (c2011b, s. 596), který definici oceňování vysvětluje prostřednictvím výnosové metody ocenění (DCF) a to obdobně jako u pojmu „hodnota“. Autor tvrdí, že DCF ocenění „*odhaduje hodnotu jakéhokoliv aktiva prostřednictvím diskontování očekávaných (budoucích) peněžních toků, plynoucích z daného aktiva, a to ve výši, která odráží jeho rizikovost. V jistém smyslu (dle autora) měříme vnitřní hodnotu aktiva*.“ Autor dále tvrdí, že: „*hodnota jakéhokoliv aktiva je funkcí peněžních toků generovaných daným aktivem po dobu jeho života, dle očekávaného růstu*

---

<sup>11</sup>Valuation is the process that links risk and return to estimate the worth of an asset or a firm.



*peněžních toků a rizikovosti daného CF. Jinými slovy je to současná hodnota (SH) očekávaných (budoucích) toků, plynoucích z daného aktiva.*<sup>12</sup> (Damodaran, c2011b, s. 596)

Celou tuto kapitolu pak uzavřeme prostřednictvím pohledu českých autorů na danou problematiku. První definice, kterou uvedli ve své knize Podnikové řízení Váchal, Vochozka et al. (2013, s. 133), říká, že oceňování podniku: „*zahrnuje řadu aktivit, založených na sběru a analýze finančních i nefinančních informací, vyúsťujících ve stanovení ceny (hodnoty) podniku.*“ To znamená, že tito čeští autoři chápou proces (postup) ocenění jako náročné a v některých případech také komplikované aktivity, které jsou založeny na interních a externích informacích finančního i nefinančního charakteru, tj. úplně se v definici vyhýbají problematice předmětu ocenění a raději identifikují pouze hlavní cíl (účel) ocenění podniku, kterým je stanovení jeho hodnoty. Dle našeho názoru však nejkompexnější a nejpřesnější definici ocenění z českých autorů uvádí Krabec (2009, s. 107), který pojem „ocenění“ definuje jako „*podmnožinu různých forem široce chápané generalizující ekonomické teorie, zabývající se hodnotovými aspekty majetkových transakcí s hromadnými aktivy a vyčíslováním jejich hodnoty v návaznosti na účel ocenění.*“ Dluhošová (2006, s. 146), pak jako jedna z mála autorů, při vymezení pojmu „ocenění podniku“ připomíná, že stanovení hodnoty podniku (tj. synonymum pro ocenění podniku) je oblastí, která patří k důležitým manažerským nástrojům řízení, neboť hodnota podniku je důležitým taktickým, ale také strategickým kritériem řízení. Náročnost procesu ocenění vyplývá dle této autorky z toho, že trhy pro fixní aktiva jsou odlišná od trhů cenných papírů, jelikož fixní aktiva jsou jedinečná.

### 1.3 Důvody pro oceňování podniku

Ocenění je dle Maříka et al. (2011a, s. 35) samo o sobě službou, kterou si zákazník (subjekt ocenění) objednává z nějakého podnětu (interního či externího). Tyto podněty mohou mít různou povahu a to vzhledem k různým potřebám a cílům objednatele, či k účelu, ke kterému má realizované ocenění sloužit. Z tohoto důvodu se objevuje různorodá řada názorů a přístupů, které vymezují důvody pro ocenění podniku. Například Kislingerová (2001, s. 11)

---

<sup>12</sup>In discounted cash flow valuation, we estimate the value of any asset by discounting the expected cash flows on that asset at a rate that reflects their riskiness. In a sense, we measure the intrinsic value of an asset. The value of any asset is a function of the cash flows generated by that asset, the life of the asset, the expected growth in the cash flows, and the riskiness associated with these cashflows. In other words, it is the present value of the expected cash flows on that asset.

důvody respektive příčiny pro ocenění podniku nijak nekategorizuje a uvádí sáhodlouhý výčet podnětů vyvolávajících potřebu ocenění podniku (uvádí především důvody, které souvisí s uvažovanou změnou vlastnických vztahů, stavu kapitálu či jeho struktury, možným vstupem na kapitálový trh, transformací podniku či ostatní nezařaditelnými motivy, typu pojištění podniku, hodnocení výsledků práce managementu či placení různých daní). Mařík et al. (2011a, s. 35) pak na důvody ocenění nahlíží z hlediska změny vlastnictví. Z tohoto důvodu pak motivy ocenění kategorizuje do dvou skupin a to na:

- a) ocenění související s vlastnickými změnami (ocenění na základě Obchodního zákoníku, Zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách na převzetí, či Zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev);
- b) a ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám (například změna právní formy, zastavení obchodního podílu či ocenění v souvislosti s oceněním podílu či sanací podniku).

#### 1.4 Právní a jiné předpisy upravující oceňování podniku

Dle Maříka et al. (2011a, s. 18) se oceňování podniku v České republice (ČR) opírá především o ekonomickou teorii. I přes tuto skutečnost existují předpisy (právní či jiné), které definují pojmy týkající se oceňování podniku, či které určitým způsobem upravují problematiku samotného procesu oceňování (avšak pouze v omezených případech). Jedná se především o:

1. České předpisy
  - a) Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Jak už víme, obchodní zákoník je z hlediska ocenění podniku důležitý především z důvodu vymezení základních pojmů (jako podnik či jednotlivé hladiny podniku). Kislingerová (2001, s. 12) pak dále dodává, že tento zákon řeší problematiku oceňování nepeněžitého vkladu (§ 59). Důvody pro ocenění podniku pak byly z tohoto zákona vyňaty a byly nadefinovány novým zákonem č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev.

- a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující Vyhláška k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška) č. 441/2013 Sb.

Dle Maříka et al. (2011a, s. 18) je tento zákon závazný pouze při oceňování, jehož provedení vychází z jiného právního předpisu. Dle Kislingerové (2001, s. 13) tento zákon upravuje především způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb. Ocenění podniku výnosovým způsobem pak zákon chápe jako součet diskontovaných budoucích

čistých ročních výnosů podniku (způsob zjištění výnosů stanoví vyhláška). Oceňovací vyhláška pak obecně stanovuje ceny, koeficienty, přírážky a srážky k cenám.

b) Metodický pokyn České národní banky (ČNB) – ZNAL/OCE

Tento pokyn je dle Maříka et al. (2011a, s. 18) určen speciálně pro oceňovatele podniků, kteří tvoří znalecké posudky, které jsou předkládány ČNB. Jedná se především o ocenění, týkající se doložení přiměřené ceny akcií při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů. Tato metodika byla dříve známá pod názvem „ZNAL“ (vydala ho ještě Komise pro cenné papíry). V současné době již ale roli regulátora vykonává ČNB, která zmíněný metodický pokyn nahradila v roce 2010 materiálem, zkráceně nazvaným „OCE“.

c) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Tento zákon jsme ve výčtu předpisů uvedli pouze z toho důvodu, že nahrazuje pojem „podnik“ pojmem „obchodní závod“.

2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

a) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Value Standard, které vydává IVSC (International Valuation Standards Council).

b) Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards), které vydává TEGoVA (The European Group of Valuers Associations).

Mařík et al. (2011a, s. 19) a Krabec (2005, s. 180) společně tvrdí, že výše uvedené standardy obsahují definice a teoreticko-ekonomická východiska a zásady, které by měly být při výkonu profese oceňování respektovány. Důležité je podotknout, že se nejedná o závazné předpisy, nýbrž pouze o soubor mezinárodně uznávaných doporučení, které vychází z předpokladu, že oceňovací metody a techniky jsou na celém světě podobné.

3. Národní standardy některých zemí

a) Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice), zpracované ASA (American Society of Appraisers).

b) Německý standard IDW S1, vydávaný IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer).

Výše uvedené standardy poskytují inspirativní pohled pro znalce (oceňovatele) v rámci celosvětové oceňovací profese. Americké standardy se staly původcem některých metod ocenění, což znamená, že standardy jsou již očištěny od prvotních nedostatků a nuancí. Výhodou německého standardu IDW S1 je pak skutečnost, že se jako jeden z mála standardů speciálně zabývá oceňováním podniku. (Mařík et al., 2011, s. 19)

## 1.5 Čas a riziko jako faktory působící na oceňování podniku

### 1.5.1 Faktor času

Jak už víme z kapitoly 1.2 – Definice a podstata (účel) oceňování podniku, hodnota aktiva se vymezuje jako současná hodnota budoucích (očekávaných) příjmů generovaných daným aktivem po dobu jeho života, a které plynou držiteli (majiteli) aktiva. Je však důležité upozornit, že všechny budoucí příjmy (které budou tvořit hodnotu podniku), nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. To je způsobeno tím, že držitel aktiva neví, v kterém okamžiku budoucí příjmy získá. Z tohoto důvodu mluvíme o tzv. teorii časové hodnoty peněz. Ta nám říká, že příjem získaný dříve, má větší význam, než příjem získaný později, protože příjemce prostředků může prostředky investovat dříve, a tím tak dosáhnout dalšího dodatečného výnosu. Proto je důležité při ocenění podniku budoucí příjmy převést prostřednictvím vybraných časových faktorů (především odúročitele, zásobitele či SH perpetuity) do současné hodnoty (tj. k datu ocenění). (Maříková a Mařík, 2007, s. 15)

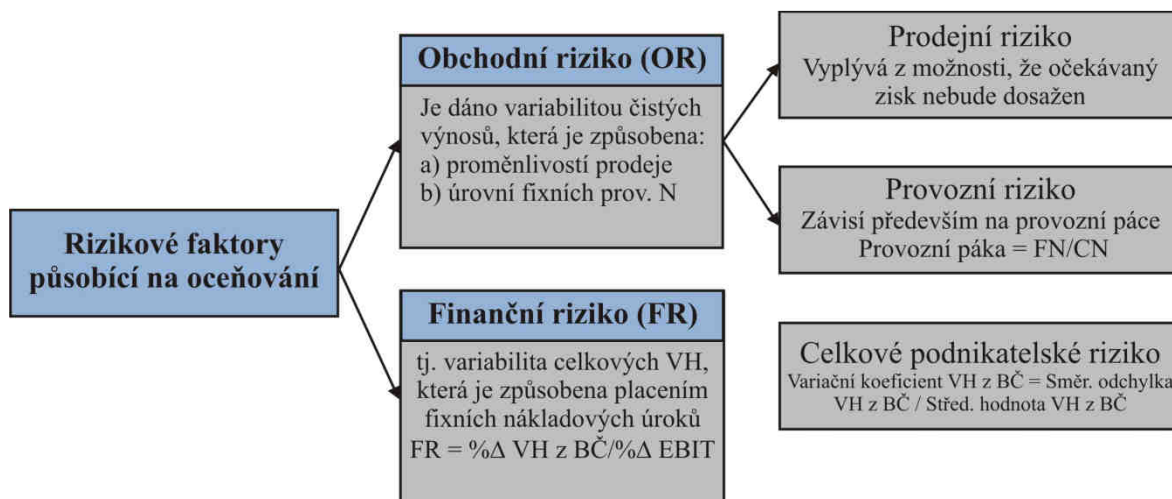
### 1.5.2 Faktor rizika

Mimo faktor času ovlivňuje dle Maříkové a Maříka (2007, s. 17) výslednou hodnotu podniku i pravděpodobnost, s jakou budoucí (očekávané) příjmy z oceňovaného aktiva nastanou (případně nenastanou), tzn., že riziko je chápáno jako důsledek nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti. Obecně pak můžeme říci, že hodnota aktiva bude tím vyšší, čím nižší bude riziko, že očekávané příjmy nenastanou, a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšším zmíněným rizikem budou příjmy zatíženy. Míra rizika je pak dána velikostí rozptylu očekávaných výnosů (respektive směrodatnými odchylkami těchto výnosů). Pokud obecně riziko zúžíme pouze na riziko variability výsledků hospodaření (tj. riziko podnikatelské), tak za hlavní vlivy působící na výsledek hospodaření spatřujeme níže uvedené oblasti:

- Kvalitu managementu a organizační struktury podniku.
- Intenzitu konkurence na předmětném trhu.
- Stupeň diverzifikace výrobního portfolia.
- Stupeň pružnosti provozních nákladů ve vztahu ke změnám podnikových výkonů (tj. provozní páka).
- Zatížení podniku finančními fixními náklady (tj. finanční páka).

Riziko pak obecně můžeme kategorizovat dle Maříkové a Maříka (2007, s. 18 a 22) či Kislingerové (2001, s. 105) prostřednictvím dvou členění a to na riziko obchodní a finanční

či riziko systematické (riziko tržní, nediverzifikovatelné – vyplývá z celkového vývoje ekonomiky na makroekonomické úrovni) a nesystematické (riziko specifické, jedinečné, diverzifikovatelné – které vyplývá přímo z činnosti a hospodaření objektů investičních možností). My se však dále dotkneme pouze prvně zmíněného členění.



Obr. 2. Dělení rizikových faktorů působících na oceňování podniku

In: Maříková a Mařík (2007, s. 17–20), vlastní zpracování

### 1.5.3 Diskontování a diskontní míra

Dle Damodarana (c2011a, s. 14–15) se proces, při kterém se budoucí peněžní toky upravují tak, aby odrážely faktor času a rizika, nazývá diskontování. Velikost rizik je pak promítnuta do diskontní sazby, která prezentuje míru očekávané reálné návratnosti, očekávané inflace a prémie za nejistotu spojenou s peněžními toky. Kislingerová (2001, s. 174) pak doplňuje, že diskontní míra tvoří významný prvek výnosových modelů ocenění, jelikož správnost výsledků je z velké části závislá právě na správném stanovení diskontní míry (či správnosti přiřazení výnosů k diskontní míře).

#### Vztah diskontní míry a míry kapitalizace

Dle Maříkové a Maříka (2007, s. 11) je třeba diskontní míru a míru kapitalizace odlišovat. Tam, kde dle autorů při výpočtu používáme řadu konkrétních ročních výnosů, tam budou výnosy diskontovány prostřednictvím diskontní míry, která vyjadřuje požadovanou výnosnost investora a náklady kapitálu ze strany podniku. Kdežto tam, kde vycházíme z odhadu ročního výnosu, který má trvat do nekonečna, použijeme kapitalizační míru. Mezi diskontní a kapitalizační mírou tedy platí vztah:

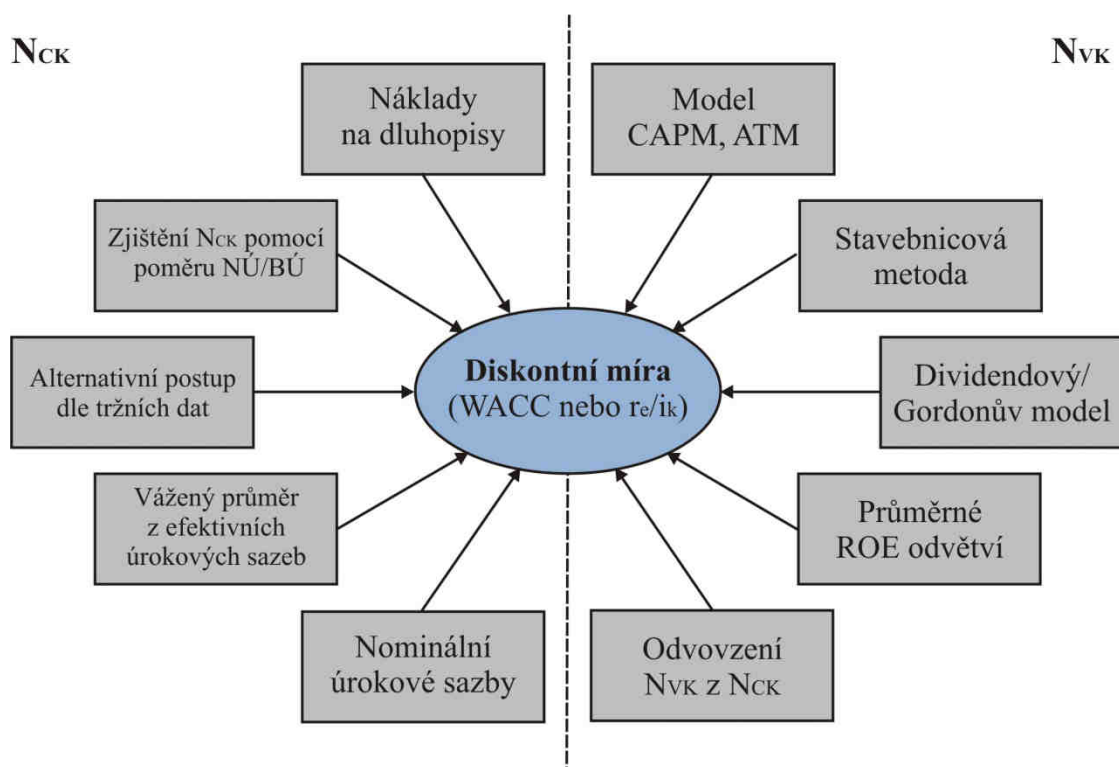
$$\text{Kapitalizační míra} = \text{Diskontní míra} - \text{Očekávané tempo růstu} \quad (1)$$

### Diskontní míra a účel ocenění

Předtím, než provedeme samotné ocenění podniku, musíme si nejprve stanovit, jakou kategorii hodnoty podniku budeme hledat. Z této skutečnosti pak vzniká také jiná potřeba kalkulace diskontní míry. Dle Maříkové a Maříka (2007, s. 13) můžeme diskontní míru kalkulovat tak, že:

- pro zjištění tržní hodnoty podniku je důležité kalkulaci opřít o tržní data a tomu odpovídající metody (např. nejvíce používanou metodu CAPM či metodu stavebnicovou);
- při hledání investiční hodnoty budeme primárně vycházet z konkrétní situace daného investora, především pak z jeho alternativní schopnosti využití kapitálu;
- pro objektivizované ocenění je pak třeba učinit takový odhad diskontní míry, který by co nejvíce byl podložen běžně dostupnými daty nebo bude vycházet z obecně přijímaných zvyklostí (doporučuje se vycházet z úrokové míry, chápané jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů a rizikové přírážky).

### Metody stanovení diskontní míry

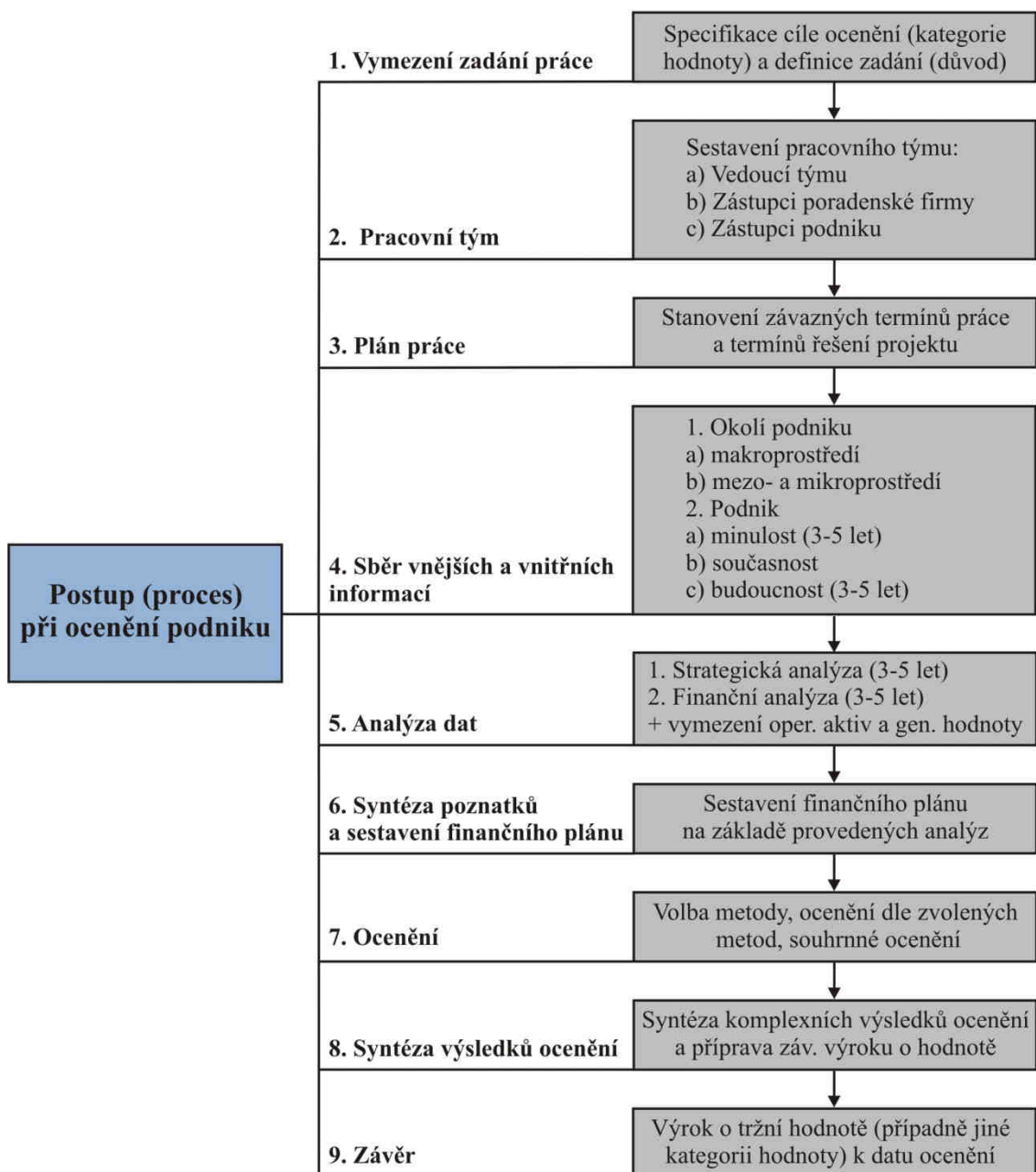


Obr. 3. Možné metody stanovení diskontní míry

In: Mařík et al. (2011a, s. 211–256), Kislingerová (2001, s. 174–202), Pavelková a Knápková (2005, s. 261–266), vlastní zpracování

## 2 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Dle Vochozky, Mulače et al. (2012, s. 126) je důležité zmínit skutečnost, že není možné stanovit univerzální postup oceňování podniku, což je způsobeno především širokým spektrem možných účelů, přístupů a metod oceňování podniku, které připadají v úvahu. Dle těchto autorů však existuje obecný rámec, který strukturuje proces ocenění podniku do jednotlivých kroků. My jsme zmíněný proces znázornili v níže uvedeném obrázku (Obr. 4.).



Obr. 4. Postup (proces) při ocenění podniku

In: Mařík et al. (2011a, s. 53) a Kislíngerová (2001, s. 26), vlastní zpracování

## 2.1 Stanovení důvodu ocenění a kategorie stanovené hodnoty

V první fázi ocenění podniku je důležité položit si otázku, z jakého důvodu chce subjekt ocenění zjistit svou hodnotu a také za jakým účelem má znalec (oceňovatel) tuto hodnotu určit. Odpovědi na tyto otázky pak určí základní mantinely daného ocenění podniku. Mařík et al. (2011a, s. 54) dále dodává, že pokud znalec (oceňovatel) bude určovat tržní či objektivní hodnotu podniku, bude muset jednotlivé kroky procesu ocenění zpracovávat podrobněji, jelikož výsledky své práce bude muset mít vždy řádně doloženy pomocí informací z trhu.

## 2.2 Sběr vstupních dat

Dle Kislingerové (2001, s. 25) je rozsah dat, který je shromažďován a následně zpracován znalcem, značný, a pokrývá celé dění v podniku tak také v prostředí, ve kterém podnik funguje. Toto velké množství dat je pro oceňovatele důležité především z toho důvodu, jelikož existuje příčinná souvislost mezi vývojem jednotlivých parametrů v prostředí a výkonností podniku. Dle autorky bychom se proto měli zaměřit na sběr dat a následnou analýzu makro- (prostředí zahrnující prvky PEST), mezo- (tvořeno subjekty, které ovlivňují chování organizace v rámci trhu) a mikroprostředí (vnitřní prostředí) podniku. Mařík et al. (2011a, s. 54–56) pak potřebné informace dělí do 7 skupin, a to: základní data o podniku, ekonomická data, data o relevantním trhu, konkurenční struktura relevantního trhu, odbyt a marketing, výroba a dodavatelé a pracovníci.

## 2.3 Zpracování strategické analýzy

Dle Maříka et al. (2011a, s. 56) je strategická analýza klíčovou fází oceňovacího procesu, jelikož její hlavní funkcí je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, který je závislý jak na potenciálu vnějším tak na potenciálu vnitřním, kterým podnik sám disponuje. Vnější potenciál pak lze kvalitativně vyjádřit jako příležitosti (šance) a ohrožení (tj. rizika), které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém podnik realizuje svou ekonomickou činnost. Při analýze vnitřního potenciálu jde naopak o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít vnější příležitosti a čelit vnějším rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je přehled silných a slabých stránek podniku, na jehož základě musíme být schopni odpovědět na otázku, zda podnik disponuje či nedisponuje podstatnou konkurenční výhodou. Důležitým rozměrem analýzy vnitřního potenciálu je tedy analýza konkurenčního prostředí. Autor dále zdůrazňuje, že strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění a má znalci (oceňovateli) především poskytnout odpovědi na tři základní



otázky - Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska? Jaký vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb můžeme v souvislosti s perspektivami podniku očekávat či jaká rizika jsou s podnikem spojena? Dle Maříka et al. (2011a, s. 58) se postup strategické analýzy skládá z následujících kroků – vymezení relevantního trhu a jeho analýzy a prognózy (analýza vnějšího potenciálu), analýzy konkurence a vnitřního potenciálu a z prognózy tržeb oceňovaného podniku. V praktické části této práce pak strategická analýza bude vycházet z detailních postupů uvedených v Maříkovi et al. (2011a, s. 58–94)

## 2.4 Zpracování finanční analýzy

Dle Knápkové, Pavelkové a Štekra (2013, s. 17) slouží finanční analýza ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku a to jak ve vztahu k minulosti (analýza ex post), tak zejména pro odhad a prognózu budoucnosti (analýza ex ante). Kislingerová (2001, s. 39) i Mařík et al. (2011a, s. 96) pak tuto oblast rozšiřují ve vztahu k ocenění podniku, kdy je na finanční analýzu nahlíženo jako na informační zdroj poskytující znalci (oceňovateli) informace o zdraví podniku (tj. stavu, v jakém se podnik nachází v okamžiku ocenění či jaký vývoj je u podniku možné očekávat do budoucna). Druhý zmíněný aspekt stavu podniku pak umožňuje predikci, která bude dále v procesu ocenění podniku využita k vytvoření finančního plánu. Mařík et al. (2011a, s. 96) dále doplňuje, že znalec (oceňovatel) musí z finanční analýzy vyvodit závěry, které se do ocenění promítnou tak, že:

- Informace finanční analýzy by měly doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již vznikl jako výsledek strategické analýzy.
- Doplnit podklady pro stanovení rizika, plynoucího z nedostatků hospodaření.

Finanční analýza v praktické části práce bude provedena dle standardních postupů uvedených v dostupné odborné literatuře. Opírat se však nejvíce budeme o Sedláčka (2001), Holečkovou (2008) a Maříka et al. (2011a).

## 2.5 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Pro potřeby ocenění vycházíme z předpokladu, že podnik má pouze jedno podnikatelské zaměření (tj. hlavní předmět činnosti). Pokud má však podnik více svých podnikatelských aktivit, pak se k ocenění podniku musí přistoupit jako k souhrnu podnikatelských jednotek, přičemž každá jednotka by měla být oceňována individuálně. Vzhledem k předpokladu jedné hlavní podnikatelské aktivity musí být majetek podniku rozdělen na aktiva provozně nutná (tj. operativní) a provozně nenutná (tj. neoperativní). Operativní aktiva jsou pak taková, která

jsou využívána pro zabezpečení hlavního předmětu podnikání, kdežto aktiva neoperativní jsou naopak taková, která neslouží k hlavní činnosti podniku. (Maříka et al., 2011a, s. 118) Při konverzi účetních dat nesmí být opomenuta skutečnost, že majetek, který je operativního charakteru, nemusí být v rozvaze vždy obsažen, a to vzhledem k problematice finančního či operativního leasingu. Při všech majetkových úpravách by se pak měl znalec (oceňovatel) zamyslet nad tím, zda majetková úprava nevyvolá změnu také ve výsledku hospodaření.

## 2.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou dle Maříka et al. (2011a, s. 125) chápány jako „soubor několika základních podnikových veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.“ Dle autora jsou odvozovány nejčastěji při použití metod diskontovaných peněžních toků a zabývají se především tržbami, provozní ziskovou marží, pracovním kapitálem, investicemi do dlouhodobého majetku či rentabilitou provozně nutného investovaného kapitálu.

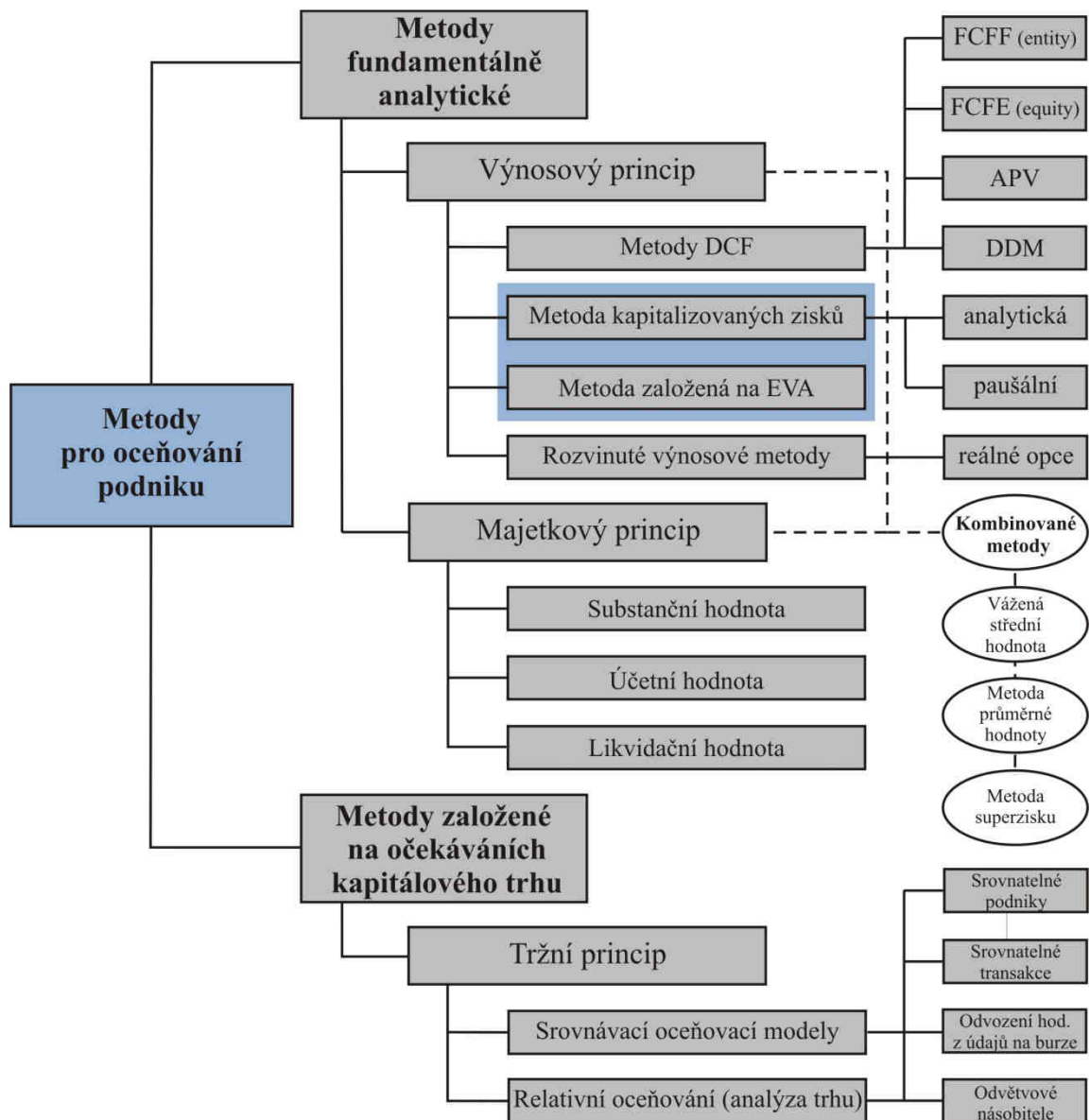
## 2.7 Sestavení finančního plánu

Pokud se znalec (odhadce) při oceňování rozhodne využít některou z výnosových metod, bude nucen nejprve pro oceňovaný podnik sestavit kompletní finanční plán (plán rozvahy, výsledovky a výkazu peněžních toků), který je dle Mariniče (2007, s. 163) definován jako výsledek dynamického procesu, který vymezuje základní úkoly finančního managementu, a který vychází z celkové koncepce rozvoje podniku. Mařík et al. (2011a, s. 149) dále doplňuje a říká, že finanční plán je v rámci běžného řízení podniku součástí plánu podnikového, který vychází z dlouhodobé koncepce podniku (tj. z vize, mise a dlouhodobé strategie). Kostru sestavovaného finančního plánu budou tvořit položky, které byly vymezeny na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Ty pak budou doplněny o položky jednotlivých dílčích plánů či další položky, které mají charakter formálních dpočtů.

## 2.8 Výběr vhodných metod ocenění

Po dokončení výše uvedené fáze procesu oceňování musí být již znalcem (oceňovatelem) pouze určeny použitelné metody ocenění (které by reflektovaly na stanové cíle projektu ocenění – tj. na důvod ocenění a na zvolenou kategorii hodnoty). Dle Kislingerové (2001, s. 27) je užitečné aplikovat několik metod ocenění a to z důvodu zvýšení kredibility (důvěryhodnosti) a správnosti výsledného ocenění. V případě, že se řídíme tímto postupem, musíme na závěr ocenění provést syntézu výsledků a formulovat závěr o hodnotě podniku.

### 3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU



Obr. 5. Metody ocenění podniku

In: Wöhe a Kislingerová (2007, s. 539), Mařík et al. (2011a), Dluhošová (2006), vlastní zpracování

V důsledku globalizace a také rozvoje kapitálových trhů (zejména trhů cenných papírů) docházelo v posledních desetiletích k zintenzivňování kapitálového investování, které vedlo ke spojování (integraci) a prodejům podniků. V důsledku této skutečnosti vyvstala nová otázka a to jak ocenit podnik. Jak už nyní víme, hlavním cílem ocenění podniku je stanovit jeho hodnotu (a to většinou hodnotu tržní). Ta by se však měla opírat především o tržní data a současně by neměla být založena na výsledku pouze jedné metody, nýbrž na syntéze výsledků různých metod (např. majetkové a výnosové ocenění). Samozřejmě existují i další jiné koncepty ocenění.

Například Damodaran (2011b, s. 596–597) k již zmíněnému konceptu výnosovému přiřazuje ještě koncept relativní a koncept založený na ocenění prostřednictvím opcí. Pokud však tento názor srovnáme s ostatními autory, zjistíme, že tento pohled na danou problematiku je poměrně plytký (naprosto totiž třeba opomíjí ocenění majetkové). Proto jsme si ve výše uvedeném obrázku (Obr. 5.) provedli podrobnou syntézu metod oceňování dle různých autorů.

### 3.1 Výnosové metody ocenění

Výnosové metody ocenění využívají dle Maříka et al. (2011a, s. 163), Dluhošové (2006, s. 148), Nývltové a Mariniče (2010, s. 183) či Wöheho a Kislingerové (2007, s. 541) poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele (neboli investora). U hospodářských statků obecně, ke kterým samozřejmě řadíme i podnik, můžeme za očekávaný užitek označit výnosy, které mohou mít různou podobu (a to vzhledem k jejich odlišnému pochopení). Může se jednat o zisky, dividendy, ekonomickou přidanou hodnotu (EVA) či volné peněžní toky (FCF). Z výše uvedeného rozličného pojetí výnosů pak vznikly současně také různé metody ocenění, mezi které řadíme metodu ekonomické přidané hodnoty, metodu diskontovaného peněžního toku (DCF), metodu kapitalizovaných zisků či metody kombinované (které jsou kombinací výnosového a majetkového ocenění).

Mařík et al. (2011a, s. 163–164) následně dodává, že existují obecná kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů, která platí u všech výnosových metod. Jedná se především o správné vymezení výnosů vzhledem ke:

- a) kategorii hledané hodnoty (tržní, investiční, objektivizovaná);
- b) kalkulaci cen (budoucí výnosy můžeme kalkulovat v cenách k datu ocenění, tj. ve stálých cenách, což znamená, že diskontní míra bude očištěna o inflaci či výnosy vyjádříme v jejich budoucí nominální výši, tudíž v běžných cenách a diskontní míra pak bude vyčíslena v nominální podobě);
- c) kalkulaci daní (kdy můžeme předpokládat nezahrnutí daní či můžeme kalkulovat daně na úrovni očekávaných příjmů společnosti či na úrovni jak společnosti, tak subjektu, pro které je ocenění určeno).

Tyto výše uvedené principy, jak už jsme se zmínili, platí pro všechny výnosové metody obecně, avšak v praxi existuje jedna výjimka, kdy u metody kapitalizovaných zisků převládá spíše použití kalkulace ve stálých cenách.

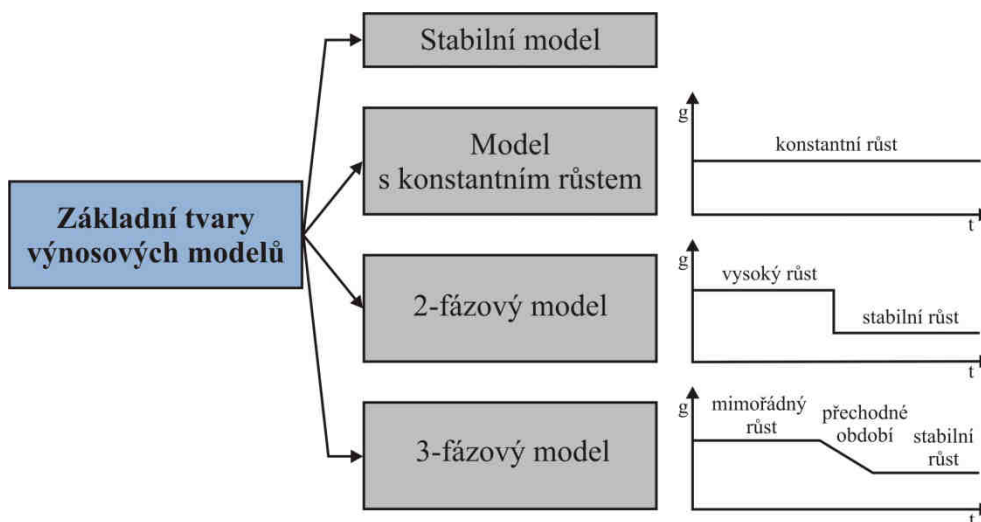
Dle Petříka (2008, s. 3009) existuje pro použitelnost výnosových metod (především DCF a EVA) jedna zásadní podmínka a to identifikace odůvodněného a reálného předpokladu

neomezeného, efektivně hodnototvorného trvání podniku, označovaném pod pojmem „going concern“. To dle Maříka et al. (2011a, s. 52) popřípadě Maříka a Maříkové (2005, s. 16) znamená, že výnosové ocenění je použitelné pouze u hodnotově perspektivních podniků (tj. u podniků, které splňují relaci  $ROE > N_{VK}$  či  $NOPAT/NOA > WACC$ ) nebo u podniků, u nichž bude tato podmínka naplněna v krátké budoucnosti (tzn., že podnik se v rámci první fáze ocenění dostane do rovnováhy či do stavu blízkého možné rovnováze).

Jelikož většina autorů obecnou terminologií a také obecně platné předpoklady popisuje na základě metod DCF, budeme se snažit tyto východiska pro zpracování práce zobecnit, případně uvádět v takové podobě, aby byly platné i pro námi použitou metodu ocenění (EVA).

### Základní tvary výnosových modelů ocenění

Nyní se dostáváme ke konstrukci vzorců, které budeme využívat při výpočtu hodnoty podniku. Jak už jsme několikrát zmínili, podmínkou pro aplikaci výnosových metod je předpoklad trvalé existence podniku, z čehož však plyne dle Vochozky, Mulače et al. (2012, s. 144) jeden základní problém ocenění a to jak pro nekonečné období naplánovat kategorie výnosů za jednotlivá léta. Pro tak dlouhé období je však splnění takovéto úlohy zcela nemožné. Alternativní řešení poskytla až matematická teorie, která daný problém vyřešila pomocí aplikace nekonečných řad. Úkolem znalce (oceňovatele) je tedy provést odhad budoucích výnosů v takové podobě, aby byly splněny náležitosti nekonečné řady, což znamená, že od určitého časového okamžiku je zapotřebí výnosy plánovat v konstantní výši. Taková řada při kladných úrokových sazbách prostřednictvím diskontování konverguje k nule, díky čemuž lze využít tzv. perpetuitu. Růstový potenciál podniku je pak do výpočtů zahrnut prostřednictvím úpravy diskontní sazby.



Obr. 6. Základní tvary výnosových modelů

In: Kislingerová (2001, s. 167–168), Vochozka, Mulač et al. (2012, s. 144), vlastní zpracování

Možné tvary výnosových modelů nám znázorňuje výše uvedený obrázek (Obr. 6.). Nyní si provedeme jejich teoretické vymezení včetně obecných vzorců.

Stabilní model je dle Vochozky, Mulače et al. (2012, s. 144) vymezen jako nejjednodušší přístup, který je založen na předpokladu, že hodnota podniku ( $H$ ) je tvořena konstantní výší výnosu v prvním roce ( $v_{\text{ýnos}_1}$ ) po celou dobu existence podniku (který je diskontována sazbou  $i$ ).

$$H = \frac{v_{\text{ýnos}_1}}{i} \quad (2)$$

Model s konstantním růstem je podobný předešlému, avšak navíc je v něm zakomponován předpoklad trvalého růstu. Ten je ve vzorci vyjádřen parametrem „ $g$ “, který se do výsledné hodnoty promítá kompenzací diskontní míry (má tedy kladný dopad na jednotlivé výnosy).

$$H = \frac{v_{\text{ýnos}_1}}{i-g} \quad (3)$$

Dvoufázový model je dle Maříka et al. (2011a, s. 178) i Vochozky, Mulače et al. (2012, s. 145) v praxi nejvíce obvyklý. Vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které znalec (oceňovatel) vytvořil prognózu kategorie výnosu pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak zaštiťuje období od konce první fáze do nekonečna (tato fáze se nazývá pokračující hodnota – PH, která někdy bývá označována jako reziduální, konečná či perpetuitní hodnota). Hodnota podniku je pak dána součtem obou fází (nesmíme však opomenout pokračující hodnotu převést k datu ocenění). Vzorec pro stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody vypadá dle Maříka et al. (2011a, s. 178) následovně:

$$H = \sum_{t=1}^T \frac{v_{\text{ýnos}_t}}{(1+i)^t} + \frac{PH}{(1+i)^T} \quad (4)$$

kde:  $T$  = délka první fáze v letech,  
 $PH$  = pokračující hodnota (Gordonův či Parametrický vzorec),  
 $i$  = diskontní sazba.

Třífázový model je dle Maříka et al. (2011a, s. 200) charakteristický detailnějším členěním budoucnosti. Tento model se použít tehdy, je-li účelné budoucí vývoj podniku rozdělit na tři části – fázi rychlého růstu (kde se sestavuje kompletní finanční plán), fázi přechodnou (kde se růst zpomaluje a výnos odhadujeme pomocí ročního tempa růstu) a fázi stability (kde pokračující hodnotu počítáme jako perpetuitu). Tento model lze obecně zapsat následovně:

$$H = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{v_{\text{ýnos}_t}}{(1+i)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{v_{\text{ýnos}_t}}{(1+i)^t} + \frac{PH}{(1+i)^{T_2}} \times \frac{1}{(i-g)} \quad (5)$$

- kde:  $T_1$  = délka první fáze (rychlého růstu) v letech,  
 $T_2$  = součet let první fáze (rychlého růstu) a druhé fáze (fáze přechodu) v letech,  
PH = pokračující hodnota vycházející z dat druhé fáze,  
 $i$  = diskontní sazba.

### **Délka fáze prognózy a techniky propočtu pokračující hodnoty**

Dle Maříka et al. (2011a, s. 179) je důležité rozhodnout, jak dlouhé bude období, po které budeme prognózovat vybranou kategorii výnosů (tj. období první fáze) a od jaké doby budeme počítat s pokračující hodnotou (PH). Tato otázka dle autora není zanedbatelnou záležitostí, jelikož toto rozhodnutí významně ovlivní výsledné ocenění podniku. Odpověď na tuto otázku však není jednoznačná. Současná praxe v evropských zemích délku první fáze omezuje na období 3–6 let (a to vzhledem k opatrnosti – delší plánovací období přináší vyšší riziko). Naproti tomu anglosaští autoři naproti tomu doporučují se neobávat plánování na delší časové horizonty (8–15 let). V praxi však bude záviset na konkrétních podmínkách, které si nyní přiblížíme. Délku první fáze můžeme určit dle:

1. Tvorby hodnoty (první fáze má být tak dlouhá, jak dlouho lze očekávat tvorbu nové hodnoty – například EVA).
2. Fáze životního cyklu (v rané fázi podniku by měl být časový horizont fáze prognózy delší; současně platí také opačná interpretace).
3. Fáze cyklu konjunktury (délka první fáze by měla být vázána na celý konjunkturální cyklus a současně by se měla odvíjet od míry stability odvětví, jehož je podnik součástí).
4. Rovnováhy (fáze prognózy by měla být tak dlouhá, aby podnik po jejím uplynutí dosáhl rovnováhy, tj. konstantní rentabilitu již investovaného kapitálu, konstantní rentabilitu nových investic či růstu tržeb stabilním růstem).
5. Délky podnikových plánů. (Mařík et al., 2011a, s. 179–182)

Mařík et al. (2011a, s. 182) při pochybách doporučuje zvolit delší časový horizont první fáze, a to alespoň v rozmezí 5–7 let. Po určení délky první fáze je pak dle autora důležité zvolit vhodnou techniku zjištění pokračující hodnoty. V odborné literatuře nalézáme dva základní modely a to Gordonův vzorec a vzorec parametrický, a současně také metody založené na jiných než výnosových modelech (jako například likvidační hodnota, substanční hodnota, tržní hodnota druhé fáze stanovená pomocí násobitele (multiplikátoru) P/E, tržní hodnota stanovená pomocí násobitele tržní cena/účetní hodnota VK či metoda účetní hodnoty).

## a) Gordonův vzorec

Tento vzorec předpokládá pro druhou fázi ocenění (tj. časový horizont od konce první fáze do nekonečna) stabilní a trvalý růst výnosů. Pokračující hodnota je pak na základě výše uvedených předpokladů dána současnou hodnotou nekonečně rostoucí časové řady výnosů ve druhé fázi ocenění. Hodnota Gordonova vzorce se vypočítá dle Maříka et al. (2011, s. 183) následovně:

$$PH_G = \frac{výnos_{T+1}}{i-g} \quad (6)$$

kde:  $PH_G$  = pokračující hodnota vypočítána dle Gordonova vzorce (podmínka:  $i > g$ ),  
 $T+1$  = první rok po uplynutí období prognózy,  
 $i$  = diskontní sazba.

## b) Parametrický vzorec

Další doporučovanou možností výpočtu pokračující hodnoty je parametrický vzorec, který pracuje s dvěma základními faktory hodnoty – tempem růstu NOPAT (korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění) a očekávané rentability nových (čistých) investic. Na základě takto vymezených veličin vymezuje Mařík et al. (2011a, s. 187) parametrický vzorec následovně:

$$PH_{PV} = \frac{NOPAT (KPVH)_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r}\right)}{i-g} \quad (7)$$

kde:  $PH_{PV}$  = pokračující hodnota vypočítána dle parametrického vzorce,  
 $T+1$  = první rok po uplynutí období prognózy,  
 NOPAT = čistý operativní zisk po zdanění (KPVH),  
 $g/r$  = míra investic ( $m = \Delta NOA$  ( $\Delta$  Investic netto)/NOPAT (KPVH)),  
 $i$  = diskontní sazba.

**Iterační postup**

Iterační postup reaguje na tzv. cirkulační problém, který je způsoben tím, že struktura kapitálu je v rámci výpočtu nákladů kapitálu vyvozována z dat účetních a ne z dat tržních. Uvedený problém pak Mařík et al. (2011b, s. 131) vysvětluje na výpočtu diskontní míry, u které zmiňuje, že pro její výpočet potřebujeme znát tržní hodnotu vlastního a cizího kapitálu. U cizího kapitálu zásadní problém není, jelikož si vystačíme s předpokladem, že účetní hodnoty se rovnají hodnotám tržním. Do kruhu se pak ale dostáváme u vlastního kapitálu, jehož ocenění získáme až jako výsledek aplikace výnosových metod. K řešení cirkulačního problému slouží právě iterační postup, který můžeme definovat jako postup sladující strukturu kapitálu v diskontní míře s výsledným oceněním. Nyní si popíšeme



základní princip iteračního postupu. Nejprve si uděláme výchozí odhad struktury kapitálu (u iteračního postupu není výsledek ovlivněn tím, jaká struktura byla jako výchozí). Na základě této výchozí struktury vypočítáme diskontní míru a z ní plynoucí hodnotu podniku, a to jak hodnotu brutto (tj. hodnotu vlastního a úročeného cizího kapitálu), tak i hodnotu netto (tj. hodnotu VK). Z těchto výsledných ocenění podniku propočteme podíl vlastního a cizího kapitálu. Získáme strukturu, která se ve většině případů bude lišit od našeho výchozího předpokladu. Následně použijeme tuto nově vypočtenou strukturu kapitálu k výpočtu nové diskontní míry a zní plynoucí ocenění podniku. Celý postup opakujeme tak dlouho, dokud rozdíl mezi strukturou zadanou do výpočtu a strukturou výslednou nezmizí nebo se alespoň nesníží na přijatelnou hodnotu. (Mařík et al., 2011b, s. 125–131)

### **Vymezení NOA (investovaného kapitálu) a NOPAT (korigovaného VH)**

Pro vymezení NOA (investovaného kapitálu) uijeme majetkový přístup, který spočívá v úpravě majetkové struktury na čistá operativní aktiva. Tato konverze je dle Knápkové a Pavelkové (2005, s. 51–56) tvořena třemi kroky:

- a) Aktivací položek (operativních aktiv), které v rozvaze chybí:
  - Aktivace nákladů na reklamu, logistiku, vzdělání pracovníků, restrukturalizaci podniku, výzkum a vývoj.
  - Aktivace majetku pořízeného na leasing nebo majetek, který je v nájmu.
  - Goodwill v brutto hodnotě.
  - Oceňovací rozdíly u dlouhodobého a oběžného majetku.
  - Úprava výše aktiv vzhledem k odpisové politice a vytváření rezerv.
- b) Vyčleněním aktiv, které neslouží k provozní činnosti – jedná se o dlouhodobý finanční majetek (DFM), krátkodobý finanční majetek (KFM), nedokončené investice, nevyužité pozemky, budovy a pohledávky nesouvisející z provozní činností.
- c) Snížením aktiv o neúročený cizí kapitál (tj. o pasiva, které nenesou náklad)
  - krátkodobé závazky, časové rozlišení pasivní a nezpлатněné dlouhodobé závazky.

Operativní zisk (NOPAT) je dle Knápkové a Pavelkové (2005, s. 57) tvořen zapojením čistých operativních aktiv do činnosti podniku. Je proto velice důležité, aby byla dodržena zásada symetrie mezi NOA a NOPAT. Pro určení výše NOPAT využijeme v rámci diplomové práce výsledek hospodaření (VH) z běžné činnosti před zdaněním (provozní a finanční činnost). Tato kategorie zisku musí být upravena tak, že z ní vyloučíme:

- a) Placené úroky z finančních produktů pomocí jejich zpětného přičtení k VH.
- b) Mimořádné položky (odstupné většímu počtu zaměstnanců, zisk z prodeje majetku, rozpuštění nevyužitých rezervy nebo mimořádné odpisy majetku).
- c) Výnosy z nepotřebných aktiv.
- d) Náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělání, reklamu (je nutné započítat také odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů).
- e) Výnosy a náklady spojené s DFM (pokud DFM není uznán za operativní aktivum).

Při výpočtu NOPAT je dále zapotřebí zvážit tvorbu a čerpání tichých rezerv a opravit výši daně, způsobenou úpravou VH. (Knápková a Pavelková, 2005, s. 57)

### 3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

V současné podnikové praxi patří mezi nejrozšířenější výnosové metody metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Dle Maříka et al. (2011a, s. 164) je tato metoda nejvíce rozšířena v USA a Velké Británii, odkud se postupně prosazuje i do ostatních zemí a to především do zemí kontinentální Evropy (včetně ČR). Zmíněný autor (2011a, s. 164) pak rozlišuje tři základní metody DCF a to metodu „entity“ (entity je výraz, který chápe podnik jako celek), metodu „equity“ (equity = vlastní kapitál) a metodu APV (angl. Adjusted Present Value, což v překladu znamená upravená současná hodnota). Dluhošová (2006, s. 149–150) a Kislingerová (2001, s. 160) pak tento výčet metod doplňují ještě o metodu DDM (angl. Dividend Discount Model, tedy o diskontní dividendový model). Smyslem všech výše uvedených metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku (ČOM)“. V dalších částech této kapitoly si však představíme pouze dvě zmíněné metody (DCF entity a equity), a to z toho důvodu, že jsou tyto metody nejčastěji používány v oceňovatelské praxi. Současně se však teoretické předpoklady těchto metod překrývají s námi použitou metodou ocenění v projektové části diplomové práce (tj. metodu ekonomické přidané hodnoty).

#### Vymezení peněžních toků

Modely DCF obecně pracují s rozdílně vymezenými peněžními toky, které z hlediska specifikace kategorizujeme dle toho, pro koho jsou peněžní toky určeny. Na základě uvedeného upřesnění pak rozlišujeme:

- a) Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (angl. Free Cash Flow to the Firm – FCFF).
- b) Volný peněžní tok pro vlastníky (angl. Free Cash Flow to the Equity – FCFE).

Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF) jsou konstruovány z pohledu všech investorů poskytujících podniku explicitně zpoplatněný kapitál. Proto i FCFF představují toky, které plynou jak vlastníkům, tak i úročeným věřitelům. Současně se pro tyto peněžní toky zažil pojem volné peněžní toky do firmy. Dle Maříka et al. (2011b, s. 3) se FCFF vymezují následovně (tento postup však platí pouze za podmínky využití modifikované formy výpočtu pracovního kapitálu/ČPK, který je vymezen jako  $KFM + zásoby + pohledávky - \text{neúročené závazky} / \text{neúročený CK} + \check{C}R_A - \check{C}R_P$ ).

Tab. 1. Vymezení FCFF

<b>Korigovaný provozní VH po dani (KPVH) = Net Operating Profit after Taxes (NOPAT)</b>	
+	<i>Odpisy</i>
+	<i>Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (změna rezerv či OP)</i>
-	<i>Investice do provozně nutného pracovního kapitálu</i>
-	<i>Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku</i>
=	<b>Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele; do firmy (FCFF)</b>

In: Mařík et al. (2011b, s. 3), vlastní zpracování

Mařík et al. (2011b, s. 21) pak následně také vymezuje peněžní toky na úrovni FCFE. Ty autor popisuje jako peněžní prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům, tj. akcionářům společnosti. Výpočet těchto toků je již jednoduchý, jelikož vychází z uvedených peněžních toků do firmy. Stačí již zmíněný peněžní tok (na úrovni FCFF) doplnit o všechny toky (typu out-put) týkající se úročených věřitelů. Výsledná podoba výpočtu FCFE je pak znázorněna v níže uvedené tabulce (Tab. 2.).

Tab. 2. Vymezení FCFE

<b>Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele; do firmy (FCFF)</b>	
-	<i>Nákladové úroky x daňový štít (1 - daňová sazba)</i>
-	<i>Splátky úročeného cizího kapitálu</i>
+	<i>Přijetí nového úročeného cizího kapitálu</i>
=	<b>Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE) = teoretické dividendy (tj. výplata podílů na zisku)</b>

In: Mařík et al. (2011b, s. 22), vlastní zpracování

### Metoda DCF entity

Metoda DCF entity (DCF WACC) je v praxi nejvíce využívanou metodou. Jedná se o 2krokovou metodu, kdy v prvním kroku pomocí diskontování FCFF (pomocí WACC) zjistíme hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu. V druhém kroku je pak dopočítána hodnota vlastního kapitálu a to tak, že od hodnoty brutto je odečten cizí úročený kapitál k datu ocenění. Hodnota vlastního kapitálu by na závěr měla být upravena o tržní hodnotu provozně

nepotřebného majetku (formou přičtení), pokud takový majetek existuje. Hlavními výhodami této metody je její známost, dále pak vhodnost v případě, že chceme ocenit pouze investovaný kapitál. Nezastupitelnou roli má pak tato metoda při ocenění pouze části podniku. Za hlavní nevýhodu pak autor spatřuje v nutnosti vyladění struktury kapitálu tak, aby odpovídala výslednému ocenění (tj. využití iteračního postupu). (Maříka et al., 2011b, s. 3)

Tab. 3. Přehled údajů o metodě DCF – entity

Vymezení peněžního toku	Použitelná diskontní míra	Výsledná hodnota dle použité metody	Potřebné úpravy na zjištění netto hodnoty
FCFF	WACC	BRUTTO ( $H_b$ )	$H_b - CK_0 = H_n$

In: Mařík et al. (2011b, s. 22), vlastní zpracování

### Metoda DCF equity

Tato metoda je na rozdíl od ostatních založena na tom, že po celou dobu výpočtu pracuje přímo s vlastním kapitálem. Dle Maříka et al. (2011b, s. 22) je tato metoda považována za jedнокrokovou, což znamená, že diskontováním FCFE (pomocí  $N_{VK}$ ) získáme přímo ocenění VK. Výslednou hodnotu podniku pak zjistíme přičtením hodnoty provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění. Mezi hlavní výhody této metody patří skutečnost, že pracuje s toky a hodnotou pro shareholders (tj. akcionáře) a současně jako jediná je využitelná při výnosovém ocenění bank a dalších finančních institucí. Nevýhody této metody jsou pak spatřovány v tom, že musíme znát konkrétní finanční politiku oceňovaného podniku a opět se setkáváme s nutností vyladění struktury kapitálu.

Tab. 4. Přehled údajů o metodě DCF – equity

Vymezení peněžního toku	Použitelná diskontní míra	Výsledná hodnota dle použité metody	Potřebné úpravy na zjištění netto hodnoty
FCFE	$N_{VK}$	NETTO ( $H_n$ )	X

In: Mařík et al. (2011b, s. 22), vlastní zpracování

### 3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Jedná se o metodu ocenění, která dle Kislingerové (2001, s. 38) pracuje na základě ekonomického zisku, který je tvořen rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady, tj. náklady, které v sobě zahrnují mimo účetních nákladů také náklady oportunitní (tj. peněžní částky, které byly ztraceny tím, že zdroje nebyly vynaloženy na nejlepší alternativní příležitost). V praxi se za tyto oportunitní náklady považují úroky z vlastního kapitálu podnikatele včetně zahrnutí odměny za riziko. Z toho vyplývá, že hodnota podniku vzniká jen tehdy, když

ekonomický zisk převyšší zisk normální odvozený z průměrných nákladů kapitálu vynaložených jak věřiteli (které vešly do nákladů ve formě úroků) tak také vlastníky (v podobě nákladů oportunitních). Z této výše uvedené teoretické roviny vznikl výkonnostní ukazatel EVA, který se současně stal nástrojem pro ocenění podniku. Dle Maříka et al. (2011b, s. 95) a Petříka (2008, s. 367–368) je ocenění podniku pomocí EVA dáno principiálně součtem tržní přidané hodnoty (MVA, angl. Market Value Added) a hodnoty čistých operativních aktiv (NOA) k datu ocenění. Veličina MVA je v návaznosti na výše uvedený text tvořena současnou hodnotou budoucích ročních EVA diskontovaných k datu ocenění. Mařík et al. (2011b, s. 95), obdobně jako u metody DCF, rozlišuje tři možné varianty ocenění, a to entity, equity a APV. Současně však dodává, že v rámci oceňovatelské praxe je nejvíce rozšířenou variantou EVA entity (okrajově již pak EVA equity). Nyní se v rámci dalšího teoretického výkladu budeme zabývat zmíněnými metodami, u které si vymežíme základní oceňovací postup.

Tab. 5. Přehled údajů o metodě EVA – entity

Předmět diskontování	Použitelná diskontní míra	Výsledná hodnota dle použité metody	Potřební úpravy na zjištění netto hodnoty
EVA	WACC	BRUTTO ( $H_b$ )	$H_b - CK_0 = H_n$

In: Mařík et al. (2011b, s. 96), vlastní zpracování

Postup ocenění podniku pomocí EVA se skládá ze dvou fází, které jsou následující:

- a) Výpočet plánované výše EVA

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC \quad (8)$$

kde:  $EVA_t$  = ekonomická přidaná hodnota v roce t počítaná variantou entity

$NOPAT_t$  = čistý operativní zisk po dani v roce t,

$NOA_{t-1}$  = čistá operativní aktiva v roce t-1,

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu v roce t.

- b) Výpočet hodnoty podniku brutto

$$H_b = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \left( \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T-1}-g} \right) \times \frac{1}{(1+WACC)^T}}_{MVA \text{ vypočítaná dvoufázovou metodou}} \quad (9)$$

kde:  $H_b$  = hodnota brutto, tj. přeceněná hodnota investovaného kapitálu (NOA),

$NOA_0$  = čistá operační aktiva k datu ocenění,

$EVA_t$  = EVA v roce t vypočítaná dle vzorce (8),

WACC = průměrné vážené náklady,

T = počet let první fáze

g = stabilní tempo růstu ve druhé fázi.

V návaznosti na výše uvedený vztah je nutné, obdobně jako u metody DCF entity, dopočítat hodnotu vlastního kapitálu, a to tak, že od hodnoty podniku brutto odečteme úročený cizí kapitál k datu ocenění (v případě, že jsme NOA v rámci konverze účetních dat upravovali o hodnotu leasingového splátek, musíme provést korekci ještě o tuto hodnotu). Následně dopočítáme výslednou hodnotu podniku, a to tak, že k hodnotě netto přičteme samostatně oceněná neprovozní aktiva existující k datu ocenění. (Mařík et al., 2011b, s. 96)

Metoda EVA equity je založena na základě stejné metodiky jako předchozí metoda, avšak namísto komponent vymezené pro vlastníky a věřitele (NOPAT, NOA a WACC), pracuje zmíněná metoda pouze s komponentami pro vlastníky (EAT, VK a  $N_{VK}$ ). Tyto veličiny získáme pomocí níže uvedených úprav:

- a) NOA transformujeme na hodnotu operativních aktiv krytých pouze vlastním kapitálem ( $NOA - CK = VK$ ).
- b) Z NOPAT vyjádříme pouze tu část zisku, která zůstane vlastníkům. Tu získáme tak, že z upraveného operačního zisku ještě před odpočtem daní (Net Operating Profit before Taxes, NOPBT) odečteme nákladové úroky a nově tuto kategorii zisku zdaníme  $(NOPBT - \text{úroky}) \times (1 - d) = EAT$ .
- c) Na závěr náklady kapitálu nepoužijeme na úrovni WACC, nýbrž na úrovni  $N_{VK}$ .

Výstupem této hodnoty je hodnota netto, která musí být na závěr upravena o neprovozní aktiva (jejich přičtením). (Mařík et al., 2011b, s. 96–98)

### 3.1.3 Metoda kapitalizovaných zisků (výnosů)

Jedná se výnosovou metodu ocenění, která dle Petříka (2008, s. 365) patří do skupiny metod založených na tzv. reziduálních ziscích (tj. zisku, který v podniku zůstane po odečtení ceny kapitálu, obdobně jako např. u metody založené na EVA). Kislingerová (2001, s. 153) pak o této metodě tvrdí, že se jedná o nejjednodušší model ocenění, pomocí kterého lze stanovit hodnotu podniku. Tato autorka, obdobně jako Mařík (2011a, s. 257), zdůrazňuje, že se jedná o oceňovací postup, který byl vypracován v Německu, kde je také hojně využíván. Základní myšlenkou této metody je, dle autorů, možnost zjištění hodnoty podniku od tzv. trvale udržitelné úrovně zisku (výnosu).

Mařík et al. (2011a, s. 257) dále metodu kapitalizovaných čistých výnosů (KČV/ČV) charakterizuje jako metodu „netto (tj. equity)“, tzn., že výnosová hodnota je vyčíslena pouze z výnosů pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledek ocenění je pak tedy tvořen hned hodnotou VK. Dle autora existují dvě varianty výpočtu kapitalizovaných čistých výnosů, a to analytická

metoda (někdy nazývaná také jako akademická) a metoda paušální. Jelikož německé standardy (IDW) neznají pojem „tržní hodnota“, připouští se pro tuto metodu zjištění pouze objektivizované a subjektivní kategorie hodnoty (jelikož je však objektivizovaná hodnota zjišťována na základě tržních dat, můžeme ji v tomto případě považovat za hodnotu tržní). Nyní se zaměříme na základní předpoklady (vzhledem k hledání objektivizované hodnoty), které jsou obecně platné pro obě varianty této metody. Jedná se níže uvedené předpoklady:

1. Rozhodující je stav podniku k datu ocenění (potenciál opatření není brán v úvahu).
2. Předpoklad plného rozdělení zisků.
3. Předpoklad typizovaných faktorů managementu (při změně vlastníka se zachová stávající management).
4. Typizované daně (předpoklad stejného daňového zatížení).
5. Stejně financování (předpoklad, že se nebude významně měnit způsob financování či podmínky získání cizího kapitálu).
6. Uplatnění nepravé synergie (synergie, které nejsou vázány na konkrétního partnera).

Mařík et al. (2011a, s. 270) tvrdí, že analytická metoda je obdobou metodou jako DCF (kdy očekávaný výnos z podniku kalkulujeme nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích VH). Proto se nyní zaměříme již pouze na teoretické vymezení paušální metody (jelikož alespoň jeden výsledek ocenění podniku by měl být založen na metodě jiného charakteru).

Postup výpočtu paušální metody je dle Maříka et al. (2011a, s. 271–273) následující:

1. Analýza a úprava minulých VH na ČV – analýza minulých účetních VH je prováděna obdobně jako u ostatních výnosových metod. Značný důraz je však kladen na úpravu účetních výkazů za minulost, jehož cílem je dobrat se skutečným výsledkům hospodaření (tj. ČV, které by bylo možné rozdělit, aniž bychom snižovali majetkovou podstatu podniku). Jedná se především o tyto úpravy:
  - vyčlenění nákladů (N) a výnosů (V) plynoucích z provozně nepotřebného majetku či z mimořádné činnosti;
  - zahrnutí N a V do období, ke kterému se věcně a časově vztahují;
  - úpravu odpisů s ohledem na skutečné opotřebení majetku;
  - rozložení N účtovaných v minulosti, jejichž výsledky lze očekávat až v budoucnosti, na celé období;
  - úpravu VH o vliv tvorby a rozpouštění rezerv či o vliv metodických změn;
  - zahrnutí mzdy činného společníka;
  - přepočtení časové řady minulých VH na cenovou úroveň roku ocenění;

- provedení úpravy daně s ohledem na změny VH;
  - provedení dalších specifických úprav (nahradit odpisy počítané z historických cen, odpisy z aktuálních cen reprodukčních; zahrnout budoucí změnu daňové sazby, přepočítat všechny upravené VH za minulost na cenovou hladinu k datu ocenění, neboť tato metoda je založena na předpokladu stálých cen.)
2. Výpočet trvalého čistého výnosu (TČV) k rozdělení – z časové řady upravených minulých VH vypočítáme TČV a to dle níže uvedeného vztahu:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \times \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (10)$$

kde:  $\check{C}V_t$  = minulé upravené VH (ČV),  
 $q_t$  = váhy, určující význam ČV určitého roku pro odhad budoucího TČV,  
 $K$  = počet minulých let (zásadou je vyloučit extrémní odchylky).

3. Zpracování výhledu podniku do budoucna – musíme posoudit, zda podnik bude trvale schopen alespoň stejný TČV k rozdělení jako v minulém období.
4. Kalkulace úrokové míry – s ohledem na to, že metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metoda „netto“, bude diskontní míra stanovena na úrovni  $N_{VK}$  – CAPM). U paušální metody je však zapotřebí tuto úrokovou míru očistit o inflaci, neboť metoda počítá se stálými cenami, zatímco běžně zveřejňované výnosy státních dluhopisů jsou uváděny v nominální výši (kalkulovaná úroková míra = aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů – inflace + přírůžka za riziko).
5. Výpočet výnosové hodnoty podniku – máme-li k dispozici TČV, můžeme určit výnosovou hodnotu VK podniku ( $H_n$ ), pomocí níže uvedeného vzorce:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i} \quad (11)$$

kde:  $H_n$  = hodnota podniku netto,  
 $T\check{C}V$  = trvale odnímatelný čistý výnos,  
 $i$  = kalkulovaná úroková míra ( $N_{VK}$  či úroková míra zjištěná z dluhopisů).



## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 4 CHARAKTERISTIKA PODNIKU FAGUS A. S.

### 4.1.1 Základní informace o podniku

Obchodní jméno:	Fagus, a. s.
Sídlo společnosti:	Březová 161, 763 15
Základní kapitál:	50 mil. Kč
IČ:	44005474



Společnost Fagus a. s. je ryze česká firma, která se za své již třídvacetileté působení stala jedním z největších výrobců obytných a sanitárních modulů v rámci společného trhu Evropské unie (EU). Dostala se tak do povědomí širokého spektra tuzemských i zahraničních zákazníků, a to především díky svým kvalitním výrobkům, službám a bohatým zkušenostem v oblasti modulární kontejnerové výstavby. Také v rámci konkurenčních subjektů si společnost vydobyla stabilní pozici a dobré jméno, a to zejména díky své expanzi a udržení se na zahraničních trzích. Své výrobky totiž společnost z velké části (cca 90 % v roce 2013) exportuje, a to převážně do zemí EU, nejvíce do Německa, Holandska, Rakouska, Dánska a Belgie (tj. především do německy mluvící oblasti). V posledních letech však společnost získává stále větší tržní podíl i v zemích mimo EU jako například ve Švýcarsku či Norsku. Mimo opakované dodávky do výše uvedených zemí, společnost Fagus a. s. dále realizovala zakázky například do Ruské federace, Ázerbájdžánu, Pákistánu, Súdánu, Libye, Grónska, Brazílie či Austrálie. (*Výroční zpráva Fagus*, 2012, s. 4; Hamšík, 2012a, s. 40)

Kromě samotné modulární výstavby nabízí společnost Fagus a. s. také širokou paletu doplňkových služeb, která obsahuje například technickou a konzultační činnost, počítačové plánování, záruční a pozáruční servis, leasing, logistiku a další služby spojené s obytnými a sanitárními moduly (velká část těchto služeb spadá do znalostních aktivit či služeb dle agregací KIA/KIABI a KIS/LKIS). Je však důležité upozornit na fakt, že od roku 2008 společnosti Fagus a. s. již nezabezpečuje jednu ze svých ekonomických činností a to pronájem kontejnerových modulů. Namísto ní v současné době tento předmět činnosti realizuje sesterská společnost Fagus Invest a. s. (Hamšík, 2012a, s. 40)

Společnost Fagus a. s. využívá k realizaci svého předmětu činnosti v České republice (ČR) tři výrobně-technické provozy, a to provoz Tnava, Lípa a Halenkovice. Tyto závody plně zabezpečují pokrytí různorodých požadavků zákazníků společnosti a to prostřednictvím moderního technického zázemí. Provozní haly jsou vybaveny speciálním zařízením, které je nezbytné k plynulé výrobě modulárních kontejnerů a kontejnerových sestav (jako například

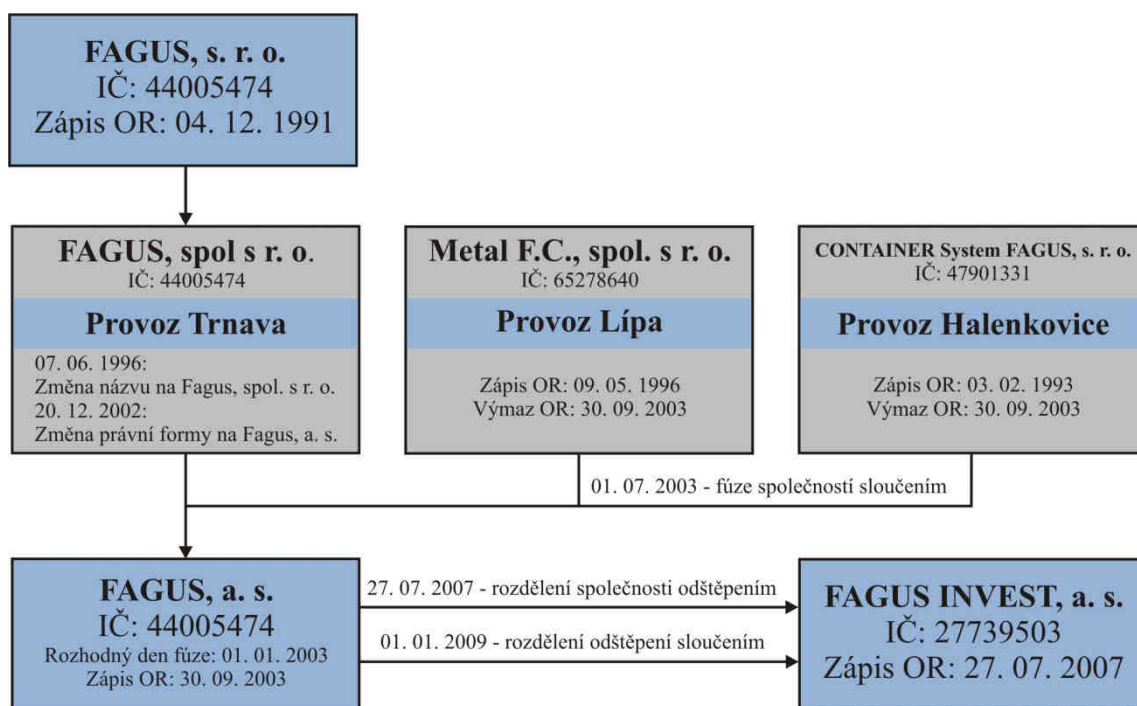
hydraulické zařízení, zařízení pro oddělování kovového materiálu, lakovací technologie či svařovací zařízení). Pomocí výše uvedeného podnikového zázemí (na které bude nahlíženo jako na funkční celek) a téměř dvou set zaměstnanců je společnost schopna vyrobit více jak patnáct kontejnerových modulů za den, což znamená, že společnosti dokáže za rok vyprodukovat více jak čtyři tisíce kontejnerových modulů (tj. cca 60 tis. m<sup>2</sup> komplexních budov, což můžeme přirovnat k zastavěné ploše téměř 10 fotbalových hřišť). Všechny klíčové technologie, materiály a procesy, které společnost využívá k naplňování svého hlavního předmětu podnikání, vyhovují platným českým a německým normám (ČSN a DIN). V oblasti certifikace je pak důležité zmínit fakt, že společnost Fagus a. s. je již od roku 2003 držitelem certifikátu ISO 9001, který představuje celosvětově uznávaný systém managementu kvality (orientuje se na zlepšení vztahů se zákazníky a zaměstnanci a současně také na zefektivnění podnikových procesů). (Výroční zpráva Fagus, 2008, s. 9; Hamšík, 2012a, s. 40)

Na některých zahraničních trzích pak společnost Fagus a. s. působí prostřednictvím svých společností s majetkovou účastí, v Německu skrze dceřinou společnost Fagus Deutschland GmbH, která vznikla v roce 1998 a jejíž sídlo se nachází v saském městě Drážďany. Primárním úkolem této dcery je dohlížet na realizaci modulárních staveb na německém trhu (tj. zabezpečovat servis německým klientům), druhotně se pak má věnovat prodeji kusových modulárních kontejnerů a marketingovému výzkumu evropského stavebního trhu. Na Slovensku je pak společnost zastoupena prostřednictvím společnosti Fagus SK, s. r. o. (vznikla v roce 1999 jako Fagus MS Cont, s. r. o.), která sídlí nedaleko Žiliny, a to v obci Bytča. Předmětem činnosti této společnosti je obdobně jako u společnosti Fagus a. s. výroba a prodej modulárních staveb. Současně se však zmíněná společnost navíc zaměřuje na logistiku montáží a servisu ke koncovému zákazníkovi. (Fagus.cz, © 2014; Hamšík, 2012a, s. 41)

#### 4.1.2 Historický vývoj podniku

Firma Fagus byla založena dne 23. 10. 1991 (vznikla 4. 12. 1991) v právním režimu společnosti s ručením omezeným. Svým vznikem tato společnost navázala na bohatou tradici modulární výstavby v JZD Agrokombinátu Slušovice či Pozemních stavbách Gottwaldov. V 90. letech společnost prodělala důležitou transformaci, která spočívala především v revizi obchodní strategie a současně také ve standardizaci výroby (firma se začala exportně orientovat na západní trhy, namísto bývalých zemí RVHP a provedla korekci výrobních postupů s ohledem na zahraniční technické normy). Výše uvedené aspekty se staly důležitým předpokladem pro úspěšné fungování společnosti a pro její další expanzi, která dne 20. 12. 2002 vyústila ve změnu

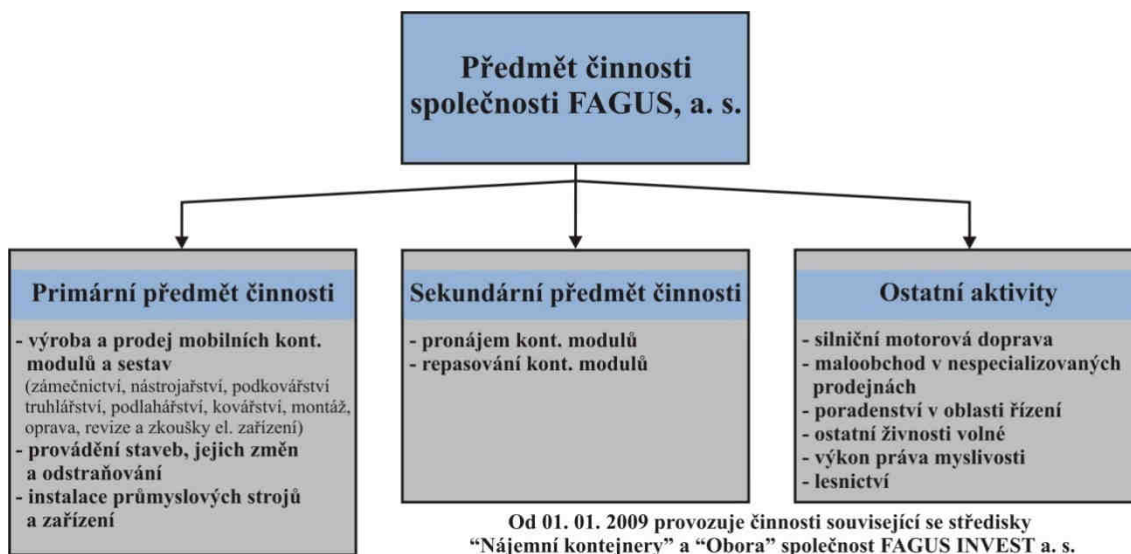
právní formy na akciovou společnost, čímž se firma přichystala na plánovanou fúzi s regionálními komplementárními podniky. Dne 1. ledna 2003 se společnost Fagus a. s. sloučila s dvěma společnostmi a to Metal F. C., spol. s r. o. a CONTAINER System FAGUS, s. r. o., což zadalo vzniku středně velké výrobní společnosti se základním kapitálem 50 mil. Kč a s roční bilanční sumou na úrovni 200 mil. Kč. Tímto však historický vývoj společnosti Fagus a. s. neskončil, jelikož dne 27. července 2007 na základě projektu znalce proběhlo rozdělení společnosti formou štěpení, kdy se od společnosti Fagus a. s. odštěpila část jejího jmění (provoz Halenkovice). Účelem tohoto štěpení bylo vytvořit novou nástupnickou společnost Fagus Invest a. s., která v návaznosti na restrukturalizaci vnitřních procesů společnosti Fagus a. s., převezme část jejich ekonomických aktivit, které nesouvisí s hlavním předmětem podnikání. Základním motivem realizace výše uvedeného projektu tedy bylo ekonomicky zefektivnit jednotlivé činnosti podnikání (které spolu v důsledku až tak moc nesouvisely). Na proces rozdělení sloučením pak dále navázal dne 1. 1. 2009 další projekt managementu (projekt rozdělení společnosti odštěpením sloučením), jehož realizací se od společnosti Fagus a. s. odštěpila další část obchodního jmění (tentokrát středisko „Obora“ a „Nájemní kontejnery“), které se následně sloučilo se sesterskou společností Fagus Invest a. s. Historický vývoj společnosti je schematicky znázorněn v níže uvedeném obrázku (Obr. 7.). (Hamšík, 2012a, s. 42)



Obr. 7. Historický vývoj společnosti

In: Hamšík (2012b, s. 42), vlastní zpracování

### 4.1.3 Předmět činnosti podniku



Obr. 8. Kategorizace předmětu činnosti společnosti

In: Hamšík (2012b, s. 44) a ARES (©2013), vlastní zpracování

#### Primární předmět činnosti

Hlavním předmětem podnikání společnosti Fagus a. s. je výroba a prodej mobilních kontejnerových modulů a jejich sestav. Obchodní rejstřík a sbírka listin (© 2012–2014) pak na klíčový předmět činnosti společnosti nahlíží jako na výrobu mobilních buněk a obytných kontejnerů, dočasných ubytovacích zařízení, montovaných domů či rekreačních domků, které jsou vyrobeny za pomoci konceptu tzv. prostorové modulace, což je stavební technika, která umožňuje rychlou výstavbu různých typů objektů pomocí prefabrikátů (předvyrobených modulů). Největší uplatnění tento typ výstavby nachází především v oblasti administrativních budov, výstavby školských zařízení, dále pak u projektů veřejné správy či v oblasti stavebnictví a průmyslu. (Hamšík, 2012a, s. 43)

#### Sekundární předmět činnosti

Vedlejším předmětem činnosti společnosti Fagus, a. s. byl do roku 2008 (tj. do doby realizace projektu rozdělení odštěpením sloučením) také krátkodobý a dlouhodobý pronájem kontejnerových modulů (tj. operativní leasing). Společnost v tomto období vlastnila ve svém nájemním parku okolo 850 kusů obytných, kancelářských, sanitárních a skladových kontejnerových modulů, přičemž jejich průměrná využitelnost v pronájmu čítala přibližně 75 %. Mimo samotný operativní leasing kontejnerových modulů společnost nabízela také pronájem mobiliáře, dopravu, složení a naložení modulů včetně jejich montáže či demontáže.

V rámci této vedlejší činnosti se společnost Fagus a. s. dále zabývala repasování starších použitých kontejnerových modulů nakoupených v zemích EU. (Hamšík, 2012b, s. 43)

#### **4.1.4 Technická specifikace modulárních staveb**

Společnost Fagus a. s. dokáže vyrobit své kontejnerové moduly v délkách od 2 438 mm do 12 000 mm, v šířkách od 2438 do 3900 mm a ve světlé výšce od 2 300 mm až do 3100 mm. Tyto rozměry tvoří limitní hranice, které se nedoporučuje přesahovat a to vzhledem ke konstrukčním, statickým či dopravním možnostem kontejnerového modulu. V rámci uvedených rozměrových intervalů pak lze plně vyhovět individuálním přáním a požadavkům zákazníka.

Každý kontejnerový modul se skládá z rámové konstrukce, která je tvořena ocelovou kostrou. Ta se skládá z podlahových, stěnových a střešních rámců, které jsou vyrobeny z různých typů ocelových profilů (například U, L či I-profilů). Z výše uvedených komponent je pak svařen rám kontejneru, který je následně povrchově upraven pomocí technologie pískového či práškového oprýskání a nastříkán vysoce kvalitní nekorozní barvou. Druhým způsobem povrchové úpravy je využití celopozinkových dílů, které zákazníkovi zaručují vysokou životnost použitého materiálu. Vnitřní i vnější opláštění modulu je pak tvořeno suchou stěnovou výstavbou, která se vyznačuje vynikajícími tepelnými i zvukovými izolačními vlastnostmi. Podlaha kontejneru se pak skládá z pozinkovaného profilovaného plechu, tepelné izolace, parozábrany a podlahových desek. Modulární kontejnery současně mohou být osazeny stavebními výrobky různého typu, jako jsou dveře, okna, světlíky či vybaveny elektrickými rozvody, zdravotnickou nebo sanitárními a či jinými zařizovacími předměty. Vnější plechové opláštění kontejneru je tvořeno trapézovými plechy, které mohou být různě barevně koncipovány. V závěrečné fázi jsou vyrobené kontejnery přepraveny z výrobního závodu přímo na staveniště, kde jsou pomocí autojeřábu složeny a následně smontovány na předem připraveném betonovém základu. (Hamšík, 2012a, s. 44)

#### **4.1.5 Klasifikace předmětu činnosti dle CZ-NACE rev. 2**

Jak už jsme se dozvěděli v předchozí kapitole, předmětná společnost vyvíjí v rámci svých podnikatelských aktivit různé činnosti. Jelikož však v této práci budeme provádět analýzu tvrdých statistických dat, musíme si nejprve určit hlavní předmět podnikání pomocí Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE rev. 2 a to z toho důvodu, že agregovaná data Českého statistického úřadu (ČSÚ) popřípadě Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (MPO) jsou uváděny právě dle této klasifikace. Přehled ekonomických činností společnosti Fagus a. s., kategorizovaný dle CZ-NACE nám poskytuje níže uvedená tabulka (Tab. 6.).

Tab. 6. Klasifikace předmětu činnosti dle CZ-NACE rev.2

Klasifikace ekonomických činností	CZ-NACE rev. 2	Oddíl ekonomiky
<b>Výroba kovových konstrukcí a jejich dílů</b>	<b>25110</b>	Zpracovatelský průmysl (oddíl C)
Výroba zámku a kování	25720	
Výroba ostatních kovodělných výrobků	259	
Výroba výrobků truhlářství a tesařství	16230	
Instalace průmyslových strojů a zařízení	33200	
Výstavba bytových a nebytových budov	4120	Stavebnictví (F)
Lov a odchyt divokých zvířat	01700	Zemědělství, lesnictví a rybářství (A)
Lesnictví a těžba dřeva	02	
Podpůrné činnosti pro lesnictví	02400	
Maloobchod v nespécializovaných prodejnách	471	Velko- a maloobchod (G)
Silniční nákladní doprava	49410	Doprava a skladování (H)
Poradenství v oblasti řízení	702	Poradenství (M)

In: ARES (©2013), vlastní zpracování

Dle Administrativního registru ekonomických subjektů (ARES, © 2013) se hlavní činnost společnosti Fagus a. s. dá zařadit do sekce C – Zpracovatelský průmysl, oddílu (odvětví) 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení, a skupiny (oboru) 25.1 – Výroba konstrukčních kovových výrobků. Výsledné zařazení je pak **CZ-NACE 2511 – Výroba kovových konstrukcí a jejich dílů**. Tato podtřída zahrnuje výrobu kovových konstrukcí pro využití v průmyslu a především výrobu prefabrikovaných budov z kovu, což je synonymní sousloví pro výrobu modulárních staveb. V rámci této práce budeme využívat zařazení společnosti na úrovni oddílu CZ-NACE 25. Jelikož však obor CZ-NACE 25.1 (který zahrnuje CZ-NACE 2511 a 2512) v ČR tvoří dle publikace Panorama zpracovatelského průmyslu 2012 (MPO, 2005, s. 154) pouze cca 20% podíl na CZ-NACE 25, budeme se snažit, z důvodu zvýšení kredibility analýz, získat data v co nejdetailnějším členění, popřípadě se budeme snažit tyto data kvalifikovaně odhadnout.

#### 4.1.6 Strategie podniku

Strategie společnosti Fagus a. s. je postavena na třech základních pilířích – a to na široké nabídce výrobového portfolia společnosti, dále pak na maximální dostupnosti svých produktů (cenové či teritoriální) a v neposlední řadě na technologickém rozvoji výroby a vývoji nových výrobků. V závislosti na výše zmíněných třech pilířích společnost vytyčila sekundární cíle společnosti, jimiž jsou - udržet či navýšit tržní podíl společnosti v segmentu modulární výstavby a to především na území ČR, Německa a ostatních zemí EU a dosahovat příznivých výsledků vývoje cash flow a ostatních finančních ukazatelů, zejména v oblasti rentability vlastního kapitálu (ROE). (Výroční zpráva Fagus, 2003, s. 8–9; Hamšík, 2012b, s. 41–42)

## 5 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA JAKOŽTO PODKLAD PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU FAGUS A. S.

V této části práce provedeme samotnou analýzu oceňovaného podniku a to jak z hlediska jeho možného potenciálního vývoje tak také z hlediska jeho finanční situace. Na základě zjištěných dat pak následně vymezíme výnosový potenciál, předpokládaný vývoj tržeb a možná rizika (finančního i nefinančního charakteru), která působí na podnik a tím tak ovlivňují jeho výslednou hodnotu. Analytický proces ocenění podniku se bude částečně opírat o data a závěry dvou již vypracovaných kvalifikačních prací autora, a to:

- Analýzy konkurenčního prostředí společnosti Fagus a. s. (Hamšík, 2012a);
- a Finanční analýzy s predikcí objemu výroby společnosti Fagus a. s. (Hamšík, 2012b).

### 5.1 Strategická analýza podniku

Jak už jsme se dozvěděli v teoretické části práce, strategická analýza je významným předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění podniku a proto je nutné ji zpracovat detailně, věcně a komplexně. Strategická analýza bude provedena dle postupu uvedeného v Maříkovi et al. (2011a, s. 58–94), kdy se budeme zabývat:

- a) Analýzou vnějšího potenciálu (tj. vymezením relevantního trhu, jeho analýzou a prognózou či stanovením jeho atraktivity);
- b) Analýzou konkurenční síly a vnitřního potenciálu (která obsahuje stanovení tržního podílu, identifikaci hlavních konkurenčních subjektů či prognózu tržních podílů).

Jelikož je důležitým faktorem strategické analýzy kvalita vstupních dat, opřeme její realizaci o tvrdá statistická data získaná z ČSÚ, MPO, Eurostatu či Spolkového statistického úřadu (Statistisches Bundesamt, Destatis).

#### 5.1.1 Vymezení relevantního trhu

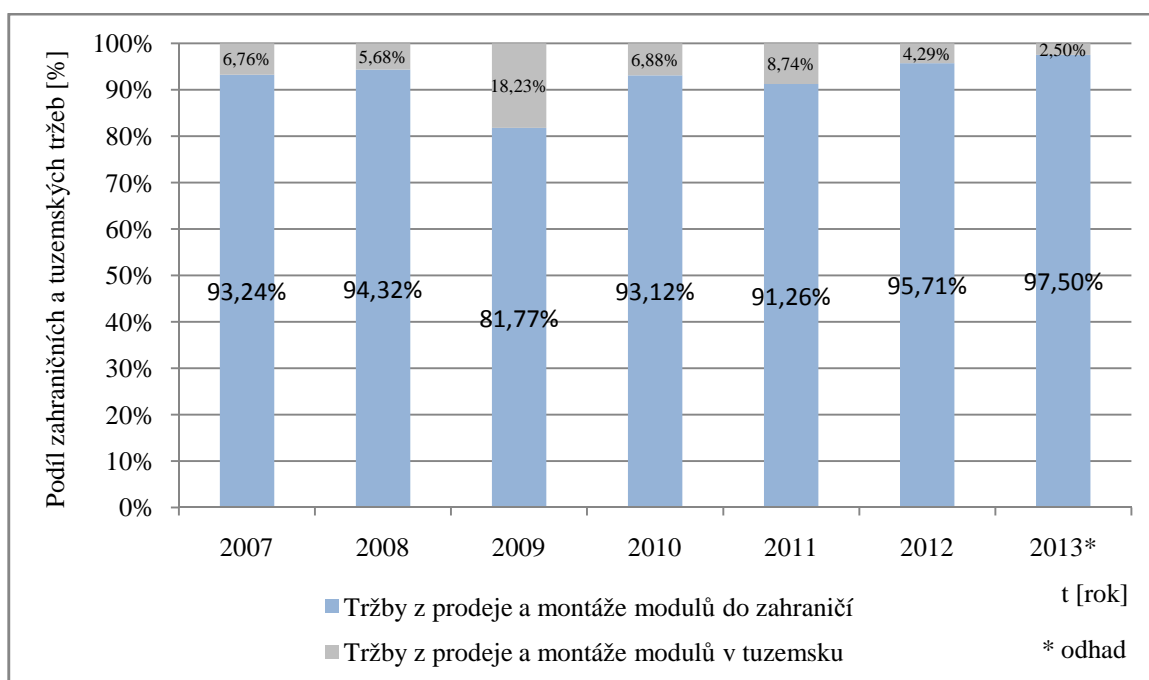
V rámci této podkapitoly se zaměříme na vymezení relevantního trhu, který je chápán jakožto trh produktů a služeb. Ty jsou z hlediska charakteristiky, ceny a zamýšleného použití shodné, porovnatelné či vzájemně zastupitelné, a to na území, na němž jsou soutěžní podmínky dostatečně homogenní a zřetelně odlišitelné od sousedních zemí. Zaměříme se tedy na něj z hlediska věcného, teritoriálního, z hlediska zákazníků či z hlediska konkurence.

Věcné vymezení relevantní trhu se zaměřuje na popis produktu či služby, které daný trh tvoří. U společnosti Fagus a. s., jak už víme, je hlavním předmětem činnosti výroba a prodej



mobilních kontejnerových modulů a jejich sestav (NACE 2511), z čehož jasně plyne, že relevantní trh můžeme věcně definovat jako velikost poptávky po modulárních kontejnerech a jejich stavbách (tj. jako poptávku po statcích dlouhodobé povahy či jinak řešeno spotřeby).

Pod teritoriálním vymezením relevantního trhu pak rozumíme geografický trh (neboli jinak řečeno území), na kterém subjekty vystupují na straně nabídky a poptávky daného produktu. Jelikož většina tržeb z hlavního předmětu činnosti společnost Fagus a. s. plyne ze zahraničí, tak jak nám ukazuje níže uvedený obrázek (Obr. 9.), budeme v rámci strategické analýzy pracovat s několika geografickými relevantními trhy, a to trhem německým a holandským (jakožto subjekty na straně poptávky) a trhem českým (jakožto zdrojem nabídky). Kvalifikovaný odhad o dílčím podílu zemí na zahraničních tržbách nám poskytlo ekonomické oddělení společnosti Fagus a. s., které uvádíme v příloze P I.



Obr. 9. Podíl zahraničních a tuzemských tržeb plynoucích z hlavního předmětu činnosti

In: *Výroční zprávy Fagus (2007–2012)*, *Interní materiály Fagus (2013)*, vlastní zpracování

Pokud se na relevantní trh společnosti Fagus a. s. zaměříme z hlediska zákazníků, zjistíme, že většina z nich je korporátního charakteru, což znamená, že poptávka společnosti je tvořena především B2B (Business to Business) segmentem či B2I (Business to Investors) segmentem. Pouze v zanedbatelném měřítku společnost Fagus a. s. obsluhuje klientelu ve formě B2C (Business to Customers, tj. přímo koncového zákazníka).

Z hlediska konkurence na relevantním trhu můžeme dle Hamšíka (2012a, s. 46–47) identifikovat 4 skupiny konkurenčních subjektů, a to:

1. Konkurenci přímou (Jedná se o takovou skupinu konkurence, která se společností Fagus a. s. dokáže soupeřit na všech společně působících trzích. Z hlediska schopností jsou tyto konkurenční subjekty na stejné úrovni, což znamená, že tyto subjekty mají technické a produkční zázemí koncipované tak, že dokážou postavit velkou modulární sestavu, tj. sestavu z více jak 20 modulárních kontejnerů).
2. Konkurenci nepřímou (Jde o takovou skupinu subjektů, která má obdobné, ne však stejné produkční schopnosti, tj. dokážou působit v segmentu výstavby pomocí prostorové modulace, avšak již nedokážou uspokojit stejnou skupinu zákazníků. Jedná se o takové konkurenty, kteří k prostorové modulaci nepoužívají moduly vyrobené z kovu).
3. Konkurenci potenciální (Jedná se o takové subjekty, které mají stejné či podobné výrobní zázemí, avšak kvůli svým produkčním a technologickým omezením či kvůli zacílení na jiný trh, se zabývají pouze výrobou kusových modulárních kontejnerů).
4. Konkurenci v zárodku (Podobnost této skupiny konkurentů se společností Fagus a. s. je relativně malá, obdobně také podobnost trhu je nízká, tj. tyto konkurenční subjekty se nezaměřují na stejné zákazníky jako námi popisovaná společnost. Za konkurenci v zárodku můžeme označit podniky, vyrábějící kovové produkty jako jekly, ocelové profily či rámy).

### 5.1.2 Odhad velikosti relevantního trhu (ČR, Německo, Holandsko)

V návaznosti na výše uvedené vymezení relevantního trhu si nyní provedeme odhad jeho velikosti. Dle Maříka (2011a, s. 61) lze pro tento účel využít různé postupy. Pro naši potřebu však nejvíce vyhovuje metoda, která pro vymezení relevantního trhu využívá statistiku o prodejkách (tj. tržbách). Autor však dále upozorňuje, že pokud jsme relevantní trh geograficky vymezili na více jednotlivých států a současně v daném odvětví existuje podstatný vývoz (export) a dovoz (import) je nutné od součtu tržeb v odvětví odečíst výši vývozu a přičíst výši dovozu, čímž tak získáme alespoň přibližný odhad spotřeby na relevantním trhu.

Poněvadž jsme v předchozí kapitole identifikovali tři geografické relevantní trhy (trh český, německý a holandský), musíme nyní provést odhad velikost trhu na úrovni všech tří států. Protože je však tento proces poměrně složitý, vymezíme si základní fáze našeho dalšího postupu:

1. Zjistíme si data o tržbách (obratu) v odvětví NACE 25, na základě kterých provedeme kvalifikovaný odhad tržeb v NACE 2511 (a to na základě německého poměru NACE 251/NACE 2511, jelikož ČSÚ ani Holandská statistický úřad nevidují data na úrovni NACE 2511).

2. Vyčíslíme si vývoz a dovoz v podtřídě ekonomiky NACE 2511:
  - a) Na základě seznamu výrobků PRODCOM (ČSÚ, 2013a) si vymežíme produkty spadající do NACE 2511 (Příloha P II).
  - b) Pomocí metodické příručky ČSÚ (2013b) si určíme kódy Kombinované nomenklatury jednotlivých produktů (Příloha P III).
  - c) Podle kódů Kombinované nomenklatury si v databázi na Eurostatu (2014b), stanovíme výši vývozu a dovozu jednotlivých relevantních trhů (Příloha P IV).
3. V závěru si vyčíslíme odhad velikosti jednotlivých relevantních trhů (podle vztahu = tržby v NACE 2511 + dovoz – vývoz)

Jako parametr analýzy velikosti trhu jsme museli zvolit položku „obrat“, a to proto, že Eurostat ani Destatis nevidují samostatnou statistickou položku „Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb“. Na základě dotazu, který byl směřován na ČSÚ, jsme však zjistili, že pojem „obrat (Turnover)“ odpovídá na základě popisu v nařízení EU, „českým tržbám“.

Data o tržbách jsme získali z více zdrojů (a to Eurostatu, Destatis a ČSÚ viz Příloha P V). Proto jsme museli řešit otázku, kterému informačnímu zdroji dáme v rámci odhadu přednost. Na základě srovnání dat jsme však zjistili, že ani v jednom případě se nám tržby nerovnájí, což mohlo být způsobeno především různou metodikou zpracování dat, dále pak přepočtem kurzu CZK/EUR, případně nekomplexností dat. I přesto jsou ale odchylky tržeb poměrně malé, a to v rozmezí několika %. Po zhodnocení výše uvedených skutečností jsme se nakonec rozhodli data čerpat z Eurostatu (2014a), a to proto, že většinu informací pro odhad relevantního trhu jsme získali právě z tohoto zdroje, což by v důsledku mohlo přispět k informační integritě.

Poslední problém, který jsme v rámci odhadu relevantního trhu museli řešit je, že všechny statistiky, které jsme získali, byly shora časově omezené rokem 2012. My jsme však pro další postup v práci potřebovali i rok následující, tj. rok 2013. Proto jsme byli nuceni extrapolovat časovou řadu (zkrácenou o předkrizový rok z důvodu zachycení dynamiky růstu v pokrizovém období) prostřednictvím regresní analýzy a analýzy časových řad (kde jako funkci trendové složky jsme si vybrali lineární trend, jelikož ostatní funkce, jako například polynom 2. stupně, významně nadhodnocovaly tržby v posledním roce, což by pak neopodstatněně zkreslilo časovou řadu a výsledné ocenění).

Následně jsme provedli samotný odhad českého, německého a holandského relevantního trhu, který uvádíme v tabulkách (Tab. 7., Tab. 8. a Tab. 9.)

## Relevantní trh Česká republika

Tab. 7. Odhad českého relevantního trhu

v mil. EUR	Tržby CZ (NACE 251)	Tržby CZ (NACE 2511)	Import	Export	Relevantní trh CZ	Tempo růstu trhu
2007			155,00	483,00		
2008	2 768,10	2 214,48	159,00	564,00	<b>1809,48</b>	
2009	1 946,60	1 557,28	112,00	349,00	<b>1320,28</b>	<b>-27,04 %</b>
2010	2 065,40	1 652,32	133,00	366,00	<b>1419,32</b>	<b>7,50 %</b>
2011	2 350,90	1 880,72	133,00	443,00	<b>1570,72</b>	<b>10,67 %</b>
2012	2 404,90	1 923,92	287,00	963,00	<b>1247,92</b>	<b>-20,55 %</b>
2013*	2 606,00	2 084,80	223,00	734,00	<b>1573,80</b>	<b>26,11 %</b>

Pozn.: Podíl DE-NACE 251/DE-NACE 2511 tvoří dle statistiky Eurostat (2014a) cca 80 %. Rovnice polynomu 1. stupně  $Y_t = 166x + 1776$ ;  $R^2 = 0,938$ ; \*odhad  $t = 5$ .

In: Eurostat (2014a), Eurostat (2014b), vlastní zpracování

## Relevantní trh Německo

Tab. 8. Odhad německého relevantního trhu

v mil. EUR	Tržby DE (NACE 2511)	Import	Export	Relevantní trh DE	Tempo růstu trhu
2007		696,00	1215,00		
2008	25 611,90	800,00	1249,00	<b>25 162,90</b>	
2009	21 449,90	658,00	1207,00	<b>20 900,90</b>	<b>-16,94 %</b>
2010	22 674,90	769,00	1239,00	<b>22 204,90</b>	<b>6,24 %</b>
2011	25 293,30	1048,00	1292,00	<b>25 049,30</b>	<b>12,81 %</b>
2012	25 215,80	2364,00	2598,00	<b>24 981,80</b>	<b>-0,27 %</b>
2013*	27 134,00	3266,00	3297,00	<b>27 103,00</b>	<b>8,49 %</b>

Pozn.: Německo jako jediné eviduje statistická data i na úrovni NACE 2511. Rovnice polynomu 1. stupně  $Y_t = 1391x + 20179$ ;  $R^2 = 0,884$ ; \*odhad  $t = 5$ .

In: Eurostat (2014a), Eurostat (2014b), vlastní zpracování

## Relevantní trh Holandsko a ostatní země

Tab. 9. Odhad holandského relevantního trhu

v mil. EUR	Tržby NL (NACE 251)	Tržby NL (NACE 2511)	Import	Export	Relevantní trh NL	Tempo růstu trhu
2007			205,00	367,00		
2008	8678,40	6942,72	222,00	394,00	<b>6 770,72</b>	
2009	8307,30	6645,84	161,00	269,00	<b>6 537,84</b>	<b>-3,44 %</b>
2010	7441,50	5953,20	159,00	449,00	<b>5 663,20</b>	<b>-13,38 %</b>
2011	8802,20	7041,76	167,00	421,00	<b>6 787,76</b>	<b>19,86 %</b>
2012	7978,90	6383,12	378,00	668,00	<b>6 093,12</b>	<b>-10,23 %</b>
2013*	8226,00	6580,80	330,00	604,00	<b>6 306,80</b>	<b>3,51 %</b>

Pozn.: Podíl DE-NACE 251/DE-NACE 2511 tvoří dle statistiky Eurostat (2014a) cca 80 %. Rovnice polynomu 1. stupně  $Y_t = 37,55x + 8038$ ;  $R^2 = 0,007$  (jiné funkce ještě nižší); \*odhad  $t = 5$ .

In: Eurostat (2014a), Eurostat (2014b), vlastní zpracování

### 5.1.3 Analýza atraktivity relevantního trhu

V návaznosti na předchozí vymezení relevantních trhů si nyní provedeme jejich kvalitativní analýzu. Ta by znalci (oceňovateli) měla přispět k identifikaci šancí a rizik, které jsou úzce spjaty s analyzovaným oddílem ekonomiky (NACE 2511), a které by se měly projevit v prognóze vývoje trhu jako celku (případně tržního podílu) či při kvantifikaci rizikové přírážky pro diskontní míru. Dle Maříka et al. (2011a, s. 63) je pro potřeby analýzy atraktivity trhu nejdříve nutné vymezit hlavní faktory zkoumání, které by měly být upraveny dle specifik daného trhu. Autor (2011a) zmiňuje 9 základních hledisek (plně vyhovují oddílu NACE 2511), které je zapotřebí zkoumat v kontextu poptávky a možnosti prodeje. Ty si nyní podrobněji rozebereme.

#### Růst trhu

Tab. 10. Přehled tempa růstu či poklesu relevantních trhů

v %	Tempo růstu/poklesu relevantního trhu					
	CZ-NACE 2511		DE-NACE 2511		NL-NACE 2511	
2009	-27,04	↘	-16,62	↘	-3,44	↘
2010	7,50	↗	6,24	↗	-13,38	↘
2011	10,67	↗	12,81	↗	19,86	↗
2012	-20,55	↘	-0,27	↘	-10,23	↘
2013*	26,11	↗	8,49	↗	3,51	↗

Pozn.: \*odhad

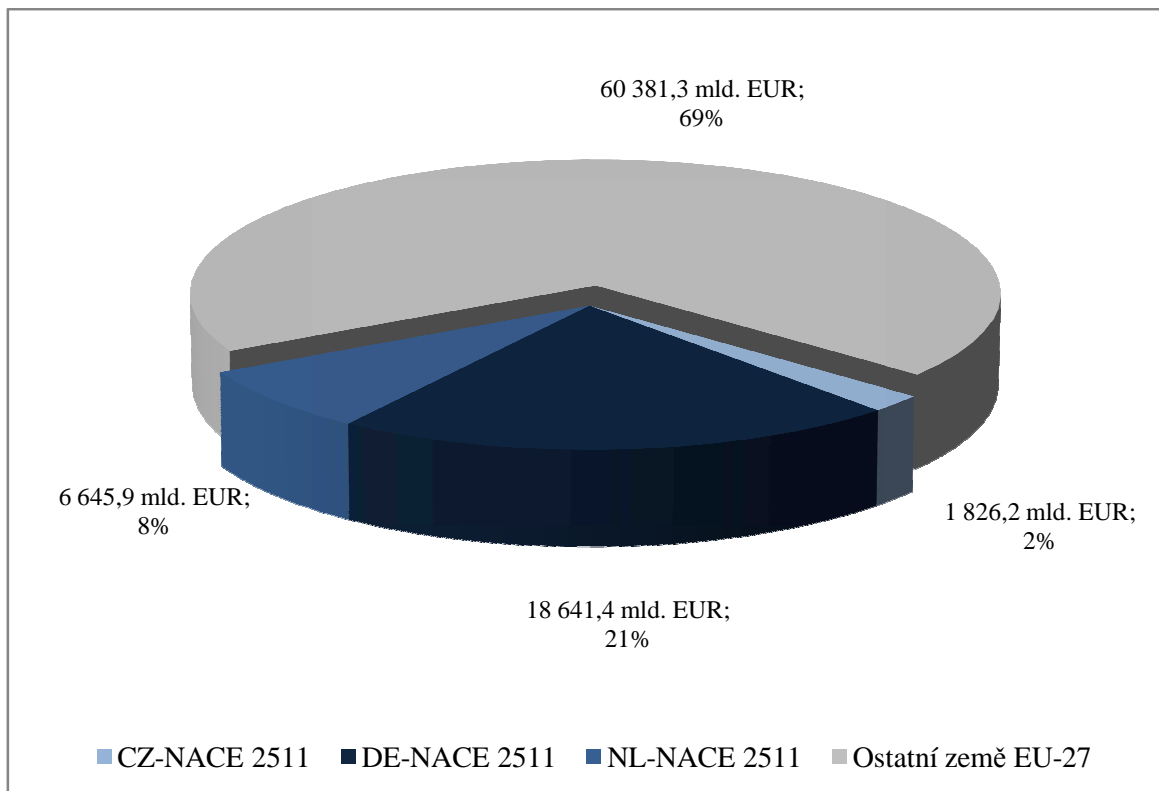
In: Tab. 7., Tab. 8., Tab. 9., vlastní zpracování

Jak můžeme vidět ve výše uvedené tabulce (Tab. 10), všechny tři analyzované relevantní trhy v minulosti procházely významnými turbulencemi. V roce 2009 byl oddíl ekonomiky NACE 25 plně zasažen hospodářskou krizí a to především v ČR a Německu, kdy tyto relevantní trhy poklesly v průměru o 21,83 %. Se zpožděním (2010) se pak krize projevila také na trhu holandském a to poklesem o 13,38 %. V roce následujícím můžeme ve všech třech zemích vidět oživení trhu (v průměru o 14,45 %). Sekundární krize (v ČR způsobená především fiskální restrikcí a propadem domácí spotřeby) pak dané odvětví zasáhla ještě jednou, a to v roce 2012 (tato krize započala již na podzim roku 2011), kdy se v ČR analyzovaný trh propadl o 22,55 %, holandský trh o 10,23 % a Německo danou situaci překonalo na záporné nule (-0,27 %). Je však důležité upozornit, že tato druhotná krize společnost Fagus a. s. významně nezasáhla, jelikož jak už víme, cca 90 % tržeb společnosti plyne ze zahraniční (a to především z Německa, kde propad trhu byl minimální). Odhadovaný rok 2013 je pak charakteristický růstem trhu. Z hlediska dalšího vývoje, německému trhu prognózuje v období dalších pěti let stabilní růst. U trhu

českého a holandského pak v prvních letech možný pokles trhu a pak jeho mírný nárůst (tuto skutečnost nám doloží kapitola 5.1.4 – Prognóza vývoje trhu).

### Velikost relevantního trhu

Jak už víme, velikost relevantního trhu je dána velikostí tržeb odvětví (zvýšeného o dovoz a sníženého o vývoz oddílu ekonomiky). Pokud však pomineme zahraniční obchod (tj. budeme zkoumat pouze tržby dané země bez vlivu exportu a importu), dokážeme poměrně jednoduše určit průměrnou velikost relevantního trhu za období let 2008–2011 (a to na základě dat uvedených v příloze P VI). Výsledky této analýzy nám přináší níže uvedený obrázek (Obr. 10.). Podíl českých tržeb NACE 2511 činní na tržbách EU-27 pouze 2 % (z čehož můžeme usoudit, že se jedná o poměrně malý trh). Jelikož však společnost Fagus a. s. převážně exportuje a to na trh německý a holandský (který dohromady tvoří cca 30% podíl průměru EU-27) můžeme obsluhovaný trh označit za velký. Dle Maříka et al. (2011a, s. 63) zpravidla větší trh považujeme (za podmínky ceteris paribus, tj. za jinak stejných podmínek) za výhodnější, jelikož podniky na takovém trhu mohou prosadit výhody plynoucí z uplatnění zkušenostní křivky či úspor z rozsahu výroby.



Obr. 10. Průměrná velikost relevantního trhu za období let 2007–2011 (bez vlivu ZO)

In: Příloha P VI, Eurostat (2014a), vlastní zpracování

### Intenzita přímé konkurence

V oblasti výroby a prodeje mobilních kontejnerových modulů a jejich sestav (oddílu ekonomiky NACE 2511), tj. v oblasti hlavního předmětu činnosti společnosti Fagus a. s., existuje silná konkurence, což nám dokládá níže uvedená tabulka (Tab. 11.). V rámci ČR a Holandska můžeme sledovat i v období působení finanční krize (tj. období let 2008–2010) nárůst ekonomických subjektů, což je s ohledem na danou skutečnost poměrně zářející trend. Je možné, že i v době počínající krize vznikaly nové subjekty, které se snažily o proniknutí na daný trh, avšak v důsledku podstatného propadu výkonů v roce 2009 pak tyto subjekty v dalších letech tento trh opouští, což lze vidět v propadu ekonomických subjektů (v ČR) v letech 2011–2013. U Holandska a Německa neznáme skutečný vývoj ekonomických subjektů, jelikož časová řada byla z důvodu komplexnosti dat extrapolována pomocí lineárního trendu, nemůžeme proto provést kredibilní komentář k dané skutečnosti. Jelikož jsme počet podniků působících v oddílu ekonomiky NACE 2511 identifikovali jako velký, plyne z toho dle Maříka et al. (2012a, s. 64) nízká pravděpodobnost přežití menších podniků a tím také menší možnost udržení dlouhodobějšího ROE nad  $N_{VK}$ .

Tab. 11. Počet podniků v oddílu ekonomiky NACE 2511

v abs. a % vyjádření	Počet podniků působících na relevantním trhu								
	CZ-NACE 2511			DE-NACE 2511			NL-NACE 2511		
2008	1 694			6 869			1 863		
2009	1 859	9,74 %	↗	6 186	-9,94 %	↘	1 946	4,46 %	↗
2010	1 985	6,78 %	↗	7 846	26,83 %	↗	2 063	6,01 %	↗
2011	1 975	-0,50 %	↘	7 803	-0,55 %	↘	2 060	-0,15 %	↘
2012*	1 935	-2,03 %	↘	8 291	6,25 %	↗	2 160	4,85 %	↗
2013*	1 759	-9,10 %	↘	8 737	5,38 %	↗	2 231	3,28 %	↗

Pozn.: Odhad DE-NACE 2511 pomocí rovnice polynomu 1. stupně  $Y_t = 446,2x + 6060$ ;  $R^2 = 0,519$ ;

\*odhad t = 5, 6. Odhad NL-NACE 2511 pomocí rovnice polynomu 1. stupně  $Y_t = 70,8x + 1806$ ;  $R^2 = 0,892$ ; \*odhad t = 5, 6.

In: ČSÚ ([2014]), Eurostat (2014a), vlastní zpracování

### Průměrná rentabilita, substituce a bariéry vstupu

Průměrná rentabilita dle Maříka et al. (2011a, s. 64) úzce souvisí s atraktivností trhu, bariérami vstupu do odvětví či možnými substituty daného výrobku v rámci odvětví. Nastal však problém, kde průměrnou rentabilitu vlastního kapitálu získat. V rámci českého relevantního trhu jsme ROE vyčíslili na základě agregovaných výkazů Finanční analýzy podnikové sféry za období let 2009–2012 (2005a–d), a to za oddíl ekonomiky CZ-NACE 25. Jelikož však provádíme analýzu relevantních trhů především na úrovni nižších oddílů

ekonomiky, rozhodli jsme se tato data kvalifikovaně odhadnout (viz Příloha P VII). Musíme však upozornit na skutečnost, že z důvodu volně nepřístupných dat v holandském obchodním rejstříku (Kamer van Koophandel) jsme nemohli danou analýzu provést také pro holandský trh. Výsledná data za český a německý oddíl ekonomiky nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 12.). Jak můžeme vidět, průměrné ROE se v předkrizovém období v ČR pohybovalo na úrovni 20 % (což můžeme v rámci ČR považovat za vysokou hodnotu), v Německu pak pravděpodobně oscilovalo někde na úrovni 30 %. V období let 2008–2011 identifikujeme klesající trend, který byl dle našeho názoru způsoben dopady finanční krize, kdy se podniky v odvětví musely přizpůsobit cenovým konkurenčním tlakům, což mělo za důsledek propad jejich ROE. V období let 2012–2013 predikujeme nárůst průměrného ROE v ČR i Německu, a to na úroveň 15–20 %. Dále je důležité podotknout, že pokud bychom výsledek průměrného ROE odvětví komparovali s výsledkem průměrného ROE podniku Fagus a. s., které činní přibližně 5–6 %, zjistili bychom, že výsledky společnosti Fagus a. s. jsou významně pod úrovní tohoto průměru (touto problematikou se dále budeme zabývat v kapitole 5.2).

Tab. 12. Průměrné ROE v oddílu ekonomiky NACE 25 a 2511

v %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Ø ROE CZ-NACE 25	18,66 %	14,91 %	1,76 %	8,19 %	6,45 %	11,55 %	19,80 %
Odhad Ø ROE CZ-NACE 2511	29,00 %	18,97 %	3,36 %	7,57 %	13,86 %	9,81 %	22,67 %
Odhad Ø ROE DE-NACE 2511		31,58 %	22,11 %	18,71 %	16,79 %	18,47 %	23,97 %

Pozn.: Odhad proveden pomocí extrapolace, kdy od první k poslední řadě využijeme rovnici polynomu 2. stupně  $Y_t = 1,605x^2 - 12,79x + 30,68$ ;  $R^2 = 0,749$ ; \*odhad  $t = 7$ . Rovnice polynomu 2. stupně  $Y_t = 2,098x^2 - 17,74x + 44,05$ ;  $R^2 = 0,778$ ; \*odhad  $t = 7$ . V posledním případě využijeme rovnici polynomu 2. stupně  $Y_t = 1,698x^2 - 13,34x + 42,88$ ;  $R^2 = 0,991$ .

In: Příloha P VII, MPO (2005a-d), vlastní zpracování

V návaznosti na průměrnou rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) si nyní okomentujeme také možnost substituce výrobků, která vyplývá z vymezení konkurenčních subjektů v kapitole 5.1.1. Konkurence v odvětví je dle názoru Hamšíka (2012a, s. 75–77) poměrně velká (s ohledem na to, jak si nadefinujeme širší substitučního statku, který v rámci této práce budeme chápat jako alternativní výrobek, který je schopen úplně nahradit naši nabídku na trhu). Z tohoto pohledu pak můžeme jako substitut k modulárnímu kontejneru či modulární stavbě vidět celé odvětví klasické zděné výstavby. Potenciální zákazník (mající potřebu uspokojení funkčních obytných prostor) tedy může oslovit velké množství výrobců modulárních staveb (a to jak v podobě konkurence přímé, nepřímé či konkurence potenciální či v zárodku) či stavebních firem. Je pak už pouze na předmětných konkurenčních



subjektech, jaké podmínky potenciálnímu zákazníkovi nabídnou, aby ho (respektive jeho zakázku) získaly. V oblasti bariér vstupu do odvětví pak potenciálního konkurenta čeká mnoho nástrah. Mezi základní patří především vysoká vstupní kapitálová náročnost, nedostatek kvalifikované pracovní síly, některá legislativní omezení (a to především v oblasti životního prostředí) či již zmíněná silná konkurence. Výše uvedené dva faktory dle Maříka et al. (2011a, s. 64) významně ovlivňují výslednou výnosnost podniku, kdy průměrná rentabilita bude tím vyšší, čím větší jsou bariéry vstupu do odvětví a čím nižší je možnost substituce.

### **Citlivost trhu na konjunkturu**

Na základě analýzy tempa růstu či poklesu relevantního trhu (viz Tab. 10. vycházející z Tab. 7.–9.), kde vidíme procentuální změnu potenciálního trhu, můžeme říci, že všechny tři trhy (český, německý a holandský) oddílu ekonomiky NACE 2511, významně korelují s vývojem dané ekonomiky (růstem či poklesem HDP). V roce 2009, kdy na trh modulární výstavby významně dopadla finanční krize, můžeme vidět významné propady. Také při sekundární krizi v roce 2012 se trh vyvíjel obdobně jako ekonomika. Je však důležité upozornit na fakt, že i přes tyto skutečnosti například český trh reagoval v období let 2010–2011 zápornou korelací (česká ekonomika byla v recesi, avšak trh rostl). Z tohoto důvodu na závěr označíme citlivost analyzovaných trhů na konjunkturu jako za relativně citlivou, což dle Maříka et al. (2011a, s. 64) je za podmínky *ceteris paribus* faktor snižující atraktivitu trhu.

### **Struktura a charakter zákazníků**

Jak už jsme se dozvěděli v kapitole 5.1.1. podnik Fagus a. s. se zaměřuje na zákazníky korporátního charakteru, což znamená, že poptávka společnosti je tvořena především B2B (Business to Business) segmentem či B2I (Business to Investors) segmentem, což je z pohledu struktury zákazníků pozitivní faktor (s ohledem na větší objem zakázek, což podniku umožňuje realizovat úspory z rozsahu). Na druhou stranu může nastat riziko, kdy velký korporátní klient má vyšší vyjednávací sílu než výrobce. V tomto případě je pak velikost zákazníka chápána spíše negativně. S ohledem na větší počet potenciálních zákazníků (především těch korporátních) můžeme předmětné trhy označit za četné, což také vnímáme jako ryze pozitivní činitel.

## Závěr analýzy atraktivity relevantního trhu

Tab. 13. Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Body	Váhy x Body	
		Negativní		Průměrné			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5			6
Růst trhu	3					x			5	15
Velikost trhu	2						x		5	10
Intenzita konkurence	3		x						1	3
Průměrná rentabilita	2					x			4	8
Bariéry vstupu	1			x					2	2
Možnosti substituce	1		x						1	1
Citlivost na konjunkturu	1				x				3	3
Struktura zákazníků	2					x			4	8
Vlivy prostředí	1			x					2	2
<b>Celkem:</b>	<b>16</b>									<b>52</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

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

Dosažené hodnocení:  $52 / 96 = 54 \%$

Z výše uvedených hledisek můžeme učinit závěr, který nám říká, že atraktivita analyzovaného trhu se pohybuje okolo průměru. Hlavní příležitosti a hrozby trhu, které jsou s analyzovaným podnikem spjaty, jsme identifikovali v níže uvedené tabulce (Tab. 14.).

Tab. 14. Přehled příležitostí a hrozeb relevantního trhu

<b>OPPORTUNITIES</b> (příležitosti)	<b>THREATS</b> (hrozby)
O1 – velký trh se stabilním růstem	T1 – silná konkurence
O2 – posílení tržní pozice na stávajících relevantních trzích	T2 – vstup nového konkurenčního subjektu
O3 – expanze na jiné zahraniční trhy	T3 – nedostatek kval. pracovníků
O4 – odvětví s poměrně vysokým $\varnothing$ ROE	T4 – možnosti substituce
O5 – větší rozšíření modulární výstavby obecně	T5 – citlivost na konjunkturu
	T5 – politické a jiné zásahy (vliv prostředí)

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

## 5.1.4 Prognóza vývoje relevantního trhu

V této kapitole se budeme věnovat prognóze vývoje relevantního trhu (tj. opět trhu českému, německému a holandskému). Mařík et al. (2011a, s. 68) v této souvislosti zdůrazňuje skutečnost,

že prognózu trhu je zapotřebí provést prostřednictvím kombinací různých statistických metod jako například analýzou časových řad a jejich extrapolací, jednoduchou či vícenásobnou regresní analýzou či odhadem budoucího vývoje na základě srovnání se zahraničím. Následně autor dodává, že kvalitní prognóza trhu se neobejde bez tvrdých statistických dat, která zpracovávají různé oficiální instituce (typu statistické úřady, ministerstva či odborné instituty), a která dokážou obšírně popsat a vysvětlit stav, popřípadě vývoj daného trhu. Za taková data můžeme označit především národohospodářské agregáty, tj. HDP, průmyslovou výrobu a spotřebu či obecné faktory poptávky, mezi které řadíme počet obyvatel, jejich příjmy či ostatní specifické faktory.

V našem případě jsme pro prognózu vývoje relevantního trhu použili jednoduchou regresní analýzu, při které jsme údaje relevantního trhu (tj. vysvětlovanou proměnou či jinak řečeno regresanta) odhadovali pomocí regresora (tj. vysvětlující proměnné). Jako vysvětlující proměnou jsme zvolili hrubý domácí produkt v běžných cenách (HDP b. c.). Z toho plyne, že regresní analýza pracuje s předpokladem, že existuje minulá souvislost mezi HDP b. c. a vývojem relevantního trhu, která bude zachována i do budoucnosti (tj. do predikce).

V průběhu realizace prognózy trhu jsme narazili na problém až při volbě typu regresní funkce, jelikož na základě propočtů jsme zjistili, že při použití složitější regresní funkce (jako je například funkce parabolická či exponenciální) je časová řada velmi dobře proložitelná zmíněným trendem ( $R^2 > 90\%$ ), avšak následné odvození hodnot pro predikované období je významně nadhodnocené (či podhodnocené). Z tohoto důvodu jsme provedli srovnání lineárních a parabolických regresních modelů (viz Příloha P VIII), které nám tuto premisu potvrzují. Zjistili jsme totiž, že použití parabolického trendu, dokáže budoucí tempo růstu trhu nadhodnotit až o desítky procent. Proto jsme se rozhodli pro prognózu relevantního trhu použít regresní analýzu založenou na lineárním trendu, a to i za cenu nižšího či nízkého korelačního koeficientu či hodnoty koeficientu  $R^2$  (koeficient determinace). Lineární regrese nám totiž nakonec (i s nízkými statistickými charakteristikami) poskytla smysluplnější a realističtější predikci než ostatní sofistikovanější modely (s vysokými regresními statistikami).

Tab. 15. Regresní modely vybrané pro prognózu relevantního trhu

v %	Trend	Funkce regrese	R	$R^2$
Prognóza vývoje CZ trhu	lineární	$Y_t = 0,01574 * \text{HDP} - 23,582$	0,1752 !	0,0307 !
Prognóza vývoje DE trhu	lineární	$Y_t = 0,02797 * \text{HDP} - 43,448$	0,9431	0,8895
Prognóza vývoje NL trhu	lineární	$Y_t = 0,02931 * \text{HDP} - 14,820$	0,9015	0,8128

Pozn.: R = korelační koeficient (určuje míru síly vztahu mezi dvěma proměnnými; <-1; 1>);  $R^2$  = koeficient determinace (určuje procento vysvětlené variability, tj. vyjadřuje, jakou část celkové variability závisle proměnné objasňuje regresní model).

In: Příloha P VIII

Prognózu vývoje českého relevantního trhu (CZ-NACE 2511) nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 16.). Právě u prognózy českého trhu jsme měli problém s nízkými statistickými charakteristikami. Důležité je však zdůraznit, že i ostatní regresní modely měly nízké či ještě nižší statistické charakteristiky než uvedený regresní model. V této souvislosti je nutné ještě podotknout, že společnost Fagus a. s. na českém trhu realizuje pouze minimum svých tržeb (viz Obr. 9.). Výsledkem této prognózy je odhad časové řady vývoje relevantního trhu v období let 2014–2018. Tempo růstu relevantního trhu je dle našeho názoru odpovídající budoucí realitě, což můžeme doložit srovnáním výsledku například s německým relevantním trhem (který obdobně, jako trh český, roste o cca 3 %). Je totiž obecně známý faktem, že české hospodářství významně koreluje právě s vývojem německé ekonomiky.

Tab. 16. Prognóza vývoje relevantního trhu (CZ-NACE 2511)

HDP b. c. a tržby v mld. CZK		HDP b. c. CZ (X)	Relevantní trh CZ-NACE 2511	$\Delta$
Skutečnost	2008	3848,00	45,132050	
	2009	3759,00	35,570984	-21,185 %
	2010	3791,00	35,894603	0,910 %
	2011	3823,00	38,617722	7,586 %
	2012	3846,00	31,376453	-18,751 %
	2013	3855,00	40,877881	30,282 %
Prognóza	2014	3974,00	38,973532	-4,659 %
	2015	4106,00	41,051374	5,331 %
	2016	4233,00	43,050511	4,870 %
	2017	4393,00	45,569107	5,850 %
	2018	4560,00	48,197893	5,769 %
a * X + b		Průměrné tempo růstu:		
b	-23,58211404	2008-2013	-0,232 %	
a	0,01574123	2014-2018	3,432 %	

Pozn.:  $R = 0,1752$ ;  $R^2 = 0,0307$ . Průměrný kurz CZK/EUR dle ČNB (2014): 2008: 24,942; 2009: 26,445; 2010: 25,290; 2011: 24,586; 2012: 25,143; 2013: 25,974.

In: Příloha P VIII, Eurostat (2014a), MFČR (2014), vlastní zpracování

U prognózy německého relevantního trhu (DE-NACE 2511) nám výsledek prognózy trhu představuje níže uvedená tabulka (Tab. 17.). Statistické charakteristiky u této prognózy dosahují vysokých hodnot (což zvyšuje kredibilitu výsledné predikce). Jelikož společnost Fagus a. s. realizuje z cca 90% podílu své tržby na zahraničních trzích (především na trhu německém), můžeme výsledky této statistiky označit za nejvíce určující výsledné ocenění podniku. Výsledné tempo růstu relevantního trhu v období let 2014–2018 predikujeme na úrovni 3,4 % (přesně 3,432 %).

Tab. 17. Prognóza vývoje relevantního trhu (DE-NACE 2511)

HDP b. c. a tržby v mld. EUR		HDP b. c. DE (X)	Relevantní trh DE-NACE 2511	$\Delta$
Skutečnost	2008	2407,900	25,163	
	2009	2284,000	20,901	-16,938 %
	2010	2375,700	22,205	6,239 %
	2011	2454,800	25,049	12,808 %
	2012	2471,800	24,982	-0,267 %
	2013	2481,100	27,103	8,490 %
Prognóza	2014	2524,600	27,156	0,194 %
	2015	2575,400	28,576	5,232 %
	2016	2612,500	29,614	3,631 %
	2017	2650,100	30,665	3,551 %
	2018	2688,200	31,731	3,475 %
a * X + b		Průměrné tempo růstu:		
b	-43,44782436	2008-2013	2,066 %	
a	0,027966183	2014-2018	3,216 %	

Pozn.:  $R = 0,9431$ ;  $R^2 = 0,8895$ .

In: Příloha P VIII, Eurostat (2014a), BF (2014), vlastní zpracování

Poslední prognózu, kterou jsme v rámci práce provedli, byla predikce holandského relevantního trhu (NL-NACE 2511). Její výsledky nám prezentuje níže uvedená tabulka (Tab. 18.). Obdobně jako u Německa je tento regresní model charakteristický vyššími hodnotami popisné statistiky. Výsledné predikované tempo růstu za období let 2014–2018 nám vychází na úrovni 5,5 %.

Tab. 18. Prognóza vývoje relevantního trhu (NL-NACE 2511)

HDP b. c. a tržby v mld. USD		HDP b. c. NL (X)	Relevantní trh NL-NACE 2511	$\Delta$
Skutečnost	2008	874,000	9,906240	
	2009	800,000	9,072561	-8,416 %
	2010	778,000	7,494679	-17,392 %
	2011	834,000	9,435665	25,898 %
	2012	770,000	7,819301	-17,130 %
	2013	786,000	8,372277	7,072 %
Prognóza	2014	800,000	8,626465	3,036 %
	2015	818,000	9,154003	6,115 %
	2016	838,000	9,740155	6,403 %
	2017	854,000	10,209077	4,814 %
	2018	879,000	10,941768	7,177 %
a * X + b		Průměrné tempo růstu:		
b	-14,81963578	2008-2013	-1,994 %	
a	0,029307626	2014-2018	5,509 %	

Pozn.:  $R = 0,9015$ ;  $R^2 = 0,8128$ . Průměrný kurz USD/EUR dle MFČR (2014): 2008:1,4631; 2009: 1,3877; 2010: 1,3234; 2011: 1,3901; 2012: 1,2833; 2013: 1,3275.

In: Příloha P VIII, Eurostat (2014a), S&P (2013), vlastní zpracování

V současné fázi rozpracování strategické analýzy se dostáváme do okamžiku, kdy započneme analýzu konkurenční síly oceňovaného podniku. Ta má za úkol odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti (tj. navazuje na předchozí kapitoly, ve kterých jsme se zabývali kvantifikací relevantního trhu a nyní se zaměříme na to, jaký tržní podíl oceňovaný podnik na tomto kvantifikovaném trhu dosahuje). Analýza konkurenční síly se skládá z:

- Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku;
- Identifikace konkurentů a analýzy konkurenčního prostředí;
- Analýzy vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly;
- a Prognózy tržních podílů.

### 5.1.5 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Tržní podíl oceňovaného podniku stanovíme jako poměr relevantního trhu (v peněžním vyjádření) a tržeb společnosti Fagus a. s. plynoucí z daného trhu. Tím získáme úsudek o tržní pozici (konkurenční síle) oceňovaného podniku. Jelikož analyzuje tři relevantní trhy (český, německý a holandský trh) budeme muset, v návaznosti na tuto skutečnost, určit tržní podíl všech tří trhů. Postupovat budeme tak, že si tržby společnosti Fagus, a. s. (tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb) rozdělíme na tržby plynoucí z tuzemska a ze zahraničí (viz Obr. 9.). Následně pak provedeme kategorizaci zahraničních tržeb dle kvalifikovaného odhadu podílu jednotlivých zemí na zahraničních tržbách (viz Příloha P I). Nakonec kvantifikujeme tržní podíl oceňovaného podniku na jednotlivých relevantních trzích.

#### Tržní podíl na českém relevantním trhu (CZ-NACE 2511)

Tab. 19. Tržní podíl oceňovaného podniku na českém relevantním trhu

v mld. CZK a % vyjádření	Relevantní trh (CZ-NACE 2511)	Tržby FAGUS na relevantním trhu		Tržní podíl FAGUS na rel. trhu
2008	45,132050	5,68 %	0,039476	0,087 %
2009	35,570984	18,23 %	0,051226	0,144 %
2010	35,894603	6,88 %	0,027314	0,076 %
2011	38,617722	8,74 %	0,046060	0,119 %
2012	31,376453	4,29 %	0,024539	0,078 %
2013	40,877881	2,50 %	0,014550	0,036 %

Pozn.: Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb + tržby z prodeje zboží společnosti Fagus, a. s. - 2008: 694 727 tis. Kč; 2009: 281 441 tis. Kč; 2010: 397 276 tis. Kč; 2011: 527 453 tis. Kč; 2012: 572 473 tis. Kč; 2013: 582 329 tis. Kč.

In: Příloha P I, Obr. 9., Tab. 16.

**Tržní podíl na německém relevantním trhu (DE-NACE 2511)**

Tab. 20. Tržní podíl oceňovaného podniku na německém relevantním trhu

v mld. EUR a % vyjádření	Relevantní trh (DE-NACE 2511)	Tržby FAGUS na relevantním trhu		Tržní podíl FAGUS na rel. trhu
2008	25,163	75,46 %	0,021018402	0,084 %
2009	20,901	73,59 %	0,008045	0,038 %
2010	22,205	74,50 %	0,011703	0,053 %
2011	25,049	82,13 %	0,017620	0,070 %
2012	24,982	67,00 %	0,015255	0,061 %
2013	27,103	87,75 %	0,019673	0,073 %

Pozn.: Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb + tržby z prodeje zboží společnosti Fagus, a. s. - 2008: 694 727 tis. Kč; 2009: 281 441 tis. Kč; 2010: 397 276 tis. Kč; 2011: 527 453 tis. Kč; 2012: 572 473 tis. Kč; 2013: 582 329 tis. Kč. Průměrný kurz CZK/EUR dle ČNB (2014): 2008: 24,942; 2009: 26,445; 2010: 25,290; 2011: 24,586; 2012: 25,143; 2013: 25,974.

In:Příloha P I, Obr. 9., Tab. 17.

**Tržní podíl na holandském relevantním trhu (NL-NACE 2511)**

Tab. 21. Tržní podíl oceňovaného podniku na holandském relevantním trhu

v mld. USD a % vyjádření	Relevantní trh (NL-NACE 2511)	Tržby FAGUS na relevantním trhu		Tržní podíl FAGUS na rel. trhu
2008	9,906240	18,86 %	0,007680282	0,078 %
2009	9,072561	8,18 %	0,001208	0,013 %
2010	7,494679	18,62 %	0,003871	0,052 %
2011	9,435665	9,13 %	0,002722	0,029 %
2012	7,819301	28,71 %	0,008390	0,107 %
2013	8,372277	9,75 %	0,002901	0,035 %

Pozn.: Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb + tržby z prodeje zboží společnosti Fagus, a. s. - 2008: 694 727 tis. Kč; 2009: 281 441 tis. Kč; 2010: 397 276 tis. Kč; 2011: 527 453 tis. Kč; 2012: 572 473 tis. Kč; 2013: 582 329 tis. Kč. Průměrný kurz CZK/USD dle ČNB (2014): 2008: 17,06; 2009: 19,06; 2010: 19,11; 2011:17,69; 2012: 19,59; 2013: 19,57.

In:In: Příloha P I, Obr. 9., Tab. 18.

**Závěr ke stanovení tržního podílu oceňovaného podniku**

Nyní si provedeme komentář ke stanoveným tržním podílům oceňovaného podniku. Jak můžeme vidět ve výše uvedených tabulkách (Tab. 19., 20., 21.) tržní podíl společnosti Fagus a. s. je na relevantních trzích poměrně malý (dosahuje hodnot cca na úrovni 0,1 %). Je nutné však upozornit, že holandský a především německý trh modulární výstavby je významně rozvinutější v komparaci s trhem českým (holandský trh je 4krát větší než český a německý dokonce 20krát). Tzn., že i malá hodnota tržního podílu na těchto trzích je pro společnost s hlediska tržeb či později zisku významná. Dále musíme upozornit na skutečnost, že oddíl

ekonomiky NACE 2511 nezahrnuje pouze primární činnost podnikání společnosti Fagus a. s. (montované stavby ze železa nebo oceli), ale i jiné ekonomické aktivity (jako například montované stavby z hliníku, železné či ocelové mosty a stožáry, železné či ocelové zařízení pro lešení, bednění, a mnoho dalších), které stanovení tržního podílu mohly významně zkreslit. Problém mohl také nastat při vymezení podílu NACE 251/2511 (80 %), kdy v Česku a Holandsku může být poměr těchto oddílů ekonomiky úplně jiný (avšak jelikož statistické úřady zmíněných zemí tato data nesledují, nemohli jsme postupovat jiným způsobem). Tržní podíl společnosti Fagus a. s. se na českém relevantním trhu vyvíjí spíše klesající tendencí, kdy na počátku sledovaného období (2008) hodnota tržního podílu činila 0,087 % a na konci již pouze 0,036 %. Naproti tomu u německého trhu vidíme od roku 2009 konstantní růst tržního podílu na hodnotu roku 2008. Holandský tržní podíl je hodně variabilní a osciluje mezi hodnotami 0,013 % až 0,107 %. Co se týče prognózy vývoje relevantních trhů (bez zahrnutí výsledků analýzy konkurence a vnitřního potenciálu) můžeme očekávat další pokles tržního podílu na českém relevantním trhu (jelikož s rostoucí aktivitou zahraničních zákazníků se společnost Fagus a. s. odklání od realizace zakázek na českém trhu). Tržní podíl německého relevantního trhu bude dle názoru managementu v dalších letech stabilně narůstat (a to s ohledem na rychlost posilování německé ekonomiky). Tržní podíl na holandském trhu není stabilní a vyvíjí se hodně nepředvídatelně.

### **5.1.6 Identifikace hlavních konkurentů a jejich analýza**

Identifikace hlavních konkurentů je důležitá především z důvodu následného zjištění všech důležitých relevantních údajů o konkurenci, mezi které řadíme především údaje o finančním zdraví a konkurenční síle sledovaných podniků. Pokud je možné, máme dle Mařka (2011a, s. 76) zkusit odhadnout také relativní tržní podíly konkurenčních subjektů (tj. relaci mezi tržním podílem oceňovaného podniku a hlavních konkurentů). Jelikož nám vymezení tržních podílů na relevantních trzích společnosti Fagus a. s. nepřineslo uspokojující informace (viz kapitola 5.1.5 – Stanovení tržního podílu), zkusíme vymežit tržní podíl ještě jednou, ale dle jiné metodiky (tj. pomocí tržeb přímých konkurenčních subjektů bez vlivu importu a exportu). V rámci procesu identifikace konkurence se zaměříme pouze na konkurenci přímou a konkurenci potenciální (viz kapitola 5.1.1 - Vymezení relevantního trhu z hlediska konkurence). Na základě výše uvedených skutečností jsme identifikovali 51 českých konkurenčních subjektů (Příloha P IX), 140 německých konkurenčních subjektů (Příloha P X) a 59 holandských konkurentů (Příloha P XI). Podrobněji se však budeme zabývat pouze konkurencí přímou, jež je tvořena výrobci, kteří jsou



schopni vyrobit velké modulární sestavy (tj. sestavy z dvaceti a více kontejnerových modulů). Právě tato skupina konkurence totiž představuje pro analyzovanou společnost největší ohrožení. Na jmenovanou skupinu konkurence se nyní zaměříme z hlediska produkční síly (tj. míry schopnosti společností generovat tržby v daném odvětví). U holandské konkurence toto srovnání není možné provést, jelikož nejsou volně přístupná data v holandském obchodním rejstříku (Kamer van Koophandel). Výsledné srovnání české a německé konkurence nám přináší níže uvedená tabulka (Tab. 22.). Metodicky jsme navázali na postup uvedený v Analýze konkurenčního prostředí společnosti Fagus a. s. (Hamšík, 2012a)

Tab. 22. Přehled české a německé přímé konkurence dle produkční síly

Přímá konkurence schopná vyrobit velké modulární stavby							
Konkurence na DE trhu	Tržby 31. 12. 2011 (v tis. EUR)			Konkurence na CZ trhu	Tržby 31. 12. 2011 (v tis. EUR)		
ALHO Holding GmbH: - ProCONTAIN - FAGSI	121 111	23 %	1.	ALGECO s. r. o. TOUAX, s. r. o. FAGUS, a. s.	32 048	23 %	1.
Kleusberg GmbH & Co. KG	111 056	21 %	2.	KOVAR, a. s.	17 928	13 %	4.
Cadolto F.GmbH & Co. KG	103 232	20 %	3.	KOMA Mod. Const., s. r. o.	16 067	11 %	5.
ALGECO GmbH	75 724	15 %	4.	UNICO Modular, a. s.	11 498	8 %	6.
GRAEFF GmbH (Rosberger GmbH)	47 654	9 %	5.	PEGAS Container, s. r. o.	11 369	8 %	7.
STEIF BL GmbH (Hochtief AG)	31 659	6 %	6.	ContiMade, spol. s r. o.	6 064	4 %	8.
Cadolto Thüringen GmbH	14 963	3 %	7.	RAN, spol. s r. o.	2 356	2 %	9.
SÄBU Morsbach GmbH	10 495	2 %	8.	AB-Cont, s. r. o.	927	1 %	10.
Heinkel Modularbau GmbH	6 042	1 %	9.		142 269		∑
	521 936		∑				
BOLLE Holding GmbH: - Bolle Mob. Raum. GmbH COM Mobile Raum. GmbH Cona Raum. GmbH Concept Modularbau GmbH ERWE Container. GmbH G. Ungrund GmbH HANSA Baustahl GmbH Chandler Bau GmbH JB Containerhandel KB Container GmbH KNAUSS Raum. GmbH MJ-MODUL RENT GmbH MMS STROBL GmbH NUSSER M. Raum. GmbH OECON Mobilraum GmbH RENZ GmbH Schunk & Co. KG Specht Cont. GmbH Co.KG TRIMO	Malé podniky (§ 267 HGB) Obrat < 9 680 Suma A < 4 840 Počet prac. < 50 (nelze zjistit tržby v UR)						

Pozn.: Finanční částky jsou přepočteny pomocí kurzu (ČNB, 2014) z 31.12. 2011 - 25,800 CZK/EUR.

In:Příloha P IX, P X, UR (© 2008–2014),ORaSL (© 2012–2014), ČNB (© 2003–2014)

Výše uvedená tabulka (Tab. 22) nám tvoří ucelený přehled o přímé konkurenci analyzované společnosti, čímž nám identifikuje hlavní konkurenční subjekty, s kterými předmětná společnost soupeří v rámci konkurenčního boje na českém a německém trhu. Sekundárně nám pak tabulka poskytuje data o relativním tržním podílu mezi přímými konkurenčními subjekty. Jak můžeme vidět, společnost Fagus a. s., v rámci své přímé konkurence dosahuje 14% relativního tržního podílu, což je na českém trhu, po společnosti Touax, s. r. o. se 17% podílem a společností Algeco s. r. o. s 23% tržním podílem, třetí nejlepší umístění. Na německém trhu je pak největším přímým konkurentem společnost Alho Holding GmbH, která v rámci sledované přímé konkurence dosahuje 23% relativní tržní podíl. Na dalších místech za ní se pak následně umístila společnost Kleusberg GmbH & Co. KG (s 21% podílem) a společnost Cadolto Fertiggebäude GmbH & Co. KG (s 20% podílem).

V návaznosti na identifikaci hlavní konkurence si nyní určíme užší okruh konkurenčních subjektů, který dále podrobíme dalším analýzám (a to především deskriptivní analýze a analýze finančního zdraví pomocí spider grafu). Na základě konzultace výsledků identifikace konkurentů s managementem společnosti Fagus a. s., jsme vybrali následující konkurenční subjekty:

1. ALGECO s. r. o. (CZ),
2. KOVAR a. s. (CZ),
3. PEGAS Container s. r. o. (CZ),
4. ALHO Holding GmbH (DE),
5. ALGECO GmbH (DE),
6. KLEUSBERG GmbH & Co. KG (DE).

Rozhodnutí, která nás vedla pro výběr výše uvedených konkurenčních subjektů, jsou následující. U společnosti Algeco s. r. o., bylo rozhodujícím faktorem především umístění společnosti na první pozici v rámci srovnání českých konkurenčních subjektů. S touto společností si společnost Fagus a. s. konkuruje především na českém trhu (v Německu naopak probíhá spolupráce s mateřskou společností, kterou však také podrobíme detailnějšímu zkoumání). Další firmu, kterou jsme si zvolili pro následnou analýzu, je společnost Kovar a. s., která je charakteristická svým dynamickým rozvojem (v průběhu dvou let se společnost ze skupiny výrobců malých modulárních staveb přesunula do skupiny velkých staveb, kde se současně umístila na čtvrtém místě v rámci srovnání přímé konkurence). Jako zástupce regionálního konkurenta jsme si vybrali společnost PEGAS Container s. r. o. (tato společnost

realizuje svou ekonomickou činnost v obci Želechovice nad Dřevnicí). V rámci zahraniční konkurence jsme si záměrně pro další analýzu určili německou jedničku na trhu, společnost Alho Holding GmbH (a to z důvodu srovnání finanční výkonnosti). Poslední společnost, kterou si podrobněji přiblížíme je Kleusberg GmbH & Co. KG. Hlavním důvodem, proč jsme zvolili právě tuto společnost, je umístění společnosti na druhém místě v rámci německého trhu (v mezidobí let 2012–2014 se společnost zlepšila o dvě příčky). Současně se s touto společností společnost Fagus a. s. často setkává v rámci výběrových řízení.

### **ALGECO s. r. o. (CZ)**

Sídlo společnosti: Spytihněv, Olšík 568, 763 64

Základní kapitál: 63 mil. Kč

IČ: 25520334



Společnost Algeco s. r. o. vznikla v roce 1998 a v roce 2007 se stala součástí koncernu Algeco Scotman Group, což je přední světový poskytovatel obchodních služeb zaměřených na modulární konstrukce. Tato dceřiná společnost má v rámci tohoto koncernu zabezpečovat dva základní úkoly a to zajištění dostatečných zásob kontejnerových modulů pro všechny členy skupiny Algeco v rámci celé Evropy a současně uspokojit poptávku po modulární výstavbě na českém a slovenském trhu. Tento úkol společnost plní díky svému výrobnímu závodu ve Starém Městě, který byl postaven v roce 1999 a který v současné době dokáže za rok vyrobit kolem 6 tis. kontejnerových modulů za rok (pro srovnání výrobní kapacita společnosti Fagus a. s. je 4 tis. kontejnerových modulů za rok). Druhým úkolem společnosti je pak poskytování operativního leasingu modulárních kontejnerů na tuzemském a slovenském trhu. Tento předmět podnikání je zabezpečován díky síti obchodních poboček v Praze, Trnavě a Prešově a současně také díky síti nájemních dep, které bychom našli v Brně a Ostravě. Společnost dále uvádí, že 90 % jejich tržeb je tvořeno exportem, a to především do partnerských závodů v rámci EU. Zbýlých 10 % je pak tvořeno modulární výstavbou v České republice a pronájemem modulárních kontejnerů u nás a na Slovensku. (Hamšík, 2012a, s. 50–51)

Jelikož tato společnost již jednou podléhala srovnání s konkurencí (v rámci Analýzy konkurenčního prostředí společnosti Fagus a. s. v roce 2012), můžeme si naznačit určité závěry, na jejich potvrzení v rámci práce nebudeme mít dostatečný prostor. Společnost Algeco s. r. o. byla na základě analýzy konkurenční výhody zařazena do skupiny – Udržení zvláštnosti, která je charakteristická především vysokým stupněm odlišení se (pomocí vývoje

a inovací výrobního portfolia), avšak za cenu relativně vysokých nákladů (u společnosti bylo identifikováno velké úsilí v oblasti zlepšení výrobku, dále byl zjištěn vysoký poměr nákladů na tržbách, nízký obrat celkových aktiv a nízká zadluženost). (Hamšík, 2012a)

### **KOVAR a. s. (CZ)**

Sídlo společnosti: Leskovec 212, 756 11 Valašská Polanka

Základní kapitál: 5,4 mil. Kč

IČ.: 45197164



Společnost KOVAR a. s. byla založena v roce 1992, jakožto společnost vyrábějící ocelové konstrukce a jiné kovové výrobky pro Novou Huť v Ostravě. Z důvodu útlumu hutní výroby v ČR však tato výroba postupem času zanikla a společnost se začala orientovat na výrobu obytných a sanitárních kontejnerů a jejich sestav. Po svém dvacetiletém působení společnost v současné době zaměstnává 240 pracovníků a je významným výrobcem modulární výroby v ČR ale i v zahraničí (90 % produkce společnosti je určeno na export). Svou výrobu společnost zabezpečuje prostřednictvím výrobního areálu, který byl vybudován v prostorách bývalého zemědělského družstva Valašské Kotáry (obsahuje montážní halu, lakovnu, svařovnu, přípravnu dílů a sklad). Společnost byla v poslední době několikrát oceněna v rámci regionálních či celorepublikových soutěží (např. Odpovědná firma či Firma roku zlínského kraje). (Výroční zpráva Kovar, [2012], s. 3)

### **PEGAS Container s. r. o. (CZ)**

Sídlo společnosti: Kutnohorská 426, 109 00 Praha 10

Základní kapitál: 100 tis. Kč

IČ.: 26236893



Společnost PEGAS CONTAINER s.r.o. patří od roku 2001 k předním výrobcům obytných a sanitárních kontejnerů a modulárních staveb. Další činností společnosti je pronájem modulárních kontejnerů (včetně souvisejících služeb). Společnost svou ekonomickou činnost realizuje na dvou místech a to v Dolních Měcholupech, kde bychom našli nájemní středisko „Čechy“ a v Želechovicích nad Dřevnicí, kde je umístěn výrobní závod a nájemní depo „Morava“. Společnost se orientuje převážně na český trh, trh v Německu, Holandsku, Belgii, Švýcarsku a Dánsku. Společnost dále deklaruje, že nejvíce zakázek realizuje pro zákazníky ve stavebnictví, průmyslu, energetice, logistice, infrastruktuře a dopravě. (PegasContainer.cz, © 2013)

**ALHO Holding GmbH (DE)**

Sídlo společnosti: Hammer 1, 51598 Friesenhagen

Základní kapitál: 2,7 mil. EUR

HReg-Nr.: HRB4474



Společnost Alho Holding GmbH vznikla v roce 1990 a v současné době je leaderem německého trhu v oblasti modulární výstavby. Prostřednictvím svých osmi dceřiných společností působí tato společnost na čtyřech velkých trzích – a to v Německu, Francii, Beneluxu (Belgii, Holandsku a Lucembursku) a Švýcarsku. Kromě klasické výroby a prodeje vysoce kvalitních kontejnerů a modulárních staveb tato společnost dále poskytuje operativní leasing. V rámci svých nájemních parků, které se nachází v německých městech Coswig a Morsbach, francouzských městech Mitry More a Votrolles či švýcarském Wikonu, společnost nabízí svým zákazníkům více jak 20 tis. kusů nájemních kontejnerů. Také díky svým 7 výrobním závodům (Leipzig, Hamburg, Kerken, München, Leuven, Luxemburg a Vitrolles) a zhruba pěti stům kvalifikovaných zaměstnanců, byla tato společnost schopna od svého založení vyrobit kolem 200 tis. kusů modulárních kontejnerů. (Hamšík, 2012a, s. 53–55) Obdobně jako společnost Algeco s. r. o., byla společnost Alho Holding GmbH podrobena konkurenční analýze. Na jejím základě bylo zjištěno, že zmíněná společnost byla pomocí matice konkurenční výhody zařazena do skupiny – udržení zvláštnosti (obdobně jako Algeco s. r. o.). V rámci finanční situace si společnost nevedla dobře v oblasti rentability (kde byl identifikován vysoký podíl provozních nákladů na tržbách) a zadluženosti. Dobře si společnost naopak vedla v aktivitě (tj. v efektivitě využívání svého majetku). (Hamšík, 2012a)

**KLEUSBERG GmbH & Co. KG (DE)**

Sídlo společnosti: Wisserhof 5, 57537 Wissen

Základní kapitál: 25 tis. EUR

HReg-Nr.: HRA4525



Kleusberg Holding GmbH & Co. KG je společnost, která byla založena v roce 2004, avšak historie a tradice této společnosti sahá až do období po 2. světové válce. V této poválečné době se společnost zabývala především stavebním a nábytkovým truhlářstvím. Až později, zhruba na přelomu šedesátých a sedmdesátých let, společnost postavila první stavbu z modulárních kontejnerů. Od této doby se společnost začala orientovat na výstavbu modulárních kontejnerů a související služby (operativní leasing modulárních kontejnerů). Z malé regionální společnosti

vznikl velký nadnárodní koncern, který v současné době obsahuje pět společností (zabývající se od modulární výstavby po investování na burze)

Společnost Kleusberg Holding GmbH & Co. KG vlastní tři výrobně-technické závody (Kabelsketal-Dölbau, Remseck, Wissen), které celkem tvoří skoro 45 tis. m<sup>2</sup> výrobních prostor. Dále pak společnost působí prostřednictvím svých pěti poboček (Hamburg, München, Wissen, Remseck, Kabelsketal-Dölbau na čtyřech hlavních trzích –německém, belgickém, holandském a lucemburském). Nejvíce však své podnikatelské aktivity vyvíjí v rámci domácího trhu – tj. německého. Jak už jsme se dozvěděli výše, společnost se zabývá dvěma hlavními činnostmi. První z nich, výroba modulárních kontejnerů a staveb, tvoří téměř 70 % tržeb holdingu, zbylých 30 % je pak tvořeno pronájmem kontejnerových modulů. V oblasti modulární výstavby se společnost zaměřuje především na zákazníky průmyslového odvětví, pro které díky prostorové modulaci dokáže postavit široký sortiment užitných staveb, jako výrobní haly, technické sklady, laboratoře, kanceláře, zasedací místnosti, zaměstnanecké prostory, kuřácké kabiny či jídelní kantýny. V oblasti pronájmu je pak společnost Kleusberg nejstarším poskytovatelem této služby v Německu. (Hamšík, 2012a, s. 55–57)

Společnost Kleusberg Holding GmbH & Co. KG dosahovala v rámci srovnání konkurence (Hamšík, 2012a) výborných výsledků. V rámci matice konkurenční analýzy se společnost umístila v kvadrantu – Výjimečný úspěch, a to především díky relativně nízkým nákladům (ve srovnání s tržbami) a vysokou mírou diferenciací výrobkového portfolia (např. modulární systém výstavby TrendLine). V rámci analýzy finanční situace měla společnost nejlepší výsledky, ve srovnání s konkurencí, v rentabilitě a likviditě.

### **ALGECO GmbH (DE)**

Sídlo společnosti: Siemensstraße 17, 77694 Kehl

Základní kapitál: 25,5 tis. EUR

HReg-Nr.: HRB371960



Společnost Algeco GmbH (matka společnosti Algeco s. r. o.) je dalším z významných zahraničních poskytovatelů mobilní kontejnerové výroby a pronájmu v rámci Evropy. Tato společnost sídlí v německém městě Kehl a své služby zajišťuje prostřednictvím 14 poboček, které flexibilně vykrývají poptávku německých zákazníků. Algeco GmbH je od roku 2007 (obdobně jako společnost Algeco s. r. o.) členem skupiny Algeco Scotsman Group, která je vedoucím globálním poskytovatelem služeb spojených s přenosným ubytováním, modulárními stavbami či síťovým a komunikačním servisem. Skupina Algeco je tvořena

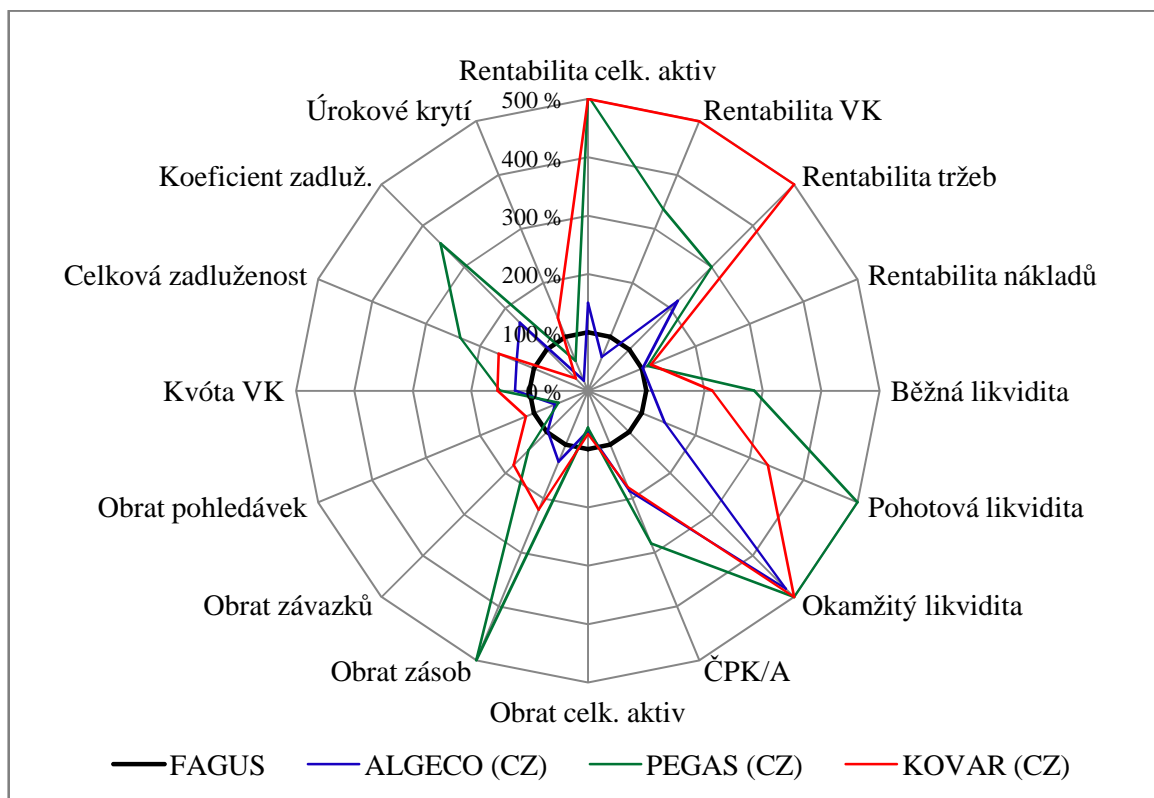
dceřinými společnostmi z více jak 25 zemí a díky svému nájemnímu parku, který čítá více jak 300 tis. nájemních kontejnerů, je největším světovým poskytovatelem operativního leasingu. (Wer-zu-wem.de, © 2002–2014)

### **Analýza finanční situace konkurenčních podniků**

V této kapitole diplomové práce se zaměříme na komparaci finanční situace podniku s vybranými konkurenčními subjekty a to pomocí spider grafu, což je metoda grafické analýzy, která umožňuje okamžité a přehledné posouzení finanční situace podniku vzhledem k jiným subjektům či odvětvovému průměru. Zmíněný graf je zpravidla tvořen čtyřmi kvadranty poměrových ukazatelů (tj. ukazateli rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti podniku). Jeho grafickým základem jsou soustředné kružnice, z jejichž středu vystupuje šestnáct paprsků, kde každý z nich vyjadřuje jeden poměrový ukazatel. Jako výchozí údaje pro srovnání mezi konkurenčními společnostmi jsme použili výsledky finančních ukazatelů společnosti Fagus a. s., což znamená, že černá tučná kružnice, která je ve spider grafu znázorněna jako 100% hranice, vyjadřuje finanční situaci společnosti Fagus a. s. Ostatní údaje, které ve spider grafu leží nad 100% hranicí, nám vyjadřují situaci, při které jsou konkurenční subjekty v daném ukazateli finanční analýzy lepší než společnost Fagus a. s. Jestliže ale údaje leží pod 100% hranicí, vyjadřuje nám to přesný opak. (Hamšík, 2012a, s. 62)

Grafickou analýzu jsme sestavili na základě metodiky (tj. vymezení finančních ukazatelů) uvedené v příloze P XII. Prostřednictvím českého a německého obchodního rejstříku jsme si vytvořili přehled finančních údajů (z výročních zpráv analyzovaných společností; Příloha P XIII) pomocí které jsme vyčíslili základní ukazatele finanční analýzy za rok 2011 (Příloha P XIV). Nakonec jsme data vizuálně zpracovali do podoby dvou spider grafů, kde jeden se zaměřuje na srovnání společnosti Fagus a. s. s vybranou českou konkurencí a druhý na srovnání s konkurencí německou. Musíme však upozornit na skutečnost, že horní mez zobrazovací plochy grafu jsme omezili 500 % (a to z důvodu dobré čitelnosti obou grafů). Jestliže takové hranice konkurenční společnosti dosáhly, znamená to, že v daném finančním ukazateli jsou MIN pětikrát lepší, než společnost Fagus a. s. Pokud však pozorovateli daného grafu nestačí pouze omezené výsledky grafické analýzy, musíme ho odkázat na Přílohu P XIV. Nyní si provedeme krátký komentář k výslednému srovnání.

## Grafická analýza finanční situace českých konkurentů



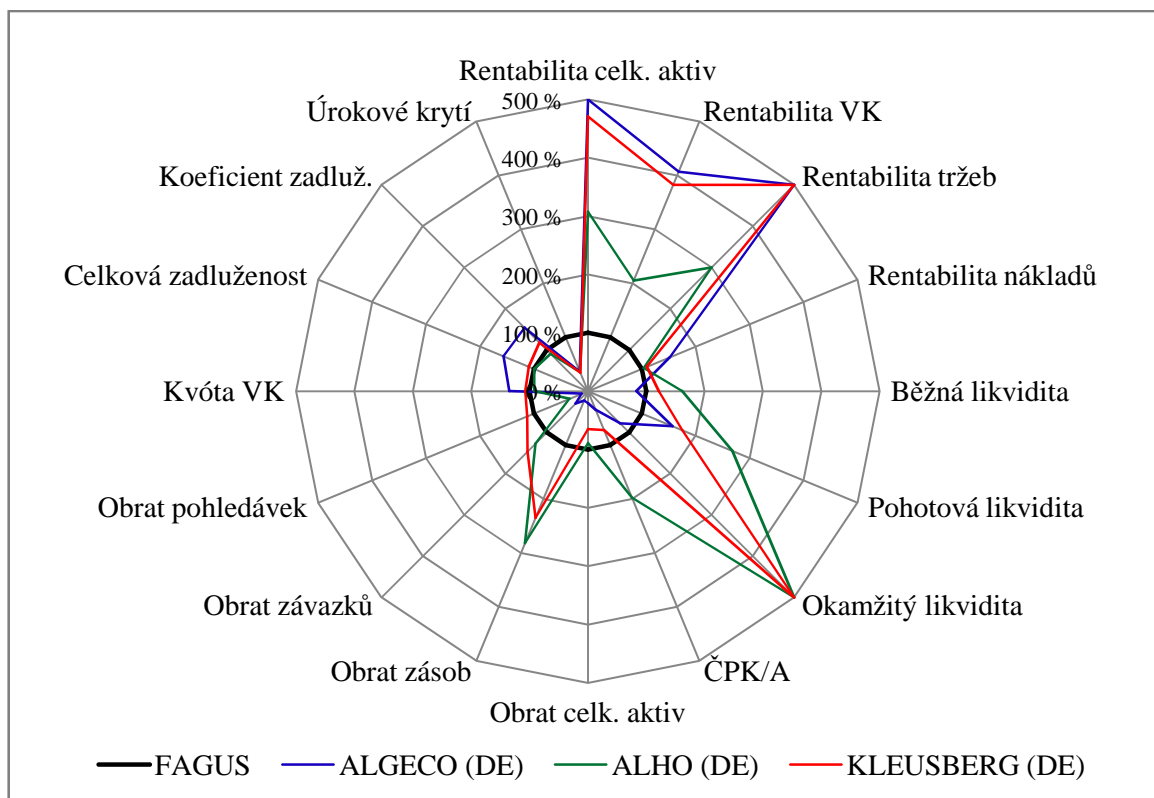
Obr. 11. Grafická analýza finanční situace vybraných českých konkurentů v roce 2011

In: Příloha P XIV

Jak můžeme vidět z výše uvedeného grafu (Obr. 11.) společnost Fagus a. s. si v porovnání s přímou českou konkurencí v roce 2011 nevede nejlépe. Nejvíce poddimenzované výsledky společnosti spatřujeme v I. a II. kvadrantu spider grafu, tj. v oblasti rentability a likvidity. Zde se společnost Fagus a. s. řadí mezi nejhorší podniky. Nízká rentabilita podniku je dle našeho názoru způsobena především vysokým podílem provozních nákladů na tržbách (a současně uplatňováním generické strategie nízké ceny), což nám dokazují také výsledky této analýzy. V oblasti likvidity pak společnost nejvíce zaostává v ukazateli CARA (tj. likviditě prvního stupně), což znamená, že společnost drží poměrně malou rezervu krátkodobého finančního majetku (tj. peněz v pokladně, na bankovních účtech či v podobě peněžních ekvivalentů). Podrobně se na tyto problémové oblasti zaměříme v detailní finanční analýze podniku Fagus a. s. za období let 2007–2013. Naopak pozitivně můžeme hodnotit obrat celkových aktiv, kde společnost zaujímá první příčku v rámci srovnání s konkurencí (to svědčí o efektivním využívání aktiv v podniku). Dobrých výsledků společnost dosahuje také v oblasti úrokového krytí, kde je druhým nejlepším podnikem.



## Grafická analýza finanční situace německých konkurentů



Obr. 12. Grafická analýza finanční situace vybraných německých konkurentů v roce 2011

In: Příloha P XIV

Pokud porovnáme spider graf, který analyzuje českou konkurenci, s grafem, který se zabývá konkurencí německou, zjistíme, že graf má velice podobný průběh. To znamená, že slabá místa společnosti Fagus a. s., se projevují také v komparaci s německou konkurencí. Opět můžeme vidět, že společnost dosahuje velice nízkých hodnot v oblasti rentability a likvidity. V oblasti aktivity a zadluženosti pak společnost dosahuje přibližně průměrných hodnot (můžeme si však povšimnout, že německé společnosti jsou více zadlužené než české, tzn., že v této oblasti jsou české firmy více konzervativní než ty německé). Také v oblasti zahraniční konkurence se společnost Fagus a. s. vyjímá v rámci dvou ukazatelů a to aktivity celkových aktiv a ukazatele úrokového krytí. Obecně můžeme považovat finanční situaci společnosti Fagus a. s. za stabilizovanou (avšak existují určité problémové oblasti, kterými by se management podniku měl dále zabývat).

### 5.1.7 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku

Dalším významnou součástí znaleckých posudků týkajících se ocenění podniku je analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly. Její úlohou je dle Maříka et al. (2011a, s. 77) posoudit

vnitřní vývojové možnosti oceňovaného podniku (tj. zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance a příležitosti plynoucí z rozvoje trhu a celého podnikového okolí či do jaké míry je podnik schopen čelit konkurenčním tlakům). V návaznosti na výše uvedené skutečnosti je pak důležité ohodnotit také konkurenční sílu oceňovaného podniku (tj. do jaké míry je podnik silný v rámci své ekonomické činnosti v komparaci s hlavními konkurenčními subjekty). Tyto aspekty se významně projevují v rozdělení tržních podílů.

Základním nástrojem posouzení vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku by se měla stát dle Maříka (2011a, s. 79) fundamentální analýza založená na rozboru účelných faktorů, které ovlivňují podnik. Ty můžeme dle autora rozdělit na faktory přímé, vnímané zákazníkem a faktory nepřímé (podpůrné), vytvářející určité prostředí. Nyní si tyto faktory blížeji přiblížíme:

- Přímé faktory (jedná se o kvalitu a technickou úroveň výrobku, cenu, dostupnost, distribuci, pružnost dodávek, servis, zasažení reklamou či celkovou image).
- Nepřímé faktory (jde o kvalitu managementu, výzkum a vývoj, konkurenční výhodu, certifikáty kvality, investice do majetku a lidské zdroje).

Bodové ohodnocení přímých faktorů jsme provedli na základě závěrů Hamšíka (2012a). Dílčí analýzy nepřímých faktorů uvádíme v příloze P XV. Syntézu výsledků analýzy konkurenční síly nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 23.), tj. diagram konkurenční síly.

Tab. 23. Profil konkurenční síly oceňovaného podniku

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity								Váhy x Body	
		Negativní		Průměrné			Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	Kvalita výrobků	3				x					9
	Technická úroveň výrobků	2				x					6
	Cenová úroveň	3						x			12
	Intenzita reklamy	2				x					6
	Výhody místa	1			x						2
	Výhody distribuce	1						x			4
	Image firmy	1						x			4
	Servis a služby	2				x					6
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3				x					9
	Výkonný personál	2				x					6
	Výzkum a vývoj	1			x						2
	Majetek a investice	2				x					6
	Finanční situace	1				x					3
<b>Celkem:</b>	<b>24</b>										<b>75</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

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

Dosažené hodnocení:  $75 / 144 = 52 \%$

Na základě diagramu konkurenční síly si provedeme odhad možného vývoje tržního podílu oceňovaného podniku. Jestliže dle Maříka et al. (2011a, s. 80) konkurenční síla vyjde v intervalu hodnot 40–60 %, máme si pro další postup v ocenění stanovit předpoklad, že firma si udrží svůj stávající podíl na trhu. Dosáhne-li však společnost hodnocení horšího než 40 %, znamená to, že svůj tržní podíl bude ztrácet, a naopak, bude-li dosahovat výsledku většího jak 60 %, bude tržní podíl získávat.

Jelikož společnost Fagus a. s. dosáhla v rámci analýzy konkurenční síly hodnocení na úrovni 55 %, budeme od roku předpokládat konstantní tržní podíl na jednotlivých relevantních trzích. (tržní podíl roku 2014 zjistíme pomocí extrapolace časové řady lineárním trendem na jednotlivých trzích). Vývoj tržních podílů na jednotlivých relevantních trzích nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 24.)

Tab. 24. Výsledný tržní podíl podniku Fagus a. s. na jednotlivých relevantních trzích

v %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1. fáze
Tržní podíl na CZ-NACE 2511	0,087 %	0,144 %	0,076 %	0,119 %	0,078 %	0,036 %	0,028 %
Tržní podíl na DE-NACE 2511	0,084 %	0,038 %	0,053 %	0,070 %	0,061 %	0,073 %	0,077 %
Tržní podíl na NL-NACE 2511	0,078 %	0,013 %	0,052 %	0,029 %	0,107 %	0,035 %	0,052 %

Pozn.: Odhad proveden pomocí extrapolace časové řady (2009–2013), prostřednictvím polynomu 1. stupně. Rovnice pro CZ-NACE 2511 je  $Y_t = -0,021x + 0,154$ ;  $R^2 = 0,653$ ; \*odhad  $t = 6$ . Rovnice pro DE-NACE 2511 je  $Y_t = 0,007x + 0,035$ ;  $R^2 = 0,762$ ; \*odhad  $t = 6$ . Rovnice pro NL-NACE 2511 je  $Y_t = 0,009x + 0,017$ ;  $R^2 = 0,186$ ; \*odhad  $t = 6$ .

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

V rámci prognózy tržního podílu na NL-NACE 2511 nám vyšel pomocí extrapolace časové řady lineárním trendem tržní podíl na úrovni 0,071 %. Tento tržní podíl však vysoce nadhodnocuje skutečnost. Proto provedeme korekci této hodnoty a stanovíme tržní podíl na úrovni prostého průměru, tj. na úrovni hodnoty 0,052.

### 5.1.8 Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb

Dle Maříka et al. (2011a, s. 93) by se prognóza tržeb měla odvíjet od výsledků předchozích kroků, a to:

- Analýzy a prognózy relevantního trhu;
- a Analýzy (a prognózy) vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku.

Předtím si však provedeme závěrečné zhodnocení perspektivnosti podniku. Budeme vycházet z předpokladu, že perspektivnost podniku (tak jak uvádí bostonská matice BSG) je dána atraktivností trhu a konkurenční silou podniku (tzn. faktory, kterým jsme věnovali v rámci strategické analýzy významnou pozornost). Na základě dále uvedených výsledků provedeme

zařazení podniku Fagus a. s. do upravené matice perspektivnosti podniku – Atraktivita trhu (54 %) a Konkurenční síla (52 %).

Konkurenční síla	Velká	③ Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	② Podniky s dobrou perspektivou	① Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	⑥ Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	⑤ <b>FAGUS, a. s.</b> Podniky s přijatelnou perspektivou	④ Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	⑨ Podniky téměř bez perspektivy	⑧ Podniky s malou perspektivou	⑦ Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
Atraktivita trhu				

Obr. 13. Matice perspektivnosti podniku Fagus a. s.

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Nyní se dostáváme k již samotnému závěru strategické analýzy, kterým je vlastní prognóza vývoje tržeb oceňovaného podniku. Tu získáme tak, že růst trhu získaný z analýzy a prognózy trhu vynásobíme růstem či poklesem tržního podílu získaného z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku [tj. zjednodušeně  $\text{Tempo růstu tržeb} = \text{Index růstu trhu} \times \text{Index tměny tržního podílu} - 1$ ]. Pokud z výše uvedeného vztahu vyjde výrazně odlišné tempo růstu, než vyplývalo z dosavadního vývoje tržeb, musí být schopni tuto změnu dostatečně vysvětlit, popřípadě budeme nuceni provést určité korekce. Jelikož jsme analyzovali tři relevantní trhy, provedeme prognózu tržeb každého z nich.

Návaznosti na výše uvedené skutečnosti si nyní popíšeme modifikovaný postup prognózy tržeb. Jejich hodnotu vypočítáme tak, že si nejprve určíme hodnotu tempa jejich růstu (použijeme upravený vztah  $[(100 + (\text{tempo růstu trhu}) \times (\text{tržní podíl}_t / \text{tržní podíl}_{t-1}) - 100]$ ). Následně si vyčíslíme „vypočtené tržby“ a to tak, že tržby společnosti Fagus a. s. na relevantním trhu v roce 2008, viz Tab. 19., 20., 21. vynásobíme tempem růstu tržeb roku následujícího, čímž získáme „vypočtené tržby“ za rok t+1. Tento postup opakujeme do té doby, dokud nezískáme predikci

tržeb za období let 2014–2018. Na závěr provedeme v období let 2008–2013 srovnání „tržeb vypočtených“ s tržbami skutečnými, čímž zjistíme odchylky užitého modelu predikce oproti skutečnosti. U zahraničních relevantních trhů musíme navíc provést převod „vypočtených tržeb“ z mld. EUR či USD na mil. hodnoty a následně dané hodnoty přepočítat do CZK (pomocí predikovaných kurzů zveřejněných na MFČR).

Výslednou prognózu tržeb dle jednotlivých relevantních trhů nám představují níže uvedené tabulky (Tab. 25., 26. a 27.).

Tab. 25. Prognóza tržeb podniku Fagus a. s. plynoucích z českého relevantního trhu

Trh v mld. Kč, tržby v mil. Kč		CZ-NACE2511		FAGUS, a. s.				
		Relevantní trh	Tempo růstu trhu	Tržní podíl	Tempo růst tržeb	Vypočtené tržby	Skutečné tržby	Δ v %
Mínulost	2008	45,132050		0,087 %		39 476 000	39 460 000	0,04
	2009	35,570984	-21,185 %	0,144 %	30,5 %	51 497 625	51 447 000	0,10
	2010	35,894603	0,910 %	0,076 %	-46,7 %	27 426 575	27 363 700	0,23
	2011	38,617722	7,586 %	0,119 %	68,5 %	46 202 177	46 099 000	0,22
	2012	31,376453	-18,751 %	0,078 %	-46,7 %	24 605 221	24 559 000	0,19
	2013	40,877881	30,282 %	0,036 %	-39,9 %	14 795 161	14 558 000	1,63
Prognóza	2014	38,973532	-4,659 %	0,028 %	-25,8 %	10 971 263		
	2015	41,051374	5,331 %	0,028 %	5,3 %	11 556 187		
	2016	43,050511	4,870 %	0,028 %	4,9 %	12 118 955		
	2017	45,569107	5,850 %	0,028 %	5,9 %	12 827 953		
	2018	48,197893	5,769 %	0,028 %	5,8 %	13 567 971		

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Tab. 26. Prognóza tržeb podniku Fagus a. s. plynoucích z německého relevantního trhu

Trh v mld. EUR, tržby v mil. Kč		DE-NACE2511		FAGUS, a. s.					
		Rel. trh	TR trhu	Tržní podíl	TR tržeb	Vypočtené tržby EUR	Vypočtené tržby CZK	Skutečné tržby	Δ v %
Mínulost	2008	25,163		0,084 %		21 018 402	524 240 983	524 240 994	0,000
	2009	20,901	-16,938 %	0,038 %	-62,4 %	7 897 846	208 858 533	207 112 000	0,84
	2010	22,205	6,239 %	0,053 %	48,2 %	11 702 661	295 960 305	295 970 620	0,00
	2011	25,049	12,808 %	0,070 %	49,0 %	17 435 982	428 681 065	433 197 149	-1,04
	2012	24,982	-0,267 %	0,061 %	-13,1 %	15 153 572	381 006 272	383 556 910	-0,66
	2013	27,103	8,490 %	0,073 %	29,8 %	19 674 251	511 019 005	510 993 698	0,005
Prognóza	2014	27,156	0,194 %	0,077 %	5,7 %	20 792 613	567 638 347		
	2015	28,576	5,231 %	0,077 %	5,2 %	21 880 360	595 145 779		
	2016	29,614	3,631 %	0,077 %	3,6 %	22 674 790	607 684 381		
	2017	30,665	3,551 %	0,077 %	3,6 %	23 479 927	619 870 070		
	2018	31,731	3,475 %	0,077 %	3,5 %	24 295 771	641 408 349		

Pozn.: Průměrný kurz CZK/EUR dle ČNB (2014): 2008: 24,942; 2009: 26,445; 2010: 25,290; 2011: 24,586; 2012: 25,143; 2013: 25,974. Predikce kurzu CZK/EUR dle MFČR (2014): 2014: 27,30; 2015: 27,20; 2016: 26,80; 2017: 26,40; 2018: 26,40.

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Tab. 27. Prognóza tržeb podniku Fagus a. s. plynoucích z holandského relevantního trhu

Trh v mld. USD, tržby v mil. Kč		NL-NACE 2511		FAGUS, a. s.					
		Rel. Trh	TR trhu	Tržní podíl	TR tržeb	Vypočtené tržby USD	Vypočtené tržby CZK	Skutečné tržby	Δ v %
Mínulost	2008	9,906		0,078 %		7 680 282	131 025 611	131 025 512	0,000
	2009	9,073	-8,416 %	0,013 %	-84,7 %	1 172 322	22 344 458	23 021 874	-2,94
	2010	7,495	-17,392 %	0,052 %	230,4 %	3 873 736	74 027 104	73 972 791	0,07
	2011	9,436	25,898 %	0,029 %	-29,8 %	2 719 845	48 114 065	48 156 459	-0,09
	2012	7,819	-17,130 %	0,107 %	205,8 %	8 316 209	162 914 537	164 335 998	-0,86
	2013	8,372	7,072 %	0,035 %	-65,0 %	2 912 630	57 000 171	56 777 076	0,393
Prognóza	2014	8,626	3,036 %	0,052 %	53,1 %	4 458 717	90 066 083		
	2015	9,154	6,115 %	0,052 %	6,1 %	4 731 381	95 100 768		
	2016	9,740	6,403 %	0,052 %	6,4 %	5 034 344	100 183 451		
	2017	10,209	4,814 %	0,052 %	4,8 %	5 276 714	103 423 586		
	2018	10,942	7,177 %	0,052 %	7,2 %	5 655 416	110 846 151		

Průměrný kurz CZK/USD dle ČNB (2014): 2008: 17,06; 2009: 19,06; 2010: 19,11; 2011: 17,69; 2012: 19,59; 2013: 19,57. Predikce kurzu CZK/USD dle MFČR (2014): 2014: 20,20; 2015: 20,10; 2016: 19,90; 2017: 19,60; 2018: 19,60.

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

V návaznosti na výše uvedené výsledky prognózy můžeme konstatovat, že vyčíslená tempa růstu tržeb na jednotlivých relevantních trzích jsou reálná (průměrné hodnoty v období let 2008–2013 jsou vysoké z důvodu vysoké variability tržeb v tomto období – a to především z důvodu působení finanční krize; nižší hodnoty průměrných temp růstu v predikovaném období svědčí o umírněném pohledu na budoucí ekonomický růst). Tuto premisu nám potvrzuje níže uvedená tabulka (Tab. 28.).

Tab. 28. Srovnání průměrných temp růstu skutečných a predikovaných tržeb

v %	2008–2013	2014–2018 (1. fáze)
Ø TR tržeb plynoucích z CZ	-6,860 %	0,144 %
Ø TR tržeb plynoucích z DE	10,300 %	4,340 %
Ø TR tržeb plynoucích z NL	64,175 %	15,520 %

In: vlastní zpracování na základě Tab. 25, 26., 27.

Posledním bodem, kterým se v rámci komentáře prognózy tržeb budeme zabývat, jsou již zmíněné odchylky „vypočtených“ a skutečných tržeb. Ty nám vyšly v tabulkách (Tab. 25., 26. a 27.) v poměrně zanedbatelných hodnotách (tyto nízké diference mohly být způsobeny především zaokrouhlováním, množstvím převodů měn či počítáním v nižších číselných řádech).

V rámci tvorby strategického finančního plánu budeme předpokládat, že položka Celkové tržby bude rozdělena na Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb (97,8 %) a Tržby z prodeje zboží (2,2 %), tj. na úrovni hodnot roku 2013.

## 5.2 Finanční analýza podniku Fagus a. s. za období let 2007–2013

V návaznosti na strategickou analýzu podniku, která nám vyjasnila tržní, lidský a technický potenciál podniku, se nyní zaměříme na posouzení potenciálu finančního a to prostřednictvím komplexní finanční analýzy. Ta dle Maříka et al. (2011a, s. 96) patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, což znamená, že se bez ní neobejde ani námi realizované ocenění podniku. Finanční analýza, jako součást oceňovacího procesu, by měla plnit dvě funkce a to:

- provést rozbor finančního zdraví podniku,
- a vytvořit základ (mantinely) pro finanční plán, ze kterého bude vycházet následně konečná výnosová hodnota.

Z výše uvedených skutečností je tedy patrné, že znalec (oceňovatel) musí z finanční analýzy vyvodit závěry, které se promítnou do výsledného ocenění a to zejména v níže uvedených oblastech:

- Oceňovatel by měl z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který z části vyplynul z provedené strategické analýzy.
- A současně doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření najde nějaké výrazné nedostatky či přednosti.

Komplexně zpracovaná finanční analýza podniku Fagus a. s. za období let 2007–2013, jejíž zpracování volně navazuje na již zpracovanou Finanční analýzu s predikcí objemu výroby společnosti Fagus a. s. (Hamšík, 2012b), je uvedena v příloze P XVI. Tato práce je z důvodu zaměření se na zjištění finančního potenciálu podniku doplněna také o srovnání výsledků s odvětvím (CZ-NACE 25) a vybranou přímou konkurencí (a to jmenovitě společnostmi Algeco s. r. o., Kovar a. s. a Pegas Container s. r. o.). S dílčími výsledky této práce se nyní podrobně seznámíme (pouze se srovnáním s odvětví CZ-NACE 25).

### 5.2.1 Výsledky analýzy absolutních ukazatelů

V rámci analýzy absolutních ukazatelů jsme provedli horizontální a vertikální analýzu rozvahy, výkazu zisku a ztráty a cash-flow (u CF byla analýza provedena pouze horizontálním způsobem). Dále jsme se podrobně zabývali rozbohem kategorií zisku a srovnáním majetkové a finanční struktury podniku a také vybraných komponent VZZ s odvětvím (CZ-NACE 25). Jelikož komplexně zpracovaná finanční analýza podniku Fagus a. s. je k dispozici pouze jako příloha na CD nosiči, poskytneme čtenáři diplomové práce přehled základních účetních dat (k vytvoření představy o analyzovaném podniku či

k případné verifikaci předložených údajů), ze kterých byly jmenované analýzy sestaveny. Tento přehled nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 29.)

Tab. 29. Přehled základních účetních dat společnosti Fagus a. s.

Účetní data v tis. Kč		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rozvaha	<b>Aktiva</b>	<b>303 749</b>	<b>335 127</b>	<b>202 695</b>	<b>213 451</b>	<b>216 879</b>	<b>289 604</b>	<b>320 306</b>
	Dlouhodobý majetek	88 122	160 859	65 629	62 361	63 878	70 121	71 037
	Oběžná aktiva	213 718	172 514	136 123	150 331	152 031	214 947	248 743
	Časové rozlišení aktiv	1 909	1 754	943	759	970	4 536	526
	<b>Pasiva</b>	<b>303 749</b>	<b>335 127</b>	<b>202 695</b>	<b>213 451</b>	<b>216 879</b>	<b>289 604</b>	<b>320 306</b>
	Vlastní kapitál	105 158	176 375	95 306	99 290	107 522	120 776	140 867
	Cizí zdroje	198 031	158 717	106 965	113 834	109 215	168 459	179 432
Časové rozlišení pasiv	560	35	424	327	142	369	6	
Výkaz zisku a ztráty	<b>Výnosy celkem</b>	<b>655 118</b>	<b>700 929</b>	<b>307 044</b>	<b>418 188</b>	<b>557 086</b>	<b>672 079</b>	<b>587 431</b>
	Provozní výnosy	645 584	678 989	297 399	409 988	548 410	663 557	579 417
	Finanční výnosy	9 534	21 940	9 645	8 200	8 676	8 522	8 014
	<b>Náklady celkem</b>	<b>641 668</b>	<b>687 251</b>	<b>306 167</b>	<b>411 445</b>	<b>550 183</b>	<b>664 257</b>	<b>564 173</b>
	Provozní náklady	632 911	669 710	294 611	404 763	542 352	654 490	556 257
	Finanční náklady	8 757	17 541	11 556	6 682	7 831	9 767	7 916
	EBITDA	22 955	23 211	3 793	9 581	9 643	10 668	26 367
	EBIT	13 450	13 678	888	6 893	7 047	8 014	23 515
	<b>EBT (VH před zdaněním)</b>	<b>13 450</b>	<b>13 678</b>	<b>877</b>	<b>6 743</b>	<b>6 903</b>	<b>7 822</b>	<b>23 258</b>
	EAT (VH za účetní období)	10 629	10 863	425	5 465	5 412	5 180	20 092
CF	Čistý peněžní tok z PČ	8 130	-39 836	-24 153	11 171	2 754	-19 429	-67 966
	Čistý peněžní tok z IČ	-8 094	-35 917	27 752	-9 877	-480	2 985	-27 823
	<b>Čisté +/- peněžních prostředků</b>	<b>24 228</b>	<b>-11 192</b>	<b>229</b>	<b>-594</b>	<b>2 964</b>	<b>-16 574</b>	<b>-35 420</b>

In: Příloha P XVI

Nyní si představíme základní výsledky analýzy absolutních ukazatelů.

Na základě provedené horizontální analýzy aktiv jsme zjistili, že hodnota položek aktiv byla v rámci analyzovaných let významně ovlivněna především přecenění majetku a zásob (souvisejícím s rozdělením štěpení a rozdělení štěpením sloučením), dále pak světovou hospodářskou krizí a v posledních letech také oživením evropských ekonomik a trhů. V závislosti na těchto vlivech se celková bilanční suma vyvíjela skokově a to především v mezidobí let 2008–2009, kdy hodnota bilanční sumy poklesla o 40 %. Tento jev byl způsoben především propadem majetkových položek rozvahy. V období let 2010–2013 se pak bilanční suma vyvíjela růstově a to především v důsledku přírůstku rozvahových položek zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek (KFM). Horizontální analýza pasiv nám pak identifikovala především změny trendů ve finanční struktuře. Vlastní kapitál v období let 2007–2008 významně vzrostl, což bylo způsobeno především již zmíněným přeceněním majetku a závazků. V období let 2011–2013 pozitivně hodnotíme nárůst VK a naopak negativně nárůst cizích zdrojů (především krátkodobých závazků).



Z vertikální analýzy jsme zjistili, že majetková struktura podniku je charakteristická vysokým podílem oběžných aktiv (OA) na aktivech, kdy OA oscilují kolem hodnoty 70 % z celkových aktiv. Tento jev je zapříčiněn především vysokou participací zásob (nedokončené výroby a materiálu) na celkových aktivech. Na základě tohoto zjištění jsme stanovili hypotézu, že zmíněná skutečnost nám negativně ovlivní ukazatele čistý pracovní kapitál (ČPK), čistý peněžně-pohledávkový fond (ČPPF) a ukazatele likvidity. Dále jsme z vertikální analýzy pasiv zjistili, že společnost vykazuje 50 % podíl cizích zdrojů (CZ) na celkové bilanční sumě a to i přes skutečnost, že společnost v rámci analyzovaných let netvořila žádné rezervy a nevykazovala žádné bankovní úvěry (až od roku 2011 a to pouze v hodnotě do 1 mil. Kč). To znamená, že celou hodnotu CZ tvoří hlavně krátkodobé závazky (především krátkodobé závazky z obchodních vztahů a krátkodobé přijaté zálohy). Z těchto informací jsme vyvodili hypotézu vysokého podílu krátkodobých závazků (KZ) na bilanční sumě, která se bude projevovat v ukazatelích likvidity, zadluženosti a ukazateli doby splatnosti závazků. Zmíněné hypotézy nám potvrdilo také provedení srovnání majetkové a finanční struktury s odvětvím.

Následně se dostáváme k analýze výkazu zisku a ztráty, kde horizontální analýza výnosů nám znázornila trend vývoje výnosů v čase. Zjistili jsme, že v rámci analyzovaných let je výnosová struktura společnosti Fagus a. s. ovlivněna především světovou hospodářskou krizí, která v roce 2009 zapříčinila propad tržeb o 56 %. Sekundárně se na tomto propadu podepsalo také rozdělení odštěpením sloučením, které ovlivnilo především tržby z prodeje zboží, vlastních výrobků a služeb či tržby z prodeje dlouhodobého majetku (DM). Po významném propadu tržeb v roce 2009 jsme v následujících letech identifikovali rostoucí trend výnosů (mimo rok 2013), což jsme hodnotili jako pozitivní jev (v roce 2012 byl vysoký nárůst výnosů způsoben především významným nárůstem položky Změna stavu zásob vlastní činnosti o 71 807 tis. Kč).

Rok 2013 byl pak naopak specifický propadem celkových výnosů a to s ohledem na negativní změnu zásob vlastní činnosti (tj. došlo ke spotřebě nebo prodeji části či celé počáteční zásoby – jinak řečeno produkci minulého období). Sekundárně byl pak tento propad ovlivněn poklesem všech provozních výnosových položek kromě tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, které vzrostly o 3,29 % či tržeb z prodeje dlouhodobého majetku (nárůst o 96,95 % proti roku předcházejícímu, což v absolutním vyjádření představuje nárůst 381 tis. Kč). Tento jev byl způsoben především realizací velkých zakázek s vyšší ziskovou marží.

Souběžně provedená horizontální analýza nákladů identifikovala obdobné trendy jako u analýzy výnosů. Největší snížení nákladů (provozních i finančních) nastalo v roce 2009 (v řádu 50 %), a to v důsledku propadu zakázek a snahy managementu optimalizovat některé provozní nákladové položky. Klasicky se nám v tomto roce projevilo také rozdělení odštěpení sloučením. V období let 2010–2012 identifikujeme stabilní nárůst nákladů kolem 40 %, který je dán zvyšující se výrobou. V roce 2013 se pak provozní náklady snížily o 17,66 % a to především díky snaze managementu snížit provozní náklady (a to za situace, kdy tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb rostly v porovnání s rokem minulým o 3,29 %).

Z vertikální analýzy výnosů pak vyplynulo, že největší podíl na výnosech mají provozní výnosy (96–99 %). Struktura těchto výnosů se pak v horizontu analyzovaných let nijak významně neměnila, a to s výjimkou tržeb z prodeje zboží, která se v roce 2009 (v důsledku odtržení střediska “Nájemní kontejnery“) snížila o přibližně 2,5 %. Rok 2013 je pak naopak charakteristický významným navýšením podílu položky tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb na výnosech, a to o 15 % oproti roku přecházejícímu, což mohlo být způsobeno poklesem poměrové základny v roce 2013, popřípadě realizací staveb, které byly charakteristické vyšší ziskovou marží oproti standardní výrobě. Na základě vertikální analýzy nákladů byl zjištěn především vysoký podíl nákladů na celkových výnosech (95–97 %), což nám významně ovlivňuje rentabilitu společnosti. Jako pozitivní trend jsme však hodnotili snahu managementu snížit provozní náklady, která se projevila snížením jejich podílu na výnosech v roce 2013 (a to na úroveň 94,69 %).

Analýza kategorií zisku nám znázornila konstrukci a výsledné hodnoty EBITDA, EBIT, EBT a EAT. Jejich vývoj jsme obšírně komentovali. Následně byla provedena také jejich horizontální a vertikální analýza, ze které jsme zjistili jak jednotlivé položky (odpisy, úroky a daně) ovlivňují výsledné hodnoty dílčích kategorií zisku. Nyní si provedeme zjednodušený komentář k dané problematice. Z horizontální analýzy kategorií zisku jsme zjistili, že EBITDA v období let 2007–2008 vzrostla o 1,13 % na výsledných 23,214 mil. Kč. Tyto vysoké hodnoty zisku ve zmíněném období byly způsobeny především vysokou provozní aktivitou společnosti. V roce 2009 jsme naopak identifikovali významný propad EBITDA, který činil 83,66 %. Ten byl způsoben především propadem počtu realizovaných zakázek v důsledku působení hospodářské krize. V následujících letech 2010–2012 jsme identifikovali rostoucí trend EBITDA a to především z důvodu zvyšující se provozní činnosti společnosti (růst poptávky po krizi). V roce 2013 pak EBITDA dosahuje rekordní hodnoty, kdy společnost dokázala vygenerovat rekordní zisk ve výši 26 367 tis. Kč. Tato skutečnost

byla způsobena dvěma faktory a to poklesem provozních nákladů z důvodu snahy managementu o jejich optimalizaci a realizací zakázek s vysokou ziskovou marží. Trend vývoje EBIT je obdobný jako u EBITDA. Hodnota EBIT je negativně ovlivněna sumou odpisů, která EBIT o stejnou částku snižuje. V roce 2009 se hodnota odpisů snížila o 69,53 %. Tento jev způsoben převodem části DHM na odštěpenou společnost Fagus Invest a. s. Od roku 2009 do roku 2011 můžeme vidět stabilní pokles hodnoty odpisů, což nám pozitivně ovlivňuje hodnotu EBIT. Naopak v roce 2011–2013 identifikujeme opačný trend. Další kategorií zisků, které jsme věnovali pozornost, je EBT, který je ovlivněn nákladovými úroky. Ty jsou však v období let 2007–2008 nulové. Jejich působení sledujeme až od roku 2009 a to pouze v omezené míře. Hodnota EBT je v rámci analyzovaných let velice podobná hodnotě EBIT. V návaznosti na analýzu EBT se dostáváme ke komentáři vývoje EAT, kdy jeho hodnota v období let 2007–2009 byla pozitivně ovlivněna klesající daňovou sazbou. V prvních dvou analyzovaných obdobích vykazoval EAT hodnoty nad úrovní 10 mil. Kč. V roce 2009 dochází k propadu EAT v porovnání s rokem předchozím o 96,09 % (na 425 tis. Kč) V období let 2009–2010 se EAT zvýšil o 1185,88 % na částku 5,465 mil. Kč. Tento nárůst byl způsoben především zvýšením tržeb z provozní činnosti. V dalších dvou obdobích (2011 a 2012) jsme identifikovali mírný pokles EAT. V roce 2013 se pak EAT jednorázově zvýšil o 288 % v porovnání s rokem předchozím na hodnotu 20 092 tis. Kč, což bylo způsobeno optimalizací provozních nákladů a realizací rentabilnějších zakázek.

Na základě vertikální analýzy kategorií zisku jsme zjistili klesající odpisovou náročnost, která v roce 2007 činila 41,41% podíl na EBITDA a v roce 2013 již tento poměr byl pouze 10,82 %. Naopak nákladové úroky v rámci analyzovaných let zvyšují svůj procentuální podíl na EBITDA a to z 0,29% podílu v roce 2009 na 1,80% podílu v roce 2012. V roce 2013 jsme pozorovali snížení podílu nákladových úroků na výslednou hodnotu 0,98 %. V oblasti daňové náročnosti se u analyzovaného podniku projevilo již zmíněné hledisko snižující se daňové sazby. V roce 2012 se daňová náročnost naopak zdvojnásobila, což bylo způsobeno nárůstem připočitatelných položek k základu daně (o cca 11 mil. Kč vlivem tvorby nedaňové OP). V roce 2012 jsme opět viděli pokles daňové náročnosti, který byl způsoben především nárůstem rozvrhové základny.

V rámci analýzy výkazu zisku a ztráty bylo na závěr provedeno opět odvětvové srovnání, a to vybraných komponent výkazu zisku a ztráty (VZZ), které nám znovu potvrdilo zmíněné premisy, jež jsme stanovili v průběhu horizontální a vertikální analýzy VZZ. Toto srovnání nám dále identifikovalo problémy v cenotvorbě a v nákladové struktuře podniku.

Poslední provedená analýza absolutních ukazatelů, tj. horizontální analýza cash-flow, zjistila nedostatky v peněžních tocích. V období let 2008–2010 totiž analyzovaná společnost vykazovala významné snížení peněžních prostředků nebo pouze jejich mírné navýšení. Ještě markantnější propad byl zaznamenán v roce 2012. Analýza CF nám identifikovala problémy v likviditě společnosti.

### 5.2.2 Výsledky analýzy rozdílových ukazatelů

Čistý pracovní kapitál analyzované společnosti v rámci všech analyzovaných let dosahoval kladných hodnot, což znamená, že krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci jsou kryty krátkodobým majetkem (tzn., že pokud by společnost dokázala oběžný majetek zpeněžit, uhradila by veškeré krátkodobé cizí zdroje). V rámci analýzy však vyplynula skutečnost, že hodnota ČPK je negativně ovlivněna vysokým podílem zásob na oběžných aktivech (zásoby vážou peněžní prostředky). Zmíněnou hypotézu nám následně potvrdil ukazatel čistý peněžně-pohledávkový fond, který je ve všech analyzovaných letech významně záporný. Na základě těchto výsledků jsme stanovili předpoklad, že i poměrové ukazatele likvidity – QUIRA a CARA budou vycházet pod hranicemi doporučených hodnot. Jako pozitivní trend jsme hodnotili postupné snižování záporné hodnoty ČPPF v letech 2007–2011, které však bylo přerušeno dalším významným zhoršením zmíněného ukazatele v letech 2012–2013.

Tab. 30. Přehled výsledků rozdílových ukazatelů společnosti Fagus a. s.

Rozdílové ukazatele (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ČPK = OA - KCZ	24 401	32 015	41 830	46 501	51 495	51 765	75 102
ČPPF = (OA - Z - NP) - KCZ	-84 421	-36 105	-21 846	-20 201	-21 293	-102 403	-63 300

In: Příloha P XVI

### 5.2.3 Výsledky analýzy poměrových ukazatelů

Analýza rentability nám potvrdila stanové premisy v rámci horizontální a vertikální analýzy. Podnik v rámci všech ukazatelů rentability v rámci analyzovaných let vykazuje výrazně nižších hodnot než odvětvový průměr. Při srovnání rentability s přímou konkurencí je rozdíl hodnot ještě markantnější. Obecně se ukazatele rentability v prvních dvou analyzovaných letech (2007–2008) vyvíjely pozitivně, dosahovaly relativně vysokých hodnot (což bylo způsobeno příznivým vývojem kategorií zisku). V roce 2008 je již rentabilita (především ukazatel ROE a ROCE) ovlivněna přeceněním majetku a závazků, což mělo za důsledek

68% nárůst VK. V roce 2009 dochází k propadu všech ukazatelů rentability a to z důvodu dvou faktorů – rozdělením odštěpením sloučením a dopady hospodářské krize. V letech 2010–2012 vidíme mírné zlepšení ukazatelů, které se však drží na přibližně stejných úrovních (rok 2012 je specifický mírným zhoršením). V roce 2013 se pak podprůměrná rentabilita významně zlepšila, což bylo způsobeno optimalizací provozních nákladů a realizací zakázek s vyšší ziskovou marží (což nám potvrdil také ukazatel PMOS).

Tab. 31. Přehled výsledků rentability společnosti Fagus a. s.

Ukazatelé rentability	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA = EBIT/ΣA	4,43%	4,08%	0,44%	3,23%	3,25%	2,77%	7,34%
ROA ve CZ-NACE 25	13,60%	9,00%	5,97%	5,82%	4,55%	8,33%	x
ROE = EAT/ΣVK	10,11%	6,16%	0,45%	5,50%	5,03%	4,29%	14,26%
ROE ve CZ-NACE 25	18,66%	14,91%	7,76%	8,19%	6,45%	11,83%	x
ROCE = (EAT+úroky)/ΣVK+DZ	9,33%	5,58%	0,40%	5,14%	4,79%	4,26%	13,92%
ROCE ve CZ-NACE 25	18,96%	15,42%	8,10%	7,86%	6,25%	11,94%	x
ROS = EBIT/Σtržby	2,28%	1,97%	0,32%	1,74%	1,34%	1,40%	4,04%
ROS ev CZ-NACE 25	10,64%	7,19%	6,33%	5,72%	3,91%	7,12%	x
ROC = 1 - ROS	97,72%	98,03%	99,68%	98,26%	98,66%	98,60%	95,96%
ROC ve CZ-NACE 25	89,36%	92,81%	93,68%	94,28%	96,09%	92,88%	x
PMOS = EAT/Σtržby	1,80%	1,56%	0,15%	1,38%	1,03%	0,90%	3,45%
PMOS ve CZ-NACE 25	10,64%	7,19%	6,33%	3,69%	3,23%	4,92%	x

In: Příloha P XVI

Analýza likvidity nám potvrdila hypotézy stanovené u horizontálního a vertikálního rozboru a současně také u analýzy rozdílových ukazatelů. Ukazatel CURA (obdobně jako ČPK) identifikoval skutečnost, že společnost je schopna veškeré krátkodobé cizí zdroje uhradit přeměnou oběžných aktiv. Důležité je však zmínit, že výsledky tohoto ukazatele se pohybují pod úrovní spodní hranice doporučených hodnot (1,5–2,5), což je alarmující skutečnost s ohledem na to, že jsme identifikovali nadprůměrný podíl zásob na oběžném majetku. Také ve srovnání s odvětvím a přímou konkurencí společnost vykazovala podprůměrné hodnoty. Hodnota ukazatele QUIRA se dle předpokladů propadla pod doporučené hodnoty (1–1,5), což bylo zapříčiněno již zmíněným vysokým podílem zásob na OA (což nám již potvrdil ČPPF). Výsledky QUIRA nám říkají, že společnost by přeměnou očištěných OA o zásoby již nedokázala plně uhradit své krátkodobé cizí zdroje, tzn., že by i přes tuto skutečnost musela prodat velký podíl svých zásob, což by ale společnost mohlo ohrozit z pohledu

ochromení její podnikové výroby. Obdobně jako u předchozího ukazatele výsledky odvětví a přímé konkurence dosahovaly intervalu doporučených hodnot. U ukazatele CARA společnost překvapivě vykazuje hodnoty nad úroveň minimální doporučené hodnoty MPO (0,2). Současně se také pohybuje na úrovni odvětvového průměru. V komparaci s výsledky přímé konkurence (mimo společnost Algeco s. r. o.) společnost dosahuje nízkých hodnot.

Tab. 32. Přehled výsledků likvidity společnosti Fagus a. s.

Ukazatelé likvidity	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
$CURA = OA / \sum KZ + KBÚ$	1,13	1,23	1,44	1,45	1,51	1,32	1,43
CURA ve CZ-NACE 25	1,48	1,40	1,75	1,71	1,71	1,68	x
$QUIRA = (OA - Z) / \sum KZ + KBÚ$	0,55	0,74	0,77	0,81	0,79	0,37	0,64
QUIRA ve CZ-NACE 25	0,85	0,80	1,10	1,10	1,01	1,03	x
$CARA = KFM / \sum KZ + KBÚ$	0,22	0,21	0,34	0,30	0,34	0,11	0,28
CARA ve CZ-NACE 25	0,21	0,21	0,33	0,32	0,27	0,24	x

In: Příloha P XVI

Na základě provedené analýzy ukazatelů aktivity jsme zjistili, že ukazatel vázanosti celkových aktiv dosahuje velice dobrých výsledků a to jak ve srovnání s odvětvím tak také ve srovnání s přímou konkurencí společnosti, což svědčí o efektivním využívání majetku společnosti. Obdobný trend identifikujeme také u ukazatele relativní vázanosti stálých aktiv. Dalším ukazatelem, který jsme podrobili analýze, je obrat zásob společnosti. Ten se vyvíjí na úrovni průměrné hodnoty obrátky, která činí 6 obrátů za rok. Na základě srovnání s odvětvím jsme zjistili, že tento ukazatel osciluje na úrovni odvětvového průměru. Pokud se zaměříme na srovnání s konkurencí, ta dosahuje mnohem většího obrátu, což je způsobeno držením menšího podílu zásob oproti dosaženým tržbám. Při srovnání doby inkasa pohledávek a doby obratu závazků jsme zjistili, že společnost Fagus a. s. ve všech analyzovaných letech vykazuje vyšší dobu splatnosti závazků (v průměru 106 dní) než dobu inkasa pohledávek (v průměru 40 dní). Z tohoto srovnání vyplývá skutečnost, že dodavatelé analyzované společnosti významně napomáhají financovat provoz společnosti a to v průměru 66 dní v roce (tj. dodavatelský úvěr). V návaznosti na tuto skutečnost je patrné, že společnost si pomocí neplacení závazků ve stanovené době napomáhá kompenzovat nedostatečnou likviditu v průběhu roku (která je vázána v zásobách a výrobě). Doba inkasa pohledávek společnosti Fagus a. s. je výrazně lepší než u společností v odvětví či u konkurenčních subjektů. Naopak doba splatnosti závazků je v závislosti na zmíněnou problematiku horší.

Tab. 33. Přehled výsledků aktivity společnosti Fagus a. s.

Ukazatelé aktivity	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vázanost CA (VCA) = $\sum A / \sum \text{tržby}$	51,52	48,24	72,02	53,73	41,12	50,90	55,20
Obrat CA (OCA) = $\sum \text{tržby} / \sum A$	1,94	2,07	1,39	1,86	2,43	1,96	1,81
VCA ve CZ-NACE 25	78,00	79,87	98,00	98,43	85,90	85,44	x
OCA ve CZ-NACE 25	1,28	1,25	1,01	1,02	1,16	1,17	x
Rel. vázanost SA (RVSA) = $\sum SA / \sum T$	14,95	23,15	23,32	15,70	12,11	12,25	12,20
Obrat SA (OSA) = $\sum \text{tržby} / \sum SA$	6,69	4,32	4,29	6,37	8,26	8,16	8,20
RVSA ve CZ-NACE 25	36,94	40,22	46,15	44,29	38,39	34,00	x
OSA ve CZ-NACE 25	2,71	2,49	2,17	2,26	2,60	2,94	x
Obrat zásob (OZØ) = $\sum \text{tržby} / \text{Ø zásoby}$	6,25	7,85	4,27	6,09	7,56	5,04	3,98
Obrat zásob (OZ) = $\sum \text{tržby} / \sum \text{zásoby}$	5,42	10,20	4,42	6,00	7,25	3,71	4,21
Doba obr. zásob (DOZ) = $365 / OZ$ [dny]	67,37	35,79	82,58	61,28	50,37	98,30	86,75
OZ ve CZ-NACE 25	5,78	6,00	5,27	5,23	5,12	5,28	x
DOZ ve CZ-NACE 25 [dny]	63,14	60,87	69,20	69,83	71,33	69,06	x
Obrat poh. (OPØ) = $\sum \text{tržby} / \text{Ø pohl.}$	9,13	10,01	4,88	8,55	10,83	13,02	11,11
Obrat pohl. (OP) = $\sum \text{tržby} / \sum \text{pohl.}$	9,20	9,29	6,93	7,59	11,71	13,34	9,40
Doba ink. pohl. (DIP) = $365 / OP$ [dny]	39,67	39,29	52,65	48,12	31,16	27,36	38,82
OP ve CZ-NACE 25	5,51	6,05	4,37	4,05	4,77	4,37	x
DIP ve CZ-NACE 25 [dny]	66,28	60,34	83,57	90,18	76,54	83,52	x
Obrat závazků (OZØ) = $\sum \text{tržby} / \text{Ø záv.}$	3,35	3,89	2,12	3,60	4,74	4,14	3,36
Obrat závazků (OZ) = $\sum \text{tržby} / \sum \text{záv.}$	2,98	4,38	2,63	3,49	4,86	3,41	3,26
Doba spl. záv. (DSZ) = $365 / OZ$ [dny]	122,60	83,39	138,72	104,59	75,10	107,19	111,95
OZ ve CZ-NACE 25	4,04	3,87	3,29	2,89	3,33	3,57	x
DSZ ve CZ-NACE 25 [dny]	90,27	94,40	111,06	126,14	109,71	102,33	x

In: Příloha P XVI

Poslední částí poměrových ukazatelů, kterou jsme se zabývali, byly ukazatelé zadluženosti. První ukazatel, celková zadluženost, dosahoval průměrných hodnot na úrovni 55 %, což znamená, že společnost Fagus a. s. je o něco více zadlužená než odvětví (51 %). Alarmující je však fakt, že u odvětví jsou ve výsledných hodnotách započítány i použité bankovní úvěry a výpomoci, které však společnost Fagus a. s. nemá (a to až do roku 2011, kdy však společnost využívá úvěrů, které však dosahují hodnot MAX do 1 mil. Kč). Zadlužení je tedy z velké části způsobeno krátkodobými a dlouhodobými závazky. Jelikož dlouhodobé závazky mají ve finanční struktuře pouze zanedbatelný podíl, zadlužení je způsobeno především vysokým podílem krátkodobých závazků. Tento vysoký podíl závazků je způsoben především „záměrným“ neplacením závazků v době splatnosti, čímž si společnost napomáhá kompenzovat nedostačující likviditu. Koeficient

zadluženosti osahuje ve všech analyzovaných letech (kromě roku 2008) hodnot vyšších než 1, což znamená, že analyzovaná společnost by nedokázala pokrýt cizí zdroje vlastním kapitálem. Z tohoto důvodu by společnost Fagus a. s. měla snížit cizí zdroje (a to především krátkodobé závazky), a to na úroveň, kdy jsou cizí zdroje kryty vlastním kapitálem. Ukazatel úrokového krytí se u společnosti Fagus a. s. odvíjí pozitivně, jelikož vykazuje vysokých hodnot, a to i ve srovnání s odvětvím či přímou konkurencí.

Tab. 34. Přehled výsledků zadluženosti společnosti Fagus a. s.

Ukazatelé zadluženosti	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková zadluženost = $\sum CK / \sum KZ + KBÚ$	65,20%	47,36%	52,77%	53,33%	50,36%	58,17%	56,02%
Celková zadluženost ve CZ-NACE 25	51,03%	53,17%	49,47%	51,63%	51,97%	49,05%	x
Kvóta VK = $\sum VK / \sum A$	34,62%	52,63%	47,02%	46,52%	49,58%	41,70%	43,98%
Kvóta VK ve CZ-NACE 25	48,57%	46,08%	48,99%	45,80%	44,97%	49,00%	x
Koeficient zadluženosti = $\sum CK / \sum VK$	1,88	0,90	1,12	1,15	1,02	1,39	1,27
Koeficient zadluženosti ve CZ-NACE 25	1,05	1,15	1,01	1,13	1,16	1,00	x
Úrokové krytí = $EBIT / \sum N \text{ úroky}$	x	x	80,73	45,95	48,94	41,74	91,14
Úrokové krytí v CZ-NACE 25	16,51	9,17	6,80	8,58	7,68	9,09	x

In: Příloha P XVI

#### 5.2.4 Výsledky analýzy soustav ukazatelů

Rozklad rentability vlastního kapitálu (ROE) s obšírným komentářem jeho vývoje a srovnáním s odvětvím (CZ-NACE 25) je součástí již zmíněné přílohy P XVI. Bankrotní modely ve většině případů vykazovaly výsledné hodnoty v oblasti tzv. šedé zóny, což znamená, že u analyzovaného podniku nemůžeme jednoznačně určit jeho výsledný stav. Pouze v jednom roce (2011), u Altmanova Z-skóre, společnost dosáhla hodnoty větší než 2,9 (3,142), což znamená, že se společnost vyskytla v tzv. pásmu prosperity. Analyzovanou společnost jsme dále podrobili také jednomu bonitnímu modelu (Kralickův Quicktest), ve kterém však analyzovaná společnost dosahovala spodní hranice pásma šedé zóny, tj. identifikovali jsme určité problémy s bonitou podniku.

#### 5.2.5 Závěrečný výrok o finanční situaci podniku

Na základě výše uvedených skutečností provedeme v této kapitole závěrečné zhodnocení finanční situace oceňovaného podniku za období let 2007–2013. Společnost Fagus a. s. můžeme dle výsledků této práce označit za stabilní podnik, tj. podnik s průměrnou finanční situací, u kterého jsme však v rámci analyzovaných let 2007–2013 identifikovali několik problémových



oblastí, které po finanční stránce společnost ohrožují či zhoršují jeho celkové hospodaření. Tyto problémové oblasti by pak z hlediska procesu ocenění podniku mohly významně ovlivňovat potenciální vývoj či samotný výnosový potenciál podniku, který je hlavním předpoklad výnosového ocenění. Hlavními slabými místy oceňované společnosti jsou:

- **vysoká participace OM (zásob) na celkových aktivech,**
- **vysoký podíl CZ (především krátkodobých závazků) na celkové bilanční sumě,**
- **a především vysoký podíl provozních nákladů na celkových výnosech.**

Tyto tři základní identifikované problémy se projevují v průběhu celé finanční analýzy společnosti, a to ve všech kategoriích finančních ukazatelů. Vysoký podíl zásob způsobuje především špatné výsledky rozdílových ukazatelů (ČPK a ČPPF). Dále pak negativně ovlivňuje likviditu společnosti (především ukazatele CURA a QUIRA) a to v důsledku vázání velkého množství finančních prostředků v oběžném majetku (tj. zásobách a nedokončené výrobě). Tato první problémová oblast pak nepřímo zapříčiňuje druhý problém a to vysoký podíl krátkodobých závazků na celkové bilanční sumě. To je dáno tím, že společnost při zvýšené produkci potřebuje vyšší podíl materiálových vstupů do výroby, což se pak negativně podepíše na výši krátkodobých závazků z obchodních vztahů. Dále pak je tento problém umocněn také chováním managementu, který uměle prodlužuje dobu splatnosti závazků, což znamená, že se společnost snaží maximalizovat výhody obchodního úvěru a tím tak krátkodobě řešit nedostatečnou likviditu (namísto využití krátkodobého úvěru, které by však společnost zatížil dalšími dodatečnými finančními náklady). Tato problematika se nám dále projevuje v ukazatelích zadluženost a sekundárně pak u jednoho ukazatele aktivity, přesněji u doby splatnosti závazků (který v průměru za analyzované období dosahuje 106ti denní splatnost závazků). Pokud tuto hodnotu srovnáme s dobou inkasa pohledávek (která v průměru činí 40 dní), zjistíme, že společnost využívá 66 dní v roce obchodního úvěru. Třetí problém, který společnost významně zatěžuje, je vysoký poměr nákladů na výnosech, který způsobuje především nízkou rentabilitu společnosti a významně také zkresluje ziskovou marži společnosti. Za pozitivní jev však v této oblasti můžeme považovat výsledky roku 2013, které v důsledku realizace určitých opatření (především optimalizace provozních nákladů a realizace zakázek s vyšší ziskovou marží) způsobily skokový nárůst rentability podniku (především ukazatele ROE na hodnotu 14,26 %). (Hamšík, 2012a; Hamšík 2012b)

V návaznosti na všechny identifikované problémy jsme společnosti Fagus a. s., v rámci přílohy P XVI, navrhli řadu opatření, která by zlepšila současnou situaci podniku. Tyto opatření si nyní podrobně přiblížíme.

První doporučení, které podniku navrhujeme, je **analýza zásob**. Ta by reflektovala především na problém v oblasti vysoké participace zásob na aktivech. Tato analýza by s určitou mírou pravděpodobnosti identifikovala prostor pro optimalizaci objemu a struktury zásob, což by společnosti mohlo přinést řadu pozitivních efektů. Řízenou redukcí zásob by podnik mohl dosáhnout efektu snížení vázanosti kapitálu v zásobách na minimální nutnou úroveň (což by se sekundárně projevilo ve zlepšení situace v likviditě a zadluženosti společnosti). Dále by pak optimalizace zásob přispěla k úsporám nákladů na pořízení a udržování nepotřebných zásob, což by se pozitivně projevilo také na rentabilitě společnosti. Analýza zásob by současně mohla řešit problematiku provozních ztrát způsobených morálním zastaráváním, poškozením či ztrátou expirace zásob či by současně mohla také eliminovat rizika spojená s nedostatečným zajištěním vstupů do výroby. (Hamšík, 2012a; Hamšík 2012b)

Další doporučení pro podnik, které navrhujeme, je **optimalizace provozních nákladů**, pomocí které se snažíme reflektovat na problematiku vysoké participaci nákladů na celkových výnosech a také na nízkou rentabilitu podniku. Management společnosti Fagus a. s. dílčí optimalizaci provozních nákladů provedl již v roce 2013 (společnost se zaměřila na snížení cen vstupů, dále pak na optimalizaci nákladů související s internetem a mobilními službami či v neposlední řadě na outsourcing tiskových a kopírovacích služeb), což se nám pozitivně projevilo na výsledcích ukazatelů rentability v tomto roce. Proto managementu společnosti doporučujeme dále pokračovat v optimalizačních projektech. V případě, že by podnik již nedokázal nalézt další možné oblasti optimalizace, doporučili bychom pak celý optimalizační proces svěřit externímu subjektu. V tom případě by se pak všemi dílčími procesy redukce nákladů zabývala externí firma (vytvořila by plán optimalizace). Vedení společnosti by pak v závislosti na přeložený návrh optimalizace pouze korigovalo jeho výslednou podobu a dohlíželo na jeho realizaci. Z logiky věci však vyplývá, že optimalizace s pomocí externího subjektu nebude zadarmo, což znamená, že společnost by za vyřešení tohoto problému musela vynaložit nemalé finanční prostředky. V návaznosti na výše uvedený text však musíme management společnosti pochválit za již realizovanou dílčí optimalizaci nákladů v roce 2013, která částečně přispěla k nárůstu rentability v daném období. (Hamšík, 2012a; Hamšík 2012b)

V návaznosti na optimalizaci nákladů by bylo vhodné se dále zabývat také **revizí kalkulace a kalkulačních vzorců**, jelikož ukazatel PMOS nám identifikoval nesoulad ziskové marže společnosti v porovnání s odvětvím či přímou konkurencí. Proto by bylo vhodné se touto problematikou podrobněji zabývat. Tento návrh by reflektoval na identifikovanou nižší rentabilitu společnosti v období let 2007–2012. (Hamšík, 2012a; Hamšík 2012b)

Mezi další doporučení, která by společností mohla napomoci k lepším výsledkům v oblasti rentability, je **zavedení dvouokruhového manažerského účetnictví**. Tento nástroj by společností umožňoval zavedení plánování a rozpočetnictví, což by vedlo ke zpřehlednění a lepší kontrole vynaložených nákladů na jednotlivá výrobní střediska. Tento nový informační zdroj by pak také mohl napomoci k lepší optimalizaci provozních nákladů, dále pak k lepšímu řízení výroby a v neposlední řadě k lepší cenotvorbě. (Hamšík, 2012a; Hamšík 2012b)

Posledním návrhem na zlepšení současné situace je **zkrácení doby splatnosti krátkodobých závazků** (snížení KZ na celkové bilanční sumě). Tento úkol je však splnitelný pouze za předpokladu, že společnost by upustila od realizované strategie prodlužování doby splatnosti závazků. K tomuto kroku by se však mohlo přistoupit pouze za předpokladu lepší se situace v oblasti likvidity společnosti. (Hamšík, 2012a; Hamšík 2012b)

**Závěr pro proces ocenění podniku:** Společnost Fagus a. s. hodnotíme z hlediska finanční situace jako průměrný podnik s výše uvedenými problémovými oblastmi. Jako pozitivní skutečnost však hodnotíme snahu managementu tuto situaci řešit. V oblasti neomezeného, efektivního a hodnototvorného trvání podniku („going concern“) nemůže prozatím vynést závěrečný výrok, jelikož v této fázi práce prozatím nemáme vyčíslené náklady vlastního kapitálu, avšak s ohledem na to, že hodnota ROE v roce 2013 vyšla na úrovni 14,26 %, můžeme předpokládat, že základní podmínka výnosového ocenění, tj.  $N_{VK} < ROE$ , bude splněna. Obecně pak společnost Fagus a. s. na základě výsledků finanční analýzy označujeme jako podnik s přijatelnou perspektivou.

### 5.3 Závěry analytické části práce

Na základě provedené strategické analýzy jsme provedli předběžné zařazení podniku Fagus a. s. do skupiny podniků s průměrnou perspektivou (tj. do skupiny podniků, u kterých předpokládáme do budoucna zachování stávajícího tržního podílu. V návaznosti na strategickou analýzu jsme realizovali také rozbor finanční situace, která měla doplnit tento předběžný výrok o perspektivnosti podniku. Na základě skutečnosti, že i závěry finanční analýzy označily oceňovaný podnik za průměrně stabilní, výrok strategické analýzy nebudeme revidovat a potvrdíme jej. Z toho pak plyne skutečnost, že stanovené tržní podíly, případně tempa růstu tržeb, ponecháme nezměněny.

## 6 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU FAGUS A. S. POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD

Projektová (řešící) část diplomové práce volně navazuje na část analytickou, ve které jsme provedli strategickou analýzu oceňovaného podniku, tj. analýzu z hlediska jeho možného potenciálního vývoje, tak také analýzu finanční, která se na podnik zaměřila z hlediska jeho finanční situace. Na základě těchto analýz jsme provedli zařazení oceňovaného subjektu do skupiny podniků s přiměřenou perspektivností. Úkolem projektové části diplomové práce nyní bude sestavit a vyčíslit veškerá potřebná data, jakožto nezbytné předpoklad pro splnění hlavního cíle diplomové práce, kterým je stanovení hodnoty podniku a to pomocí vybraných výnosových metod. Nutné kroky pro splnění vytyčeného cíle nám utvoří metodickou kostru projektové části práce, která však bude částečně modifikována oproti standardnímu postupu, popsaneho v teoretické části práce, a to z důvodu využití plánovacího programu STRATEX 5.5.0, který dokáže plánovat pouze neupravená finanční data (tj. data účetní). Z tohoto důvodu jsme museli změnit pořadí některých kroků. Například Mařík et al. (2011a) provádí analýzu generátorů hodnoty až po konverzi účetních dat (tj. po rozdělení majetku na operativní a neoperativní). To však v našem případě nebude z důvodu využití programu STRATEX možné, a proto kapitolu - Analýza a prognóza generátorů hodnoty nahradíme kapitolou Zjištění potřebných údajů pro sestavení strategického finančního plánu (kde si vyčíslíme pouze vybrané generátory hodnoty a provedeme další výpočty potřebné k sestavení finančního plánu a to na základě neupravených účetních dat). Nyní si nastíníme modifikovaný postup jednotlivých fází projektové části práce:

1. Zjištění potřebných údajů pro sestavení strategického finančního plánu;
2. Sestavení strategického finančního plánu (STRATEX 5.5.0);
3. Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenučná (NOA/C) a vyčíslení NOPAT (korigovaného výsledku hospodaření);
4. Stanovení diskontní míry;
5. Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných výnosových metod.

Dalším, tj. sekundárním cílem projektové části, bude potvrdit předpoklad neomezeného, efektivního a hodnototvorného trvání podniku (tj. předpoklad „going concern“), který jsme z důvodu nevyčíslení diskontní míry v analytické části práce nemohli dokončit. Proto jsme stanovili pouze premisu, a to na základě zjištěných dat ROE v posledním roce analýzy (tj. roce 2013), kdy hodnota ROE vyšla na úrovni 14,26 %, což jsme identifikovali jako pozitivní skutečnost pro splnění podmínky  $N_{VK} < ROE$ .

## 6.1 Zjištění potřebných údajů pro sestavení strategického finančního plánu

V této kapitole diplomové práce si vytvoříme ucelený přehled údajů, který se stane základem pro tvorbu strategického finančního plánu v programu STRATEX 5.5.0. Budeme se zabývat hledáním odpovědi na otázku, jak si podnik povede v oblasti finančních dat s ohledem na budoucí vyhlídky podniku. Tzn., že tato kapitola bude úzce kooperovat se závěry strategické a finanční analýzy. Výsledkem této kapitoly by tedy měl být ucelený obraz o podobě strategických finančních výkazů, které budou sestaveny v další kapitole.

### 6.1.1 Výnosy (Tržby)

Prvním hlediskem, kterým se budeme zabývat, jsou tržby. Jejich budoucí vývoj jsme detailně řešili již ve strategické analýze podniku Fagus a. s. Nyní si provedeme pouze korekci zjištěných údajů, a to z důvodu jejich možné aplikace do plánovacího programu STRATEX 5.5.0. Jak už jsme jednou zmínili v závěru strategické analýzy, prognózované Celkové tržby rozdělíme na Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb (97,8 %) a Tržby z prodeje zboží (2,2 %) dle v závorkách uvedených procentuálních podílů, které jsme stanovili na základě hodnot roku 2013.

Tab. 35. Rozdělení celkových tržeb na dílčí kategorie tržeb

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celkové tržby	589 571	694 727	281 441	397 266	527 453	572 473	582 329
Tempo růstu	x	17,84 %	-59,49 %	41,15 %	32,77 %	8,54 %	1,72 %
Průměrné tempo růstu	7,09 %						
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018	AKCEPTOVAT	
Celkové tržby	668 675	701 803	719 986	736 122	765 822		
Tempo růstu	14,83 %	4,95 %	2,59 %	2,24 %	4,03 %		
Průměrné tempo růstu	5,73 %						
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb (97,8 %)	653 964	686 363	704 146	719 927	748 974		
Tržby z prodeje zboží (2,2 %)	14 711	15 440	15 840	16 195	16 848		

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Změnu stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby (tj. výnosová položka, která se vypočítá jako Výše zásoby hotových výrobků, nedokončené výroby a zvířat ke konci roku – Výše této zásoby k začátku roku), necháme automaticky dopočítat programem STRATEX, a to na základě zadaných dob obratu položek OM (které si rozebereme později).

Výnosovou položku Aktivace odhadneme na základě jejího průměru mezi lety 2007–2013, a to z důvodu poměrně vysoké hodnoty této položky v roce 2013 (v porovnání s lety předchozími). Průměrná hodnota nám vyšla na úrovni 874 tis. Kč

U prognózy tržeb za prodej materiálu jsme museli využít postupu, který je obecně popsán až v kapitole zabývající se prognózou nákladů. Pro odhad tržeb z prodeje materiálu jsme využili dvou prognostických modelů, jejichž výsledky nám přináší níže uvedená tabulka (Tab. 36.). Po srovnání výsledných hodnot jsme se rozhodli přiklonit k datům získaným z extrapolace časové řady pomocí logaritmického trendu, který přináší střízlivější (umírněnější) predikci.

Tab. 36. Prognóza Tržeb za prodej materiálu

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	558 295	659 005	274 293	387 223	510 634	550 797	569 506
<b>Tržby z prodeje materiálu</b>	23 540	16 676	7 393	11 866	11 360	14 126	9 585
Podíl položky na tržbách	4,22 %	2,53 %	2,70 %	3,06 %	2,22 %	2,56 %	1,68 %
Prům. podíl na tržbách	2,71 %						
Tempo růstu tržeb	x	-29,16 %	-55,67 %	60,50 %	-4,26 %	24,35 %	-32,15 %
Průměrné tempo růstu tržeb	-6,06 %						
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
Prognóza tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb	653 964	686 363	704 146	719 927	748 979		
Historický Ø podíl na tržbách	2,71 %						
1. Prognóza tržeb (dle podílu)	17 722	18 600	19 082	19 510	20 297		
Tempo růstu tržeb	84,90 %	4,95 %	2,59 %	2,24 %	4,04 %		
Průměrné tempo růstu tržeb	24,68 %						
2. Prognóza tržeb (extrap.)*	<b>12 772</b>	<b>13 772</b>	<b>13 430</b>	<b>13 699</b>	<b>13 940</b>	AKCEPTOVAT	
Tempo růstu tržeb	<b>33,25 %</b>	<b>7,83 %</b>	<b>-2,48 %</b>	<b>2,00 %</b>	<b>1,76 %</b>		
Průměrné tempo růstu tržeb	10,59 %						

Pozn.: Odhad proveden pomocí extrapolace časové řady, kdy jsme využili rovnici logaritmické funkce  $Y_t = 2286 \ln(x) + 8676$ ;  $R^2 = 0,330$ ; \*odhad t = 6–10.

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Výnosové úroky (1 285 tis. Kč) jsou v roce 2013 na základě Interních materiálů společnosti Fagus a. s. (2013) tvořeny úroky z bankovních účtů (ve výši cca 44 tis. Kč), dále pak úroky z půjček třetím osobám (cca 440 tis. Kč). Poslední složku výnosových úroků tvoří obrátové bonusy za odebrané zboží, a to ve výši 800 tis. Kč. U výnosů z půjček v predikovaných letech 2014–2018 nenastanou žádné změny. Oproti tomu u výnosových bonusů a úroků z BÚ stanovíme předpoklad, že zmíněné položky porostou stejnou rychlostí, jako vývoj Celkových tržeb (viz Tab. 35, a to z důvodu, že tyto dvě položky se významně odvíjejí právě od podnikatelské aktivity, která je v období let 2014–2018 rostoucí, s rostoucí aktivitou očekáváme větší likviditu a také větší odběry materiálů). Na základě těchto skutečností nám výsledné hodnoty Výnosových úroků představuje níže uvedená tabulka (Tab. 37.)

Tab. 37. Prognóza vývoje položky Výnosové úroky

v tis. Kč a %	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Výnosové úroky třetím osobám	440	440	440	440	440	440
Tempo růstu celkových tržeb	x	14,83 %	4,95 %	2,59 %	2,24 %	4,03 %
Výnosové úroky BÚ	44	51	53	54	56	58
Výnosové bonusy	800	919	964	989	1 011	1 052
<b>Výnosové úroky</b>	<b>1 284</b>	<b>1 409</b>	<b>1 457</b>	<b>1 483</b>	<b>1 507</b>	<b>1 550</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Ostatní provozní a finanční výnosy, vzhledem k jejich vysokým hodnotám, také zahrneme do strategického finančního plánu. Při prognóze těchto výnosových položek prostřednictvím metody podílu na tržbách či extrapolace časové řady byly zmíněné položky významně zkresleny, a proto jsme se pro prognózu raději rozhodli využít obyčejného průměru. U položky Ostatní provozní výnosy použijeme průměr za celé sledované období (tj. 2007–2013). Výsledná hodnota této položky (Ostatní provozní výnosy) byla stanovena na úrovni 1 551 tis. Kč. U ostatních finančních výnosů, období výpočtu průměru zkrátíme (a to z důvodu výrazných výkyvů v období roku 2008) na období let 2009–2013. Výsledná hodnota této položky dosahuje úrovně 7 611 tis. Kč.

### 6.1.2 Náklady

V návaznosti na zjištěná data potřebná k naplánování výnosů se nyní budeme zabývat také oblastí nákladovou. Prognózu nákladů založíme primárně na analýze provozní ziskové marže (PMOS) zdola, kdy historická data proložíme trendem a provedeme extrapolaci časových řad. Pokud tento způsob prognózy nepřinese reálná data, pokusíme se o vyvození nákladů pomocí jejich historického poměru k tržbám (zde si jako základnu zvolíme tržby z prodeje zboží nebo tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb). Těmito dvěma způsoby získáme potřebná data pro tvorbu finančního strategického plánu, které však případně budeme korigovat s ohledem na další skutečnosti (na strategii managementu, vývoj inflace či další vnitropodniková data). První nákladovou položkou, kterou jsme se rozhodli napredikovat, je položka – Náklady na prodané zboží (viz Tab. 38.). U této položky jsme se snažili využít různé statistické extrapolací modely, jako extrapolaci lineárním trendem, parabolickou funkcí či funkcí logaritmickou, avšak ve všech případech statistická prognóza přinesla nereálná data, kdy náklady za prodané zboží byly vyšší než tržby (což se v tomto případě dle našeho názoru nemůže stát, jelikož podnik by zboží dlouhodobě neprodával se zápornou marží). Proto jsme se rozhodli pro vyčíslení budoucích

nákladů použít jejich historický poměr k tržbám z prodeje zboží. Na základě této prognózy jsme již získali smysluplná data (což si lze potvrdit srovnáním průměrných temp růstu).

Tab. 38. Prognóza Nákladů na prodané zboží

<b>v tis. Kč a %</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Tržby z prodeje zboží	31 276	35 722	7 148	10 043	16 819	21 676	12 823
<b>Náklady na prodané zboží</b>	22 258	28 757	5 782	8 035	12 225	18 179	10 730
Podíl N na tržbách	71,17 %	80,50 %	80,89 %	80,01 %	72,69 %	83,87 %	83,68 %
Průměrný podíl N na tržbách	78,97 %						
Tempo růstu N	x	29,20 %	-79,89 %	38,97 %	52,15 %	48,70 %	-40,98 %
Průměrné tempo růstu N	8,02 %						
<b>v tis. Kč a %</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>AKCEPTOVAT</b>	
Prognóza tržeb za prod. zboží	14 711	15 440	15 840	16 195	16 848		
Historický Ø podíl N na tržbách	78,79 %						
Prognóza N na prodané zboží	<b>11 591</b>	<b>12 165</b>	<b>12 480</b>	<b>12 760</b>	<b>13 275</b>		
Tempo růstu N	<b>8,02 %</b>	<b>4,96 %</b>	<b>2,59 %</b>	<b>2,24 %</b>	<b>4,03 %</b>		
Průměrné tempo růstu N	5,46 %						

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Následně jsme se zaměřili na Výkonovou spotřebu, přesněji na Spotřebu materiálu a energie (SME, viz Tab. 39.) a nákladovou položku Služby (viz Tab. 40.). Realističtější prognózu nám u Spotřeby materiálu a energie přinesla extrapolace časové řady pomocí logaritmického trendu, jejíž výsledky následně využijeme pro tvorbu strategického finančního plánu. Důležité je však také upozornit na skutečnosti, že průměrné tempo růstu zmíněné položky v období let 2007–2013 vykazovalo hodnotu na úrovni 4,60 %. V období prognózy je průměrné tempo růstu SME vyšší a dosahuje hodnoty na úrovni 9,28 %. V návaznosti na uvedené informace dále předpokládáme, že tento nárůst nákladů do budoucna (s vysokou mírou pravděpodobnosti) pokryje roční nárůsty cen průmyslových výrobků (tj. nárůst cen dodavatelů společnosti Fagus a. s.). Tuto premisu nám potvrzují i poslední známé údaje ČSÚ (© 2014b), které v únoru roku 2014 vykazovaly dokonce meziroční pokles Indexu průmyslových cen výrobců o 0,7 %.

U prognózy nákladové položky Služby jsme se naopak rozhodli využít výsledků prognostického modelu založeného na historickém poměru nákladu na tržbách. Tento způsob nám totiž poskytl vyšší hodnoty predikce zmíněných nákladů, což jsme z důvodu zásady opatrnosti (tj. zásady nepodhodnocení nákladů) raději akceptovali. Také v porovnání s průměrným historickým tempem růstu tato predikce poskytla přesnější údaje.



Tab. 39. Prognóza Spotřeby materiálu a energie

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	558 295	659 005	274 293	387 223	510 634	550 797	569 506
<b>Spotřeba materiálu a energie</b>	345 975	362 187	152 846	228 173	279 801	360 396	288 366
Podíl N na tržbách	61,97 %	54,96 %	55,72 %	58,93 %	54,79 %	65,43 %	50,63 %
Prům. podíl N na tržbách	57,49 %						
Tempo růstu N	x	4,69 %	-57,80 %	49,28 %	22,63 %	28,80 %	-19,99 %
Průměrné tempo růstu N	4,60 %						
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
Prognóza tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb	653 964	686 363	704 146	719 927	748 979		
Historický Ø podíl N na tržbách	57,49 %						
1. Prognóza SME (dle podílu)	375 964	394 590	404 814	413 886	430 588		
Tempo růstu SME	30,38 %	4,95 %	2,59 %	2,24 %	4,04 %		
Průměrné tempo růstu SME	11,05 %						
2. Prognóza SME (extrap.)*	<b>352 470</b>	<b>369 202</b>	<b>383 696</b>	<b>396 480</b>	<b>407 916</b>	AKCEPTOVAT	
Tempo růstu SME	<b>22,23 %</b>	<b>4,75 %</b>	<b>3,93 %</b>	<b>3,33 %</b>	<b>2,88 %</b>		
Průměrné tempo růstu SME	9,28 %						

Pozn.: Odhad proveden pomocí extrapolace časové řady, kdy jsme využili rovnici logaritmické funkce  $Y_t = 108543 \ln(x) + 157987$ ;  $R^2 = 0,801$ ; \*odhad  $t = 6-10$ .

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Tab. 40. Prognóza nákladové položky Služby

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	558 295	659 005	274 293	387 223	510 634	550 797	569 506
<b>Služby</b>	168 457	179 899	84 767	110 639	184 579	184 866	170 727
Podíl služeb na tržbách	30,17 %	27,30 %	30,90 %	28,57 %	36,15 %	33,56 %	29,98 %
Prům. podíl služeb na tržbách	30,95 %						
Tempo růstu N	x	6,79 %	-52,88 %	30,52 %	66,83 %	0,16 %	-7,65 %
Průměrné tempo růstu N	7,29 %						
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
Prognóza tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb	653 964	686 363	704 146	719 927	748 979	AKCEPTOVAT	
Historický Ø podíl N na tržbách	30,95 %						
1. Prognóza služeb (dle podílu)	<b>202 402</b>	<b>212 429</b>	<b>217 933</b>	<b>222 817</b>	<b>231 809</b>		
Tempo růstu služeb	<b>18,55 %</b>	<b>4,95 %</b>	<b>2,59 %</b>	<b>2,24 %</b>	<b>4,04 %</b>		
Průměrné tempo růstu služeb	8,09 %						
2. Prognóza služeb (extrap.)*	201 963	212 098	220 877	228 620	235 547		
Tempo růstu služeb	18,30 %	5,02 %	4,14 %	3,51 %	3,03 %		
Průměrné tempo růstu služeb	8,50 %						

Pozn.: Odhad proveden pomocí extrapolace časové řady, kdy jsme využili rovnici logaritmické funkce  $Y_t = 65744 \ln(x) + 84166$ ;  $R^2 = 0,811$ ; \*odhad  $t = 6-10$ .

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Další nákladovou položkou, kterou se zabýváme, jsou Mzdové náklady. Opět byla tato položka prognózována pomocí dvou modelů. Model založený na historickém poměru nákladů k tržbám nám přinesl vyšší hodnoty, než model založený na extrapolaci časové řady pomocí logaritmického trendu, avšak průměrné tempo růstu predikovaných mzdových nákladů (3,62 %) dosahuje bližších hodnot k historickému průměrnému tempu růstu (5,76 %). Také management společnosti by se přiklonil k prognóze na základě extrapolace, a proto jsme se rozhodli v rámci plánu použít data získaná na základě extrapolace, viz níže uvedená tabulka (Tab. 41.).

Tab. 41. Prognóza Mzdových nákladů

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	558 295	659 005	274 293	387 223	510 634	550 797	569 506
<b>Mzdové náklady</b>	45 888	50 595	27 531	31 299	35 692	47 918	51 719
Podíl N na tržbách	8,22 %	7,68 %	10,04 %	8,08 %	6,99 %	8,70 %	9,08 %
Průměrný podíl N na tržbách	8,40 %						
Tempo růstu N	x	10,26 %	-45,59 %	13,69 %	14,04 %	34,25 %	7,93 %
Průměrné tempo růstu N	5,76 %						
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018	X	
Prognóza tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb	653 964	986 363	704 146	719 927	748 979		
Historický Ø podíl N na tržbách	8,40 %						
1. Prognóza MN (dle podílu)	54 933	82 854	59 148	60 474	62 914		
Tempo růstu MN	6,21 %	50,83 %	-28,61 %	2,24 %	4,04 %		
Průměrné tempo růstu MN	8,68 %						
2. Prognóza MN (extrapolace)*	<b>51 760</b>	<b>54 130</b>	<b>56 183</b>	<b>57 994</b>	<b>59 614</b>	AKCEPTOVAT	
Tempo růstu MN	<b>0,08 %</b>	<b>4,58 %</b>	<b>3,79 %</b>	<b>3,22 %</b>	<b>2,79 %</b>		
Průměrné tempo růstu MN	3,62 %						

Pozn.: Odhad proveden pomocí extrapolace časové řady, kdy jsme využili rovnici logaritmické funkce  $Y_t = 15375 \ln(x) + 24212$ ;  $R^2 = 0,850$ ; \*odhad  $t = 6-10$ .

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Z výše uvedené tabulky (Tab. 41.) pak již jen lehce odvodíme Náklady na sociální a zdravotní pojištění (SP a ZP). Ty vypočítáme jako Mzdové náklady x koeficient 0,34 (za podmínky ceteris paribus, tj. za jinak stejných podmínek). Zmíněný koeficient 0,34 je dán odvodem zaměstnavatele za své zaměstnance na pojistném ve výši 34 % z jejich hrubé mzdy (9 % na ZP a 25 % SP). Výsledné Náklady na SP a ZP nám vyčíslí automaticky program STRATEX 5.5.0.

Sociální náklady jsme se rozhodli stanovit na základě prostého průměru za období let 2007–2013, a to z toho důvodu, že vývoj této položky osciluje v rámci sledovaných let v přibližně stejném intervalu. Výsledná hodnota průměru činí 1 383 tis. Kč.

Oproti tržbám z prodeje materiálu jsme museli napredikovat také náklady za prodaný materiál. Jelikož jsme u tržeb rozhodli akceptovat predikční model založený na extrapolaci, použijeme z důvodu zachování kontinuity stejný postup i u zmíněné nákladové položky.

Tab. 42. Prognóza Nákladů za prodaný materiál

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	558 295	659 005	274 293	387 223	510 634	550 797	569 506
<b>Náklady z prodeje materiálu</b>	20 521	15 130	6 752	9 565	9 082	13 073	9 429
Podíl N na tržbách	3,68 %	2,30 %	2,46 %	2,47 %	1,78 %	2,37 %	1,66 %
Prům. podíl N na tržbách	2,39 %						
Tempo růstu N	x	-26,27 %	-55,37 %	41,66 %	-5,05 %	43,94 %	-27,87 %
Průměrné tempo růstu N	-4,83 %						
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018	X	
Prognóza tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb	653 964	986 363	704 146	719 927	748 979		
Historický Ø podíl N na tržbách	2,39 %						
1. Prognóza N z PM (dle podílu)	15 630	23 574	16 829	17 206	17 901		
Tempo růstu N z PM	65,76 %	50,83 %	-28,61 %	2,24 %	4,04 %		
Průměrné tempo růstu N z PM	23,56 %						
2. Prognóza N z PM (extrap.)*	<b>11 666</b>	<b>12 052</b>	<b>12 386</b>	<b>12 680</b>	<b>12 943</b>	<b>AKCEPTOVAT</b>	
Tempo růstu N z PM	<b>23,72 %</b>	<b>3,31 %</b>	<b>2,77 %</b>	<b>2,37 %</b>	<b>2,07 %</b>		
Průměrné tempo růstu N z PM	8,56 %						

Pozn.: Odhad proveden pomocí extrapolace časové řady, kdy jsme využili rovnici logaritmické funkce  $Y_t = 250 \ln(x) + 7185$ ;  $R^2 = 0,493$ ; \*odhad  $t = 6-10$ .

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Daně a poplatky dosahují v rámci analyzovaných let poměrně malých hodnot, avšak i přesto provedeme prognózu této položky do budoucna a to prostřednictvím zprůměrování dat v období let 2007–2013. Výsledná prognóza pro období plánu pak vyšla na úrovni 197 tis. Kč.

Nákladové úroky (NÚ) jsou na základě detailní analýzy nákladové účtu 562 (v roce 2013) tvořeny úroky z úvěru ve výši 16 394,49 Kč (úroky z úvěru na pořízení osobního automobilu; tento úvěr bude tvořit úroky ještě v období let 2014, 2015 a 2016) a následně také NÚ, ve výši 241 845 Kč, které vznikly v důsledku dlouhodobé půjčky společnosti Fagus a. s. od svých akcionářů (4 mil. Kč; 4 % p. a.) či finančními operacemi mezi společnostmi Fagus a. s. a Fagus Invest a. s. (kdy v roce 2013 společnosti Fagus a. s. využila finanční výpomoc, jejíž konečný zůstatek k 31. 12. 2013 činil 1 670 tis. Kč. V roce 2014 počítáme s využitím stejné finanční výpomoci, avšak s tím rozdílem, že tato výpomoc bude k 31. 12. 2014 plně splacena, tzn., že se NÚ od roku 2015 sníží o 81 845 Kč). Prognózu NÚ nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 43.), která byla zpracována na základě *Interních materiálů Fagus (2014)*.

Tab. 43. Prognóza vývoje položky Nákladové úroky

v jed. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NÚ plynoucí z úvěru	16 394	29 943	16 188	2 846	x	x
NÚ z titulu půjčky od společníků či fin. transakcí	241 845	241 845	160 000	160 000	160 000	160 000
<b>Nákladové úroky</b>	<b>258 239</b>	<b>271 788</b>	<b>176 188</b>	<b>162 846</b>	<b>160 000</b>	<b>160 000</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a *Interních materiálů Fagus* (2014)

Ostatní provozní náklady na základě statistické prognózy dosahovaly zkreslených hodnot, a proto jsme se rozhodli tuto položku opět prognózovat na základě průměru historických hodnot let 2007–2013. Výsledná zprůměrovaná hodnota nám vyšla na úrovni 3 010 tis. Kč. Obdobně jsme postupovali také u položky Ostatní finanční náklady, kde jsme však období výpočtu zkrátily na období let 2009–2013 (a to ze stejného důvodu jako u ostatních finančních výnosů). Výsledná predikovaná hodnota dosáhla hodnoty 8 599 tis. Kč.

Nákladová položka odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku bude upřesněna v návaznosti na dokončení prognózy rozvahových položek (položek majetku).

Tab. 44. Analýza ziskové marže zdola

v tis. Kč a %	2007-2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Celkové výnosy z BČ</b>	547 719	692 892	727 068	744 935	761 364	791 348
Tržby z prodeje zboží	19 358	14 711	15 440	15 840	16 195	16 848
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	501 393	653 964	686 363	704 146	719 927	748 974
Aktivace	874	874	874	874	874	874
Tržby z prodeje materiálu	13 507	12 772	13 772	13 430	13 699	13 940
Ostatní provozní výnosy	1 551	1 551	1 551	1 551	1 551	1 551
Výnosové úroky	1 285	1 409	1 457	1 483	1 507	1 550
Ostatní finanční výnosy	9 752	7 611	7 611	7 611	7 611	7 611
<b>Celkové náklady z BČ</b>	532 787	664 287	695 000	718 325	738 656	761 804
Náklady na zboží	15 138	11 591	12 165	12 480	12 760	13 275
Výkonová spotřeba	430 240	554 872	581 631	601 629	619 297	639 725
Osobní náklady	57 098	70 741	73 917	76 668	79 095	81 266
Daně a poplatky	197	197	197	197	197	197
Odpisy (DHM a DNM)*	4 676	3 339	3 253	3 193	2 858	2 629
Prodaný materiál	11 936	11 666	12 052	12 386	12 680	12 943
Ostatní provozní náklady	3 453	3 010	3 010	3 010	3 010	3 010
Nákladové úroky	151	272	176	163	160	160
Ostatní finanční náklady	9 899	8 599	8 599	8 599	8 599	8 599
<b>Výsledek hospodaření z BČ před zdaněním*</b>	14 932	28 605	32 068	26 610	22 708	29 544
<b>Zisková marže (PMOS)</b>	2,73 %	4,13 %	4,41 %	3,57 %	2,98 %	3,73 %

Pozn. \* VH z BČ před zdaněním bez vlivu změny stavu zásob vl. činnosti a ost. výše neuved. položek

In: vlastní zpracování na základě zjištěných data výkazů společnosti

Na základě provedených prognóz si nyní můžeme provést odvození a kontrolu ziskové marže zdola. Tu nám znázorňuje výše uvedená tabulka (Tab. 44.). Jak můžeme vidět, napředikované hodnoty nákladů a výnosů udržují konstantní ziskovou marži na úrovni 4–3 %. Zisková marže PMOS vycházela ve finanční analýze zhruba na úrovni 3,5 % (jednalo se však o ziskovou marži počítanou z EAT). Také ve srovnání s průměrnou hodnotou ziskové marže za období let 2007–2013, dosahuje tento ukazatel realistických hodnot.

Další položky výkazu zisku a ztráty – Zůstatková cena prodaného majetku a Změna stavu rezerv a opravných položek nebudeme prognózovat. V prvním případě z důvodu zanedbatelných hodnot, v případě druhém se jedná pouze o položku účetní korekce, jejíž hodnota by v konečném důsledku neměla mít vliv na výsledné ocenění podniku. O mimořádných výnosech ani nákladech v rámci tvorby plánu nebudeme uvažovat.

### 6.1.3 Aktiva

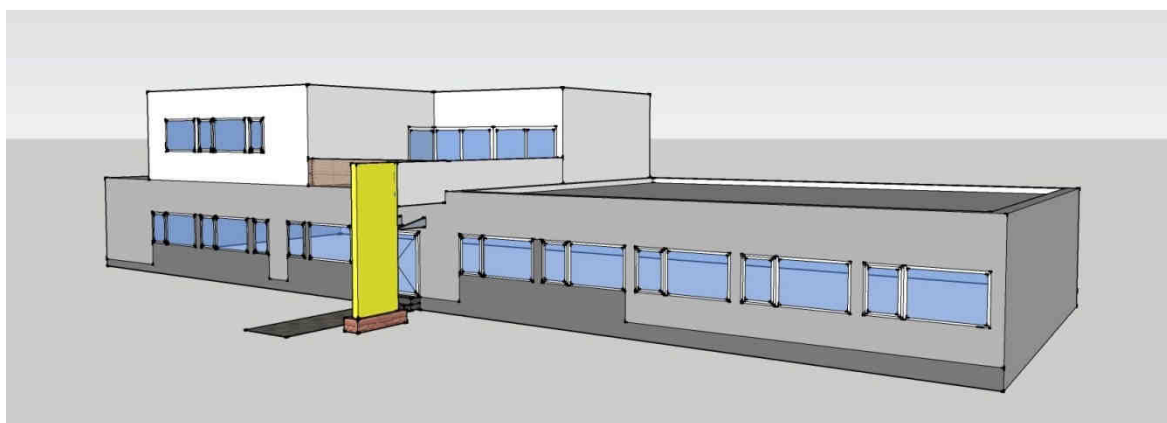
V návaznosti na prognózu výnosů a nákladů si nyní nepředikujeme také majetkovou strukturu společnosti Fagus a. s. a následně také finanční strukturu společnosti (viz další kapitola). Nejdříve se budeme zabývat Dlouhodobým nehmotným majetkem (DNM). V rámci této položky identifikujeme Nedokončený nehmotný majetek v roce 2013 v hodnotě 90 tis. Kč (89 500 Kč), který je tvořen studií a analýzou starých webových stránek a návrhem její obměny. Tento majetek zařadíme do užívání k 1. 1. 2014 s tím předpokladem, že odpisy účetní se budou rovnat daňovým a doba odepisování bude stanovena na základě Zákona o dani z příjmů na 36 měsíců (tj. na 3 roky). Prognózu vývoje DNM nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 45.).

Tab. 45. Prognóza vývoje Dlouhodobého nehmotného majetku

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018
DNM - původní	260	260	129	47	0	0
Z toho nedokončený DNM	90	0	0	0	0	0
Software	49	49	0	0	0	0
Odpis Softwaru plyn.z aktivace	x	0	0	0	0	0
Odpis původního Softwaru	x	49	0	0	0	0
Software (netto)	49	0	0	0	0	0
Ocenitelná práva	121	211	129	47	0	0
Odpis OP plynoucí z aktivace	x	30	30	30	0	0
Odpis původního OP	x	52	52	17	0	0
Ocenitelná práva (netto)	x	129	47	0	0	0
Celkový odpis	x	131	82	47	0	0
<b>DNM (netto)</b>	<b>260</b>	<b>129</b>	<b>47</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných data výkazů společnosti

Další majetkovou položkou, které musíme věnovat určitě díl své pozornosti, je DHM. V rámci rozvahové položky Pozemky neuvažuje v rámci let o žádných změnách. Na základě konzultace s managementem společnosti bude v roce 2014–2015 realizována plánovaná investiční akce – Výstavba nové administrativní budovy v hodnotě 7 mil. Kč (k 31. 12. 2014 předpokládáme 60% rozpracovanost, což se nám projeví v rozvahové položce – Nedokončený DHM; předpokládané datum zařazení hotové stavby do užívání 1. 6. 2015, což znamená, že v roce 2015 uplatníme 1/2 roční odpis z předpokládaného plánu odepisování – 1/50 z pořizovací ceny).



Obr. 14. Investiční akce – Nová administrativní budova Slušovice

In: *Projektová dokumentace Fagus* (2014)

Současně budeme uvažovat o každoroční udržovací investici DHM (Stavby) ve výši 1 mil. Kč (předpoklad odepisování 1/30 z pořizovací ceny majetku k 1. 1. daného roku). U rozvahové položky Samostatné movité věci a soubor movitých věcí si stanovíme předpoklad udržovací investice ve výši 500 tis. Kč (předpoklad odepisování 1/3 z pořizovací ceny majetku).

Tab. 46. Prognóza vývoje položky DHM – Stavby

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nedokončený DHM		4 200				
Stavby - původní	21 684	21 684	21 425	28 064	27 600	27 117
Investice:	x	<b>1 000</b>	<b>8 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>
a) udržovací investice	x	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
b) dokončení investiční akce (60 % + zbylých 40 %; zařazení)	x	0	7 000	0	0	0
Odpis Staveb plyn.z aktivace:	x	33	136	239	272	295
a) udržovací investice (1/30)	x	33	66	99	132	155
b) investiční akce (1/50)	x	0	70	140	140	140
Odpis původních Staveb	x	1 226	1 225	1 225	1 211	1 210
Celkový odpis	x	1 259	1 361	1 464	1 483	1 505
<b>Stavby (netto)</b>	21 684	<b>21 425</b>	<b>28 064</b>	<b>27 600</b>	<b>27 117</b>	<b>26 612</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Tab. 47. Prognóza vývoje položky DHM – Samostatné mov. věci a soubory mov. věci

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nedokončený DHM	1 296					
Samostatné movité věci a soubor movitých věcí - původní	5 645	5 645	5 492	4 182	3 000	2 125
Aktivace nedokončeného DHM		1 296				
Udržovací investice SMV	x	500	500	500	500	500
Odpis plynoucí z aktivace nedokončeného DHM (1/5)		259	259	259	259	260
Odpis plynoucí z aktivace udržovací investice SMV (1/3)	x	167	334	501	501	501
Odpis původních SMV	x	1 523	1 217	922	615	363
Celkový odpis	x	1 949	1 810	1 682	1 375	1 124
<b>Samostatné movité věci a soubor movitých věcí (netto)</b>	5 645	<b>5 492</b>	<b>4 182</b>	<b>3 000</b>	<b>2 125</b>	<b>1 501</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Další majetkovou položkou, kterou se budeme zabývat, je Oceňovací rozdíl k nabytému majetku. Jedná se o oceňovací rozdíl, který vznikl v důsledku přecenění fúzujících podniků v roce 2003. V rámci fúze bylo totiž zapotřebí zpracovat posudek znalce, který se na zanikající podniky díval jako na funkční celky, nikoliv jako na jednotlivé položky majetku ve společnostech. Z tohoto postupu vyplynula skutečnost, že soudní znalec při ocenění jednotlivých položek majetku měl za to, že historické ceny tohoto majetku v účetnictví mají dostatečnou vypovídací schopnost o věrném obrazu skutečnosti. V důsledku takového posouzení následoval postup dle § 7 odst. 10, vyhlášky č. 500/2002 Sb., kdy zanikající společnosti si ve svém účetnictví ponechaly jednotlivé složky majetku a závazků v původních účetních cenách a rozdíl mezi oceněním podniku jako funkčního celku (tj. ocenění jmění společnosti pro účely fúze) a souhrnem účetních cen majetku sníženým o závazky, se vykázal jako námi popisovaný oceňovací rozdíl k nabytému majetku. U společnosti Fagus a. s. vznikl aktivní oceňovací rozdíl k nabytému majetku (účetní ceny majetku sníženého o závazky zanikající společnosti jsou nižší než ocenění podniku jako celku), který společnost od roku 2003 obligatorně odepisuje po dobu 180 měsíců (a to nedaňově nákladově ve výši částky 1 338 tis. Kč => 557/999). To znamená, že zmíněný odpis fúze by nám měl snižovat hodnotu zmíněné položky a současně by se nám měl podvojně projevit v plánu odpisů. Musíme však upozornit na skutečnost, že zmíněnou účetní operaci program STRATEX 5.5.0 neumí zahrnout do období plánu, a proto v rámci plánu nebude tato účetní operace jako jediná zapracována (výsledný plán to však významně neovlivní). Dlouhodobý finanční majetek stanovíme pro potřeby strategického finančního plánu konstantně na úrovni hodnot roku 2013, tj. 34 174 tis. Kč.

V návaznosti na prognózu DM se nyní zaměříme na analýzu doby obratu OM a krátkodobých závazků. Právě analýza a predikce těchto ukazatelů je nutným předpokladem pro naplánování zmíněných položek v programu STRATEX 5.5.0. V níže uvedené tabulce (Tab. 48.) jsme provedli zprůměrování historických obrátů dílčích ukazatelů, na základě kterých (včetně samostatných dat roku 2013) jsme utvořili predikované hodnoty, které nám poslouží pro rozplánování zmíněných položek. Do napredikovaných hodnot jsme zakomponovali trend snižujících se dob obratu, který bude způsoben především zvyšující se aktivitou podniku (viz naplánované tržby). Z tohoto důvodu pro rok 2014 uvažujeme hodnoty dob obrátů na úrovni střední hodnoty mezi průměrem let 2007–2013 a daty roku 2013. V dalších letech implikujeme již zmíněný klesající trend doby obratu (vyšší aktivita znamená vyšší obrát položek a tím pádem nižší doby obratu). U dlouhodobých pohledávek raději předpokládáme konstantní vývoj doby obratu, kdežto u pohledávek krátkodobých spekulujeme v predikovaných letech ještě o mírném zlepšení doby inkasa. Nakonec u krátkodobých závazků aplikujeme zkracování doby splatnosti, jakožto reakci na negativní výsledky této položky v rámci zpracované finanční analýzy.

Tab. 48. Prognóza vývoje položek OM a krátkodobých závazků

ve dnech	z	2007/ 2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Zásoby celem</b>	V+Z	67,98	85,56	75,80	68,83	68,83	62,51	62,51
Zásoby materiálů	V	20,85	17,88	19,50	18,00	18,00	17,00	17,00
Zásoby nedokončené výroby	V	44,78	65,72	55,00	50,00	50,00	45,00	45,00
Zásoby výrobků	V	0,95	0,45	0,70	0,60	0,60	0,50	0,50
Zásoby zboží	NPZ	121,25	182,85	130,00	100,00	100,00	80,00	80,00
<b>Dl. pohledávky celkem</b>	V+Z	2,30	0,22	0,23	0,22	0,22	0,21	0,21
DP z obchodního styku	V+Z	0,36	0,13	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Jiné dlouhodobé pohledávky	V+Z	0,00	0,00	0,08	0,07	0,07	0,06	0,06
<b>Krátkodobé pohledávky celkem</b>	V+Z	35,33	38,07	31,06	25,62	25,56	21,76	20,05
KP z obchodního styku	V+Z	10,37	19,05	20,00	15,00	15,00	10,00	10,00
Jiné krátkodobé pohledávky	V+Z	6,67	7,20	7,00	6,75	6,75	6,50	6,50
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	V+Z	97,04	106,41	99,98	93,43	90,45	84,58	84,32
KZ z obchodního styku	V+Z	61,77	59,87	60,00	55,00	55,00	50,00	50,00
Závazky k zaměstnancům	ON	16,33	18,18	18,00	17,00	17,00	16,00	16,00
Závazky ze soc. zabezpečení	SZP	32,32	27,42	30,00	28,00	28,00	26,00	26,00
Jiné krátkodobé závazky	V+Z	0,09	0,17	0,20	0,17	0,17	0,15	0,15

Pozn.: V - Tržby z prodeje vl. výrobků a služeb; Z - Tržby z pr. zboží; NPZ - N na pr. zboží; VS - Výrobní spotřeba; SME - Spotřeba mat. a energie; ON - Os. náklady; MZP - Soc. a zdrav. pojištění.

In: vlastní zpracování na základě dat z programu SRATEX 5.5.0



U rozvahové položky Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny budeme předpokládat hodnoty na úrovni roku 2013 (tj. 3 tis. Kč). Dále pak u položky Dlouhodobě poskytnutých záloh a Pohledávek – ovládající a řídicí osoba budeme předpokládat nulovou hodnotu v období let strategického finančního plánu. Na krátkodobě poskytnuté zálohy implikujeme předpoklad stejné hodnoty jako v roce 2013. Krátkodobý finanční majetek automaticky dopočítá program STRATEX 5.5.0. O časové rozlišení aktivním v rámci tvorby plánu nebudeme uvažovat.

#### 6.1.4 Pasiva

U finanční struktury již zjištění údajů pro plánování nebude tak náročné, jelikož položka Základní kapitál, Kapitálové fondy a Fondy ze zisku zůstanou na úrovni roku 2013. Výsledek hospodaření minulých let a Výsledek hospodaření běžného účetního období se automaticky dopočítává programem STARTEX 5.5.0 (u VH z minulých let nepředpokládáme vyplácení zisků v období plánu). Z návaznosti na nulové položky rezerv v období let 2007–2013 nebudeme očekávat jejich tvorbu ani v období strategického finančního plánu. Dlouhodobé závazky zůstanou na úrovni roku 2013 (mimo odložený daňový závazek, který dopočítá program STRATEX 5.5.0). Položku Závazky – ovládající a řídicí osoba v roce 2014 splatíme v plné výši (1 670 tis. Kč). Na krátkodobě přijaté zálohy implikujeme stejný předpoklad jako u Krátkodobě poskytnutých záloh, tj. tuto položku budeme plánovat na úrovni hodnoty v roce 2013. O časovém rozlišení pasivním v rámci tvorby plánu opět nebudeme uvažovat. Poslední věcí, která nám zbývá k dořešení, je položka Bankovní úvěry a výpomoci a Odpisy.

Úmor položky Bankovní úvěry a výpomocí nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 49.)

Tab. 49. Prognóza vývoje položky Bankovní úvěry a výpomoci

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bankovní úvěry a výpomoci - původní	820	820	514	194	0	0
BÚ a V - dlouhodobé	514	514	194	0	0	0
BÚ a V - ktát. /před splátkou/	306	306	320	194	0	0
Splátka	x	306	320	194	0	0
BÚ a V - krát. /po splátce/		0	0	0		
<b>Bankovní úvěry a výpomoci (netto)</b>	820	<b>514</b>	<b>194</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a *Interních materiálů Fagus (2014)*

Na základě všech provedených prognóz a stanovených předpokladech můžeme nakonec provést závěrečné vymezení sumy odpisů. Do níže uvedené tabulky (Tab. 50.) se nám dostane původní odpisový plán společnosti Fagus a. s. korigovaný o odpisy, které nám

vznikly z titulu investic. Výsledná hodnota položky odpisů z DHM a DNM je zpětně zapracována do Analýzy ziskové marže zdola.

Tab. 50. Vyčíslení odpisů z DHM a DNM

v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018
Původní odpisový plán společnosti	2 850	2 494	2 164	1 826	1 573
Odpisy z aktivace Ocenitelných práv	30	30	30	0	0
Odpisy z aktivace Staveb	33	136	239	272	295
Odpis z aktivace Samostatných movitých věcí a SMV	426	593	760	760	761
<b>Odpisy DHM a DNM</b>	<b>3 339</b>	<b>3 253</b>	<b>3 193</b>	<b>2 858</b>	<b>2 629</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a *Interních materiálů Fagus* (2014)

Poslední věcí, kterou v rámci této kapitoly zabýváme, je skutečnost, že stanovíme předpoklady pro korigovanou verzi finančního strategického plánu. Tato verze bude vycházet z upraveného výnosového potenciálu (tj. sníženého o 5 %). Ostatní předpoklady budou zachovány kromě nákladů, které jsme v rámci této kapitoly odvodili z historického poměru k tržbám. Základní změny korigovaného plánu nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 51.).

Tab. 51. Prognóza vybraných položek výkazů pro korigovanou verzi plánu

v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018
Celkové tržby - původní	668 675	701 803	719 986	736 122	765 822
Korekce výnosového potenciálu	-5 %	-5 %	-5 %	-5 %	-5 %
Celkové tržby - upravené	635 241	666 713	683 987	699 316	727 531
Tempo růstu (2013: 582 329)	9,09 %	4,95 %	2,59 %	2,24 %	4,03 %
Průměrné tempo růstu	4,58 %				
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb (97,8 %)	621 266	652 045	668 939	683 931	711 525
Tržby z prodeje zboží (2,2 %)	13 975	14 668	15 048	15 385	16 006
Služby (HP na tržbách z PVV a S - 30,95 %)	192 282	201 808	207 037	211 677	220 217
Náklady na prodané zboží (HP na tržbách z PZ - 78,79%)	11 011	11 557	11 856	12 122	12 611

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat, výkazů společnosti a *Interních materiálů Fagus* (2014)

## 6.2 Sestavení strategických finančních plánů

Na základě skutečností uvedených v předchozí kapitole 6.1, jsme sestavili dvě verze strategického finančního plánu na období let 2014–2018:

- základní verzi plánu** (která se opírá o výnosový potenciál zjištěný v provedené strategické analýze; Příloha P XVII–P XIX)
- korigovanou verzi plánu** (která byla sestavena podle upraveného výnosového potenciálu, tj. potenciálu sníženého o 5 %; Příloha PXX–PXXII)

Strategický finanční plán se vždy skládá z plánované rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash-flow (který nám slouží jako kontrola stavu KFM).

### 6.2.1 Zkrácená finanční analýza strategických finančních plánů (porovnání variant)

V návaznosti na sestavené strategické finanční plány si nyní provedeme porovnání finanční analýzy poměrových ukazatelů, čímž zhodnotíme finanční situaci podniku Fagus a. s. v závislosti na budoucí vývoj, který jsme si vymezili v základní a korigované verzi strategického finančního plánu. Zmíněnou analýzu provedeme na základě metodiky programu STRATEX 5.5.0 (viz níže uvedená Tab. 52.).

Tab. 52. Srovnání finančních plánů společnosti Fagus a. s.

Ukazatelé FIA	Verze	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROA = EBIT/ØVK	Základní	6,7 %	6,1 %	6,2 %	6,3 %	3,1 %	6,6 %
ROE = EAT/ØVK		15,4 %	13,5 %	12,9 %	12,1 %	5,6 %	11,6 %
ROS = EAT/Σtržby		3,5 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %	1,6 %	3,5 %
ROA = EBIT/ØVK	Korigovaná	x	3,4 %	4,4 %	4,5 %	1,2 %	5,0 %
ROE = EAT/ØVK		x	7,5 %	9,3 %	9,1 %	2,3 %	9,5 %
ROS = EAT/Σtržby		x	1,7 %	2,2 %	2,3 %	0,6 %	2,5 %
CURA = OA/KCZ	Základní	1,43	1,51	1,65	1,78	1,89	2,02
QUIRA = KFM + POHL/KCZ		0,63	0,74	0,89	1,01	1,14	1,27
CARA = KFM/KCK		0,28	0,42	0,61	0,72	0,89	1,03
CURA = OA/KCZ	Korigovaná	x	1,48	1,56	1,65	1,72	1,81
QUIRA = KFM + POHL/KCZ		x	0,70	0,81	0,89	0,98	1,06
CARA = KFM/KCK		x	0,38	0,53	0,61	0,72	0,82
Celková zadluženost = CZ/ΣA	Z	56,0 %	53,9 %	49,9 %	47,2 %	44,6 %	42,7 %
Úrokové krytí = EBIT/NÚ		9 114,7	9 335,8	15 643,8	17 958,5	9 304,5	20 859,7
Celková zadluženost = CZ/ΣA	K	x	54,9 %	52,1 %	50,2 %	48,4 %	46,9 %
Úrokové krytí = EBIT/NÚ		x	5 050,6	10 497,2	12 128,7	3 420,4	14 525,8

In: vlastní zpracování na základě programu STRATEX 5.5.0

Ukazatele obratu se v rámci srovnání vyvíjely velice obdobně, a proto jsme je nezahrnuli do výše uvedeného přehledu. Jak můžeme vidět, základní finanční plán vykazuje lepší finanční ukazatele ve všech oblastech, což je způsobeno především vyššími tržbami (které byly zjištěny na základě strategické analýzy), což se nám druhotně projevuje také na výši zisku (rentability). Jelikož jsme v rámci plánu stanovili předpoklad nevyplácení zisků, navyšuje se nám logicky podíl VK na celkové bilanční sumě, což se pozitivně projevuje na vývoji ukazatelů zadluženosti. Nevyplácení zisků současně pozitivně ovlivňuje výši KFM (tj. likviditu). U druhé verze strategického finančního plánu (korigované) vychází ukazatele ve všech ohledech hůře, a to v důsledku korekce výnosového potenciálu o 5 %. I přesto ukazatelé poukazují pozitivní trend jejich vývoje.

### **6.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná (NOA/C) a vyčíslení NOPAT**

V návaznosti na vymezený postup ocenění v úvodu projektové části práce nás nyní čeká kapitola, zabývající se rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná (jinak řečeno určení výše NOA/C/investovaného kapitálu) a současně také vyčíslení NOPAT (korigovaného provozního výsledku hospodaření). Důvod této konverze účetních dat jsme si již podrobně popsali v kapitole 2.5 teoretické části práce. Východiskem pro úpravu strategických finančních výkazů se stala metodika Knápkové a Pavelkové (2005), kterou současně konfrontujeme s Maříkem et al. (2011b). Pro vymezení NOA využijeme majetkový přístup, který je tvořen kroky:

- Aktivací položek (operativních aktiv), které v rozvaze chybí;
- Vyčleněním aktiv, které neslouží k provozní činnosti;
- Snížením aktiv o neúročený cizí kapitál (tj. o pasiva, které nenesou náklad).

V návaznosti na vymezení NOA provedeme úpravu vybrané kategorie zisku (tj. výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním) na NOPAT, který zrcadlí zapojení NOA v rámci hlavního reprodukčního procesu podniku. Pro určení hodnoty NOPAT musí být zmíněná kategorie zisku upravena tak, že z ní vyloučíme – nákladové úroky, mimořádné položky, výnosy z nepotřebných aktiv, náklady na výzkum a vývoj, dále pak náklady na vzdělání, reklamu či výnosy a náklady spojené s DFM (pokud DFM není uznán za operativní aktivum). Při výpočtu NOPAT je nakonec zapotřebí zvážit tvorbu a čerpání tichých rezerv a opravit výši daně, způsobenou úpravou VH.

## A) Vymezení čistých operativních aktiv (NOA/C)

### 6.3.1 Aktivace položek (operativních aktiv), které v rozvaze chybí

#### Pronajatá operativní aktiva

Jedná se o aktiva společnosti, která je zapotřebí do NOA zahrnout (nejlépe v tržní hodnotě), a to z toho důvodu, že jsou stabilně využívány k provozní činnosti firmy. Společnost Fagus a. s. si formou pronájmu zajišťuje část výrobních prostor v rámci výrobního závodu v Lípě (od společnosti VYMAN s. r. o., předmětem pronájmu nejsou výrobní zařízení, která patří společnosti Fagus a. s.) a dále pak celý výrobní závod v Halenkovicích (a to formou pronájmu od odštěpené společnosti Fagus Invest a. s.). Jak už víme, je však velice složité zjistit reálnou hodnotu tohoto majetku. Proto jsme rozhodli u nebytových prostor v Lípě provést odhad tržní ceny nemovitostí na základě výnosové metody ocenění (čistý výnos/míra kapitalizace, viz Tab. 53.), která musí být následně očištěna o inflaci v letech 2007–2013 (Tab. 54.), a to z toho důvodu, že hodnotu nemovitostí (hodnota brutto očištěná o inflaci 9 321 394 Kč) do majetkové struktury bude zaktivizována již k 31. 12. 2006. V druhém případě zjistíme hodnotu souboru nemovitostí z Projektu rozdělení společnosti Fagus a. s. formou odštěpení (2007), kde hodnota výrobního provozu v Halenkovicích byla k 31. 12. 2006 stanovena na úroveň 22 827 300 Kč. Následně zohledníme u obou nemovitostí odpisovou politiku (viz Tab. 54.), která bude vycházet z předpokladu, že obě stavby zařadíme do rozvahy k 31. 12. 2006, tzn., že se začnou odepisovat měsíc následující od data aktivace (tj. od ledna roku 2007; odpisový plán jsme nastavili jako 1/30 z aktivované ceny majetku).

Tab. 53. Odhad tržní ceny pronajatých budov výrobního závodu Lípa

v jed. Kč a %	Pronájem nebyt. prostor (2014)	Kapitalizační míra*	Tržní cena dle výn. metody (ČV/KM)
<b>Pronajaté budovy ve výrobním závodu Lípa:</b>	752 850	x	<b>11 219 821</b>
a) Tryskárna	58 500	6,71 %	871 833
b) Lisovna	382 500		5 700 447
c) Svařovna II.	190 350		2 836 811
d) Lakovna	99 000		1 475 410
e) Údržba	22 500		335 320

Pozn.: \*Míra kapitalizace byla stanovena jako bezriziková úroková míra + inflace + rizikové přírážky + míra ekonomické životnosti. Bezriziková míra dle MPO (@2005a-d) za rok 2012 - 2,31 % + Průměrná inflace roku 2013 dle ČSÚ (2014c) 1,4 % + 1 % (rizikové přírážka za povodňovou oblast) + 2 % (za špatný technický stav budov).

In: vlastní zpracování na základě *Interních materiálů Fagus (2014)*

Tab. 54. Tržní hodnota pronajatých operativních aktiv

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Nebytový prostor Lípa* [netto]</b>	<b>9 010</b>	<b>8 699</b>	<b>8 388</b>	<b>8 077</b>	<b>7 766</b>	<b>7 455</b>	<b>7 144</b>
Odpis nebytového prostoru	311	311	311	311	311	311	311
<b>Provoz Halenkovice [netto]</b>	<b>22 066</b>	<b>21 305</b>	<b>20 544</b>	<b>19 783</b>	<b>19 022</b>	<b>18 261</b>	<b>17 500</b>
Odpis provozu	761	761	761	761	761	761	761
v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018		
<b>Nebytový prostor Lípa [netto]</b>	<b>6 833</b>	<b>6 522</b>	<b>6 211</b>	<b>5 900</b>	<b>5 589</b>		
Odpis nebytového prostoru	311	311	311	311	311		
<b>Provoz Halenkovice [netto]</b>	<b>16 739</b>	<b>15 978</b>	<b>15 217</b>	<b>14 456</b>	<b>13 695</b>		
Odpis provozu	761	761	761	761	761		

Pozn.: \* Hodnotu brutto Nebytových prostor Lípa jsme získali očištěním TC uvedené v Tab. 52. o inflaci, která je dle dat ČSÚ (2014c) - 2013: 1,4 %; 2012: 3,3 %; 2011: 1,9 %; 2010: 1,5 %; 2009: 1,0 %, 2008: 6,3 %. 2007: 2,8 %. Dále nesmíme opomenout skutečnost, že jestliže tento pronajatý majetek zaktivujeme, musíme N za pronájem těchto operativních aktiv z NOPAT vyloučit.

In: vlastní zpracování dle *Projektů rozdělení štěpením (2007)* a *Interních materiálů Fagus (2014)*

### Leasing

Společnost Fagus a. s. v rámci let 2007–2013 nefinancovala žádnou formu majetku prostřednictvím finančního či operativního leasingu. Ani v rámci strategického finančního plánu s touto formou financování nepočítáme.

### Oceňovací rozdíl k nabytému majetku

Oceňovací rozdíly vznikají u dlouhodobého hmotného majetku a zásob. U DHM budeme předpokládat, že rozdíl mezi historickým oceněním a reálnou cenou je zanedbatelný. Oceňovací rozdíly u zásob pak vznikají pouze při metodě LIFO, která však pro vyskladnění zásob v České republice již není povolena. Vzniklé oceňovací rozdíly u DHM a zásob nebudeme v rámci výpočtu NOA brát v úvahu.

### Goodwill

Společnost má ve všech analyzovaných letech nulovou hodnotu rozvahové položky goodwill.

### Tiché rezervy

Oceňovaná společnost úmyslně nesnižuje hodnotu aktiv (nižším oceněním aktiv) a ani nevytváří nadbytečné rezervy (vyšším oceněním dluhů či zrychleným odepisováním). Z této skutečnosti tudíž plyne fakt, že v rámci podniku nejsou tvořeny tiché rezervy.

### 6.3.2 Vyčlenění aktiv, které neslouží k provozní činnosti

#### Krátkodobý finanční majetek

KFM vyloučíme v případě, pokud má charakter strategické rezervy či pokud dosahuje vyšších hodnot než je nutné pro zabezpečení bezproblémové výroby. To je také případ společnosti Fagus a. s., která na svém účtu v období let 2007–2012 drží provozně-technickou rezervu ve výši 9,7 mil. Kč a v roce 2013 5,8 mil. Kč. V plánovaném období (2014–2018) si stanovíme předpoklad, že společnost ke svému provozu bude potřebovat KFM na úrovni 0,20 CARA. V návaznosti na výše uvedené úpravy KFM (tj. vyřazení provozně nenutného KFM) musíme současně provést také úpravu NOPAT (a to o výnosové úroky, které v období let 2007–2012 činily v průměru 10 tis. Kč, v roce 2013 poloviční hodnotu, tj. 5 tis. Kč. V období plánu budeme předpokládat, že neprovozní KFM bude generovat celou hodnotu plánovaných výnosových úroků BÚ, viz Tab. 37.

#### Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek v rozvaze společnosti Fagus a. s. je tvořen především podíly v dceřiných společnostech – Fagus SK, s. r. o. a Fagus Deutschland GmbH. Jelikož společnost prostřednictvím DFM propojuje či rozšiřuje svůj předmět podnikání, ponecháme DFM v rozvaze společnosti. Společnost Fagus SK, s. r. o. zabezpečuje část výroby vnitřního a vnějšího opláštění kontejneru a dále pak zabezpečuje montáž hotových zakázek na předem sjednaném staveništi či lokaci. Fagus Deutschland GmbH pak na německém trhu zabývá realizací staveb, prodejem kontejnerových modulů a MKT výzkumem stavebního trhu EU. (*Interní materiály Fagus, 2014*)

#### Nedokončené investice (nedokončený DHM a DNM)

Společnost Fagus a. s. eviduje ve své majetkové struktuře v rámci analyzovaných let nedokončený DHM, který je tvořen především rozpracovanými kontejnerovými moduly či investičními projekty společnosti. Tento majetek je pro firmu sice provozně potřebný, avšak v daném účetním období není k dispozici pro tvorbu hospodářského výsledku. Z tohoto důvodu nedokončený DHM z NOA vyloučíme. Obdobně budeme postupovat i u nedokončeného DNM, který však společnost eviduje pouze v roce 2013 a to ve výši 90 tis. Kč. Přehled nedokončeného majetku nám představuje níže uvedená tabulka (Tab. 55.).

Tab. 55. Hodnota nedokončených investic

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nedokončený DHM	4 771	5 809	5 809	5 811	46	2	1 296
Nedokončený DNM	0	0	0	0	0	0	90
v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018		
Nedokončený DHM	4 200	0	0	0	0		
Nedokončený DNM	0	0	0	0	0		

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

### 6.3.3 Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál

Upravená aktiva je nutné rovněž redukovat o pasiva, která nejsou úročená (tj. nenesou náklad). V našem případě mezi taková pasiva patří: rozvahová položka, odložený daňový závazek a krátkodobé závazky (mimo krátkodobé závazky – ovládající řídící osoba v roce 2013). Podstatně jednodušším způsobem, jak získat hodnotu neúročeného cizího kapitálu, bude postup, kdy si naopak nejprve vymezíme úročený cizí kapitál, který následně odečteme od celkových CZ, čímž získáme požadovanou položku.

Tab. 56. Hodnota neúročeného cizího kapitálu

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Celkové cizí zdroje</b>	<b>198 031</b>	<b>158 717</b>	<b>106 965</b>	<b>113 834</b>	<b>109 215</b>	<b>168 459</b>	<b>179 432</b>
<b>Úročený cizí kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3 500</b>	<b>4 191</b>	<b>4 341</b>	<b>6 490</b>
a) Jiné dlouhodobé závazky (ÚZ)	0	0	0	3 500	3 500	4 000	4 000
b) KZ - ovl. a řídící osoba (ÚZ)	0	0	0	0	0	0	1 670
d) Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	691	341	820
<b>Neúročený cizí kapitál</b>	<b>198 031</b>	<b>158 717</b>	<b>106 965</b>	<b>110 334</b>	<b>105 024</b>	<b>164 118</b>	<b>172 942</b>
v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018		
<b>Celkové CZ - základní plán</b>	<b>188 130</b>	<b>182 962</b>	<b>185 055</b>	<b>176 551</b>	<b>182 971</b>		
<b>Celkové CZ - korigovaný plán</b>	<b>183 147</b>	<b>179 219</b>	<b>182 007</b>	<b>173 567</b>	<b>179 739</b>		
<b>Úročený cizí kapitál</b>	<b>4 514</b>	<b>4 194</b>	<b>4 000</b>	<b>4 000</b>	<b>4 000</b>		
a) Jiné dlouhodobé závazky	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000		
b) KZ - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0		
d) Bankovní úvěry a výpomoci	514	194	0	0	0		
<b>Neúročený CK - základní plán</b>	<b>183 616</b>	<b>178 768</b>	<b>181 055</b>	<b>172 551</b>	<b>178 971</b>		
<b>Neúročený CK - korigovaný plán</b>	<b>178 633</b>	<b>175 025</b>	<b>178 007</b>	<b>169 567</b>	<b>175 739</b>		

Pozn.: Jiné dlouhodobé závazky se začaly úročit od roku 2010 (v roce 2009 NÚ způsobeny poplatkem za rezervaci prostředků u kontokorentního úvěru). V roce 2013 společnost Fagus a. s. vyjimečně použila krátkodobou finanční výpomoc od dcery, která figuruje na účtu KZ - ovládající a řídící osoba.

In: vlastní zpracování na základě *Interních materiálů Fagus* (2014) a výkazů společnosti



Kompletní dopady do majetkové struktury jsou znázorněny v **Příloze P XXIII** (Vymezení NOA). Dlouhodobý majetek je navýšen o pronajatá operativní aktiva (nebytové prostory Lípa a provoz Halenkovice). Aktiva pak snižují nedokončené investice, provozně-technická rezerva a především neúročený cizí kapitál.

## B) Velikost čistého operativního VH po zdanění (NOPAT)

### Nákladové úroky

Placené úroky vyloučíme z finančních nákladů a přičteme je zpět k VH z běžné činnosti. U bankovních úvěrů je zjištění těchto nákladů jednoduché, jelikož jsou evidovány na samostatné položce výkazu zisku a ztráty – tj. na položce nákladové úroky. Problém nastává u leasingu, kde leasingová platba v sobě skrývá úroky zápůjčního kapitálu. Velikost tohoto úroku určíme vynásobením odhadnuté alternativní úrokové míry a výše leasingového závazku. Jelikož však společnost žádné leasingy nevyužívá, jsou nákladové úroky tvořeny pouze úplatnými cizími zdroji uvedenými v rozvaze. Hodnotu nákladových úroků nám znázorňuje níže uvedená tabulka (Tab. 57.)

Tab. 57. Hodnota nákladových úroků

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NÚ - Ban. úvěry a ostatní půjčky	0	0	11	150	144	192	258
NÚ - Leasing	0	0	0	0	0	0	0
v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018		
NÚ - Ban. úvěry a ostatní půjčky	272	176	163	160	160		
NÚ - Leasing	0	0	0	0	0		

Pozn.: V roce 2009 NÚ způsobeny poplatky za rezervaci prostředků v rámci kont. úvěru. V dalších letech tento produkt mohl také mírně ovlivnit výslednou hodnotu NÚ. Od roku 2010 se začala úročit i položka Jiné dl. závazky. Od roku 2011 společnost využívá BÚ k financování vozového parku.

In: vlastní zpracování na základě *Interních materiálů Fagus* (2014) a výkazů společnosti

### Mimořádné položky

V rámci úpravy NOPAT musíme vyloučit všechny mimořádné položky, které se svým charakterem již nebudou opakovat. V případě společnosti Fagus a. s. se jedná pouze o rozdíl mezi tržbami z prodeje dlouhodobého majetku a ZC prodaného dlouhodobého majetku. Tento rozdíl nám tvoří mimořádný VH z prodeje dlouhodobého majetku. Ten však společnost Fagus a. s. vykazujeme pouze v období let 2007–2013. V rámci strategického finančního plánu jsme o těchto položkách neuvažovali (a to vzhledem k jejich mimořádnosti).

Tab. 58. Hodnota VH z prodeje dlouhodobého majetku

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje DM	812	1 573	50	169	10	12	393
ZC prodaného DM	372	571	0	0	74	11	0
v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018		
Tržby z prodeje DM	0	0	0	0	0		
ZC prodaného DM	0	0	0	0	0		

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a výkazů společnosti

Kompletní úpravy v NOPAT a současně jeho výslednou hodnotu nám znázorňuje **Příloha P XXIV**. Mimo výše uvedené úpravy bylo nutné do původního VH z běžné činnosti před zdaněním započítat také vliv aktivace pronajatého majetku, a to ve formě zahrnutí odpisů do NOPAT, a také vyřazení plateb za nájemné. Současně jsme museli vyloučit také výnosové úroky plynoucí z provozně technické rezervy. Následovalo vyčíslení rozdílu mezi původním VH z běžné činnosti (BČ) před zdaněním a VH z BČ před zdaněním (upraveným), ze kterého jsme vyčíslili dodatečnou daňovou povinnost. Výsledný NOPAT jsme pak vypočítali ze vztahu: upravený VH z BČ před zdaněním – původní placená daň – dodatečně vyměřená daň.

Po provedených úpravách NOA a NOPAT je z důvodu zachování bilančního pravidla ( $A=P$ ) nutné provést úpravu kapitálové struktury, a to z důvodu správného provedení výpočtu nákladů kapitálu ( $N_{VK}$ , WACC). Hlavní změna nastala ve vzniku nové položky pasiv – Ekvivalenty VK, která je použita jakožto vyrovnávací položka aktiv. Důležitou změnou je také vyřazení neúročeného CK. Vymezení kapitálové struktury po úpravách (C) nalezneme v **Příloze XXV**.

## 6.4 Stanovení diskontní míry

V návaznosti na vymezení NOA a NOPAT v předchozí kapitole se nyní budeme zabývat přiřazením souvisejících nákladů k jednotlivým druhům kapitálu. Pro vyčíslení nákladů, a to jak nákladů na cizí kapitál či kapitál vlastní, využijeme různé metody s různou vypovídací schopností. Na základě zjištěných výsledků si následně stanovíme  $N_{VK}$  a vážené průměrné náklady na kapitál (WACC), které dále využijeme v poslední fázi ocenění.

### 6.4.1 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Nákladem cizího kapitálu je úrok, který nese společnost za využití cizích zdrojů. Úrok, který platí společnost věřiteli (nejběžněji bance), je snížený o tzv. daňový štít (úroky jsou daňově uznatelným nákladem). Pokud je úrok v čase proměnlivý (tzn., že je vázán na některou z vyhlášených bankovních sazeb s pevnou procentní přírážkou), je nutné znát rating společnosti a základní makroekonomická data. Situace ve společnosti Fagus a. s. je zhruba následující. V roce 2009 jsou nákladové úroky způsobeny poplatkem za rezervaci prostředků v rámci kontokorentního úvěru (úvěr však nebyl čerpán). Tento jev nám mírně zkresluje nákladové úroky i v dalších letech (především roce 2010), avšak vliv tohoto poplatku je poměrně zanedbatelný. Od roku 2010 se začaly úročit cizí zdroje, které jsou evidovány na rozvahové položce – Jiné dlouhodobé závazky (a to na návrh auditora ve výši 4 % p. a.; jedná se o dlouhodobou půjčku od akcionářů). V roce 2011 společnost poprvé v rámci analyzovaných let využila bankovního úvěru a to na nákup osobního automobilu v hodnotě 719 400 Kč (doba splatnosti 24 měsíců, splátka 31 882 Kč). Další úvěr společnost začala čerpat srpnu 2013 a to ve výši 943 558 Kč (doba splatnosti 36 měsíců, splátka 28 026 Kč) a to opět na obměnu vozového parku. V roce 2013 současně nastala zvláštní situace, kdy si společnost Fagus a. s. půjčila krátkodobou finanční výpomoc od společnosti Fagus Invest a. s (za 4 % p. a.), jejíž konečný zůstatek k 31. 12. 2013 činil 1 670 tis. Kč. V roce 2014 (tj. období plánu) počítáme s využitím stejné finanční výpomoci, avšak s tím rozdílem, že tato výpomoc bude k 31. 12. 2014 plně splacena, tzn., že se nákladové úroky od roku 2015 sníží o 81 845 Kč). V dalších letech plánu předpokládáme již pouze čerpání zmíněné půjčky od akcionářů ve výši 4 mil. Kč (za 4 % p. a.) a splácení úvěru z roku 2013. Na základě výše uvedených skutečností si nyní vyčíslíme sazby nákladů cizího kapitálu v jednotlivých letech a to pomocí několika metod.

**Zjištění přesných nominálních úrokových sazeb u úvěrů čerpaných společností**

Nejpřesněji a nejjednodušeji zjistíme náklady na bankovní úvěry (úplatné cizí zdroje) ze smluv o úvěrech a půjčkách společnosti Fagus a. s. Celkovou průměrnou sazbu nominálních úrokových sazeb pak vypočítáme pomocí váženého aritmetického průměru, kde váhami budou podíly jednotlivých úvěrů a půjček na celkových úplatných zdrojích. Přehled výsledků nám znázorňuje níže uvedená tabulka (Tab. 59.)

Tab. 59. Hodnota nominálních úrokových sazeb úplatných cizích zdrojů

v tis. Kč a %	2010		2011		2012		2013		2014	
	Sazba	Podíl	Sazba	Podíl	Sazba	Podíl	Sazba	Podíl	Sazba	Podíl
Jiné dlouhodobé závazky	4,00 %	1,00	4,00 %	0,835	4,00 %	0,921	4,00 %	0,616	4,00 %	0,647
KZ - ovládající a řídící osoba	x	x	x	x	x	x	4,00 %	0,257	4,00 %	0,270
Bankovní úvěr - auto č. 1	x	x	6,16 %	0,165	6,16 %	0,079	x	x	x	x
Bankovní úvěr - auto č. 2	x	x	x	x	x	x	4,49 %	0,126	4,49 %	0,083
<b>Ø nom. úroková sazba</b>	<b>4,000 %</b>		<b>4,356 %</b>		<b>4,171 %</b>		<b>4,061 %</b>		<b>4,040 %</b>	
v tis. Kč a %	2015		2016		2017		2018			
	Sazba	Podíl	Sazba	Podíl	Sazba	Podíl	Sazba	Podíl		
Jiné dlouhodobé závazky	4,00 %	0,954	4,00 %	1,00	4,00 %	1,00	4,00 %	1,00		
KZ - ovládající a řídící osoba	x	x	x	x	x	x	x	x		
Bankovní úvěr - auto č. 1	x	x	x	x	x	x	x	x		
Bankovní úvěr - auto č. 2	4,49 %	0,046	x	x	x	x	x	x		
<b>Ø nominální úroková sazba</b>	<b>4,023 %</b>		<b>4,000 %</b>		<b>4,000 %</b>		<b>4,000 %</b>			

In: vlastní zpracování na základě *Interních materiálů Fagus* (2014) iDNES.cz (© 1999 – 2014a), iDNES.cz (© 1999 – 2014b)

**Zjištění nákladů na úvěr prostřednictvím poměru nákladových úroků k bankovním úvěrům**

V rámci této metody vyčíslení úrokové sazby existují dvě varianty výpočtu. První varianta je založená na zprůměrovaných hodnotách, kdy sazbu cizího kapitálu vypočítáme jako nákladové úroky/((stav BÚ na začátku období + stav BÚ na konci roku)/2). Tento způsob výpočtu by měl poskytovat přesnější výsledky, jelikož dokáže zohlednit splacení bankovního úvěru v průběhu analyzovaného roku. I přesto však existují situace, které tento model nedokáže vzít v úvahu. Jedná se například o situaci, kdy si podnik k určitému datu v roce půjčí finanční prostředky a ty splatí do 31. 12. daného roku (tj. délka trvání bankovního úvěru nepřesáhne jedno účetních období.)

Existuje však také druhá varianta výpočtu, která sazbu BÚ zjistí z poměru NÚ/BÚ k 31. 12. daného roku (tj. ze stavových hodnot výkazů). To znamená, že tato metoda nákladové úroky rozpočítá do aktivních zůstatků BÚ daného roku (tj. i v případě, kdy v rámci finanční struktury již neexistují aktivní úvěry či půjčky, z kterých dané nákladové úroky plynuly). Tato metoda je zjednodušenou variantou metody založené na zprůměrovaných hodnotách. Ve všech případech namísto bankovních úvěrů využijeme úplatné cizí zdroje.

Tab. 60. Zjištění úrokové sazby pomocí NÚ/BÚ (ÚCZ)

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nákladové úroky	0	0	11	150	144	192	258
Stav ÚCZ na začátku roku	0	0	0	4000	3500	4191	4341
Stav ÚCZ na konci roku	0	0	0	3500	4191	4341	6490
Průměrný stav ÚCZ	0	0	0	3750	3845,5	4266	5415,5
Úroková sazba úvěru (NÚ/ØÚCZ)	0,00 %	0,00 %	0,00 %	4,00 %	3,74 %	4,50 %	4,76 %
Úroková sazba ÚCZ (NÚ/ÚCZ <sub>31.12.</sub> )	0,00 %	0,00 %	0,00 %	4,29 %	3,44 %	4,42 %	3,98 %
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
Nákladové úroky	272	176	163	160	160		
Stav ÚCZ na začátku roku	6490	4514	4194	4000	4000		
Stav ÚCZ na konci roku	4514	4194	4000	4000	4000		
Průměrný stav ÚCZ	5502	4354	4097	4000	4000		
Úroková sazba úvěru (NÚ/ØÚCZ)	4,94 %	4,04 %	3,98 %	4,00 %	4,00 %		
Úroková sazba ÚCZ (NÚ/ÚCZ <sub>31.12.</sub> )	6,03 %	4,20 %	4,08 %	4,00 %	4,00 %		

In: vlastní zpracování na základě *Interních materiálů Fagus* (2014) a výkazů společnosti

Jak můžeme vidět, obě použité metody nám poskytují poměrně odlišené výsledky a to především v letech 2013 a 2014. Sazby úročených cizích zdrojů vyčíslené pomocí průměrných hodnot nám přináší relevantnější data, která více odpovídají podnikové realitě. Naopak druhá metoda založená na stavu položek k 31. 12. nám reflektuje danou situaci ve finančních výkazech.

### Zjištění nákladů na úvěr prostřednictvím tržních dat (rating)

Tato metoda výpočtu úrokové sazby je založena na tržních datech. Výsledné hodnoty úrokové sazby jsou významně ovlivněny ratingem, který zjistíme na základě výpočtu EBIT/NÚ (na základě historických dat společnosti a dat základní verze plánu). Tato metoda je vhodná pro externího analytika, který nemá dostatek potřebných informací o podmínkách čerpaných úvěrů či ostatních půjček analyzované společnosti. Jak můžeme vidět v níže uvedené tabulce (Tab. 61.), metoda založená na tržních datech externímu analytikovi (oceňovateli) poskytuje významně podhodnocené výsledky nákladů cizího kapitálu (oproti nominálním úrokovým sazbám

vypočteným na základě váženého aritmetického průměru až o 2 %). Proto tuto metodu opravdu doporučujeme používat jen v případech, kdy nemáme k dispozici žádné údaje o analyzovaném podniku či o jeho finanční struktuře.

Tab. 61. Zjištění úrokové sazby pomocí tržních dat

v %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriz. úroková míra ( $r_f$ ) - MPO	4,28 %	4,55 %	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,31 %
Úrokové krytí (EBIT/ $\Sigma$ NÚ)	X	X	80,73	45,95	48,94	41,74	91,15
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Riziková přírážka - Damodaran	0,5 %	1,25 %	0,5 %	0,5 %	0,65 %	0,33 %	0,40 %
<b>Odhadnutá úroková sazba</b>	<b>4,78 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>5,17 %</b>	<b>4,21 %</b>	<b>4,44 %</b>	<b>2,64 %</b>	<b>2,71 %</b>
v %	2014	2015	2016	2017	2018		
Bezriz. úroková míra ( $r_f$ ) - MPO	2,31 %						
Úrokové krytí (EBIT/ $\Sigma$ NÚ)	93,36	156,44	179,59	93,04	208,60		
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA		
Riziková přírážka - Damodaran	0,40 %						
<b>Odhadnutá úroková sazba</b>	<b>2,71 %</b>						

Pozn.:  $r_f$  jsme použili z Finanční analýzy podnikové sféry MPO za období let 2007–2012.

In: vlastní zpracování dle Přílohy P XVIII, MPO (2005a-d) a Damodarana ([2014])

Jelikož máme k dispozici přesné nominální úrokové sazby bankovních produktů a ostatních půjček společnosti Fagus a. s. (viz Tab. 59.), využijeme pro další účely diplomové práce právě tyto data. Abychom však nyní získali náklady na cizí kapitál ( $N_{CK}$ ), je nutné vzít v úvahu také působení daňového štítu, což znamená, že tyto výsledné úrokové sazby úplatného cizího kapitálu očistíme od vlivu daně z příjmů právnických osob (viz níže uvedená Tab. 62.).

Tab. 62. Hodnota nákladů úplatného cizího kapitálu ( $N_{CK}$ )

v %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úroková sazba	0,000 %	0,000 %	0,000 %	4,000 %	4,356 %	4,171 %	4,061 %
Daňová sazba	24 %	21 %	20 %	19 %	19 %	19 %	19 %
<b>Náklady na úplatné cizí zdroje</b>	<b>0,000 %</b>	<b>0,000 %</b>	<b>0,000 %</b>	<b>3,240 %</b>	<b>3,528 %</b>	<b>3,379 %</b>	<b>3,289 %</b>
v %	2014	2015	2016	2017	2018		
Úroková sazba	4,040 %	4,023 %	4,000 %	4,000 %	4,000 %		
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %		
<b>Náklady na úplatné cizí zdroje</b>	<b>3,272 %</b>	<b>3,259 %</b>	<b>3,240 %</b>	<b>3,240 %</b>	<b>3,240 %</b>		

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Jelikož společnost neneviduje jiné úplatné cizí zdroje (jako například leasing), výše uvedené náklady úplatného cizího kapitálu se stávají náklady dluhu ( $N_{CK}$ ).

### 6.4.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

#### Stavebnicový model INFA (MPO)

Jednou z komplexních metod určení nákladů vlastního kapitálu je Stavebnicový model INFA dle metodiky MPO. Základní princip stavebnicového modelu je založen na tom, že k bezrizikové úrokové míře ( $r_f$ ) jsou přičteny určité přírážky za riziko. Riziková přírážka je tvořena buď jako celek v závislosti na charakteru podniku či souhrnem dílčích položek. Přírážky jsou zastoupeny rizikem trhu, rizikem oboru, výrobních rizik, stupněm diverzifikace, pružnosti nákladů, finančních rizik, rizik managementu či organizační struktury. Stavebnicová metoda se pak od ostatních modelů výpočtu  $N_{VK}$  odlišuje tím, že se zaměřuje nejen na systematická rizika, nýbrž také na rizika nesystematická. Nyní se zaměříme na zjištění a výpočet jednotlivých částí stavebnicového modelu MPO (kdy  $N_{VK}$  vyčíslíme ze vztahu:  $r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FinSta} + r_{FinStr}$ ).

Jelikož jsme v rámci diplomové práce vymezili dva finanční plány, na základě kterých provedeme ocenění podniku Fagus a. s., musíme souběžně provést také výpočet nákladů vlastního kapitálu ve dvou variantách, a to na základě:

- základní verze strategického finančního plánu (viz výpočty uvedené dále),
- a korigované verze strategického finančního plánu (viz Příloha P XXVI).

Dále je důležité upozornit také na skutečnost, že výpočet stavebnicové metody INFA je založen na účetních datech (tj. tato metoda nepracuje s rozdělením aktiv na provozně nutná a nenutná). Výsledky výpočtů obou variant plánu uvedeme na závěr této kapitoly.

Bezrizikovou výnosovou míru ( $r_f$ ) neboli úrokovou sazbu dlouhodobých státních dluhopisů ČR zjistíme ze zdrojů MPO (2005a-d). Její vývoj znázorníme v níže uvedené tabulce (Tab. 63.)

Tab. 63. Hodnota bezrizikové úrokové míry

v %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	4,28 %	4,55 %	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,31 %
v %	2014	2015	2016	2017	2018		
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	2,31 %						

Pozn.:  $r_f$  je v letech 2013–2018 stanovena na úrovni hodnot roku 2012.

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO (2005a-d)

Riziková přírážka velikosti podniku ( $r_{LA}$ ) je přírážka za malou velikost firmy. Je závislá především na objemu úplatných zdrojů podniku (UZ), tj.  $\sum$  vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Pokud  $UZ < 100$  mil. Kč, tak  $r_{LA} = 5 \%$ , pokud  $UZ > 3$  mld. Kč, tak

$r_{LA} = 0 \%$ . Pokud se UZ pohybují mezi těmito dvěma hodnotami, tak  $r_{LA}$  vypočítáme ze vztahu  $(3 - UZ)^2/168,2$ , přičemž UZ jsou dosazeny v mld. Kč.

Tab. 64. Hodnota rizikové přírážky velikosti podniku – základní verze plánu

v %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úplatiné zdroje (VK+BÚ+dluhopisy)	105 158	176 375	95 306	99 290	108 213	121 117	141 688
UZ < 100 mil. Kč => $r_{LA}=5 \%$			5,00 %	5,00 %			
UZ > 100 mil. Kč => $r_{LA}=(3-UZ)^2/168,2$	4,98 %	4,74 %			4,97 %	4,93 %	4,86 %
<b>Riz. přírážka velikosti podniku (<math>r_{LA}</math>)</b>	<b>4,98 %</b>	<b>4,74 %</b>	<b>5,00 %</b>	<b>5,00 %</b>	<b>4,97 %</b>	<b>4,93 %</b>	<b>4,86 %</b>
v %	2014	2015	2016	2017	2018		
Úplatiné zdroje (VK+BÚ+dluhopisy)	161 730	183 570	206 954	218 883	245 788		
UZ < 100 mil. Kč => $r_{LA}=5 \%$							
UZ > 100 mil. Kč => $r_{LA}=(3-UZ)^2/168,2$	4,79 %	4,72 %	4,64 %	4,60 %	4,51 %		
<b>Riz. přírážka velikosti podniku (<math>r_{LA}</math>)</b>	<b>4,79 %</b>	<b>4,72 %</b>	<b>4,64 %</b>	<b>4,60 %</b>	<b>4,51 %</b>		

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO (2005a-d) a výkazů společnosti

Tab. 65. Hodnota rizikové přírážky podnikatelského rizika – základní verze plánu

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/A (ROA)	4,43 %	4,08 %	0,44 %	3,23 %	3,25 %	2,77 %	7,34 %
Úplatiné zdroje (VK+BÚ+dluhopisy)	105 158	176 375	95 306	99 290	108 213	121 117	141 688
Odhadovaná úroková míra UZ (UM)*	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,35 %	4,17 %	4,06 %
Aktiva	303 749	335 127	202 695	213 451	216 879	289 604	320 306
$x_1 = UZ/A*UM$	1,38 %	2,11 %	1,88 %	1,86 %	2,17 %	1,74 %	1,80 %
$x_1 < EBIT/A => r_{POD} => \text{MIN hod. rizika odv.}$	1,90 %	1,90 %		3,00 %	3,06 %	3,00 %	3,00 %
$x_1 > EBIT/A => r_{POD} => ((x_1 - EBIT/A)^2 / x_1^2) * 0,1$			5,87 %				
<b>Riz. přírážka za pod. rizika (<math>r_{POD}</math>)</b>	<b>1,90 %</b>	<b>1,90 %</b>	<b>5,87 %</b>	<b>3,00 %</b>	<b>3,06 %</b>	<b>3,00 %</b>	<b>3,00 %</b>
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
EBIT/A (ROA)	7,27 %	7,52 %	7,47 %	3,76 %	7,78 %		
Úplatiné zdroje (VK+BÚ+dluhopisy)	161 730	183 570	206 954	218 883	245 788		
Odhadovaná úroková míra UZ (UM)	4,04 %	4,02 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %		
Aktiva	349 347	366 338	392 009	395 434	428 759		
$x_1 = UZ/A*UM$	1,87 %	2,01 %	2,11 %	2,21 %	2,29 %		
$x_1 < EBIT/A => r_{POD} => \text{MIN hod. rizika odv.}$	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %		
$x_1 > EBIT/A => r_{POD} => ((x_1 - EBIT/A)^2 / x_1^2) * 0,1$							
<b>Riz. přírážka za pod. rizika (<math>r_{POD}</math>)</b>	<b>3,00 %</b>	<b>3,00 %</b>	<b>3,00 %</b>	<b>3,00 %</b>	<b>3,00 %</b>		

Pozn. \* Odhadovaná úroková míra byla v letech 2007–2009 stanovena na úrovni roku 2010.

In: vlastní zpracování na základě dat MPO (2005a-d) a výkazů společnosti

Riziková přírážka podnikatelského rizika ( $r_{POD}$ ) je přírážka za možnou nižší podnikatelskou stabilitu. Tato riziková přírážka je navázána na ukazatel produkční síly (EBIT/Aktiva). Pro potřebu výpočtu tohoto rizika si potřebujeme nadefinovat neznámou  $x_1$ . Ta má podobu:  $x_1 = UZ/A*UM$  (kde UM je odhad úrokové míry úplatného kapitálu;



pro potřeby výpočtu stavebnicového modelu INFA využijeme sazbu úplatných zdrojů uvedenou v tabulce Tab. 59.). Pokud  $x_1 < \text{EBIT}/A$ , tak pro  $r_{\text{POD}}$  použijeme minimální hodnotu tohoto rizika v odvětví, které zveřejňuje MPO (2005a-d). Jestliže však  $x_1 > \text{EBIT}/A$ , tak  $r_{\text{POD}} = ((x_1 - \text{EBIT}/A)^2/x_1^2) * 0,1$ . Poslední možností je, že  $\text{EBIT}/A < 0$ . V tomto případě  $r_{\text{POD}} = 10 \%$ .

Přirážka za finanční stabilitu ( $r_{\text{FinSta}}$ ) charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv. Tato přirážka je navázána na likviditu 3. stupně ( $L3 = \text{OA}/(\text{KZ}+\text{KBÚ})$ ). K výpočtu přirážky je pak dále zapotřebí znát průměrné mezní hodnoty běžné a okamžité likvidity průmyslu ( $\text{XL1}$  a  $\text{XL2}$ ), které by měly být každoročně zveřejňovány. MPO (2005a-d) však dle doporučení pro individuální aplikaci metodiky umožňuje stanovit hodnotu  $\text{XL1} = 1,0$  a hodnotu  $\text{XL2} = 2,5$ . Z důvodu zjednodušení výpočtu využijeme této možnosti. Pro výpočet  $r_{\text{FinSta}}$  pak platí, že pokud  $L3 \leq \text{XL1}$ , pak  $r_{\text{FinSta}} = 10 \%$ . Pokud je  $L3 \Rightarrow \text{XL2}$ , tak  $r_{\text{FinSta}} = 0 \%$ . Intervalu  $\text{XL1} < L3 < \text{XL2}$ , pak se  $r_{\text{FinSta}}$  vypočítá dle následujícího vzorce:  

$$r_{\text{FinSta}} = ((\text{XL2} - L3)^2/(\text{XL2} - \text{XL1})^2) * 0,1$$

Tab. 66. Hodnota rizikové přirážky za finanční stabilitu – základní verze plánu

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Oběžná aktiva	213 718	172 514	136 123	150 331	152 031	214 947	248 743
Krátkodobé závazky	189 317	140 499	94 293	103 830	100 157	162 841	173 335
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	379	341	306
L3 (OA/(KZ+KBÚ))	1,13	1,23	1,44	1,45	1,51	1,32	1,43
L3 ≤ XL1 (1) ⇒ $r_{\text{FinSta}} = 10 \%$							
L3 ⇒ XL2 (2,5) ⇒ $r_{\text{FinSta}} = 0 \%$							
XL1 < L3 < XL2 ⇒ $r_{\text{FinSta}} = \text{vzorec}$	8,36 %	7,19 %	4,96 %	4,92 %	4,34 %	6,22 %	5,06 %
<b>Riz. přirážka za fin. stabilitu (<math>r_{\text{FinSta}}</math>)</b>	<b>8,36 %</b>	<b>7,19 %</b>	<b>4,96 %</b>	<b>4,92 %</b>	<b>4,34 %</b>	<b>6,22 %</b>	<b>5,06 %</b>
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
Oběžná aktiva	275 949	291 893	319 257	324 040	358 494		
Krátkodobé závazky	182 339	177 491	179 778	171 274	177 694		
Krátkodobé bankovní úvěry	320	194	0	0	0		
L3 (OA/(KZ+KBÚ))	1,51	1,64	1,78	1,89	2,02		
L3 ≤ XL1 (1) ⇒ $r_{\text{FinSta}} = 10 \%$							
L3 ⇒ XL2 (2,5) ⇒ $r_{\text{FinSta}} = 0 \%$							
XL1 < L3 < XL2 ⇒ $r_{\text{FinSta}} = \text{vzorec}$	4,35 %	3,27 %	2,33 %	1,64 %	1,03 %		
<b>Riz. přirážka za fin. stabilitu (<math>r_{\text{FinSta}}</math>)</b>	<b>4,35 %</b>	<b>3,27 %</b>	<b>2,33 %</b>	<b>1,64 %</b>	<b>1,03 %</b>		

Pozn.: pro výpočet  $r_{\text{FinSta}}$  budeme považovat  $\text{XL1} = 1,0$  a  $\text{XL2} = 2,5$  v letech za konstatní.

In: vlastní zpracování na základě dat MPO (2005a-d) a výkazů společnosti

Přirážka finanční struktury ( $r_{FinStr}$ ) je rozdílem mezi  $r_e$  a WACC, které mají následující podobu:

$$WACC = r_f + r_{POD} + r_{FinSta} + r_{LA} \quad (12) \quad r_e = \frac{WACC \times \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \times UM \times \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}} \quad (13)$$

Pro vyčíslení  $r_{FinStr}$  pak platí, že pokud  $r_e = WACC$ , tak  $r_{FinStr} = 0 \%$ . Jestliže však  $r_e \neq WACC$ , tak  $r_{FinStr}$  vypočítáme z rozdílu  $r_e$  a WACC. Pokud  $r_{FinStr}$  vychází  $> 10 \%$ , pak je nutné hodnotu  $r_{FinStr}$  omezit  $10 \%$ .

Tab. 67. Hodnota rizikové přirážky za finanční strukturu – základní verze plánu

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>WACC = <math>r_f + r_{POD} + r_{FinSta} + r_{LA}</math></b>	<b>19,52 %</b>	<b>18,38 %</b>	<b>20,50 %</b>	<b>16,63 %</b>	<b>16,16 %</b>	<b>16,46 %</b>	<b>15,13 %</b>
Úplatné zdroje (VK+BÚ+dluhopisy)	105 158	176 375	95 306	99 290	108 213	121 117	141 688
Aktiva	303 749	335 127	202 695	213 451	216 879	289 604	320 306
EAT	10 629	10 863	425	5 464	5 412	5 180	20 348
EBT	13 450	13 678	877	6 742	6 903	7 822	23 258
Odhadovaná úroková míra UZ	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,35 %	4,17 %	4,06 %
Vlastní kapitál	105 158	176 375	95 306	99 290	107 522	120 776	140 866
<b><math>r_e = (WACC * UZ/A - EAT/EBT * UM * (UZ/A - VK/A)) / (VK/A)</math></b>	<b>19,52 %</b>	<b>18,38 %</b>	<b>20,50 %</b>	<b>16,63 %</b>	<b>16,24 %</b>	<b>16,50 %</b>	<b>15,20 %</b>
$r_e = WACC \Rightarrow r_{FinStr} = 0 \%$	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %			
$r_{FinStr} = r_e - WACC$					0,08 %	0,04 %	0,07 %
<b>Riz. přirážka za fin. strukturu (<math>r_{FinStr}</math>)</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,08 %</b>	<b>0,04 %</b>	<b>0,07 %</b>
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
<b>WACC = <math>r_f + r_{POD} + r_{FinSta} + r_{LA}</math></b>	<b>14,45 %</b>	<b>13,30 %</b>	<b>12,28 %</b>	<b>11,55 %</b>	<b>10,85 %</b>		
Úplatné zdroje (VK+BÚ+dluhopisy)	161 730	183 570	206 954	218 883	245 788		
Aktiva	349 347	366 338	392 009	395 434	428 759		
EAT	20 348	22 159	23 579	11 929	26 905		
EBT	25 121	27 357	29 110	14 727	33 216		
Odhadovaná úroková míra UZ	4,04 %	4,02 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %		
Vlastní kapitál	161 216	183 376	206 954	218 883	245 788		
<b><math>r_e = (WACC * UZ/A - EAT/EBT * UM * (UZ/A - VK/A)) / (VK/A)</math></b>	<b>14,49 %</b>	<b>13,31 %</b>	<b>12,28 %</b>	<b>11,55 %</b>	<b>10,85 %</b>		
$r_e = WACC \Rightarrow r_{FinStr} = 0 \%$			0,00 %	0,00 %	0,00 %		
$r_{FinStr} = r_e - WACC$	0,04 %	0,01 %					
<b>Riz. přirážka za fin. strukturu (<math>r_{FinStr}</math>)</b>	<b>0,04 %</b>	<b>0,01 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>		

Pozn. \* Odhadovaná úroková míra byla v letech 2007–2009 stanovena na úrovni roku 2010.

In: vlastní zpracování na základě dat MPO (2005a-d) a výkazů společnosti

Po vypočtení všech přirážek ( $r_f$ ,  $r_{POD}$ ,  $r_{FinSta}$ ,  $r_{LA}$ ,  $r_{FinStr}$ ) nyní můžeme vyčíslit výsledné náklady vlastního kapitálu dle Stavebnicového modelu INFA (tj. dle metodiky MPO). Konečné výsledky této metody, a to v obou verzích výpočtu, nám znázorňují níže uvedené tabulky (Tab. 68. a Tab. 69.).

Tab. 68. Výsledky stavebnicové metody INFA (MPO) – základní verze plánu

v %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	4,28 %	4,55 %	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,31 %
Riz. přírážka velikosti podniku ( $r_{LA}$ )	4,98 %	4,74 %	5,00 %	5,00 %	4,97 %	4,93 %	4,86 %
Riz. přírážka za pod. riziko ( $r_{POD}$ )	1,90 %	1,90 %	5,87 %	3,00 %	3,06 %	3,00 %	3,00 %
Riz. přírážka za fin stabilitu ( $r_{FinSta}$ )	8,36 %	7,19 %	4,96 %	4,92 %	4,34 %	6,22 %	5,06 %
Riz. přírážka za fin. strukturu ( $r_{FinStr}$ )	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,08 %	0,04 %	0,07 %
<b>Náklady vlastního kapitálu (<math>r_e</math>)</b>	<b>19,52 %</b>	<b>18,38 %</b>	<b>20,50 %</b>	<b>16,63 %</b>	<b>16,24 %</b>	<b>16,50 %</b>	<b>15,30 %</b>
v %	2014	2015	2016	2017	2018		
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %		
Riz. přírážka velikosti podniku ( $r_{LA}$ )	4,79 %	4,72 %	4,64 %	4,60 %	4,51 %		
Riz. přírážka za pod. riziko ( $r_{POD}$ )	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %		
Riz. přírážka za fin stabilitu ( $r_{FinSta}$ )	4,35 %	3,27 %	2,33 %	1,64 %	1,03 %		
Riz. přírážka za fin. strukturu ( $r_{FinStr}$ )	0,04 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %		
<b>Náklady vlastního kapitálu (<math>r_e</math>)</b>	<b>14,49 %</b>	<b>13,31 %</b>	<b>12,28 %</b>	<b>11,55 %</b>	<b>10,85 %</b>		

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Tab. 69. Výsledky stavebnicové metody INFA (MPO) – korigovaná verze plánu

v %	2014	2015	2016	2017	2018		
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %		
Riz. přírážka velikosti podniku ( $r_{LA}$ )	4,82 %	4,77 %	4,72 %	4,71 %	4,64 %		
Riz. přírážka za pod. riziko ( $r_{POD}$ )	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %		
Riz. přírážka za fin stabilitu ( $r_{FinSta}$ )	4,70 %	3,93 %	3,21 %	2,72 %	2,15 %		
Riz. přírážka za fin. strukturu ( $r_{FinStr}$ )	0,04 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %		
<b>Náklady vlastního kapitálu (<math>r_e</math>)</b>	<b>14,87 %</b>	<b>14,02 %</b>	<b>13,24 %</b>	<b>12,74 %</b>	<b>12,10 %</b>		

In: vlastní zpracování na základě Přílohy P XXVI

### Komplexní stavebnicová metoda (M&M)

Další metodu, kterou využijeme ke zjištění  $N_{VK}$ , je verze komplexní stavebnicové metody od prof. Maříka a doc. Maříkové, která vychází z hodnotícího způsobu společnosti Garnett a Hill. Základním rysem této metody je, že riziková prémie se určuje na základě určitého počtu faktorů (hodnotící obchodní riziko a riziko finanční), které nám ve svém souhrnu určují míru rizika podnikatelské činnosti. Jelikož je výpočet této metody poměrně zdlouhavý a pracný, rozhodli jsme se pro vyčíslení  $N_{VK}$  využít programu EVALENT 3.7. Jako vstupní data potřebná pro výpočet metody jsme zadali následující hodnoty či informace:

- Bezriziková úroková míra (na úrovni posledních dat MPO – 2,31 %).
- Horní mez rizikové prémie jako násobek výše uvedené bezrizikové úrokové míry (na úrovni programové hodnoty 3 %).

- c) Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku (na úrovni poměru 4:1).
- d) Hodnocení obchodního a finančního rizika (viz Příloha P XXVII).

U hodnotícího formuláře každý z faktorů hodnotíme pomocí čtyřstupňové škály, kde stupeň jedna odpovídá mírnému riziku, stupeň dva riziku přiměřenému, stupeň tři riziku zvýšenému a stupeň čtyři je charakteristický rizikem vysokým. Další detailní postup výpočtu této metody je uveden v publikaci Maříka et al. (2011a, s. 236–251).

Výsledné náklady na vlastní kapitál podle Komplexní stavebnicové metody (M&M) vyšly na základě posouzení k 31. 12. 2013 na úrovni 5,66 % (tj. bezrizikové úroková míra 2,31 % + riziková prémie 3,35 %). To znamená, že tato metoda nám poskytla velice pozitivní hodnoty nákladů na vlastní kapitál. Z tohoto důvodu však pro další práci využijeme spíše výsledků ostatních metod, které nám přinesly střízlivější výsledky.

### Metoda CAPM

Model CAPM je poslední metodou, kterou využijeme pro výpočet nákladů na vlastní kapitál. Využijeme metodického postupu, který je uvedený v publikaci Knápkové a Pavelkové (2005, s. 163–167) avšak s tím rozdílem, že majetkovou a kapitálovou strukturu využijeme ke konci roku (Mařík et al., 2011a, s. 235). Model pracuje na předpokladu, že celkové riziko, spojené s investicemi do akcií se dále dělí na systematické a nesystematické riziko. Oproti stavebnicovým metodám se popisovaný model zaměřuje pouze na riziko tržní systematické, od kterého se snaží dále odhadnout očekávanou výnosnost vlastního kapitálu. Model CAPM pro společnosti obchodované na burze má níže uvedený tvar:

(14)

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

kde:  $r_e$  = náklady vlastního kapitálu,  
 $r_f$  = bezriziková úroková míra,  
 $\beta$  = koeficient vyjadřující relativní rizikovost podniku k průměrné rizikovosti trhu,  
 $r_m$  = průměrná výnosnost kapitálového trhu,  
 $(r_m - r_f)$  = riziková prémie kapitálového trhu.

Bezriziková úroková míra – je míra zcela bezrizikového aktiva. Jelikož však takové aktivum neexistuje, využívá se pro danou problematiku výnosnost desetiletých státních dluhopisů. My v rámci práce využíváme bezrizikovou míru stanovenou na základě metodiky MPO.

Riziková prémie – má za úkol zjistit dlouhodobější úroveň výnosnosti akcií. Obvykle se využívá výnosnost tržních akciových indexů. Je však také možné využít rating, který je každoročně

vyhlašován prostřednictvím ratingových agentur či data zveřejňovaná prostřednictvím webových stránek prof. Aswatha Damodarana.

Koeficient  $\beta$  – udává citlivost investice vůči pohybům trhu. Měří tržní (systematické) riziko. Jelikož námi analyzovaná společnost není obchodovatelná na akciovém trhu, zvolíme upravený model CAPM s náhradními odhady  $\beta$ , který má níže uvedenou podobu:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left( 1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK} \right) \quad (15)$$

Tento model nám napomáhá určit koeficient  $\beta$  pomocí metody analogie. Myšlenka této metody je velice jednoduchá, jelikož využívá  $\beta$  podobných podniků. Při aplikaci této metody je však zapotřebí brát v úvahu také rozdílnost kapitálových struktur podniků, a proto je nutné  $\beta$  nezadluženého podniku ( $\beta_N$ ), upravit na  $\beta$  zadluženého podniku ( $\beta_Z$ ),

Metodu CAPM vypočítáme na základě upravených účetních dat (tj. zohledníme rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná). Obdobně jako u Stavebnicové metody INFA musíme provést výpočet pro obě verze plánu, tak abychom zohlednili odlišnou kapitálovou strukturu obou plánů. Výsledné hodnoty metody CAPM nám představují níže uvedené tabulky (Tab. 70. a Tab. 71.). Jak můžeme vidět vliv upravené kapitálové struktury (v obou verzích plánu) je zanedbatelný.

Tab. 70. Výsledky metody CAPM – základní verze plánu

tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	4,28 %	4,55 %	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,31 %
$\beta_N$ (Damodaran)	<b>1,10</b>	<b>1,30</b>	<b>1,33</b>	<b>1,25</b>	<b>1,43</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>
VK - upravený	121 763	190 869	108 729	111 640	124 564	136 790	158 326
CK - upravený	0	0	0	3 500	4 191	4 341	6 490
Daňová sazba	21 %	21 %	20 %	19 %	19 %	19 %	19 %
$\beta_Z = \beta_N \cdot (1 + (1 - T) \cdot (CK/VK))$	<b>1,100</b>	<b>1,300</b>	<b>1,330</b>	<b>1,282</b>	<b>1,469</b>	<b>1,415</b>	<b>1,426</b>
Riziková prémie ( $r_m - r_f$ )	7,10 %	7,10 %	5,85 %	6,25 %	7,28 %	7,08 %	7,08 %
$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$	<b>12,09 %</b>	<b>13,78 %</b>	<b>12,45 %</b>	<b>11,72 %</b>	<b>14,48 %</b>	<b>12,33 %</b>	<b>12,40 %</b>
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %		
$\beta_N$ (Damodaran)	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>	<b>1,38</b>		
VK - upravený	140 024	134 026	134 213	121 558	118 191		
CK - upravený	4 514	4 194	4 000	4 000	4 000		
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %		
$\beta_Z = \beta_N \cdot (1 + (1 - T) \cdot (CK/VK))$	<b>1,416</b>	<b>1,415</b>	<b>1,413</b>	<b>1,417</b>	<b>1,418</b>		
Riziková prémie ( $r_m - r_f$ )	7,08 %						
$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$	<b>12,336 %</b>	<b>12,328 %</b>	<b>12,316 %</b>	<b>12,341 %</b>	<b>12,348 %</b>		

Pozn.:  $\beta_N$  jsme zjistili na webových stránkách Damodaran ([2014] v sekci Levered and Unlevered Betas by Industry. Jako nejbližší typ předmětu podnikání společnosti se jevil - Metal Fabricating.

In: vlastní zpracování dle dat MPO (2005a-d), Damodaran ([2014]) a Přílohy P XXV

Tab. 71. Výsledky metody CAPM – korigovaná verze plánu

v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018
Bezriziková úroková míra ( $r_f$ )	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %	2,31 %
$\beta_N$ (Damodaran)	1,38	1,38	1,38	1,38	1,38
VK - upravený	138 903	131 862	131 357	119 256	115 872
CK - upravený	4 514	4 194	4 000	4 000	4 000
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - T) * (CK/VK))$	1,416	1,416	1,414	1,417	1,419
Riziková prémie ( $r_m - r_f$ )	7,08 %				
$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$	12,338 %	12,332 %	12,321 %	12,346 %	12,354 %

Pozn.:  $\beta_N$  jsme zjistili na webových stránkách Damodaran ([2014] v sekci Levered and Unlevered Betas by Industry. Jako nejbližší typ předmětu podnikání společnosti se jevil - Metal Fabricating.

In: vlastní zpracování dle dat MPO (2005a-d), Damodaran ([2014]) a Přílohy P XXV

Vzhledem k tomu, že cílem této diplomové práce je určit tržní hodnotu podniku Fagus a. s. (tak jak se podrobněji dozvíme v kapitole 6.6.2), je zapotřebí pro další postup ocenění podniku použít  $N_{VK}$  založené na tržních datech, což odpovídá metodě CAPM.

#### 6.4.3 Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)

Průměrné náklady celkového podnikového kapitálu můžeme definovat jako VAP nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, kde vahou je podíl příslušného kapitálu na celkové kapitálové struktuře. Z níže uvedeného výpočtu WACC jsme vyřadili násobitel  $(1-d)$ , jelikož jsme ho již zohlednili při výpočtu  $N_{CK}$  (viz Tab. 62.)

Tab. 72. Výpočet WACC – základní verze plánu

v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
$N_{CK}$ (se započtením daňového štítu)	0,00 %	0,00 %	0,00 %	3,24 %	3,53 %	3,38 %	3,29 %
$N_{VK}$	12,09 %	13,78 %	12,45 %	11,72 %	14,48 %	12,33 %	12,40 %
VK - upravený	121 763	190 869	108 729	111 640	124 564	136 790	158 326
CK - upravený	0	0	0	3 500	4 191	4 341	6 490
WACC	12,090 %	13,780 %	12,450 %	11,462 %	14,124 %	12,055 %	12,041 %
v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
$N_{CK}$ (se započtením daňového štítu)	3,272 %	3,259 %	3,240 %	3,240 %	3,240 %		
$N_{VK}$	12,336 %	12,328 %	12,316 %	12,341 %	12,348 %		
VK - upravený	140 024	134 026	134 213	121 558	118 191		
CK - upravený	4 514	4 194	4 000	4 000	4 000		
WACC	12,053 %	12,053 %	12,053 %	12,051 %	12,050 %		

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a Přílohy XXV

Tab. 73. Výpočet WACC – korigovaná verze plánu

v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018
NCK (se započtením daňového štítu)	3,272 %	3,259 %	3,240 %	3,240 %	3,240 %
NVK	12,338 %	12,332 %	12,321 %	12,346 %	12,354 %
VK - upravený	138 903	131 862	131 357	119 256	115 872
CK - upravený	4 514	4 194	4 000	4 000	4 000
<b>WACC</b>	<b>12,053 %</b>	<b>12,052 %</b>	<b>12,053 %</b>	<b>12,050 %</b>	<b>12,050 %</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a Přílohy XXV

## 6.5 Odhad tempa růstu „g“

Tab. 74. Zjištění tempa růstu „g“ pomocí CAGR

v tis. Kč %		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Základní verze plánu	Tržby z prodeje zboží	31 276	35 722	7 148	10 043	16 819	21 676	12 823
	Tržby z prodeje vl. výr. a služ.	558 309	624 253	281 447	387 091	514 969	626 990	556 357
	Celkové tržby	589 585	659 975	288 595	397 134	531 788	648 666	569 180
	v tis. Kč a %	2014	2015	2016	2017	2018		
	Tržby z prodeje zboží	14 711	15 440	15 840	16 195	16 848		
	Tržby z prodeje vl. výr. a služ.	651 335	682 526	707 519	712 820	753 519		
	Celkové tržby	666 046	697 966	723 359	729 015	770 367		
	<b>Geometrický průměr</b>	<b>3,731 %</b>						
	v tis. Kč a %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Korigovaná verze plánu	Tržby z prodeje zboží	31 276	35 722	7 148	10 043	16 819	21 676
Tržby z prodeje vl. výr. a služ.		558 309	624 253	281 447	387 091	514 969	626 990	556 357
Celkové tržby		589 585	659 975	288 595	397 134	531 788	648 666	569 180
v tis. Kč a %		2014	2015	2016	2017	2018		
Tržby z prodeje zboží		14 666	15 048	15 385	16 006	16 848		
Tržby z prodeje vl. výr. a služ.		629 735	663 011	687 289	692 438	731 971		
Celkové tržby		644 401	678 059	702 674	708 444	748 819		
<b>Geometrický průměr</b>		<b>3,726 %</b>						

In: vlastní zpracování na základě Přílohy P XVIII, XXI

Poslední kapitola, kterou se budeme zabývat před provedením samotného ocenění podniku Fagus a. s., řeší problematikou odhadu tempa budoucí kategorie výnosu. Tento faktor má totiž významný (někteří autoři tvrdí, že dokonce rozhodující) vliv na určení pokračující hodnoty a tím pádem také výsledné hodnoty podniku (protože perpetuitní část ocenění tvoří při 5leté první fázi až 80 % celkové hodnoty podniku). Mařík et al. (2011, s. 194) a Kislingerová (2001, s. 202–211) uvádí několik možností odhadu tempa růstu „g“. My jsme se však pro zjištění tempa růstu rozhodli použít geometrický průměr ( $p_G = \sqrt[n]{x_1 + x_2 + \dots + x_n}$ ), který je někdy označován jako tzv. složená míra růstu, zkráceně CAGR (Compound Annual Growth Rate).

Výslednou hodnotu, získanou prostřednictvím této metody, následně podrobíme komparaci se sekundárními možnostmi odhadu „g“. Geometrický průměr aplikujeme na celkové tržby (tržby z prodeje zboží + tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb) podniku Fagus a. s. v rámci celého sledovaného období a to včetně strategického finančního plánu (tj. let 2007–2018). Výsledky této analýzy nám přináší výše uvedená tabulka. (Tab. 74.)

Jak můžeme vidět, geometrický průměr (CAGR) nám poskytl odhad tempa růstu „g“ na úrovni 3,7 %. Tento výsledek se jeví jako reálný, jelikož také druhá metoda založená na odhadu „g“ z makroekonomických ukazatelů (růst HDP ve stálých cenách + inflace pro 2. fázi) vychází na základě dat MFČR (2014) na úrovni 4,5 % (HDP ve stálých cenách 2,5 % + inflace 2 %). Avšak z důvodu opatrnosti a přiměřenosti ocenění se přikloníme raději k nižší hodnotě, tj. na úrovni 3,731 % (pro základní verzi plánu) a 3,726 % (pro verzi korigovanou).

## 6.6 Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných výnosových metod

Nyní se dostáváme do závěrečné fáze celého procesu ocenění, kde dochází již k samotnému výpočtu hodnoty podniku Fagus a. s., a to prostřednictvím několika výnosových metod. Tato kapitola se bude skládat z níže uvedených částí:

- Potvrzení splnění základní podmínky pro výnosové ocenění (princip „going concern“).
- Stanovení předmětu, účelu a data ocenění podniku.
- Kapitoulou zabývající se volbou vhodné metody ocenění.
- Vymezením základních komponent potřebných pro ocenění podniku (EVA).
- Stanovením hodnoty podniku Fagus a. s. pomocí vybraných výnosových metod (EVA, paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů).
- Shrnutí výsledků použitých metod ocenění.
- Kapitoulou zabývající se citlivostní analýzou.

### 6.6.1 Potvrzení splnění základní podmínky pro výnosové ocenění

Jak už jsme se několikrát v průběhu celé práce zmínili, základním předpokladem využití výnosových metod je splnění neomezeného, efektivního a hodnototvorného trvání podniku („going concern“). Tento předpoklad jsme nemohli na závěr analytické části práce potvrdit, jelikož jsme neměli k dispozici  $N_{VK}$  a WACC (které jsme si vyčíslili až v kapitole 6.4). Proto až nyní vyneseme závěrečný výrok k této problematice (viz Tab. 75.)



Tab. 75. Plnění podmínky výnosového ocenění „going concern“

v tis. Kč		2014	2015	2016	2017	2018
Základní verze plánu	ROE = EAT/VK	12,46 %	11,10 %	11,39 %	5,45 %	10,95 %
	$N_{VK}$	12,336 %	12,328 %	12,316 %	12,341 %	12,348 %
	$NOPAT_t/NOA_t(C)$	17,75 %	19,81 %	20,83 %	13,65 %	26,28 %
	WACC	12,053 %	12,053 %	12,053 %	12,051 %	12,050 %
	ROE > $N_{VK}$	✓	✗	✗	✗	✗
	$NOPAT/NOA > WACC$	✓	✓	✓	✓	✓
v tis. Kč		2014	2015	2016	2017	2018
Korigovaná verze plánu	ROE = EAT/VK	7,19 %	8,90 %	8,70 %	2,30 %	9,10 %
	$N_{VK}$	12,338 %	12,332 %	12,321 %	12,346 %	12,354 %
	$NOPAT_t/NOA_t(C)$	11,30 %	14,73 %	15,58 %	7,71 %	19,94 %
	WACC	12,053 %	12,052 %	12,053 %	12,050 %	12,050 %
	ROE > $N_{VK}$	✗	✗	✗	✗	✗
	$NOPAT/NOA > WACC$	✗	✓	✓	✗	✓

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Jak můžeme vidět stanovený předpoklad v závěru finanční analýzy, že společnost v období strategického finančního plánu bude plnit podmínku  $ROE > N_{VK}$ , nebyl správný. Této podmínce společnost Fagus a. s. vyhovuje pouze v roce 2014 a to jen u základní verze plánu. To však neznamena, že by analyzovaný podnik nebyl výnosově ocenitelný, jelikož existuje ještě jiná podmínka, která vychází z upravené majtkové a finanční struktury podniku (NOA, C). Ta říká, že podnik je hodnotě perspektivní, jestliže je splněna podmínky  $NOPAT/NOA > WACC$ . Jak můžeme vidět, tuto podmínku společnost Fagus a. s., v případě základního plánu, plní ve všech letech. U korigované verze plánu výsledky této podmínky již nejsou tak přesvědčivé, avšak je důležité upozornit na skutečnost, že v roce 2014 se hodnota  $NOPAT/NOA$  blížila splnění této podmínky, a v roce 2017 byl propad výsledků rentability čistého operativního zisku po zdanění způsoben především výkyvem, který vznikl v důsledku negativní změny stavu zásob vlastní činnosti. Data roku 2018 naopak svědčí o bezproblémovém plnění dané podmínky, což můžeme označit za dosažení rovnováhy či případně stavu blízkého této rovnováze. S ohledem na tuto skutečnost můžeme dobu strategického finančního plánu (tj. dobu první fáze) označit za dostatečně dlouhou. Závěrečný výrok o proveditelnosti výnosového ocenění tedy zní:

**Podnik Fagus a. s. je na základě výše uvedených skutečností způsobilý k ocenění prostřednictvím vybraných výnosových metod.**

### 6.6.2 Stanovení předmětu, účelu a data ocenění podniku

Předmět ocenění: podnik Fagus a. s. (viz detailní popis kapitola 4.)

Účel/cíl ocenění: zjištění tržní hodnoty podniku k 01. 01. 2014. Tato hodnota podniku bude mít pro management společnosti pouze informativní charakter.

### 6.6.3 Volba vhodné metody ocenění

Pro ocenění podniku Fagus a. s. použijeme dvě skupiny metod:

- B) metodu založenou na EVA,
- C) a metodu Kapitalizovaných čistých výnosů (pouze paušální metodu).

Metodu ocenění založenou na EVA jsme si vybrali především z toho důvodu, že společnost Fagus a. s. před několika lety začala ukazatel EVA používat k měření své finanční výkonnosti. Z tohoto důvodu management společnosti kladl důraz na to, aby se diplomová práce zaměřila na další oblast využitelnosti konceptu EVA, a to právě na námi řešené ocenění podniku Fagus a. s. Současně pro konverzi účetních dat byla využita metodika Knápkové a Pavelkové (2005, s. 281–284), která byla koncipována právě na použitelnost této metody ocenění.

### 6.6.4 Vymezení ekonomické přidané hodnoty EVA

V této kapitole si nyní vyčíslíme potřebnou kategorii výnosu, pomocí které budeme oceňovat podnik Fagus a. s. Jelikož jsme se rozhodli využít metodu založenou na konceptu EVA, zaměříme se na výpočet ekonomické přidané hodnoty (a to na úrovni EVA entity, tj. na úrovni ekonomického modelu).

Z důvodu, že jsme si v diplomové práci vymezili dvě varianty strategického finančního plánu (základní a korigovanou), provedeme vymezení ukazatele EVA také ve dvou podobách, což nám umožní srovnání výsledných hodnot oceňovaného podniku při různé výši výnosového potenciálu.

Výpočet ukazatele EVA, jak už jsme jednou zmínili, provedeme pomocí přesnějšího ekonomického modelu (tj.  $EVA = NOPAT - WACC \times C/NOA$ ). Využijeme kapitál (C) k počátku období a NOPAT ke konci období, a to z toho důvodu, že společnost dosáhne daného výsledku hospodaření (NOPAT, který zjistíme na konci účetního období) pomocí kapitálu, vykázaného k 01. 01. aktuálního roku. Výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA) uvádíme v níže uvedené tabulce (Tab. 76.).

Tab. 76. Výpočet Ekonomické přidané hodnoty (EVA)

v tis. Kč a %		2014	2015	2016	2017	2018
Zák. verze plánu	C/NOA <sub>t-1</sub> (k počátku roku)	164 816	144 538	138 221	138 213	125 558
	NOPAT <sub>t</sub> (ke konci roku)	25 649	27 380	28 789	17 135	32 109
	WACC <sub>t</sub> (ke konci roku)	12,053 %	12,053 %	12,053 %	12,051 %	12,050 %
	<b>EVA<sub>t</sub></b>	<b>5 784</b>	<b>9 959</b>	<b>12 129</b>	<b>479</b>	<b>16 979</b>
v tis. Kč a %		2014	2015	2016	2017	2018
Kor. verze plánu	C/NOA <sub>t-1</sub> (k počátku roku)	164 816	143 417	136 056	135 357	123 257
	NOPAT <sub>t</sub> (ke konci roku)	16 208	20 043	21 091	9 509	23 900
	WACC <sub>t</sub> (ke konci roku)	12,053 %	12,052 %	12,053 %	12,050 %	12,050 %
	<b>EVA<sub>t</sub></b>	<b>-3 657</b>	<b>2 758</b>	<b>4 692</b>	<b>-6 802</b>	<b>9 048</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a Přílohy P XXIII, XXIV

Obvykle platí, že čím vyšší je hodnota ukazatele EVA, tím větší hodnota je tvořena pro vlastníky podniku (případně vlastníky a věřitele). Existují však případy, kdy zvyšování ukazatele EVA nemusí nutně vést ke zvýšení hodnoty podniku. Jedná se o případy, kdy zvýšení EVA v současné době bylo dosaženo na úkor budoucích nadzisků, o kterých jsme se již také v práci zmínili (kapitola 3.1.3).

Jak můžeme vidět, ukazatel **EVA v základní verzi plánu** dosahuje ve všech analyzovaných letech (2014–2018) kladných hodnot. Detailní rozklad ukazatele EVA entity nám přináší Příloha P XXVIII. Rozklad začíná u vrcholového ukazatele EVA entity, který je uveden v absolutních hodnotách a jeho změny v letech jsou pak znázorněny pomocí sloupce – Působení na EVA (kde + značí pozitivní změnu položky vůči EVA a – změnu negativní vůči EVA). Na základě vztahu pro výpočet EVA, jsou hlavními prvky, které působí na tvorbu ekonomické přidané hodnoty: Spread (RONA – WACC) a investovaný kapitál (NOA/C). U podniku Fagus a. s. (základní verze plánu) můžeme vidět Spread ve všech letech kladný, což značí, že analyzovaná společnost má vyšší hodnotu rentability čistých operativních aktiv než hodnotu průměrných nákladů kapitálu (což jsme však již identifikovali při dokazování splnění výnosové podmínky „going concern“). V této situaci zvýšení investic působí na hodnotu EVA pozitivně. Pokud by však byl Spread záporný (jako například u korigované verze plánu), tak zvýšení investovaného kapitálu by na tvorbu hodnoty působilo negativně.

Kladná hodnota Spreadu byla zapříčiněna především vyšší rentabilitou čistých operativních aktiv než WACC, které jsou z většiny tvořeny především náklady na vlastní kapitál. Ukazatel rentability operativních aktiv (RONA) je ovlivňován ziskovou marží (NOPAT/Tržby) a obratovostí investovaného kapitálu (Tržby/C). Zisková marže má

v rámci sledovaných let (2014–2018) rostoucí tendenci (mimo rok 2017), což na výslednou hodnotu EVA a také na výslednou hodnotu podniku má pozitivní účinek. Také obratovost aktiv přispívá k růstu EVA stabilními hodnotami obratu kolem 5–6 (rostoucí tendence), což je způsobeno nárůstem tržeb v analyzovaných letech. Jelikož je Spread kladný, tak pokles investovaného kapitálu (tak jak jsme identifikovali v základní verzi plánu) působí na hodnotu EVA záporně. Propad NOA/C je ve sledovaných letech způsoben jak poklesem upraveného pracovního kapitálu tak také snížením rozvahové položky DM. K výrazné změně v případě upraveného pracovního kapitálu bylo dosaženo poklesem všech položek, tj. zásob, pohledávek, KFM. Položka neúročeného cizího kapitálu oscilovala na úrovni 170–180 mil. Kč (takže v různých letech působila změna této položky na vrcholový ukazatel jinak).

U **korigované varianty plánu** můžeme u ukazatele EVA sledovat ničení hodnoty a to v letech 2014 a 2017. Detailní rozklad ukazatele EVA entity (korigovaná verze plánu) nám přináší Příloha P XXIX, ve které identifikujeme hlavní příčiny tohoto jevu. Jak můžeme vidět, Spread v letech 2014 a 2017 je záporný, což je způsobeno především poklesem ziskové marže (NOPAT/Tržby) pod tři procenta (v roce 2014 na úroveň 2,497 % a v roce 2017 na hodnotu 1,330 %). V roce 2014 ničení hodnoty podporuje také poměrně nízká obratovost NOA/C (oproti dalším obdobím, tj. 2015–2018). To je způsobeno poměrně nízkou hodnotou tržeb na počátku sledovaného období. Dalším faktorem, působícím na ničení EVA, je vysoká hodnota NOA/C v roce 2014, jelikož při záporném Spreadu, vysoké hodnoty NOA/C působí na EVA záporně. Také náklady cizího i vlastního kapitálu jsou na počátku sledovaného období (2014) na nejvyšší úrovni, což hodnotu EVA také negativně ovlivňuje.

### **6.6.5 Stanovení hodnoty podniku pomocí metody ekonomické přidané hodnoty**

#### **Metoda EVA entity**

##### **a) Základní verze plánu**

Ocenění pomocí ekonomické přidané hodnoty (EVA) je založeno na budoucích výsledcích ukazatele EVA (na úrovni entity). Jejich výpočet vychází ze základní verze vytvořeného strategického finančního plánu. Diskontováním EVA v období let 2014–2018 prostřednictvím vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC) získáme hodnotu první fáze (tj. hodnotu období strategického finančního plánu). Postup výpočtu EVA pro první fázi ocenění nám znázorňuje níže uvedená tabulka (Tab. 77.)

Tab. 77. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA entity – základní verze plánu

v tis. Kč a %		2014	2015	2016	2017	2018
Zák. verze plánu	Ekonomická přidaná hodnota (EVA <sub>entity</sub> )	5 784	9 959	12 129	479	16 979
	Diskontní míra (WACC)	12,053 %	12,053 %	12,053 %	12,051 %	12,050 %
	Odúročitel EVA (1-WACC) <sup>1</sup>	0,87947	0,77347	0,68024	0,59831	0,52623
	Diskontované EVA <sub>entity</sub> (k 01. 01. 2014)	<b>5 087</b>	<b>7 703</b>	<b>8 251</b>	<b>287</b>	<b>8 935</b>
	<b>Hodnota první fáze (k 01. 01. 2014)</b>	<b>30 262</b>				

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Výpočet druhé fáze provedeme prostřednictvím Gordonova vzorce. Nejdříve si však musíme vypočítat hodnotu NOPAT pro rok 2019, na základě které následně vyčíslíme hodnotu ukazatele EVA v roce 2019. Tempo růstu přebíráme z kapitoly 6.5 (3,731 %). Postup výpočtu nám znázorňují níže uvedené vztahy.

$$NOPAT_{2019} = NOPAT_{2018} \times (1 + g) = 32\,109 \times 1,03731 = 33\,306,9868 \text{ tis. Kč}$$

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - NOA_{2018} \times WACC = 33\,306,9868 - 122\,191 \times 0,1205 = 18\,582,9713 \text{ tis. Kč}$$

$$PH_{GV} = \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{2018} - g} = \frac{18\,582,9713}{0,12050 - 0,03731} = 223\,380 \text{ tis. Kč}$$

Tab. 78. Výsledky metody EVA entity – základní verze plánu

v tis. Kč		Výsledky EVA
Základní verze plánu	<b>Současná hodnota (SH) 1. fáze</b>	<b>30 262</b>
	<b>Současná hodnota (SH) 2. fáze = PH/(1+WACC)<sup>5</sup></b>	<b>126 469</b>
	MVA = SH <sub>1.fáze</sub> + SH <sub>2.fáze</sub>	156 731
	NOA k datu ocenění (01. 01. 2014)	164 816
	<b>Hodnota brutto (H<sub>b</sub>)</b>	<b>321 547</b>
	- úročené cizí zdroje k datu ocenění (k 01.01. 2014)	6 490
	<b>Provozní hodnota netto (PH<sub>n</sub>)</b>	<b>315 057</b>
	+ tržní hodnota provozně nepotřebného majetku	7 186
<b>Výsledná hodnota VK (k 01.01. 2014)</b>	<b>322 243</b>	

Pozn.: \* Provozně nepotřebný majetek k 01. 01. 2014 = 1 296 tis. Kč (nedokončený DHM) + 5 800 tis. Kč (provozně nepotřebný KFM) + 90 tis. Kč (nedokončený DNM).

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

#### a) Korigovaná verze plánu

U korigované verze plánu budeme postupovat obdobně jako v předchozím bodě (již však nebudeme provádět detailní komentáře k dílčím aktivitám). Už nyní je však patrné, že hodnota podniku stanovená na základě této verze plánu bude nižší. To je dáno tím, že tento plán byl tvořen na základě upraveného výnosového potenciálu, který byl snížen o 5 %.

Domníváme se však, že tato verze plánu bude v budoucím období více odpovídat reálnému vývoji (což si podrobněji rozeberme při komentování výsledku ocenění).

Tab. 79. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA entity – korigovaná verze plánu

v tis. Kč a %		2014	2015	2016	2017	2018
Kor. verze plánu	Ekonomická přidaná hodnota (EVA <sub>entity</sub> )	-3 657	2 758	4 692	-6 802	9 048
	Diskontní míra (WACC)	12,053 %	12,052 %	12,053 %	12,050 %	12,050 %
	Odúročitel EVA (1-WACC) <sup>t</sup>	0,87947	0,77349	0,68024	0,59833	0,52623
	Diskontované EVA <sub>entity</sub> (k 01. 01. 2014)	-3 216	2 133	3 192	-4 070	4 761
	<b>Hodnota první fáze (k 01. 01. 2014)</b>	<b>2 800</b>				

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Tempo růstu u korigované verze plánu bylo stanoveno na úroveň 3,726 %.

$$\text{NOPAT}_{2019} = \text{NOPAT}_{2018} \times (1 + g) = 23\,900 \times 1,03726 = 24\,790,514 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{EVA}_{2019} = \text{NOPAT}_{2019} - \text{NOA}_{2018} \times \text{WACC} = 24\,790,514 - 119\,872 \times 0,1205 = 10\,345,938 \text{ tis. Kč}$$

$$PH_{GV} = \frac{\text{EVA}_{T+1}}{\text{WACC}_{2018} - g} = \frac{10\,345,938}{0,1205 - 0,03726} = 124\,290 \text{ tis. Kč}$$

Tab. 80. Výsledky metody EVA entity – korigovaná verze plánu

v tis. Kč		Výsledky EVA
Korigovaná verze plánu	<b>Současná hodnota (SH) 1. fáze</b>	<b>2 800</b>
	<b>Současná hodnota (SH) 2. fáze = PH/(1+WACC)<sup>5</sup></b>	<b>70 368</b>
	MVA = SH <sub>1. fáze</sub> + SH <sub>2. fáze</sub>	73 168
	NOA k datu ocenění (01. 01. 2014)	164 816
	<b>Hodnota brutto (H<sub>b</sub>)</b>	<b>237 984</b>
	- úročené cizí zdroje k datu ocenění (k 01.01. 2014)	6 490
	<b>Provozní hodnota netto (PH<sub>n</sub>)</b>	<b>231 494</b>
+ tržní hodnota provozně nepotřebného majetku	7 186	
<b>Výsledná hodnota VK (k 01.01. 2014)</b>	<b>238 680</b>	

Pozn.: \* Provozně nepotřebný majetek k 01. 01. 2014 = 1 296 tis. Kč (nedokončený DHM) + 5 800 tis. Kč (provozně nepotřebný KFM) + 90 tis. Kč (nedokončený DNM).

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

## Metoda EVA equity

### a) Základní verze plánu

Druhou variantou, kterou využije pro ocenění společnosti Fagus a. s., je v teoretické práci popsána EVA equity. Metodika výpočtu je naprosto stejná, avšak je zapotřebí upravit vstupní data do této metody – NOA transformovat na operativní aktiva krytá pouze vlastním kapitálem

(NOA – CK = VK), z NOPAT vytvořit NOPBT (Net Operating Profit before Taxes, tj. operační zisk před odpočtem daní), od kterého následně odečteme nákladové úroky a nově zdaníme ((NOPBT – úroky) x (1 – d) = EAT). Jelikož jsme u výpočtu NOPAT aplikovali jiný postup úpravy daně, budeme muset tentýž postup použít i v tomto případě. Poslední změnou je, že namísto WACC použijeme pro diskontování  $N_{VK}$ . Nyní si provedeme popsané úpravy.

Tab. 81. Úprava dat pro metodu EVA equity – základní verze plánu

v tis. Kč a %		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Základní verze plánu	VK = NOA - CZ úročené	158 326	140 024	134 026	134 213	121 558	118 191
	NOPBT (Net operating Profit before Taxes)		31 665	33 803	35 542	21 154	39 641
	Nákladové úroky		272	176	163	160	160
	NOPBT po úpravách	x	31 393	33 627	35 379	20 994	39 481
	NOPBT původní - NOPBT po úpravách		272	176	163	160	160
	Původně placená daň		6 016	6 423	6 753	4 019	7 532
	Dodatečně vypočtená daň (19 %)		52	33	31	30	30
	<b>EAT*</b>	x	<b>25 325</b>	<b>27 171</b>	<b>28 595</b>	<b>16 945</b>	<b>31 919</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu (<math>N_{VK}</math>)</b>	x	<b>12,336 %</b>	<b>12,328 %</b>	<b>12,316 %</b>	<b>12,341 %</b>	<b>12,348 %</b>	

Pozn: \* EAT = NOPBT po úpravách - původně placená daň - dodatečně vypočtená daň.

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Na základě upravených dat si provedeme výpočet ukazatele EVA equity ( $EVA_t = EAT_t - VK_{t-1} \times N_{VK}$ ), který následně opět diskontováním pomocí nákladů na vlastní kapitál převedeme k 01. 01. 2014. Výsledky nám poskytuje níže uvedená tabulka (Tab. 82.)

Tab. 82. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA equity – základní verze plánu

v tis. Kč a %		2014	2015	2016	2017	2018
Základní verze plánu	$VK_{t-1}$ (k počátku roku)	158 326	140 024	134 026	134 213	121 558
	$EAT_t$ (ke konci roku)	25 325	27 171	28 595	16 945	31 919
	$N_{VK}$ (ke konci roku)	12,336 %	12,328 %	12,316 %	12,341 %	12,348 %
	<b>Ekonomická přidaná hodnota (<math>EVA_{equity}</math>)</b>	<b>5 794</b>	<b>9 909</b>	<b>12 088</b>	<b>382</b>	<b>16 909</b>
	Diskontní míra ( $N_{VK}$ )	12,336 %	12,328 %	12,316 %	12,341 %	12,348 %
	Odúročitel EVA ( $1 - N_{VK}$ ) <sup>t</sup>	0,87664	0,76864	0,67416	0,59045	0,51738
	Diskontované $EVA_{equity}$ (k 01. 01. 2014)	5 079	7 616	8 149	225	8 748
	<b>Hodnota první fáze (k 01. 01. 2014)</b>	<b>29 819</b>				

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Výpočet druhé fáze provedeme stejně jako u metody EVA entity, tj. prostřednictvím Gordonova vzorce. Jediným rozdílem je, že pro výpočet pokračující hodnoty využijeme upravená data. Postup výpočtu nám znázorňují níže uvedené vztahy.

$$EAT_{2019} = EAT_{2018} \times (1 + g) = 31\,919 \times 1,03731 = 33\,109,8979 \text{ tis. Kč}$$

$$EVA_{2019} = EAT_{2019} - VK_{2018} \times N_{VK} = 33\,109,8979 - 118\,191 \times 0,12348 = 18\,515,6732 \text{ tis. Kč}$$

$$PH_{GV} = \frac{EVA_{T+1}}{N_{VK\,2018} - g} = \frac{18\,515,6732}{0,12348 - 0,03731} = 214\,874 \text{ tis. Kč}$$

Tab. 83. Výsledky metody EVA equity – základní verze plánu

v tis. Kč		Výsledky EVA
Základní verze plánu	Současná hodnota (SH) 1. fáze	29 819
	Současná hodnota (SH) 2. fáze = $PH/(1+N_{VK})^5$	120 049
	MVA = SH <sub>1.fáze</sub> + SH <sub>2.fáze</sub>	149 868
	VK k datu ocenění (01. 01. 2014)	158 326
	<b>Provozní hodnota netto (PH<sub>n</sub>)</b>	<b>308 194</b>
	+ tržní hodnota provozně nepotřebného majetku	7 186
	<b>Výsledná hodnota VK (k 01.01. 2014)</b>	<b>315 380</b>

Pozn.: \* Provozně nepotřebný majetek k 01. 01. 2014 = 1 296 tis. Kč (nedokončený DHM) + 5 800 tis. Kč (provozně nepotřebný KFM) + 90 tis. Kč (nedokončený DNM).

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

#### b) Korigovaná verze plánu

Tab. 84. Úprava dat pro metodu EVA equity – korigovaná verze plánu

v tis. Kč a %		2013	2014	2015	2016	2017	2018
Korigovaná verze plánu	<b>VK = NOA - CZ úročené</b>	<b>158 326</b>	<b>138 903</b>	<b>131 862</b>	<b>131 357</b>	<b>119 256</b>	<b>115 872</b>
	NOPBT (Net operating Profit before Taxes)		20 009	24 745	26 038	11 739	29 506
	Nákladové úroky		272	176	163	160	160
	NOPBT po úpravách	x	19 737	24 569	25 875	11 579	29 346
	NOPBT původní - NOPBT po úpravách		272	176	163	160	160
	Původně placená daň		3 801	4 702	4 947	2 230	5 606
	Dodatečně vypočtená daň (19 %)		52	33	31	30	30
	<b>EAT*</b>	x	<b>15 884</b>	<b>19 834</b>	<b>20 897</b>	<b>9 319</b>	<b>23 710</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu (N<sub>VK</sub>)</b>	x	<b>12,338 %</b>	<b>12,332 %</b>	<b>12,321 %</b>	<b>12,346 %</b>	<b>12,354 %</b>	

Pozn.: \* EAT = NOPBT po úpravách - původně placená daň - dodatečně vypočtená daň.

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Obdobně jako u základní verze plánu si z upravených dat, které uvádíme ve výše uvedené tabulce (Tab. 84.), provedeme výpočet ukazatele EVA equity ( $EVA_t = EAT_t - VK_{t-1} \times N_{VK}$ ), který následně podrobíme diskontování pomocí  $N_{VK}$ , což hodnoty tohoto ukazatele převedeme k 01. 01. 2014. Výsledky ocenění 1. fáze nám poskytuje níže uvedená tabulka (Tab. 85.)



Tab. 85. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA equity – korigovaná verze plánu

v tis. Kč a %		2014	2015	2016	2017	2018
Korigovaná verze plánu	VK <sub>t-1</sub> (k počátku roku)	158 326	138 903	131 862	131 357	119 256
	EAT <sub>t</sub> (ko konci roku)	15 884	19 834	20 897	9 319	23 710
	N <sub>VK</sub> (ke konci roku)	12,338 %	12,332 %	12,321 %	12,346 %	12,354 %
	<b>Ekonomická přidaná hodnota (EVA<sub>equity</sub>)</b>	<b>-3 650</b>	<b>2 704</b>	<b>4 650</b>	<b>-6 898</b>	<b>8 977</b>
	Diskontní míra (N <sub>VK</sub> )	12,336 %	12,328 %	12,316 %	12,341 %	12,348 %
	Odúročitel EVA (1-N <sub>VK</sub> ) <sup>t</sup>	0,87664	0,76864	0,67416	0,59045	0,51738
	Diskontované EVA <sub>equity</sub> (k 01. 01. 2014)	-3 200	2 079	3 135	-4 073	4 645
<b>Hodnota první fáze (k 01. 01. 2014)</b>	<b>2 585</b>					

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Tempo růstu je opět u korigované verze plánu na úrovni 3,726 %.

$$EAT_{2019} = EAT_{2018} \times (1 + g) = 23\,710 \times 1,03726 = 24\,593,4346 \text{ tis. Kč}$$

$$EVA_{2019} = EAT_{2019} - VK_{2018} \times N_{VK} = 24\,593,4346 - 115\,872 \times 0,12354 = 10\,278,6077 \text{ tis. Kč}$$

$$PH_{GV} = \frac{EVA_{T+1}}{N_{VK\,2018} - g} = \frac{10\,278,6077}{0,12354 - 0,03726} = 119\,131 \text{ tis. Kč}$$

Tab. 86. Výsledky metody EVA equity – korigovaná verze plánu

v tis. Kč		Výsledky EVA
Základní verze plánu	<b>Současná hodnota (SH) 1. fáze</b>	<b>2 585</b>
	<b>Současná hodnota (SH) 2. fáze = PH/(1+N<sub>VK</sub>)<sup>5</sup></b>	<b>66 540</b>
	MVA = SH <sub>1. fáze</sub> + SH <sub>2. fáze</sub>	69 125
	VK k datu ocenění (01. 01. 2014)	158 326
	<b>Provozní hodnota netto (PH<sub>n</sub>)</b>	<b>227 451</b>
	+ tržní hodnota provozně nepotřebného majetku	7 186
<b>Výsledná hodnota VK (k 01.01. 2014)</b>	<b>234 637</b>	

Pozn.: \* Provozně nepotřebný majetek k 01. 01. 2014 = 1296 tis. Kč (nedokončený DHM) + 5 800 tis. Kč (provozně nepotřebný KFM) + 90 tis. Kč (nedokončený DNM)

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

### 6.6.6 Stanovení hodnoty podniku pomocí paušální metody kapitalizovaných zisků

Poslední metodu, kterou použijeme pro ocenění podniku Fagus a. s., je paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Jak už víme, tato metoda vychází z údajů minulé výkonnosti podniku. Pomocí určitých úprav, které jsme zmínili v kapitole 3.1.3, provedeme konverzi VH z běžné činnosti před zdaněním na trvale odnímatelný čistý výnos (vybereme úpravy, které jsou realizovatelné v rámci výkazů společnosti Fagus a. s.). Tato metoda dovoluje z ocenění vyloučit účetní výsledky krizových období (jelikož by výrazně zkreslovaly odnímatelný čistý výnos). Proto jsme se také rozhodli ze sledované řady vyřadit krizový rok 2009. Zmíněnou metodu zpracujeme na základě níže uvedených předpokladů:

- Historické odpisy odpovídaly skutečnému opotřebení (reprodukční = účetní hodnota);
- Úpravy o provozní a neprovozní majetek jsou totožné jako u předchozích metod;
- Tvorba a rozpuštění rezerv a OP byly v souladu se skutečností podniku.

Jelikož tato metoda vychází z historických dat, bude výsledná hodnota podniku pro obě verze strategického plánu stejná. Již nyní před provedením samotného ocenění, můžeme stanovit hypotézu, že zjištěná výsledná cena pomocí paušální metody bude nižší či se bude blížit hodnotě podniku Fagus a. s., vyčíslené z korigované verze plánu (EVA equity). Je to dáno tím, že společnost nedosahovala v historickém období takové výkonnosti, jako v posledních letech před první fází ocenění či v období strategického finančního plánu (2014–2018). Průběh výpočtu a výsledky této metody nám znázorňují níže uvedené tabulky (Tab. 87. a Tab. 88.).

Tab. 87. Úprava VH z BČ pro paušální metodu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>VH z BČ před zdaněním</b>	13 450	13 678	x	6 742	6 903	7 822	23 258
(+) vyloučení nájemného za aktivovaný majetek	3 374	5 738	x	4 252	5 406	6 645	7 395
(-) dodatečné odpisy	1 072	1 072	x	1 072	1 072	1 072	1 072
(-) VH z prodeje DM	440	1 002	x	169	-64	1	393
(-) výn. úroky z prov. - tech. rezerv	10	10	x	10	10	10	5
<b>Upravený VH z BČ před zdan.</b>	15 302	17 332	x	9 743	11 291	13 384	29 183
Cenový index řetězový	1,028	1,063	x	1,015	1,019	1,033	1,014
Cenový index bazický (k 2013)	0,844	0,907	x	0,922	0,941	0,974	1,000
<b>Upravený VH z BČ o inflaci</b>	<b>18 130</b>	<b>19 109</b>	<b>x</b>	<b>10 567</b>	<b>11 999</b>	<b>13 741</b>	<b>29 183</b>
Váhy	1	2	x	3	4	5	6
<b>Upravený VH z BČ o inflaci x váhy</b>	<b>18 130</b>	<b>38 218</b>	<b>x</b>	<b>31 702</b>	<b>47 996</b>	<b>68 706</b>	<b>175 098</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat a ČSÚ (2014c)

Tab. 88. Výsledky paušální metody KČV

v tis. Kč a %	Paušální metoda
Trvale odjimatelný čistý výnos před daní (379850/21)	18 088
Daň (19 %)	3 437
Trvale odjimatelný čistý výnos po dani	14 651
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00 %
Kalkulovaná úroková míra ( $N_{VK}$ - dlouhodobá inflace)	10,33 %
<b>Výnosová hodnota provozní</b>	<b>175 103</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	7 186
<b>Výsledná hodnota VK (k 01.01. 2014)</b>	<b>182 289</b>

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

### 6.6.7 Shrnutí výsledků použitých metod ocenění podniku Fagus a. s.

Pro ocenění podniku Fagus a. s. byly použity vybrané výnosové metody. Důraz byl kladen především na zjištění tržní hodnoty podniku Fagus a. s. prostřednictvím metod, které jsou založeny na ekonomické přidané hodnotě (tj. na metody EVA entity a EVA equity) a to z důvodu již popsaném v kapitole 6.6.3 – Volba vhodné metody ocenění.

Z výsledků dílčích výnosových metod je vhodné, dle Maříka et al. (2011a, s. 424), na závěr projektu ocenění vyvodit souhrnný výsledek, který by měl být určen na základě výsledků více metod ocenění (tj. například na metodě výnosové, majetkové či metodě založené na opční premii). To však dle mého názoru v rámci rozsahu diplomové práce není realizovatelné, a proto jsme přistoupili ke stanovení souhrnného výsledku ocenění pouze na základě výsledků metod výnosových. Současně v této kapitole poskytneme komparaci výsledků, která plyne z variantního ocenění, tj. ocenění na základě:

- a) **Základní verze strategického finančního plánu** (který byl sestavován podle zjištěného výnosového potenciálu ze strategické analýzy společnosti Fagus a. s.);
- b) **Korigované verze plánu** (ve kterém jsme výnosový potenciál snížili o 5 %).

V níže uvedené tabulace (Tab. 89.) poskytujeme dílčí a konečné výsledky použitých metod ocenění, a to v obou variantách ocenění (základní a korigované). Uvedené metody se v zásadě liší především v použité diskontní míře ( $WACC$ ,  $N_{VK}$ ) či datech vstupujících do těchto metod (do EVA entity například vstupuje hodnota ukazatele EVA, vyčíslená pomocí ekonomického modelu; do EVA equity pak vstupují transformovaná data metody EVA entity).

Dále musíme upozornit na skutečnost, že výsledná hodnota vlastního kapitálu by se z teoretického hlediska měla u použitých metod EVA entity a EVA equity rovnat, avšak Mařík

et al. (2011b, s. 239) upozorňuje na fakt, že tento předpoklad je platný pouze v tom případě, že u zmíněných metod je provedeno vzájemné sladění kapitálové struktury (pomocí v teoretické části popsaného iteračního postupu). Ten jsme však již v rámci diplomové práce neprováděli, a proto se výsledky těchto metod nerovnjí.

Tab. 89. Souhrnné výsledky ocenění podniku Fagus a. s.

v tis. Kč a %		EVA entity	EVA equity	KČV
Základní verze plánu	Diskontní míra pro 1. fázi	proměnlivá	proměnlivá	10,330 %
	Diskontní míra pro 2. fázi	12,050 %	12,348 %	
	Tempo růstu g	3,731 %	3,731 %	x
	SH 1. fáze	30 262	29 819	x
	SH 2. fáze	126 469	120 049	x
	MVA	156 731	149 868	x
	Provozní hodnota brutto	321 547	x	x
	Provozní hodnota netto	315 057	308 194	175 103
	<b>Výsledná hodnota VK k 01. 01. 2014</b>	<b>322 243</b>	<b>315 380</b>	<b>182 289</b>
v tis. Kč a %		EVA entity	EVA equity	KČV
Korigovaná verze plánu	Diskontní míra pro 1. fázi	proměnlivá	proměnlivá	Výsledky stejné jako u základní verze
	Diskontní míra pro 2. fázi	12,050 %	12,354 %	
	Tempo růstu g	3,726 %	3,726 %	
	SH 1. fáze	2 800	2 585	
	SH 2. fáze	70 368	66 540	
	MVA	73 168	69 125	
	Provozní hodnota brutto	237 984	x	
	Provozní hodnota netto	231 494	227 451	
	<b>Výsledná hodnota VK k 01. 01. 2014</b>	<b>238 680</b>	<b>234 637</b>	

In: vlastní zpracování na základě zjištěných

Nyní se zaměříme na komentář týkající se variantního ocenění. Jak už jsme několikrát zmínili, strategický finanční plán a následné ocenění podniku jsme realizovali ve dvou variantách – základní a korigované. Jak můžeme vidět ve výše uvedené tabulce (Tab. 89.) hodnota podniku Fagus a. s. je vyšší v základní verzi plánu, kde metoda EVA entity poskytuje výslednou hodnotu podniku na úrovni 322 243 tis. Kč a metoda EVA equity na úrovni 315 380 tis. Kč. Je však nutné poznamenat, že základní varianta strategického finančního plánu vycházela z výsledných hodnot provedené strategické a finanční analýzy podniku Fagus a. s. Tuto analýzu však poměrně významně ovlivnily výsledky výkonnosti společnosti v roce 2013, kdy zisková marže a ukazatelé rentability dosahovaly mnohem vyšších hodnot oproti minulosti. To bylo způsobeno především realizací zakázek s vyšší ziskovou marží a provedením optimalizace provozních nákladů. Není však v našich silách

zjistit, jestli nastavený trend roku 2013 bude pokračovat i do budoucnosti, a proto jsme z důvodu opatrnosti a přiměřenosti ocenění rozhodli sestavit také druhou verzi strategického plánu, která výnosový potenciál podniku Fagus a. s. koriguje o 5 % (zhruba na úroveň ziskovosti před rokem 2013). V závislosti na historickou výkonnost společnosti se domníváme, že výsledné ocenění podniku na základě korigované verze strategického finančního plánu nám poskytuje krediblnější výsledky, jelikož ocenění na základě této verze plánu nám vyšlo tak, že metoda EVA entity nám poskytla tržní hodnotu podniku na úrovni 238 680 tis. Kč a EVA equity na úrovni 234 637 tis. Kč. Také metoda kapitalizovaných čistých výnosů (paušální metoda), která vychází s historických dat, nám potvrzuje spíše domněnku přiklonit se k výsledné hodnotě podniku založené na korigované verzi plánu, jelikož výsledná hodnota (netto, equity) pomocí této metody nám vyšla 182 289 tis. Kč. Metoda KČV je dle odborné literatury typická tím, že oceňovateli poskytuje spíše dolní limit výnosové hodnoty ocenění (jelikož odráží pouze současný výnosový potenciál), což naši stanovenou premisu dále jen umocňuje.

Dle Maříka et al. (2011, s. 426) by konečný výrok o hodnotě podniku neměl být založen na zprůměrovaných hodnotách (pokud k tomu není závažný důvodů). Proto by se oceňovatel měl přiklonit k výsledku jedné metody.

**Závěrečný výrok o hodnotě: Na základě provedeného ocenění podniku Fagus a. s. lze konstatovat, že tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti Fagus a. s., zjištěná za pomoci výnosového ocenění k 01. 01. 2014, byla pomocí metody EVA equity (netto, pro vlastníky) stanovena na úroveň hodnoty:**

”

**234 637 tis. Kč.**

”

**Současně horní mez intervalu ocenění nám poskytuje hodnota podniku dle metody EVA entity (238 680 tis. Kč) a spodní hranici intervalu naopak hodnota zjištěná pomocí KČV (182 289 tis. Kč).**

#### **6.6.8 Citlivostní analýza**

Dle Maříka et al. (2011a, s. 426) je na konec projektu ocenění vhodné provést citlivostní analýzu, tj. uvést, jak by se hodnota podniku změnila v návaznosti na změnu některého vstupního parametru výpočtu (tj. například diskontní míry či tempa růstu). Budeme předpokládat, že ke změně obou parametrů nedošlo nikdy současně, tzn., že vždy tedy byl

změněn pouze jeden z parametrů a druhý zůstal beze změn. Výsledky citlivostní analýzy nám poskytuje níže uvedená Tab. 90. a Příloha XXX.

V tabulce u diskontní míry uvádíme hodnotu 2. fáze, jelikož v první fázi byla diskontní míra proměnlivá (při citlivostní analýze bude změněna i výše proměnlivé diskontní míry).

Tab. 90. Citlivostní analýza výsledků ocenění podniku Fagus a. s.

v tis. Kč a %		Diskontní míra			Tempo růstu g		
		- 1 %	původní	+ 1 %	- 1 %	původní	+ 1 %
Základní verze plánu	EVA entity	11,050 %	12,050 %	13,050 %	2,731 %	3,731 %	4,731 %
		362 196	322 243	290 797	306 721	322 243	342 006
		12,40 %	-	-9,76 %	-4,82 %	-	6,13 %
	EVA equity	11,348 %	12,348 %	13,348 %	2,731 %	3,731 %	4,731 %
		352 384	315 380	286 014	301 042	315 380	333 481
		11,73 %	-	-9,31 %	-4,55 %	-	5,74 %
	KČV (paušální metoda)	9,330 %	10,330 %	11,330 %	x		
		201 056	182 289	166 934			
		10,30 %	-	-8,42 %			
v tis. Kč a %		Diskontní míra			Tempo růstu g		
		- 1 %	původní	+ 1 %	- 1 %	původní	+ 1 %
Korigovaná verze plánu	EVA entity	11,050 %	12,050 %	13,050 %	2,726 %	3,726 %	4,726 %
		266 949	238 680	216 442	229 683	238 680	250 136
		11,84 %	-	-9,32 %	-3,77 %	-	4,80 %
	EVA equity	11,354 %	12,354 %	13,354 %	2,726 %	3,726 %	4,726 %
		260 753	234 637	213 920	226 349	234 637	245 095
		11,13 %	-	-8,83 %	-3,53 %	-	4,46 %

In: vlastní zpracování na základě zjištěných

Z výše uvedená tabulky (Tab. 90.) vyplývá skutečnost, že míra citlivosti výsledné hodnoty podniku na změnu diskontní míry o 1 % bod je vyšší, než míra citlivosti na změnu tempa růstu (o 1 %). Pokud by však tyto faktory působily společně, projevilo by se to ve vyšší míře citlivosti. Je proto je důležité zmínit, že určení těchto výše uvedených faktorů má významný vliv na výslednou hodnotu podniku.

## ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu podniku Fagus a. s. k 01. 01. 2014 a to prostřednictvím vybraných výnosových metod ocenění.

Ke splnění tohoto cíle bylo zapotřebí získat dostatečné množství dat o podniku a to především o prostředí, ve kterém společnost realizuje svůj hlavní předmět ekonomické činnosti. Za tímto účelem byla provedena detailní strategická analýza, která měla za úkol zhodnotit vnitřní a vnější potenciál společnosti a poskytnout tak oceňovateli predikci budoucího ekonomického vývoje. V návaznosti na to byla provedena také Finanční analýza podniku Fagus a. s. za období let 2007–2013, která posoudila finanční situaci oceňovaného podniku. Výsledkem analytické části práce byl závěr, kdy podnik Fagus a. s. byl zařazen do skupiny podniků s průměrnou perspektivou, tj. do skupiny, která do budoucna předpokládá zachování stávajícího tržního podílu. Finanční analýza pak doplnila tento výrok o výkonnostní pohled, kdy výsledkem analýzy bylo označení společnosti za průměrně stabilní podnik s určitými problémovými oblastmi (vysokou participací OM na celkových aktivech, vysokým podílem CZ na bilanční sumě a především vysokým podílem provozních nákladů na celkových výnosech).

Na základě výsledků strategické a finanční analýzy byly pak sestaveny dvě verze strategického finančního plánu (základní a korigovaná), které se liší úrovní výnosového potenciálu. Strategické plány byly sestaveny v časovém horizontu 5 let, kdy se očekává dosažení rovnováhy společnosti a splnění výnosové podmínky „going concern“. Následovalo rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná (NOA/C) a vymezení čistého operativního zisku po zdanění (NOPAT). Pro ocenění podniku bylo následně zapotřebí vymezit diskontní míru a tempo růstu „g“. V návaznosti na všechny výše uvedené skutečnosti následovalo stanovení hodnoty podniku Fagus a. s. a to pomocí výnosových metod založených na ekonomické přidané hodnotě (EVA entity a EVA equity) a metodě kapitalizovaných čistých výnosů. Z výsledků těchto metod byl na závěr vymezen souhrnný výsledek, který by měl dostatečně reálně odrážet hodnotu podniku Fagus a. s. Na závěr práce byla provedena ještě citlivostní analýza, která zkoumala vliv změny některého vstupního parametru výpočtu na výslednou hodnotu.

Věřím, že výsledky získané prostřednictvím provedeného ocenění podniku se pro management společnosti Fagus a. s. stanou přínosem, a že mu poskytnou užitečné informace, které budou využitelné k prospěchu oceňované společnosti.

Při psaní této klasifikační práce bylo využito tzv. autorského plurálu a především metod analýzy a následné syntézy zjištěných poznatků.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

- ADMINISTRATIVNÍ REGISTER EKONOMICKÝCH SUBJKTŮ (ARES). [online databáze]. © Ministerstvo financí ČR2013[cit. 2014-26-03]. Dostupné z:[http://www.info.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv\\_res.cgi?ico=44005474&jazyk=cz&xml=1](http://www.info.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv_res.cgi?ico=44005474&jazyk=cz&xml=1)
- AMSTRONG, Michael and Ann CUMMINS. c2008. *Valuing roles how to establish relative worth*. London: Kogan Page Publishers, 336 s. ISBN 978-074-9453-558.
- BAKER, H. Kent a Gary E. POWELL. c2005. *Understanding Financial Management: A Practical Guide*. 1st ed. Malden: Blackwell Publishing, 504 s. ISBN 06-312-3100-5.
- COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. 1994. Stanovení hodnoty firem. Praha: Victoria Publishing, 359 s. ISBN 80-856-0541-4.
- ČESKO, 1991. Zákon č. 513/1991 ze dne 5. listopadu 2004 Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. Částka 98, s. 2474–2565 [cit. 2014-27-02]. Dostupné z: [http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=513/1991&typeLaw=zakon&what=Cislo\\_zakona\\_smlouvy](http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=513/1991&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy)
- ČESKO, 2012. Zákon č. 89/2004 ze dne 22. března 2012 Obšanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. Částka 33, s. 1026–1367 [cit. 2014-27-02]. Dostupné z: [http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=89/2012&typeLaw=zakon&what=Cislo\\_zakona\\_smlouvy](http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=89/2012&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy)
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA (ČNB). 2014. © Česká národní banka [online]. [cit. 2014-04-19]. Dostupné z:[http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/devizovy\\_trh/kurzy\\_devizoveho\\_trhu/denni\\_kurz.jsp](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp)
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ). 2013a. *CZ-PRODCOM 2013*. © Český statistický úřad [online]. [cit. 2014-03-03]. Dostupné z:[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cz\\_prodcom\\_2013/\\$File/CZPROD\\_2013.pdf](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cz_prodcom_2013/$File/CZPROD_2013.pdf)
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ). 2013b. *CZ-PRODCOM + Kombinovaná nomenklatura 2013*. © Český statistický úřad [online]. [cit. 2014-03-03]. Dostupné z:[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cz\\_prodcom\\_2013\\_s\\_odpovidajicimi\\_kody\\_kombinovane\\_nomenklatury/\\$File/CZPROD-HSCN\\_2013.pdf](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cz_prodcom_2013_s_odpovidajicimi_kody_kombinovane_nomenklatury/$File/CZPROD-HSCN_2013.pdf)



ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ). 2014a. © Český statistický úřad [online]. [cit. 2014-03-03]. Dostupné z:[http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickych\\_cinnosti\\_\(cz\\_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace))

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ). 2014b. © Český statistický úřad [online]. [cit. 2014-03-31]. Dostupné z:<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/aktualniinformace>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ). 2014c. © Český statistický úřad [online]. [cit. 2014-04-03]. Dostupné z:[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace)

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ), [2014]. Počty podniků v CZ-NACE 2511. In: *Registr ekonomických subjektů*. Data dodána prostřednictvím e-mailové komunikace s Ing. Zuzanou Špolcovou z Oddělení informačních služeb ČSÚ ze dne 5. 3. 2014.

DAMODARAN, Aswath. c2010. *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. 2nd ed. Upper Saddle River: FT Press, ix, 590 s. ISBN 978-0-13-712689-7.

DAMODARAN, Aswath. c2011a. *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*. New Jersey: John Wiley & Sons, 256 s. ISBN 978-111-8004-777.

DAMODARAN, Aswath. c2011b. *Applied Corporate Finance*. 3rd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 752 s. ISBN 978-0-470-38464-0.

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran Online* [online]. New York: Stern School of Business at New York University, [2014] [cit. 2014-04-05]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

DEUTSCHE BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (BF). 2014. *Gesamtwirtschaftliches Produktionspotenzial und Konjunkturkomponenten des Bundes: Bruttoinlandsprodukt*. ©Bundesministerium der Finanzen [online]. [cit. 2014-03-07]. Dostupné z:[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/02/Inhalte/Kapitel-5-Statistiken/5-3-04bruttoinlandsprodukt.html?\\_\\_act=renderPdf&\\_\\_iDocId=315484](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/02/Inhalte/Kapitel-5-Statistiken/5-3-04bruttoinlandsprodukt.html?__act=renderPdf&__iDocId=315484)

DLUHOŠOVÁ, Dana. 2006. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 191 s. ISBN 80-861-1958-0.

EUROSTAT.2014a. *Annual detailed enterprise statistics for industry (NACE Rev. 2, B-E) (sbs\_na\_ind\_r2)*.©Eurostat – European commission: Your key to Eu-ropean statistics [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)

EUROSTAT. 2014b. *EU27 trade since 1988 by CN8 (DS\_016890)*. © Eurostat – European commission: Your key to Eu-ropean statistics [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)

EUROSTAT. 2014c.*Structural business statistics*. ©Eurostat – European commission: Your key to Eu-ropean statistics[online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_SDDS/EN/sbs\\_esms.htm](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_SDDS/EN/sbs_esms.htm)

Fagus.cz. [online]. © Fagus, 2014 [cit. 2014-08-20]. Dostupné z: <http://www.fagus.cz/historie/>

GRÖGER, Hans-Christian. 2009. *Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung Untersuchung unter Berücksichtigung der persönlichen Besteuerung der Kapitalgeber*. 1. Aufl. Wiesbaden: Springer, 309 s. ISBN 978-383-4983-312.

HAMŠÍK, Josef. *Analýza konkurenčního prostředí společnosti Fagus a. s.* Zlín, 2012a. Bakalářská práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. Fakulta managementu a ekonomiky. Vedoucí bakalářské práce Ing. Eva Machovská.

HAMŠÍK, Josef. *Finanční analýza s predikcí objemu výroby společnosti Fagus a. s.* Zlín, 2012b. Bakalářská práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. Fakulta managementu a ekonomiky. Vedoucí bakalářské práce Ing. Eva Machovská.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI. ISBN 978-807-3573-928.

HRDÝ, Milan. 2005. *Oceňování finančních institucí: Praktické postupy a příklady*. 1. vyd. Praha: Grada, 216 s. ISBN 80-247-0938-4.

iDNES.cz. *Výpočet RPSN pro spotřebitelský úvěr*. [online]. © MAFRA a.s. a dodavatelé Profimedia, Reuters, ČTK, AP, 1999 – 2014a. [cit. 2013-04-14]. Dostupné z:[http://kalkulacky.idnes.cz/cr\\_spotrebitelsky-uverrpsn.php?pozicka=719400&splatka=31882%2C00&doba=24&doba\\_interval=4&interval=4&naklad1=0&dni1=0&naklad2=0%2C00&dni2=0](http://kalkulacky.idnes.cz/cr_spotrebitelsky-uverrpsn.php?pozicka=719400&splatka=31882%2C00&doba=24&doba_interval=4&interval=4&naklad1=0&dni1=0&naklad2=0%2C00&dni2=0)

iDNES.cz. *Výpočet RPSN pro spotřebitelský úvěr*. [online]. © MAFRA a.s. a dodavatelé Profimedia, Reuters, ČTK, AP, 1999 – 2014b. [cit. 2013-04-14]. Dostupné

z:[http://kalkulacky.idnes.cz/cr\\_spotrebitelsky-uver-rpsn.php?pozicka=943+558%2C00&splatka=28+026%2C00&doba=36&doba\\_interval=4&interval=4&naklad1=0%2C00&dni1=0&naklad2=0%2C00&dni2=0](http://kalkulacky.idnes.cz/cr_spotrebitelsky-uver-rpsn.php?pozicka=943+558%2C00&splatka=28+026%2C00&doba=36&doba_interval=4&interval=4&naklad1=0%2C00&dni1=0&naklad2=0%2C00&dni2=0)

*IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung* (IDW S1). 2008 [online] Institut der Wirtschaftsprüfer [cit. 2014-27-02] Dostupné z: [http://www.uni-hamburg.de/fachbereicheeinrichtungen/fb03/iwp/rut/BRC\\_IDW\\_Standards\\_SS11.pdf](http://www.uni-hamburg.de/fachbereicheeinrichtungen/fb03/iwp/rut/BRC_IDW_Standards_SS11.pdf)

*International Valuation Standards 1 (IVS1)*. 2007 [online] International Valuation Standards Council [cit. 2014-27-02] Dostupné z: <http://www.romacor.ro/legislatie/07-ivs1.pdf>

*International Valuation Standards 2 (IVS2)*. 2008 [online] International Valuation Standards Council [cit. 2014-27-02] Dostupné z: <http://www.romacor.ro/legislatie/08-ivs2.pdf>.

*Interní materiály Fagus*. 2013. [Slušovice]: Fagus a. s.

*Interní materiály Fagus*. 2014. [Slušovice]: Fagus a. s.

KISLINGEROVÁ, Eva. 2001. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.

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

KUHNER, Christoph a Helmut MALTRY. 2006. *Unternehmensbewertung*. Berlin: Springer. 326 s. ISBN 978-354-0284-123.

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

MATSCHKE, Manfred Jürgen a Gerrit BRÖSEL. c2013. *Unternehmensbewertung: Funktionen, Methoden, Grundsätze*. 4. Aufl. Wiesbaden: Springer, 943 s. ISBN 978-383-4940-520.

MARÍK, Miloš. 1998. *Určování hodnoty firem: hlubší pohled na vybrané problémy*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 206 s. ISBN 80-861-1909-2.

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

- MARŠÍK, Miloš et al. 2011b. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MARŠÍKOVÁ, Pavla a Miloš MARŠÍK. 2007. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MILLER, William D. 1995 cit. podle Milan HRDÝ, 2005. *Oceňování finančních institucí: Praktické postupy a příklady*. 1. vyd. Praha: Grada, 216 s. ISBN 80-247-0938-4.
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČR (MFCR). 2014. Makroekonomická predikce ČR 2014. © Ministerstvo financí ČR, 2005–2014.[cit. 2014-03-07]. ISSN 1804-7971. Dostupné z:<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomickapredikce/2014/makroekonomicka-predikce-leden-2014-16757>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO). 2005. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2012*. © Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:<http://www.mpo.cz/dokument144063.html>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO). 2005a. *Finanční analýza podnikové sféry 2009 (přepočtené údaje od roku 2007)*. © Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO). 2005b. *Finanční analýza podnikové sféry 2010*. © Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:<http://www.mpo.cz/dokument89407.html>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO). 2005c. *Finanční analýza podnikové sféry 2011*. © Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:<http://www.mpo.cz/dokument105732.html>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO). 2005d. *Finanční analýza podnikové sféry 2012*. © Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 2014-03-05]. Dostupné z:<http://www.mpo.cz/dokument141226.html>
- NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ. 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 204 s. ISBN 978-80-247-3158-2
- OBCHODNÍ REJSTŘÍK A SBÍRKA LISTIN (ORaSL)[online databáze]. © Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2012 – 2014[cit. 2014-03-05]. Dostupné z:<https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. Vyd. Praha: Linde, 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- PETŘÍK, Tomáš. 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 736 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- PegasContainer.cz. [online]. © Pegas Container s. r. o., 2013 [cit. 2014-08-20]. Dostupné z: <http://www.pegascontainer.cz/>
- PINTO, Jerald E. et al. c2010. *Equity asset valuation*. 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 464 s. ISBN 978-047-0571-439.
- Projekt rozdělení společnosti Fagus a. s. štěpením*. 2007. [Brno]: právní kancelář.
- Projektová dokumentace Fagus*. 2014. [Slušovice]: Fagus a. s.
- RŮČKOVÁ, Petra, 2007. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-1386-1.
- SEDLÁČEK, Jaroslav. 2001. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: Computer Press, ISBN 80-722-6562-8.
- SPREMANN, Klaus a Dietmar ERNST. c2011. *Unternehmensbewertung: Grundlagen und Praxis*. 2. Aufl. München: Oldenbourg, 200 s. ISBN 978-348-6589-306.
- STANDARDS & POOR'S (S&P). 2013. *Long-Term Ratings On The Netherlands Lowered To „AA+“ On Weak Growth Prospects; Outlook Stable*. © Standard & Poor's Financial Services [online]. [cit. 2014-03-07]. Dostupné z: [http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings\\_EMEA/TheNetherlands.pdf](http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/TheNetherlands.pdf)
- TICHÝ, Geiserich E., 1991. *Oceňování podniku: Základy – metody – praxe*. Praha: Linde, 1991, 166 s.
- UNTERNEHMENS REGISTER (UR)[online databáze]. © Bundesanzeiger Verlag, 2008–2014 [cit. 2014-04-04]. Dostupné z: <https://www.unternehmensregister.de/ureg/>
- VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA et al. 2013. *Podnikové řízení*. 1. vyd. Praha: Grada, 685 s. ISBN 978-80-247-4642-5.
- VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ et al. 2012. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada. 570 s. ISBN 978-80-247-4372-1.
- VOMÁČKOVÁ, Hana. 2005. *Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí: (vyšší účetnictví)*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Polygon, 508 s. ISBN 80-727-3127-0.

*Výroční zpráva Fagus*. 2007–. 2013[Slušovice]: Fagus a. s. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

*Výroční zpráva Kovar*. [2012].[Valašská Polanka]: Kovar a. s. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>.

Wer-zu-wem.de. [online]. © wer-zu-wem GmbH, 2002–2014 [cit. 2014-08-20]. Dostupné z: <http://www.wer-zu-wem.de/firma/algeco.html>

WÖHE, Günter a Eva KISLINGEROVÁ. 2007. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, xxix, 928 s. ISBN 978-80-7179-897-2.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

A	Aktiva
APV	Adjusted Present Value
ARES	Administrativní registr ekonomických subjektů
a. s.	Akciová společnost
ASA	American Society of Appraisers
B2B	Business to Business
B2C	Business to Customers
B2I	Business to Investors
BÚ	Bankovní úvěry
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital asset pricing mode
CARA	Cash Ratio (okamžitá likvidita)
C	Capital (kapitál)
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
CURA	Current Ration (běžná likvidita)
CZ	Cizí zdroje
CZK	Česká koruna
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností (také DE-NACE, NL-NACE)
ČNB	Česká národní banka
ČNS	Česká technická norma
ČOM	Čistý obchodní majetek
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČPPF	Čistý peněžně-pohledávkový fond
ČR	Česká republika
ČRa	Časové rozlišení aktivní
ČRp	Časové rozlišení pasivní
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Discounted cash flow
DIN	Deutsche Industrie-Norm
DFM	Dlouhodobý finanční majetek

DM	Dlouhodobý majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DIP	Doba inkasa pohledávek
DO	Doba obratu
DOZ	Doba obratu závazků
DSZ	Doba splatnosti závazků
EAT	Earning after Taxes (čistý zisk)
EBT	Earning before Taxes (zisk před zdaněním)
EBIT	Earning before Interest and Taxes (zisk před úroky a zdaněním)
EBITDA	Earning before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization Charges
EU	Evropská unie
EUR	EURO
EVA	Economic Value Added
EVS	European Value Standard
FCF	Free Cash Flow
FCFF	Free Cash Flow to Firm
FCFE	Free Cash Flow to Equity
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
$g/r$	Míra investic
H	Hodnota
$H_b$	Hodnota brutto
$H_n$	Hodnota netto
HDP	Hrubý domácí produkt
$i$	Diskontní míra
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
INFA	Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů
IVS	International Value Standard
IVSC	International Valuation Standards Council
JZD	Jednotné zemědělské družstvo
KČV/ČV	Kapitalizované čisté výnosy/Čisté výnosy
KG	Kommanditgesellschaft
KIA/KIABI	Knowledge Intensive Activities – Business Industries



KIS/LKIS	Knowledge Intensive Services/Less Knowledge Intensive Services
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	Krátkodobé závazky
LIFO	Last In, First Out
MFČR	Ministerstvo financí ČR
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Market Value Added
N	Náklad
NÚ	Nákladové úroky
NOA	Net Operating Assets
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
$N_{CK}$	Náklady cizího kapitálu
$N_{VK}$	Náklady vlastního kapitálu
OA	Oběžná aktiva
OCA	Obrat celkových aktiv
OM	Oběžný majetek
OP	Opravné položky
OP	Obrat pohledávek
OSA	Obrat stálých aktiv
OZ	Obrat závazků
PH	Pokračující hodnota
PMOS	Profit Margin on Sales (zisková marže)
PRODCOM	PRODUCTION COMMunautaire
QUIRA	Quick Ratio (pohotová likvidita)
$r_e$	Náklady vlastního kapitálu
$r_f$	Bezriziková úroková míra
$r_{FinStr}$	Riziková přírážka za finanční strukturu
$r_{FinSta}$	Riziková přírážka za finanční stabilitu
$r_{LA}$	Riziková přírážka za velikost podniku
$r_{POD}$	Riziková přírážka za podnikatelská rizika
ROA	Return on Assets (rentabilita celkových vložených aktiv)
ROC	Return on Costs (rentabilita nákladů)

---

ROCE	Return on Capital Employed (rentabilit dlouhodobého kapitálu)
ROE	Return on Equity (rentabilita vlastního kapitálu)
ROS	Return on Sales (rentabilita nákladů)
RVSA	Relativní vázanost stálých aktiv
SME	Spotřeba materiálu a energie
SH	Současná hodnota
SP	Sociální pojištění
s. r. o.	Společnost s ručením omezeným
TČV	Trvalý čistý výnos
TEGoVA	The European Group of Valuers Associations
US PAP	Uniform Standards of Professional Appraisal Practice
V	Výnos
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VCA	Vázanost celkových aktiv
WACC	Weighted Average Cost of Capital
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
ZP	Zdravotní pojištění

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obr. 1. Přehled a interakce funkcí dle Kolínské školy .....	23
Obr. 2. Dělení rizikových faktorů působících na oceňování podniku .....	29
Obr. 3. Možné metody stanovení diskontní míry .....	30
Obr. 4. Postup (proces) při ocenění podniku .....	31
Obr. 5. Metody ocenění podniku .....	35
Obr. 6. Základná tvary výnosových modelů .....	37
Obr. 7. Historický vývoj společnosti .....	52
Obr. 8. Kategorizace předmětu činnosti společnosti .....	53
Obr. 9. Podíl zahraničních a tuzemských tržeb plynoucích z hlavního předmětu činnosti .....	57
Obr. 10. Průměrná velikost relevantního trhu za období let 2007–2011 (bez vlivu ZO) .....	62
Obr. 11. Grafická analýza finanční situace vybraných českých konkurentů v roce 2011 .....	80
Obr. 12. Grafická analýza finanční situace vybraných německých konkurentů v roce 2011 .....	81
Obr. 13. Matice perspektivnosti podniku Fagus a. s. ....	84
Obr. 14. Investiční akce – Nová administrativní budova Slušovice .....	110

**SEZNAM TABULEK**

Tab. 1. Vymezení FCFF.....	43
Tab. 2. Vymezení FCFE .....	43
Tab. 3. Přehled údajů o metodě DCF – entity .....	44
Tab. 4. Přehled údajů o metodě DCF – equity .....	44
Tab. 5. Přehled údajů o metodě EVA – entity.....	45
Tab. 6. Klasifikace předmětu činnosti dle CZ-NACE rev.2.....	55
Tab. 7. Odhad českého relevantního trhu.....	60
Tab. 8. Odhad německého relevantního trhu.....	60
Tab. 9. Odhad holandského relevantního trhu.....	60
Tab. 10. Přehled tempa růstu či poklesu relevantních trhů.....	61
Tab. 11. Počet podniků v oddělu ekonomiky NACE 2511 .....	63
Tab. 12. Průměrné ROE v oddělu ekonomiky NACE 25 a 2511 .....	64
Tab. 13. Analýza atraktivity trhu.....	66
Tab. 14. Přehled příležitostí a hrozeb relevantního trhu .....	66
Tab. 15. Regresní modely vybrané pro prognózu relevantního trhu.....	67
Tab. 16. Prognóza vývoje relevantního trhu (CZ-NACE 2511) .....	68
Tab. 17. Prognóza vývoje relevantního trhu (DE-NACE 2511) .....	69
Tab. 18. Prognóza vývoje relevantního trhu (NL-NACE 2511) .....	69
Tab. 19. Tržní podíl oceňovaného podniku na českém relevantním trhu.....	70
Tab. 20. Tržní podíl oceňovaného podniku na německém relevantním trhu .....	71
Tab. 21. Tržní podíl oceňovaného podniku na holandském relevantním trhu .....	71
Tab. 22. Přehled české a německé přímé konkurence dle produkční síly .....	73
Tab. 23. Profil konkurenční síly oceňovaného podniku .....	82
Tab. 24. Výsledný tržní podíl podniku Fagus a. s. na jednotlivých relevantních trzích .....	83
Tab. 25. Prognóza tržeb podniku Fagus a. s. plynoucích z českého relevantního trhu.....	85
Tab. 26. Prognóza tržeb podniku Fagus a. s. plynoucích z německého relevantního trhu .....	85
Tab. 27. Prognóza tržeb podniku Fagus a. s. plynoucích z holandského relevantního trhu .....	86
Tab. 28. Srovnání průměrných temp růstu skutečných a predikovaných tržeb.....	86
Tab. 29. Přehled základních účetních dat společnosti Fagus a. s. ....	88
Tab. 30. Přehled výsledků rozdílových ukazatelů společnosti Fagus a. s.....	92
Tab. 31. Přehled výsledků rentability společnosti Fagus a. s. ....	93
Tab. 32. Přehled výsledků likvidity společnosti Fagus a. s. ....	94

Tab. 33. Přehled výsledků aktivity společnosti Fagus a. s.....	95
Tab. 34. Přehled výsledků zadluženosti společnosti Fagus a. s.....	96
Tab. 35. Rozdělení celkových tržeb na dílčí kategorie tržeb.....	101
Tab. 36. Prognóza Tržeb za prodej materiálu.....	102
Tab. 37. Prognóza vývoje položky Výnosové úroky.....	103
Tab. 38. Prognóza Nákladů na prodané zboží.....	104
Tab. 39. Prognóza Spotřeby materiálu a energie.....	105
Tab. 40. Prognóza nákladové položky Služby.....	105
Tab. 41. Prognóza Mzdových nákladů.....	106
Tab. 42. Prognóza Nákladů za prodaný materiál.....	107
Tab. 43. Prognóza vývoje položky Nákladové úroky.....	108
Tab. 44. Analýza ziskové marže zdola.....	108
Tab. 45. Prognóza vývoje Dlouhodobého nehmotného majetku.....	109
Tab. 46. Prognóza vývoje položky DHM – Stavby.....	110
Tab. 47. Prognóza vývoje položky DHM – Samostatné mov. věci a soubory mov. věcí.....	111
Tab. 48. Prognóza vývoje položek OM a krátkodobých závazků.....	112
Tab. 49. Prognóza vývoje položky Bankovní úvěry a výpomoci.....	113
Tab. 50. Vyčíslení odpisů z DHM a DNM.....	114
Tab. 51. Prognóza vybraných položek výkazů pro korigovanou verzi plánu.....	114
Tab. 52. Srovnání finančních plánů společnosti Fagus a. s. ....	115
Tab. 53. Odhad tržní ceny pronajatých budov výrobního závodu Lípa.....	117
Tab. 54. Tržní hodnota pronajatých operativních aktiv.....	118
Tab. 55. Hodnota nedokončených investic.....	120
Tab. 56. Hodnota neúročeného cizího kapitálu.....	120
Tab. 57. Hodnota nákladových úroků.....	121
Tab. 58. Hodnota VH z prodeje dlouhodobého majetku.....	122
Tab. 59. Hodnota nominálních úrokových sazeb úplatných cizích zdrojů.....	124
Tab. 60. Zjištění úrokové sazby pomocí NÚ/BÚ (ÚCZ).....	125
Tab. 61. Zjištění úrokové sazby pomocí tržních dat.....	126
Tab. 62. Hodnota nákladů úplatného cizího kapitálu ( $N_{CK}$ ).....	126
Tab. 63. Hodnota bezrizikové úrokové míry.....	127
Tab. 64. Hodnota rizikové přírážky velikosti podniku – základní verze plánu.....	128
Tab. 65. Hodnota rizikové přírážky podnikatelského rizika – základní verze plánu.....	128

Tab. 66. Hodnota rizikové přírážky za finanční stabilitu – základní verze plánu .....	129
Tab. 67. Hodnota rizikové přírážky za finanční strukturu – základní verze plánu.....	130
Tab. 68. Výsledky stavebnicové metody INFA (MPO) – základní verze plánu.....	131
Tab. 69. Výsledky stavebnicové metody INFA (MPO) – korigovaná verze plánu .....	131
Tab. 70. Výsledky metody CAPM – základní verze plánu .....	133
Tab. 71. Výsledky metody CAPM – korigovaná verze plánu.....	134
Tab. 72. Výpočet WACC – základní verze plánu .....	134
Tab. 73. Výpočet WACC – korigovaná verze plánu .....	135
Tab. 74. Zjištění tempa růstu „g“ pomocí CAGR .....	135
Tab. 75. Plnění podmínky výnosového ocenění „going concern“ .....	137
Tab. 76. Výpočet Ekonomické přidané hodnoty (EVA) .....	139
Tab. 77. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA entity – základní verze plánu .....	141
Tab. 78. Výsledky metody EVA entity – základní verze plánu .....	141
Tab. 79. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA entity – korigovaná verze plánu.....	142
Tab. 80. Výsledky metody EVA entity – korigovaná verze plánu.....	142
Tab. 81. Úprava dat pro metodu EVA equity – základní verze plánu .....	143
Tab. 82. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA equity – základní verze plánu .....	143
Tab. 83. Výsledky metody EVA equity – základní verze plánu .....	144
Tab. 84. Úprava dat pro metodu EVA equity – korigovaná verze plánu.....	144
Tab. 85. Stanovení hodnoty první fáze dle EVA equity – korigovaná verze plánu.....	145
Tab. 86. Výsledky metody EVA equity – korigovaná verze plánu.....	145
Tab. 87. Úprava VH z BČ pro paušální metodu.....	146
Tab. 88. Výsledky paušální metody KČV .....	147
Tab. 89. Souhrnné výsledky ocenění podniku Fagus a. s. ....	148
Tab. 90. Citlivostní analýza výsledků ocenění podniku Fagus a. s. ....	150

**SEZNAM PŘÍLOH**

- P I Kvalifikovaný odhad podílu jednotlivých zemí na zahraničních tržbách společnosti Fagus a. s.
- P II Seznam výrobků v NACE 2511 dle PRODCOM
- P III Kódy kombinované nomenklatury produktů v NACE 2511
- P IV Výše vývozu a dovozu do NACE 2511 dle jednotlivých relevantních trhů (příložené CD)
- P V Tržby dle jednotlivých relevantních trhů (příložené CD)
- P VI Data pro určení průměrné velikost relevantního trhu za období let 2008–2013
- P VII Odhad průměrné rentability v CZ-NACE 2511
- P VIII Srovnání regresních modelů (příložené CD)
- P IX Identifikace české konkurence (příložené CD)
- P X Identifikace německé konkurence (příložené CD)
- P XI Identifikace holandské konkurence (příložené CD)
- P XII Metodika vymezení finančních ukazatelů pro grafickou analýzu (příložené CD)
- P XIII Přehled finančních údajů analyzovaných společností potřebných k realizaci grafické analýzy (příložené CD)
- P XIV Vyčíslení základních ukazatelů finanční analýzy pro grafickou analýzu (příložené CD)
- P XV Analýza nepřímých faktorů působících na podnik Fagus a. s. (příložené CD)
- P XVI Finanční analýza podniku Fagus a. s. za období let 2007–2013 (příložené CD)
- P XVII Rozvaha společnosti Fagus a. s. včetně plánu na období let 2014–2018 (základní verze plánu)
- P XVIII Výkaz zisku a ztráty společnosti Fagus a. s. včetně plánu na období let 2014–2018 (základní verze plánu)
- P XIX Plánované cash-flow Fagus a. s. na období let 2014–2018 (základní verze)
- P XX Rozvaha společnosti Fagus a. s. včetně plánu na období let 2014–2018 (korigovaná verze)
- P XXI Výkaz zisku a ztráty společnosti Fagus a. s. včetně plánu na období let 2014–2018 (korigovaná verze)
- P XXII Plánované cash-flow Fagus a. s. na období let 2014–2018 (korigovaná verze)
- P XXIII Vymezení NOA (základní i korigovaná verze)

- P XXIV Vymezení NOPAT (základní i korigovaná verze)
- P XXV Vymezení kapitálové struktury C (základní i korigovaná verze)
- P XXVI Stavebnicový model INFA (korigovaná verze plánu; příložené CD)
- P XXVII Hodnotící formulář podnikatelského rizika pro použití Komplexní stavebnicové metody (M&M)
- P XXVIII Rozklad EVA (základní verze)
- P XXIX Rozklad EVA (korigovaná verze)
- P XXX Citlivostní analýza (příložené CD)



## PŘÍLOHA P I: KVALIFIKOVANÝ ODHAD PODÍLU JEDNOTLIVÝCH ZEMÍ NA ZAHRANIČNÍCH TRŽBÁCH SPOLEČNOSTI FAGUS A. S.

v %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nemecko	90 %	80 %	90 %	80 %	90 %	70 %	90 %
Holandsko a ostatní země*	10 %	20 %	10 %	20 %	10 %	30 %	10 %

Pozn.: \* z důvodu zjednodušení dalších postupů v rámci DP jsme si stanovili předpoklad, že veškeré tržby plynoucí z této skupiny zemí (tj. z Holandska, Belgie a Švýcarska) budeme považovat jako tržby plynoucí z holandského relevantního trhu.

In: Interní materiály Fagus (2014)

## PŘÍLOHA P II: SEZNAMU VÝROBKŮ V NACE 2511 DLE PRODCOM

Kód výrobku	Text	MJ	HS/CN
<b>25 KOVODÉLNÉ VÝROBKY, KROMĚ STROJŮ A ZAŘIZENÍ</b>			
<b>25.11 Kovové konstrukce a jejich díly</b>			
2511103001	Montované stavby ze železa nebo oceli	tis. Kč	9406.00.3
2511105001	Montované stavby z hliníku	tis. Kč	9406.00.80c
2511210002	Železné nebo ocelové mosty a jejich části	t	7308.10
2511220002	Železné nebo ocelové věže a příhradové stožáry	t	7308.20
2511231002	Železné nebo ocelové zařízení pro lešení, bednění, vzpěry nebo důlní vzpěry	t	7308.40
2511235002	Konstrukční prvky převážně z ocelových plechů, ostatní	t	7308.90.59
2511235502	Přepady, jezová pole, vrata plavební komory (stavidla), přístavací plošiny, pevné doky a ostatní konstrukce pro námořní a vodní cesty ze železa nebo oceli, konstrukce a části konstrukcí ze železa nebo oceli, jinde nespecifikované (kromě mostů a částí mostů, věží, příhradových sloupů, dveří, vrat, oken a jejich rámců a prahů, zařízení pro lešení, bednění, vzpěry nebo důlní vzpěry a konstrukce a části konstrukcí, které nejsou výhradně či převážně vyráběny z plechu)	t	7308.90.98
2511237002	Konstrukce a jejich díly z hliníku ... j.n.	t	7610.90
2511990011	Práce výrobní povahy ve třídě 2511	tis. Kč	--

In: ČSÚ (2013a)

## PŘÍLOHA P III: KÓDY KOMB. NOMENKLATURY PRODUKTŮ V NACE 2511

<b>25</b>	<b>KOVODĚLNÉ VÝROBKY, KROMĚ STROJŮ A ZARÍZENÍ</b>
<b>25.11</b>	<b>Kovové konstrukce a jejich díly</b>
<b>2511103001</b>	<b>Montované stavby ze železa nebo oceli</b>
■ 9406 00 31	Skleníky, ze železa nebo oceli
■ 9406 00 38	Montované stavby, ze železa nebo oceli (kromě pojízdných příbytků a skleníků)
<b>2511105001</b>	<b>Montované stavby z hliníku</b>
■ 9406 00 80	Montované stavby (kromě montovaných staveb ze dřeva, železa nebo oceli a pojízdných příbytků)
<b>2511210002</b>	<b>Železné nebo ocelové mosty a jejich části</b>
■ 7308 10 00	Mosty a části mostů, ze železa nebo oceli
<b>2511220002</b>	<b>Železné nebo ocelové věže a příhradové stožary</b>
■ 7308 20 00	Věže a příhradové sloupy, ze železa nebo oceli
<b>2511231002</b>	<b>Železné nebo ocelové zařízení pro lešení, bednění, vzpěry nebo důlní vzpěry</b>
■ 7308 40 00	Zařízení pro lešení, bednění, vzpěry nebo důlní vzpěry
<b>2511235002</b>	<b>Konstrukční prvky převážně z ocelových plechů, ostatní</b>
■ 7308 90 59	Konstrukce a části a součásti konstrukcí, výhradně nebo hlavně z plechu j.n. (kromě dveří, oken a jejich rámu a panelů sestávajících ze dvou stěn z profilovaného plechu s izolační výplní, ze železa nebo oceli)
<b>2511235502</b>	<b>Přepady, jezová pole, vrata plavební komory (stavidla), přístávací plošiny, pevné doly a ostatní konstrukce pro námořní a vodní cesty ze železa nebo oceli, konstrukce a části konstrukcí ze železa nebo oceli, jinde nespécifikované (kromě mostů a částí mostů, věží, příhradových sloupů; dveří, vrat, oken a jejich rámu a prahů; zařízení pro lešení, bednění, vzpěry nebo důlní vzpěry a konstrukce a části konstrukcí, které nejsou výhradně či převážně vyráběny z plechu)</b>
■ 7308 90 98	Konstrukce a části a součásti konstrukcí, neviz sazebník
<b>2511237002</b>	<b>Konstrukce a jejich díly z hliníku ..., j.n.</b>
■ 7610 90 10	Mosty a části mostů, věže a příhradové sloupy, z hliníku
■ 7610 90 90	Hliníkové konstrukce a části a součásti konstrukcí a hliníkové desky, tyče, profily apod. výrobky připravené pro použití v konstrukcích (kromě dveří, oken a rámu, zárubní, prahů a montov. staveb č. 9406 a mostů a částí mostů, věží a příhradových sloupů)

In: ČSÚ (2013b)

**PŘÍLOHA P VI: DATA PRO URČENÍ PRŮMĚRNÉ VELIKOSTI RELEVANTNÍHO TRHU ZA OBDOBÍ LET 2008–2011**

v mil. EUR	2008	2009	2010	2011	Průměr
Belgium	2 510,4	2 472,9	2 805,9	3 335,5	2781,2
Bulgaria	528,1	340,0	249,9	250,7	342,2
Czech Republic*	2214,5	1557,3	1652,3	1880,72	1826,2
Denmark	2 016,7	1 639,9	1 274,4	1 704,2	1658,8
Germany	19 931,0	16 731,1	17 796,0	20 107,3	18641,4
Estonia	545,9	373,0	425,1	546,5	472,6
Ireland	685,1	412,9	271,2	300,2	417,4
Greece	0	1 069,1	0	0	267,3
Spain	8 629,2	6 408,5	5 737,8	4 658,2	6358,4
France	7 445,6	8 651,3	9 039,1	9 863,3	8749,8
Croatia	634,2	485,5	431,2	449,8	500,2
Italy	15 588,3	13 791,8	16 263,4	12 709,2	14588,2
Cyprus	153,3	117,1	134,5	126,6	132,9
Latvia	209,0	110,6	136,0	183,1	159,7
Lithuania	166,5	83,5	79,2	107,1	109,1
Luxembourg	199,4	116,3	116,7	127,0	139,9
Hungary	1 829,3	1 095,1	1 127,9	1 284,3	1334,2
Malta	0	0	0	0	0,0
Netherlands*	6942,7	6645,8	5953,2	7041,8	6645,9
Austria	3 459,3	3 228,0	2 886,6	3 202,7	3194,2
Poland	4 581,2	3 159,9	3 886,9	4 907,5	4133,9
Portugal	1 737,3	1 440,4	1 395,1	1 319,4	1473,1
Romania	1 600,8	1 114,3	1 067,9	1 379,1	1290,5
Slovenia	578,1	516,7	516,2	564,1	543,8
Slovakia	767,6	535,5	542,8	557,3	600,8
Finland	1 920,7	1 419,1	1 279,9	1 725,9	1586,4
Sweden	1 976,3	1 445,1	1 465,3	1 674,1	1640,2
United Kingdom	10 381,7	6 901,5	7 077,8	7 267,0	7907,0
<b>Celkem:</b>	<b>97 232,2</b>	<b>81 862,2</b>	<b>83 612,3</b>	<b>87 272,6</b>	<b>87 494,8</b>

Pozn.: \* odhad z německého poměru DE-NACE 251 / DE-NACE 2511

In: Eurostat (2014a)

## PŘÍLOHA P VII: ODHAD PRŮMĚRNÉ RENTABILITY V CZ-NACE 2511

vtis. CZK/ vjed. EUR a % vyjádření	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>FAGUS</b>	<b>10,11 %</b>	<b>6,16 %</b>	<b>0,45 %</b>	<b>5,50 %</b>	<b>5,76 %</b>	<b>4,29 %</b>
VK - vlastní kapitál	105 158	176 375	95 306	99 290	108 347	120 776
EAT - čistý zisk	10 629	10 863	425	5 465	6 237	5 180
<b>ALGECO</b>	<b>30,63 %</b>	<b>19,89 %</b>	<b>-2,17 %</b>	<b>-3,61 %</b>	<b>3,14 %</b>	<b>3,08 %</b>
VK - vlastní kapitál	250 401	312 509	305 813	295 149	304 711	314 405
EAT - čistý zisk	76 697	62 154	-6 635	-10 664	9 562	9 694
<b>PEGAS</b>	<b>40,09 %</b>	<b>27,92 %</b>	<b>22,50 %</b>	<b>15,29 %</b>	<b>16,99 %</b>	<b>12,67 %</b>
VK - vlastní kapitál	59 006	80 585	102 691	120 041	142 480	162 908
EAT - čistý zisk	23 658	22 502	23 107	18 350	24 203	20 647
<b>KOVAR</b>	<b>35,16 %</b>	<b>21,90 %</b>	<b>16,66 %</b>	<b>13,10 %</b>	<b>29,55 %</b>	<b>19,20 %</b>
VK - vlastní kapitál	102 040	124 723	145 909	150 571	196 423	216 966
EAT - čistý zisk	35 874	27 319	24 307	19 728	58 038	41 651
<b>Vlastní odhad Ø ROE v CZ-NACE2511</b>	<b>29,00 %</b>	<b>18,97 %</b>	<b>9,36 %</b>	<b>7,57 %</b>	<b>13,86 %</b>	<b>9,81 %</b>
<b>ALGECO DE</b>		<b>24,42 %</b>	<b>21,92 %</b>	<b>22,00 %</b>	<b>20,51 %</b>	<b>17,64 %</b>
VK - vlastní kapitál		64 197 861	62 137 751	101 823 637	99 915 439	96 433 041
EAT - čistý zisk		15 679 985	13 619 875	22 403 738	20 495 540	17 013 142
<b>ALHO</b>		<b>35,97 %</b>	<b>16,39 %</b>	<b>1,99 %</b>	<b>10,35 %</b>	
VK - vlastní kapitál		20 418 151	24 455 288	24 048 047	25 381 804	
EAT - čistý zisk		7 344 042	4 007 137	479 743	2 625 958	
<b>KLEUSBERG</b>			<b>33,37 %</b>	<b>23,05 %</b>	<b>19,28 %</b>	
VK - vlastní kapitál			23 956 195	30 512 596	37 337 315	
EAT - čistý zisk			7 994 191	7 032 142	7 197 159	
<b>COM Mobile Raum.</b>		<b>34,36 %</b>	<b>16,76 %</b>	<b>27,80 %</b>	<b>17,01 %</b>	<b>19,29 %</b>
VK - vlastní kapitál		151 791	182 364	252 586	304 353	377 094
EAT - čistý zisk		52 148	30 572	70 222	51 773	72 735
<b>Vlastní odhad Ø ROE v DE-NACE2511</b>		<b>31,58 %</b>	<b>22,11 %</b>	<b>18,71 %</b>	<b>16,79 %</b>	<b>18,47 %</b>

Pozn. Fagus, a. s. (IČ: 44005474); Algeco, s. r. o. (IČ: 25520334); Pegas Container, s. r. o. (IČ: 26236893); Kovar, a. s. (IČ: 45197164); Algeco GmbH (Hreg.-Nr.: HRA 371960); Alho Holding GmbH (HReg.-Nr.: HRB 4474); Kleusberg Holding GmbH & Co. KG (HReg.-Nr.: HRA 4505); COM Mobile Raumsysteme GmbH (HReg.-Nr.: HRB 47581).

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat





PŘÍLOHA P XVIII: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI FAGUS A. S. VČETNĚ PLÁNU NA OBDOBÍ LET 2014 – 2018  
(ZÁKLADNÍ VERZE)

		I.2. Výkaz zisků a ztrát - met. 2010											
		STRATEX 5.5											
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	Tržby za prodej zboží	31 276	35 722	7 148	10 043	16 819	21 676	12 823	14 711	15 440	15 840	16 195	16 848
2	Náklady vynaložené na prodané zboží	22 258	28 757	5 782	8 035	12 225	18 179	10 730	11 581	12 165	12 480	12 760	13 275
3	<b>Obchodní marže</b>	<b>9 018</b>	<b>6 965</b>	<b>1 366</b>	<b>2 008</b>	<b>4 594</b>	<b>3 497</b>	<b>2 093</b>	<b>3 130</b>	<b>3 275</b>	<b>3 360</b>	<b>3 435</b>	<b>3 573</b>
4	Výkony	588 309	624 253	281 447	387 091	514 969	626 980	556 357	651 355	662 526	707 519	712 820	753 519
5	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	558 295	659 005	274 293	387 223	510 634	550 797	569 506	653 964	686 363	704 146	719 927	748 974
6	Změna stavu zásob vlastní činnosti	27 200	-35 653	6 747	-218	4 192	75 989	-14 719	-3 483	-4 711	2 489	-7 981	8 774
7	II.3. Aktivace	2 814	901	407	86	143	194	1 570	874	874	874	874	874
8	B. Výkonová spotřeba	514 432	542 086	237 613	338 812	464 380	545 262	459 093	554 872	581 631	601 629	619 297	639 725
9	B.1. Spotřeba materiálu a energie	345 975	362 187	152 846	228 173	278 801	360 396	288 366	352 470	369 202	383 696	396 480	407 916
10	B.2. Služby	188 457	179 899	84 767	110 639	184 579	184 866	170 727	202 402	212 429	217 933	222 817	231 809
11	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>82 855</b>	<b>109 132</b>	<b>45 200</b>	<b>50 287</b>	<b>55 183</b>	<b>85 225</b>	<b>99 357</b>	<b>96 603</b>	<b>104 170</b>	<b>109 250</b>	<b>96 958</b>	<b>117 367</b>
12	C. Osobní náklady	83 220	69 800	37 540	42 887	49 201	65 910	71 116	70 741	73 917	76 668	79 085	81 266
13	C.1. Mzdové náklady	45 888	50 595	27 531	31 299	35 692	47 918	51 719	51 760	54 130	56 183	57 994	59 614
14	C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15	C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	16 079	17 702	8 956	10 638	12 128	16 290	17 567	17 598	18 404	19 102	19 718	20 269
16	C.4. Sociální náklady	1 253	1 503	1 053	1 380	1 360	1 702	1 383	1 383	1 383	1 383	1 383	1 383
17	D. Daně a poplatky	289	199	123	145	152	237	232	197	197	197	197	197
18	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9 505	9 533	2 905	2 688	2 596	2 654	2 852	3 339	3 253	3 193	2 858	2 629
19	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	24 352	18 249	7 443	12 035	11 370	14 138	9 978	12 772	13 772	13 430	13 699	13 940
20	III.1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	812	1 573	50	169	10	12	393	0	0	0	0	0
21	III.2 Tržby z prodeje materiálu	23 540	16 676	7 393	11 866	11 360	14 126	9 585	12 772	13 772	13 430	13 699	13 940
22	F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	20 893	15 701	6 752	9 965	9 156	13 084	9 429	11 666	12 052	12 386	12 690	12 943
23	F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	372	571	0	0	0	11	0	74	0	0	0	0
24	F.2. Prodání materiálů	20 521	15 130	6 752	9 965	9 092	13 073	9 429	11 666	12 052	12 386	12 680	12 943
25	G. Změna stavu rezerv, OP v provozní oblasti a KNPO (+/-)	-334	-184	808	-377	1 532	3 463	0	0	0	0	0	0
26	IV. Ostatní provozní výnosy	1 647	765	1 381	818	5 252	753	259	1 551	1 551	1 551	1 551	1 551
27	V. Ostatní provozní náklady	2 648	3 818	3 088	2 998	3 110	5 701	2 805	3 010	3 010	3 010	3 010	3 010
28	V. Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
29	V. Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
30	<b>Provozní výsledek hospodárení</b>	<b>12 673</b>	<b>9 279</b>	<b>2 788</b>	<b>5 224</b>	<b>6 058</b>	<b>9 067</b>	<b>23 160</b>	<b>24 972</b>	<b>27 064</b>	<b>28 777</b>	<b>14 368</b>	<b>32 813</b>
31	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
32	J. Prodání cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
33	VII. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
34	VII.1 Výnosy z podílů v ovi. a řízených osobách v úč.jdn. s podst. vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
35	VII.2 Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
36	VII.3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
37	VIII. Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
38	K. Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
39	L. Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
40	L. Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
41	M. Změna stavu rezerv a OP ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
42	X. Výnosové úroky	563	701	471	541	1 364	1 343	1 285	1 409	1 457	1 483	1 507	1 550
43	N. Nákladové úroky	0	0	11	150	144	192	258	272	176	163	160	160
44	O. Ostatní finanční výnosy	8 971	21 239	9 174	7 659	7 312	7 179	6 729	7 611	7 611	7 611	7 611	7 611
45	O. Ostatní finanční náklady	8 757	17 541	11 545	6 532	7 687	9 575	7 658	8 599	8 599	8 599	8 599	8 599
46	P. Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
47	P. Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
48	<b>Finanční výsledek hospodárení</b>	<b>777</b>	<b>4 399</b>	<b>-1 911</b>	<b>1 518</b>	<b>845</b>	<b>-1 245</b>	<b>98</b>	<b>149</b>	<b>293</b>	<b>332</b>	<b>359</b>	<b>402</b>
49	Q. Daně z příjmů za běžnou činnost	2 821	3 815	452	1 278	1 491	2 642	3 165	4 773	5 198	5 531	2 798	6 311
50	Q.1 - spletná	3 628	3 255	622	1 552	1 765	2 922	3 165	4 773	5 198	5 531	2 798	6 311
51	Q.2 - odložená	-807	-440	-170	-274	-440	-280	-280	-280	-280	-280	-280	-280
52	<b>Výsledek hospodárení za běžnou činnost</b>	<b>10 629</b>	<b>10 963</b>	<b>425</b>	<b>5 484</b>	<b>6 412</b>	<b>5 180</b>	<b>20 093</b>	<b>20 348</b>	<b>22 159</b>	<b>23 579</b>	<b>11 929</b>	<b>26 905</b>
53	XIII. Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
54	XIII. Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
55	S. Daně z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
56	S.1 - spletná	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
57	S.2 - odložená	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
58	<b>Mimořádný výsledek hospodárení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
59	T. Převod podílů na výsledek hospodárení společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
60	<b>Výsledek hospodárení za účetní období</b>	<b>10 629</b>	<b>10 963</b>	<b>425</b>	<b>5 484</b>	<b>6 412</b>	<b>5 180</b>	<b>20 093</b>	<b>20 348</b>	<b>22 159</b>	<b>23 579</b>	<b>11 929</b>	<b>26 905</b>
61	<b>Výsledek hospodárení před zdaněním</b>	<b>13 450</b>	<b>13 678</b>	<b>877</b>	<b>6 742</b>	<b>6 903</b>	<b>7 822</b>	<b>23 258</b>	<b>25 121</b>	<b>27 357</b>	<b>29 109</b>	<b>14 727</b>	<b>33 215</b>

## PŘÍLOHA P XIX: PLÁNOVANÉ CASH-FLOW SPOLEČNOSTI FAGUS A. S. NA OBDOBÍ LET 2014 – 2018 (ZÁKLADNÍ VERZE)

		I.10. Peněžní toky - A				
		STRATEX 5.5				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	P	48 398	77 032	107 347	130 126	151 936
2	Z	20 348	22 189	23 579	11 929	26 905
3	A					
3	A.1	2 658	3 253	3 193	2 858	2 629
4	A.1.1	3 359	3 253	3 193	2 858	2 629
5	A.1.2	0	0	0	0	0
6	A.1.3	0	0	0	0	0
7	A.1.4	-661	0	0	0	0
8	A.1.5	0	0	0	0	0
9	A.1.6	0	0	0	0	0
10	A.1.7	0	0	0	0	0
11	A.2	11 328	9 522	-2 289	8 523	2 450
12	A.2.1	3 820	7 748	-1 110	7 205	1 188
13	A.2.2	9 899	-4 848	2 287	-8 504	6 420
14	A.2.3	-2 391	6 622	-3 476	9 823	-5 157
15		34 334	34 934	24 473	23 310	31 984
16	B					
16	B.1	-5 700	-4 300	-1 500	-1 500	-1 500
17	B.1.1	-5 700	-4 300	-1 500	-1 500	-1 500
18	B.1.2	0	0	0	0	0
19	B.1.3	0	0	0	0	0
20	B.2	0	0	0	0	0
21	B.2.1	0	0	0	0	0
22	B.2.2	0	0	0	0	0
23	B.3	0	0	0	0	0
24	B.4	0	0	0	0	0
25	B.4.1	0	0	0	0	0
26	B.4.2	0	0	0	0	0
27		-5 700	-4 300	-1 500	-1 500	-1 500
28	C					
28	C.1	0	-320	-194	0	0
29	C.1.1	0	0	0	0	0
30	C.1.2	0	-320	-194	0	0
31	C.1.3	0	0	0	0	0
32	C.1.4	0	0	0	0	0
33	C.1.5	0	0	0	0	0
34	C.1.6	0	0	0	0	0
35	C.2	0	0	0	0	0
36	C.2.1	0	0	0	0	0
37	C.2.2	0	0	0	0	0
38	C.2.3	0	0	0	0	0
39	C.2.4	0	0	0	0	0
40	C.2.5	0	0	0	0	0
41	C.2.6	0	0	0	0	0
42	C.2.7	0	0	0	0	0
43	C.2.8	0	0	0	0	0
44	C.2.9	0	0	0	0	0
45		0	-320	-194	0	0
46		28 634	30 314	22 779	21 810	30 484
47		0	0	0	0	0
48		77 052	107 347	130 126	151 936	182 420

I.10. Peněžní toky - A

STRATEX 5.5

Stav peněžních prostředků na počátku období

Účetní hospodářský výsledek bez odložené daně

ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z BEŽNE

A MINORADNE ČINNOSTI

Upravy o nepeněžní operace

Odpisy stálých aktiv

Odpis opravné položky k úplané nabytému majetku

Změna zůstatků rezerv (bez ODZ)

Změna zůstatků čas. roz. a dohad účtů

Změna zůstatků opravných položek k stálým aktivům

Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv

Zúčtování oceňovacích rozdílů z kap. účasti

Upravy oběžných aktiv

Změna stavu pohledávek

Změna stavu krátk. závazků, běž. úvěrů a výpomocí

Změna stavu zásob

Peněžní tok z provozní činnosti celkem

B INVESTIČNÍ ČINNOST

Nabytí stálých aktiv

Nabytí dlouhodobého hmotného majetku

Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku

Nabytí dlouhodobého finančního majetku

Výnosy z prodeje stálých aktiv

Výnosy z prodeje dlouhodobého HM a NM

Výnosy z prodeje dlouhodobého FMI

Příjmy z vyplacených CP držených do splatnosti

Komplexní pronájem

Uhrada pohledávek z kompl. pronájmu

Uhrada závazků z kompl. pronájmu

Peněžní tok z investiční činnosti celkem

C FINANČNÍ ČINNOST

Změna stavu dlouhodobých závazků

Zvýšení dlouhodobých úvěrů

Snížení dlouhodobých úvěrů

Zvýšení závazků z dluhopisů

Snížení závazků z dluhopisů

Zvýšení ostatních dlouh. závazků

Snížení ostatních dlouh. závazků

Zvýšení a snížení vlast. kapitálu z vyb. operací

Změny základního kapitálu (+navýšení z emise, - výplata)

Přeměna dluhopisů na akcie

Peněžní dary a dotace

Kapitalizace závazků

Uhrada ztráty společnosti

Uhrada ztráty společnosti

Výplacení dividendy a podíly na zisku

Výplacení vlastního kapitálu společníkům

Odpis vlastních akcií

Ostatní výdaje ze zisku

Peněžní tok z finanční činnosti celkem

Výrovnavací rozdíly

Stav peněžních prostředků na konci období







PŘÍLOHA P XXI: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI FAGUS A. S. VČETNĚ PLÁNU NA OBDOBÍ LET 2014 – 2018  
(KORIGOVANÁ VERZE)

I.2. Výkaz zisků a ztrát - met. 2010		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
STRATEX 5.5		31 276	95 722	7 148	10 043	15 819	21 876	12 823	13 875	14 669	15 048	15 385	18 006
1	Třžby za prodej zboží	22 258	28 757	5 782	9 055	12 225	18 179	10 730	11 011	11 557	11 856	12 122	12 611
2	Náklady vynaložené na prodané zboží	9 018	8 985	1 386	2 008	4 584	3 497	2 093	2 964	3 111	3 192	3 283	3 395
3	<b>Obchodní marže</b>	13 240	19 772	4 396	7 045	7 641	14 682	8 637	8 047	8 446	8 664	8 839	9 216
4	Výkony	588 509	624 253	281 447	337 091	514 969	626 990	556 357	629 735	663 011	687 289	692 438	731 971
5	Třžby za prodej vlastních výrobků a služeb	558 295	659 005	274 293	387 223	510 634	550 797	569 506	635 241	666 713	683 987	699 316	727 531
6	Změna stavů zásob vlastní činnosti	27 200	-35 653	6 747	-218	4 192	75 999	-14 719	-6 360	-4 576	2 428	-7 752	3 596
7	II.3. Aktivace	2 814	901	407	86	143	194	1 570	874	874	874	874	874
8	B. Výkonová spolebná	514 432	542 086	237 613	338 812	464 380	545 262	459 063	544 752	571 010	590 733	608 157	628 133
9	B.1. Spotřební materiálu a energie	345 975	382 187	152 846	228 173	276 801	360 396	288 366	352 470	369 202	383 696	396 480	407 916
10	B.2. Služby	168 457	179 899	84 767	110 639	184 579	184 866	170 727	192 282	201 808	207 037	211 677	220 217
11	<b>Přidaná hodnota</b>	82 955	89 132	45 200	50 287	65 183	85 225	99 357	87 947	95 112	99 748	87 544	107 233
12	C. Osobní náklady	63 220	69 800	37 540	42 897	49 201	65 910	71 116	70 741	73 917	76 688	79 095	81 266
13	C.1. Mzdové náklady	45 888	50 595	27 531	31 299	35 692	47 918	51 719	51 760	54 130	56 183	57 994	59 614
14	C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	16 079	17 702	8 956	10 638	12 129	16 290	17 587	17 598	18 404	19 102	19 718	20 269
15	C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 253	1 503	1 053	1 301	1 380	1 702	1 830	1 383	1 383	1 383	1 383	1 383
16	D. Sociální náklady	289	199	123	145	152	237	232	197	197	197	197	197
17	D.1. Daně a poplatky	9 505	9 533	2 805	2 568	2 596	2 654	3 339	3 339	3 253	3 193	2 858	2 629
18	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	24 352	18 249	7 443	12 035	11 370	14 138	9 978	12 772	13 772	13 430	13 699	13 940
19	III. Třžby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	812	1 573	50	168	10	12	383	0	0	0	0	0
20	III.1 Třžby z prodeje dlouhodobého majetku	23 940	16 676	7 393	11 360	14 126	9 585	14 226	12 772	13 430	13 699	13 940	13 940
21	III.2 Třžby z prodeje materiálu	20 993	15 701	6 752	9 595	11 360	13 084	9 429	11 666	12 052	12 386	12 680	12 943
22	F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	372	571	0	74	0	11	0	0	0	0	0	0
23	F.1. Prodávací materiál	20 521	15 130	6 752	9 565	9 082	13 073	9 429	11 666	12 052	12 386	12 680	12 943
24	F.2. Změna stavů rezerv, OP v provozní oblasti a KNPO (+/-)	-334	-184	808	-377	1 532	3 463	0	0	0	0	0	0
25	G. Ostatní provozní výnosy	1 647	765	1 361	818	5 252	753	259	1 551	1 551	1 551	1 551	1 551
26	H. Ostatní provozní náklady	2 948	3 818	3 088	2 968	3 110	5 701	2 805	3 010	3 010	3 010	3 010	3 010
27	V. Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
28	V.1. Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
29	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>12 873</b>	<b>9 279</b>	<b>2 788</b>	<b>5 224</b>	<b>6 058</b>	<b>9 067</b>	<b>23 160</b>	<b>13 316</b>	<b>18 005</b>	<b>19 275</b>	<b>4 954</b>	<b>22 879</b>
30	Třžby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31	Prodávající cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
32	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
33	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
34	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
35	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
36	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
37	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
38	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
39	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
40	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
41	Změna stavů rezerv a OP ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
42	M. Změna stavů rezerv a OP ve finanční oblasti	563	701	471	541	1 364	1 343	1 285	1 409	1 457	1 483	1 507	1 550
43	N. Nákladové úroky	0	0	11	150	144	192	258	272	176	163	160	160
44	Ostatní finanční výnosy	8 971	21 239	9 174	7 312	7 659	7 312	7 179	6 729	7 611	7 611	7 611	7 611
45	Ostatní finanční náklady	8 757	17 541	11 545	6 532	7 687	9 575	7 658	8 599	8 599	8 599	8 599	8 599
46	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
47	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
48	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>777</b>	<b>4 399</b>	<b>-1 911</b>	<b>1 518</b>	<b>845</b>	<b>-1 245</b>	<b>38</b>	<b>149</b>	<b>293</b>	<b>332</b>	<b>359</b>	<b>402</b>
49	Dan z příjmů za běžnou činnost	2 821	2 815	452	1 278	1 481	2 642	3 165	2 558	3 477	3 725	1 009	4 385
50	Q.1. - splatná	3 628	3 255	622	1 592	1 592	2 922	3 165	2 558	3 477	3 725	1 009	4 385
51	Q.1. - odložena	-807	-440	-170	-274	-274	-280	-274	-274	-274	-274	-274	-274
52	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>10 629</b>	<b>10 863</b>	<b>425</b>	<b>5 464</b>	<b>5 412</b>	<b>5 180</b>	<b>20 093</b>	<b>10 907</b>	<b>14 822</b>	<b>15 881</b>	<b>4 303</b>	<b>18 696</b>
53	XIII. Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
54	XIII.1. Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
55	R. Dan z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
56	S.1. - splatná	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
57	S.2. - odložena	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
58	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
59	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
60	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>10 629</b>	<b>10 863</b>	<b>425</b>	<b>5 464</b>	<b>5 412</b>	<b>5 180</b>	<b>20 093</b>	<b>10 907</b>	<b>14 822</b>	<b>15 881</b>	<b>4 303</b>	<b>18 696</b>
61	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>13 450</b>	<b>13 678</b>	<b>877</b>	<b>6 742</b>	<b>6 903</b>	<b>7 822</b>	<b>23 268</b>	<b>13 465</b>	<b>18 299</b>	<b>19 607</b>	<b>5 313</b>	<b>23 081</b>

## PŘÍLOHA P XXII: PLÁNOVANÉ CASH-FLOW SPOLEČNOSTI FAGUS A. S. NA OBDOBÍ LET 2014 – 2018 (KORIGOVANÁ VERZE)

		2014	2015	2016	2017	2018
<b>I.10. Peněžní toky - A</b>						
<b>STRATEX 5.5</b>						
1	P	48 388	67 715	91 985	107 895	121 540
2	Z	10 907	14 822	15 881	4 303	18 686
<b>Účetní hospodářský výsledek bez odložené daně</b>						
<b>ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z BEŽNĚ</b>						
<b>A MIMORADNÉ ČINNOSTI</b>						
3	A.1	2 668	3 253	3 193	2 868	2 629
4	A.1.1	3 339	3 253	3 193	2 858	2 629
5	A.1.2	0	0	0	0	0
6	A.1.3	0	0	0	0	0
7	A.1.4	-681	0	0	0	0
8	A.1.5	0	0	0	0	0
9	A.1.6	0	0	0	0	0
10	A.1.7	0	0	0	0	0
11	A.2	11 452	10 814	-1 470	7 983	2 417
12	A.2.1	4 807	8 008	-1 077	6 895	1 253
13	A.2.2	4 916	-3 608	2 982	-8 440	6 171
14	A.2.3	1 729	6 415	-3 375	9 528	-5 007
15		25 017	28 890	17 605	15 144	23 742
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>						
<b>B INVESTIČNÍ ČINNOST</b>						
16	B.1	-5 700	-4 300	-1 500	-1 500	-1 500
17	B.1.1	-5 700	-4 300	-1 500	-1 500	-1 500
18	B.1.2	0	0	0	0	0
19	B.1.3	0	0	0	0	0
20	B.2	0	0	0	0	0
21	B.2.1	0	0	0	0	0
22	B.2.2	0	0	0	0	0
23	B.3	0	0	0	0	0
24	B.4	0	0	0	0	0
25	B.4.1	0	0	0	0	0
26	B.4.2	0	0	0	0	0
27		-5 700	-4 300	-1 500	-1 500	-1 500
<b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b>						
<b>C FINANČNÍ ČINNOST</b>						
28	C.1	0	-320	-194	0	0
29	C.1.1	0	0	0	0	0
30	C.1.2	0	-320	-194	0	0
31	C.1.3	0	0	0	0	0
32	C.1.4	0	0	0	0	0
33	C.1.5	0	0	0	0	0
34	C.1.6	0	0	0	0	0
35	C.2	0	0	0	0	0
36	C.2.1	0	0	0	0	0
37	C.2.2	0	0	0	0	0
38	C.2.3	0	0	0	0	0
39	C.2.4	0	0	0	0	0
40	C.2.5	0	0	0	0	0
41	C.2.6	0	0	0	0	0
42	C.2.7	0	0	0	0	0
43	C.2.8	0	0	0	0	0
44	C.2.9	0	0	0	0	0
45		0	-320	-194	0	0
46		19 317	24 270	15 911	13 644	22 242
47		0	0	0	0	0
48		67 715	91 985	107 895	121 540	143 782

**PŘÍLOHA P XXIII: VYMEZENÍ NOA (ZÁKLADNÍ A KORIGOVANÁ VERZE)**

Historická data + Základní verze plánu

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>114 427</b>	<b>185 054</b>	<b>88 752</b>	<b>84 410</b>	<b>90 620</b>	<b>95 835</b>	<b>94 295</b>	<b>92 770</b>	<b>96 945</b>	<b>94 180</b>	<b>91 750</b>	<b>89 549</b>
DNM (- vyřazení NI)	218	42 822	66	278	226	320	170	129	47	0	0	0
DHM (+ aktivace pron. majetku, - vyřazení NI)	94 384	117 109	64 150	61 077	64 519	61 341	59 951	58 467	62 724	60 006	57 576	55 375
DFM	19 825	25 123	24 536	23 055	25 875	34 174	34 174	34 174	34 174	34 174	34 174	34 174
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>7 336</b>	<b>5 816</b>	<b>19 977</b>	<b>30 729</b>	<b>38 135</b>	<b>45 296</b>	<b>70 521</b>	<b>51 768</b>	<b>41 276</b>	<b>44 033</b>	<b>33 808</b>	<b>32 642</b>
Zásoby	108 822	68 120	63 676	66 702	72 788	154 168	138 403	140 794	134 172	137 649	127 826	132 983
Dlouhodobé pohledávky	284	284	11 698	204	217	439	354	427	429	440	429	447
Krátkodobé pohledávky	63 799	74 490	28 900	52 170	44 807	42 695	61 588	57 695	49 945	51 043	43 849	42 644
KFM (provozně nutný)*	31 113	19 920	22 149	21 555	24 519	7 945	42 598	36 468	35 498	35 956	34 255	35 539
(+) ČRa	1 909	1 754	943	759	970	4 536	526	0	0	0	0	0
(-) ČRp	560	35	424	327	142	369	6	0	0	0	0	0
(-) Nerúročené cizí kapitál	198 031	158 717	106 965	110 334	105 024	164 118	172 942	183 616	178 768	181 055	172 551	178 971
<b>NOA (Net Operating Assets)</b>	<b>121 763</b>	<b>190 870</b>	<b>108 729</b>	<b>115 139</b>	<b>128 755</b>	<b>141 131</b>	<b>164 816</b>	<b>144 538</b>	<b>138 221</b>	<b>138 213</b>	<b>125 558</b>	<b>122 191</b>

Pozn: KFM provozně nutný = 0,20 \* krátkodobé závazky v Příloze P XVII => Provozně nutný KFM 2013: 5 800 tis. Kč; 2014: 40 564 tis. Kč; 2015: 71 849 tis. Kč; 2016: 94 170 tis. Kč; 2017: 117 681 tis. Kč; 2018: 146 881 tis. Kč

In: vlastní zpracování na základě stanovených předpokladů a Přílohy P XVII

## Historická data + Korigovaná verze plánu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>v tis. Kč</b>												
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>114 427</b>	<b>185 054</b>	<b>88 752</b>	<b>84 410</b>	<b>90 620</b>	<b>95 835</b>	<b>94 295</b>	<b>92 770</b>	<b>96 945</b>	<b>94 180</b>	<b>91 750</b>	<b>89 549</b>
DNM (- vyřazení NI)	218	42 822	66	278	226	320	170	129	47	0	0	0
DHM (+ aktivace pron. majetku, - vyřazení NI)	94 384	117 109	64 150	61 077	64 519	61 341	59 951	58 467	62 724	60 006	57 576	55 375
DFM	19 825	25 123	24 536	23 055	25 875	34 174	34 174	34 174	34 174	34 174	34 174	34 174
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>7 336</b>	<b>5 816</b>	<b>19 977</b>	<b>30 729</b>	<b>38 135</b>	<b>45 296</b>	<b>70 521</b>	<b>50 647</b>	<b>39 111</b>	<b>41 177</b>	<b>31 507</b>	<b>30 323</b>
Zásoby	108 822	68 120	63 676	66 702	72 788	154 168	138 403	136 674	130 259	133 634	124 106	129 113
Dlouhodobé pohledávky	284	284	11 698	204	217	439	354	415	416	427	417	434
Krátkodobé pohledávky	63 799	74 490	28 900	52 170	44 807	42 695	61 588	56 720	48 711	49 777	42 893	41 623
KFM (provozně nutný)*	31 113	19 920	22 149	21 555	24 519	7 945	42 598	35 471	34 750	35 346	33 658	34 892
(+) ČRa	1 909	1 754	943	759	970	4 536	526	0	0	0	0	0
(-) ČRp	560	35	424	327	142	369	6	0	0	0	0	0
(-) Nerúročené cizí kapitál	198 031	158 717	106 965	110 334	105 024	164 118	172 942	178 633	175 025	178 007	169 567	175 739
<b>NOA (Net Operating Assets)</b>	<b>121 763</b>	<b>190 870</b>	<b>108 729</b>	<b>115 139</b>	<b>128 755</b>	<b>141 131</b>	<b>164 816</b>	<b>143 417</b>	<b>136 056</b>	<b>135 357</b>	<b>123 257</b>	<b>119 872</b>

Pozn: \*KFM provozně nutný = 0,20 \* krátkodobé závazky v Příloze P XX => Provozně nenutný KFM 2013: 5 800 tis. Kč; 2014: 32 244 tis. Kč; 2015: 57 235 tis. Kč; 2016: 72 549 tis. Kč; 2017: 87 882 tis. Kč; 2018: 108 890 tis. Kč

In: vlastní zpracování na základě stanovených předpokladů a Přílohy P XX



## Historická data + Korigovaná verze plánu

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>VH z BČ před zdaněním - původní</b>	13 450	13 678	877	6 742	6 903	7 822	23 258	13 465	18 299	19 606	5 312	23 081
(+) vyloučení nájemného za aktiv. majetek:	3 374	5 738	5 425	4 252	5 046	6 645	7 395	7 395	7 395	7 395	7 395	7 395
a) nebytové prostory Lípa*	896	896	688	675	836	753	753	753	753	753	753	753
b) provoz Halenkovice*	2 478	4 842	4 737	3 577	4 210	5 892	6 642	6 642	6 642	6 642	6 642	6 642
(-) DO z aktivovaných pronajatá oper. aktiv	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072	1 072
(-) VH z prodeje dlouhodobého majetku	440	1 002	50	169	-64	1	393	0	0	0	0	0
(-) výnosové úroky z provozně-technické rez.	10	10	10	10	10	10	5	51	53	54	56	58
(+) nákladové úroky	0	0	11	150	144	192	258	272	176	163	160	160
<b>VH z BČ před zdaněním - po úpravách *</b>	15 302	17 332	5 181	9 893	11 075	13 576	29 441	20 009	24 745	26 038	11 739	29 506
<b>VH po úpravách - VH původní</b>	1 852	3 654	4 304	3 151	4 172	5 754	6 183	6 544	6 446	6 432	6 427	6 425
Původně placená daň *	2 821	2 815	452	1 278	1 491	2 642	3 165	2 558	3 477	3 725	1 009	4 385
Dodatečně vypočtená daň *	444	767	861	599	793	1 093	1 175	1 243	1 225	1 222	1 221	1 221
<b>NOPAT (Net Operating Profit after Taxes)</b>	12 037	13 750	3 868	8 016	8 791	9 841	25 101	16 208	20 043	21 091	9 509	23 900

Pozn.: Dodatečně vypočtená daň je spočítána dle platných sazeb DPPO v rámci analyzovaných let (tj. chronologicky 24 %, 21 %, 20 %, 20 %, 19 %, 19 %, 19 %, ...). Výsledný NOPAT = VH z BČ před zdaněním po úpravách - původní placená daň - dodatečně vyměřená daň.

In.: vlastní zpracování na základě stanovených předpokladů a Přílohy P XXI



## PŘÍLOHA P XXV: VYMEZENÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY C (ZÁKLADNÍ A KORIGOVANÁ VERZE)

Historická data + Základní verze plánu

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>121 763</b>	<b>190 869</b>	<b>108 729</b>	<b>111 640</b>	<b>124 564</b>	<b>136 790</b>	<b>158 326</b>	<b>140 024</b>	<b>134 026</b>	<b>134 213</b>	<b>121 558</b>	<b>118 191</b>
Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Kapitálové fondy	19 764	80 119	24 475	22 994	25 814	33 063	33 063	33 063	33 063	33 063	33 063	33 063
Fondy ze zisku	11 341	11 341	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
VH minulých let	13 424	24 052	10 406	10 832	16 296	22 533	27 712	47 805	68 153	90 313	113 891	125 820
VH z běžného účetního období	10 629	10 862	425	5 465	5 412	5 180	20 093	20 348	22 159	23 579	11 929	26 905
Ekvivalenty VK:	16 605	14 495	13 423	12 349	17 042	16 014	17 458	-21 192	-49 349	-72 742	-97 325	-127 597
a) aktivity pronajatého majetku (+)	31 076	30 004	28 932	27 860	26 788	25 716	24 644	23 572	22 500	21 428	20 356	19 284
b) vyloučení provozně nenutného KFM (-)	9 700	9 700	9 700	9 700	9 700	9 700	5 800	40 564	71 849	94 170	117 681	146 881
c) vyloučení nedokončených investic (-)	4 771	5 809	5 809	5 811	46	2	1 386	4 200	0	0	0	0
<b>Cizí zdroje - úročené</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3 500</b>	<b>4 191</b>	<b>4 341</b>	<b>6 490</b>	<b>4 514</b>	<b>4 194</b>	<b>4 000</b>	<b>4 000</b>	<b>4 000</b>
Jiné dlouhodobé závazky	0	0	0	3 500	3 500	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
KZ - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0	1 670	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	691	341	820	514	194	0	0	0
<b>C (Capital)</b>	<b>121 763</b>	<b>190 869</b>	<b>108 729</b>	<b>115 140</b>	<b>128 755</b>	<b>141 131</b>	<b>164 816</b>	<b>144 538</b>	<b>138 221</b>	<b>138 213</b>	<b>125 558</b>	<b>122 191</b>

In: vlastní zpracování na základě stanovených předpokladů a Přílohy P XVII

## Historická data + Korigovaná verze plánu

v tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>121 763</b>	<b>190 869</b>	<b>108 729</b>	<b>111 640</b>	<b>124 564</b>	<b>136 790</b>	<b>158 326</b>	<b>138 903</b>	<b>131 862</b>	<b>131 357</b>	<b>119 256</b>	<b>115 872</b>
Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Kapitálové fondy	19 764	80 119	24 475	22 994	25 814	33 063	33 063	33 063	33 063	33 063	33 063	33 063
Fondy ze zisku	11 341	11 341	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
VH minulých let	13 424	24 052	10 406	10 832	16 296	22 533	27 712	47 805	58 712	73 534	89 416	93 719
VH z běžného účetního období	10 629	10 862	425	5 465	5 412	5 180	20 093	10 907	14 822	15 881	4 303	18 696
Ekvivalenty VK:	16 605	14 495	13 423	12 349	17 042	16 014	17 458	-12 872	-34 735	-51 121	-67 526	-89 606
a) aktiva pronajatého majetku (+)	31 076	30 004	28 932	27 860	26 788	25 716	24 644	23 572	22 500	21 428	20 356	19 284
b) vyloučení provozně nennutného KFM (-)	9 700	9 700	9 700	9 700	9 700	9 700	5 800	32 244	57 235	72 549	87 882	108 890
c) vyloučení nedokončených investic (-)	4 771	5 809	5 809	5 811	46	2	1 386	4 200	0	0	0	0
<b>Cizí zdroje - úročené</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3 500</b>	<b>4 191</b>	<b>4 341</b>	<b>6 490</b>	<b>4 514</b>	<b>4 194</b>	<b>4 000</b>	<b>4 000</b>	<b>4 000</b>
Jiné dlouhodobé závazky	0	0	0	3 500	3 500	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
KZ - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0	1 670	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	691	341	820	514	194	0	0	0
<b>C (Capital)</b>	<b>121 763</b>	<b>190 869</b>	<b>108 729</b>	<b>115 140</b>	<b>128 755</b>	<b>141 131</b>	<b>164 816</b>	<b>143 417</b>	<b>136 056</b>	<b>135 357</b>	<b>123 257</b>	<b>119 872</b>

In: vlastní zpracování na základě stanovených předpokladů a Přílohy P XX

## PŘÍLOHA P XXVII: HODNOTÍCÍ FORMULÁŘ PODNIKATELSKÉHO RIZIKA PRO POUŽITÍ KOMPLEXNÍ STAV. METODY (M&M)

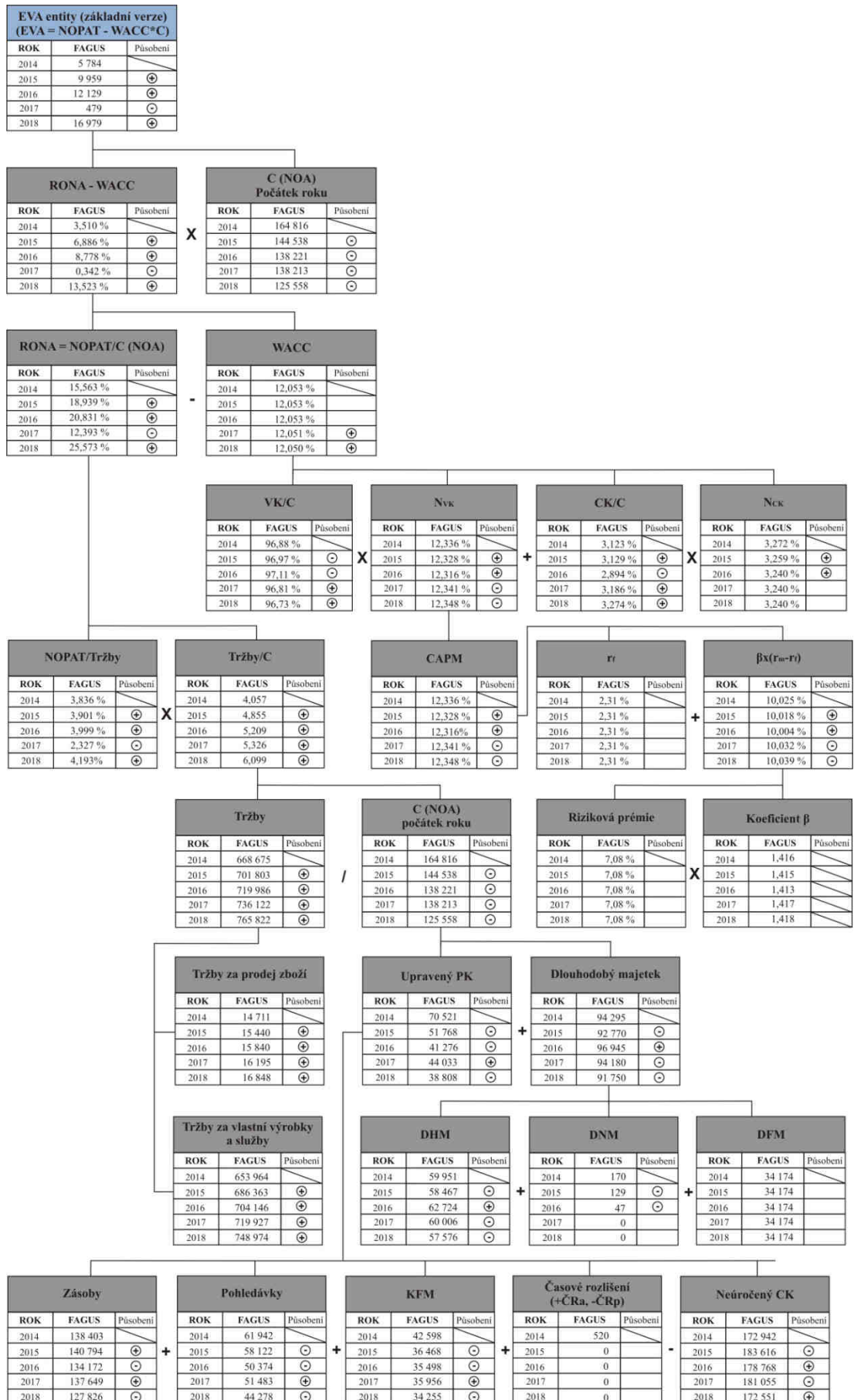
1. Rizika na úrovni oboru		
1.1 Dynamika oboru		
	Stabilní obor, větší změny se nepředpokládají	nízké
	Dlouhodobě mírně rostoucí obor	přiměřené
	Obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj	zvýšené
	Velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy	vyšoké
1.2 Závislost oboru na hospodářském cyklu		
	Nezávislost na hospodářském cyklu	nízké
	Mírná závislost na hospodářském cyklu	přiměřené
	Podstatná závislost na hospodářském cyklu	zvýšené
	Typicky cyklické produkce	vyšoké
1.3 Potenciál inovací v oboru		
	Standardní obor s minimem technologických změn	nízké
	Standardní obor s mírnými technologickými změnami	přiměřené
	Obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací	zvýšené
	Obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi	vyšoké
1.4 Určování trendů v oboru		
	Podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru	nízké
	Podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené
	Podnik je schopen přiměřeně zachytit nové trendy v oboru	zvýšené
	Podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru	vyšoké
2. Rizika na úrovni trhu		
2.1 Kapacita trhu, možnost expanze		
	Domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz	nízké
	Domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlav. konk., minimální vývoz	přiměřené
	Domácí trh nasycen, nalezeny nové zahraniční trhy	zvýšené
	Domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů	vyšoké
2.2 Rizika dosažení tržeb		
	Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb	nízké
	Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	přiměřené
	Nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb	zvýšené
	Nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb	vyšoké
2.3 Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy		
	Zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy	nízké
	Zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	přiměřené
	Nové výrobky, stávající trhy	zvýšené
	Nové výrobky, nové trhy	vyšoké
3. Rizika z konkurence		
3.1 Intenzita konkurence		
	Tržní mezera, konkurence nepůsobí	nízké
	Nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu	přiměřené
	Obtížný vstup a působení mezi existujícími konkurenty	zvýšené
	Zvyšující se tlak konkurentů, nástup nové konkurence	vyšoké
3.2 Konkurenceschopnost výrobků		
	Parametry, životnost univerzálnost, srovnatelné se špičkovou konkurencí	nízké
	Parametry, životnost univerzálnost, srovnatelné s lepší konkurencí	přiměřené
	Parametry, životnost univerzálnost, srovnatelné s průměrnou konkurencí	zvýšené
	Parametry, životnost univerzálnost, nižší než průměrná konkurence	vyšoké
3.3 Cenová politika		
	Ceny nižší než konkurence, uspokojivá zisková marže, možnost poskytnutí slev	nízké

	Ceny srovnatelné s konkurencí, nízká zisková marže	přiměřené
	Ceny srovnatelné s konkurencí, minimální zisková marže	zvýšené
	Ceny vyšší než konkurence, minimální zisková marže	vysoké
3.4 Kvalita, řízení kvality		
	Lepší než u konkurence (např. certifikace, pokud není běžnou záležitostí)	nízké
	Srovnatelná s konkurencí	přiměřené
	Mírně nižší než konkurence	zvýšené
	Výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace	vysoké
3.5 Výzkum a vývoj		
	Vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí	nízké
	Vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konk. výrobků	přiměřené
	Kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci	zvýšené
	Absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky	vysoké
3.6 Reklama a propagace		
	Pravidelné náklady větší než v odvětví	nízké
	Pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví	přiměřené
	Nepravidelně, sporný přínos	zvýšené
	Nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos	vysoké
3.7 Distribuce a servis		
	Vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky pro zákazníky	nízké
	Vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům	přiměřené
	Neúplná distribuční síť	zvýšené
	Nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby	vysoké
3.8 Doplňkový faktor rizika z konkurence		
<b>4. Management</b>		
4.1 Vize, strategie		
	Jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	nízké
	Změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti	přiměřené
	Strategie společnosti se postupně vytváří	zvýšené
	Neurčitá strategie, převažuje improvizace	vysoké
4.2 Klíčové osobnosti		
	Zastupitelnost klíčových osobností	nízké
	Dostupná přiměřená náhrada	přiměřené
	Obtížná náhrada klíčových osobností	zvýšené
	Vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech	vysoké
4.3 Organizační struktura		
	Jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	nízké
	Jednoduchá a organizační struktura, běžné komunikační potíže	přiměřené
	Složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení	zvýšené
	Komplikovaná, nepřehledná, často se měnící organizační struktura	vysoké
4.4 Doplňkový faktor rizika z oblasti managementu		
<b>5. Výrobní proces</b>		
5.1 Struktura výrobků - hodnocení pouze z pohledu výrobních rizik		
	Vlastní finální nebo zavedené výrobky, opak. prodej, MIN technické změny	nízké
	Vlastní výrobky, četné modifikace	přiměřené
	Zakázková výroba, opakované stabilní požadavky dle dodané dokumentace	zvýšené
	Nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků	vysoké
5.2 Technologické možnosti výroby		
	Postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky	nízké
	Vyzkoušená technologie, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stávajícího zařízení	přiměřené
	Stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova stáv. zařízení	zvýšené
	Komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky	vysoké

5.3 Pracovní síla		
	Běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci	nízké
	Dostupné profese, běžná učňovská, středoškolská a vysokoškolská kvalifikace	přiměřené
	Vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace	zvýšené
	Převaha vysoce specializovaných profesí, nutnost rozsáhlého doškolování	vysoké
5.4 Dodavatelé		
	Stabilní dodavatelé, pravidelně požadovaná množství, bez potíží	nízké
	Stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	přiměřené
	Částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávek	zvýšené
	Značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami	vysoké
<b>6. Specifické faktory ziskových marží (přidané hodn.)</b>		
6.1 Úroveň fixních nákladů		
	Podíl fixních nákladů (aktiv) na celkových nákladech (aktivech) je nízký	nízké
	Podíl fixních nákladů (aktiv) je okolo průměru	přiměřené
	Podíl fixních nákladů (aktiv) je vysoký	zvýšené
	Podíl fixních nákladů (aktiv) je velmi vysoký	vysoké
6.2 Postavení podniku vůči odběratelům		
	Velmi silné - větší počet malých odběratelů	nízké
	Silné - větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s nepř. podílem	přiměřené
	Slabší - rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené
	Slabé - závislost na jednom až dvou silných odběratelích	vysoké
6.3 Postavení podniku vůči dodavatelům		
	Velmi silné - větší počet malých dodavatelů	nízké
	Silné - větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s nepř. podílem	přiměřené
	Slabší - rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	zvýšené
	Slabé - závislost na jednom až dvou silných dodavatelích	vysoké
6.4 Bariéry vstupu do odvětví		
	Velmi silné - např. výroba elektrické energie	nízké
	Silné - např. výroba v těžkém strojírenství	přiměřené
	Překonatelné - specializované produkce	zvýšené
	Slabé - např. oblast služeb, vzdělávací instituce	vysoké
5.5 Doplňkový faktor rizika z oblasti ziskových marží		
<b>7. Faktory rizika financování</b>		
7.1 Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál		
	Nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita	nízké
	Přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem	přiměřené
	Cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál	zvýšené
	Cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál	vysoké
7.2 Krytí úroků - EBIT / placené úroky		
	Ukazatel dosahuje hodnotu 4,5 a více	nízké
	Ukazatel dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49	přiměřené
	Ukazatel dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17	zvýšené
	Ukazatel je nižší než 1,57	vysoké
7.3 Krytí splátek úvěrů z provozního cash flow (EBDIT / (splátky dlouh. úvěrů a leasingu))		
	Cash flow mnohonásobně převyšuje splátky	nízké
	Cash flow několikanásobně převyšuje splátky	přiměřené
	Cash flow dostatečně převyšuje splátky	zvýšené
	Cash flow je nižší než 1,2 násobek splátek	vysoké
7.4 Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech		
	WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	nízké
	WC kryje stálou výši oběžných aktiv	přiměřené
	WC nekryje stálou výši oběžných aktiv	zvýšené

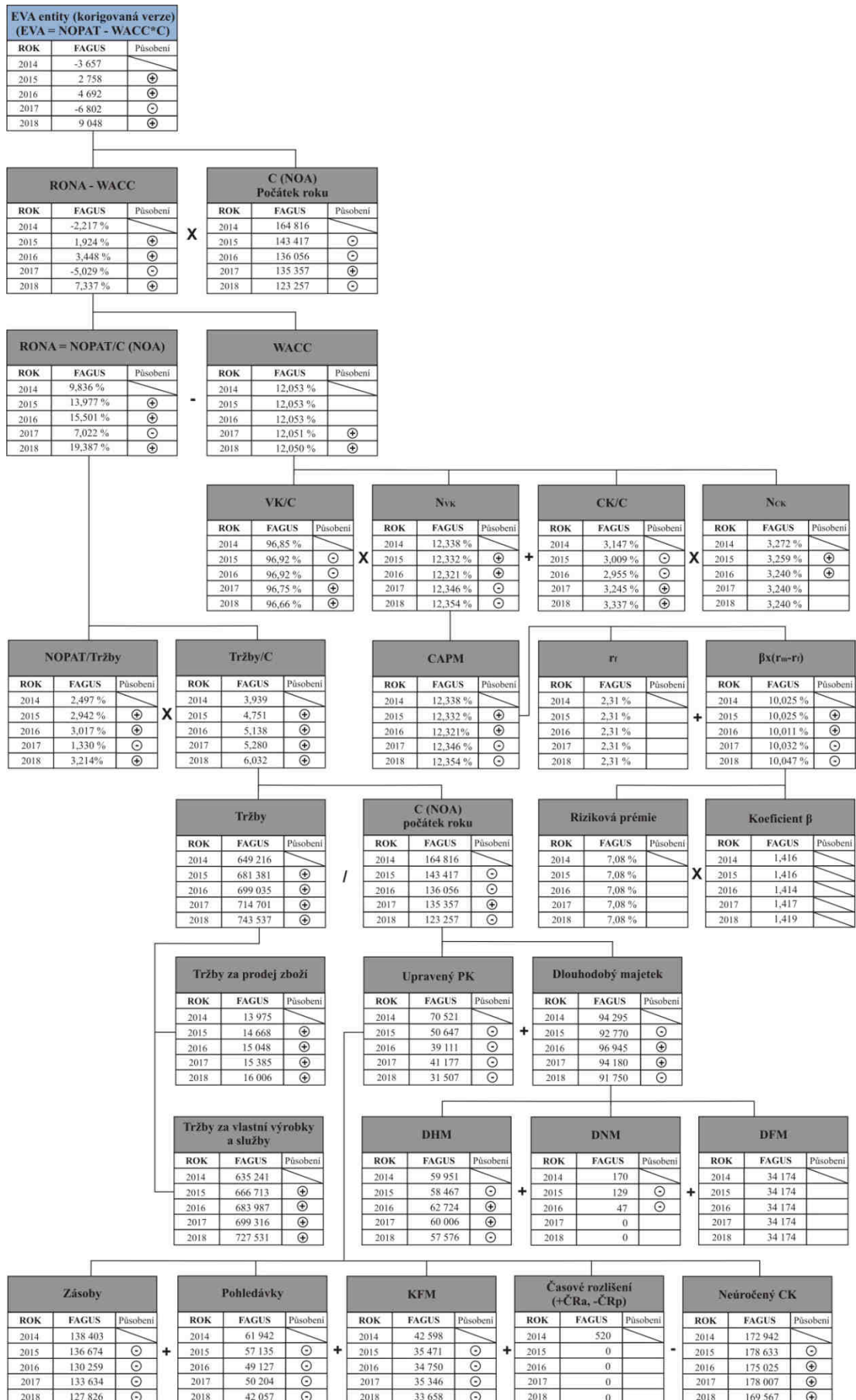
	WC je nulový nebo záporný	vysoké
7.5 Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita		
	Vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky	nízké
	Vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách	přiměřené
	Obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v OA	zvýšené
	Nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likv. prostředků	vysoké
7.6 Průměrná doba inkasa pohledávek		
	Odpovídá době splatnosti faktur	nízké
	Přiměřeně převyšuje splatnost faktur	přiměřené
	Značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek	zvýšené
	Vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek	vysoké
7.7 Průměrná doba držení zásob		
	Odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám	nízké
	Přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	přiměřené
	Zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby	zvýšené
	Vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprod. zásob	vysoké

PŘÍLOHA P XXVIII: ROZKLAD EVA (ZÁKLADNÍ VERZE)



Pozn.: Drobné nuance v hodnotách byly způsobeny zaokrouhlováním.

PŘÍLOHA P XXIX: ROZKLAD EVA (KORIGOVANÁ VERZE)



Pozn.: Drobné nuance v hodnotách byly způsobeny zaokrouhlováním.