

ABSTRAKT

Abstrakt česky

Diplomová práce poskytuje čtenáři přehled v současnosti nejpoužívanějších metod oceňování podniku. Uvádí komplexní postupy oceňování a je zaměřena především na „moderní“ výnosové metody. Cílem práce je aplikace vybraných výnosových metod při stanovení tržní hodnoty podniku ALFA s.r.o. a stanovení tržní hodnoty specifikovaného minoritního obchodního podílu. Práce je doplněna tabulkovými přílohami programu Microsoft Excel a zobrazuje kompletní výpočtové postupy.

Abstrakt ve světovém jazyce

The thesis provides the reader with a detailed overview of the firm valuation methods most used. It presents the complete valuation techniques and is especially focused on the “modern” discounted cash flow methods. The goal of the thesis is the application of chosen methods of valuation on the market valuation of the company ALFA ltd. and determinate value of minority business share. Microsoft Excel Tables are enclosed which show the complete calculation process.

Na tomto místě bych rád poděkoval Doc.Dr.Ing. Drahomíře Pavelkové za odborné vedení, cenné rady a připomínky ke zpracování diplomové práce a současně také Ing. Miladě Vaverkové, soudnímu znalci v oboru ekonomika, odvětví ceny a odhady, specializace oceňování podniku za odborné konzultace k dané problematice.

OBSAH

OBSAH	5
ÚVOD.....	7
I. TEORETICKÁ ČÁST	9
1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	10
1.1 VYMEZENÍ ZÁKLADNÍCH POJMŮ	10
1.1.1 Podnik a jeho chápání v moderní teorii.....	10
1.1.2 Další pojmy	11
1.2 DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	14
1.3.1 Sběr vstupních dat	14
1.3.2 Strategická analýza.....	15
1.3.3 Finanční analýza.....	17
1.3.4 Finanční plán	17
1.3.5 Ocenění vhodnými metodami a závěrečné hodnocení	17
1.4 PŘEHLED POUŽÍVANÝCH OCEŇOVACÍCH METOD	18
2 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	19
2.1 VÝNOSOVÉ METODY	19
2.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow.....	19
2.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	25
2.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	28
2.1.4 Metody stanovení diskontní míry.....	29
2.1.5 Odhad tempa růstu	35
2.2 METODY ZALOŽENÉ NA STAVOVÝCH VELIČINÁCH (MAJETKOVÉ OCENĚNÍ)	37
2.2.1 Účetní hodnota	38
2.2.2 Substanční hodnota	38
2.2.3 Likvidační hodnota.....	38
2.3 METODY RELATIVNÍHO OCEŇOVÁNÍ (TRŽNÍ METODY)	38
2.3.1 Metoda tržní kapitalizace	39
2.3.2 Porovnávací metody	39
2.4 METODY KOMBINOVANÉ	39
2.5 KOMPARACE METOD A DETERMINANTY VÝBĚRU SPRÁVNÉHO MODELU	40
II. PRAKTICKÁ ČÁST	43
3 ANALÝZA SPOLEČNOSTI ALFA S.R.O. A JEJÍHO OKOLÍ.....	44
3.1 HISTORIE SPOLEČNOSTI	44
3.2 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI ALFA S.R.O.	45
3.3 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	46
3.3.1 Vnější potenciál - příležitosti a ohrožení	46
3.3.2 Vnitřní potenciál - silné a slabé stránky	52
3.4 ANALÝZA VÝVOJE HOSPODAŘENÍ SPOLEČNOSTI (FINANČNÍ ANALÝZA).....	58

3.4.1	Analýza účetních výkazů.....	58
3.4.2	Analýza poměrových ukazatelů	60
3.4.3	Hodnocení finančního zdraví podniku	61
3.5	PROGNÓZA VÝVOJE SPOLEČNOSTI (FINANČNÍ PLÁN)	62
3.5.1	Generování hodnot výkazu zisků a ztrát	62
3.5.2	Generování hodnot rozvahy	64
3.5.3	Cash Flow.....	70
3.5.4	Analýza finančního plánu.....	73
3.6	DÍLČÍ ZÁVĚR ANALYTICKÉ ČÁSTI.....	74
3.7	VÝBĚR METODY	74
4	STANOVENÍ TRŽNÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI ALFA S.R.O.	75
4.1	OCENĚNÍ METODOU ÚČETNÍ HODNOTY	75
4.2	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY.....	75
4.2.1	Náklady vlastního kapitálu – stavebnicová metoda	75
4.2.2	Náklady cizího kapitálu.....	79
4.2.3	WACC.....	79
4.3	OCENĚNÍ METODOU DCF - FCFF	80
4.4	OCENĚNÍ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ.....	82
4.5	OCENĚNÍ ANALYTICKOU METODOU KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ.....	83
4.6	URČENÍ HODNOTY OBCHODNÍHO PODÍLU	84
	ZÁVĚR	86
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	88
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	91
	SEZNAM OBRÁZKŮ	93
	SEZNAM TABULEK.....	94
	SEZNAM GRAFŮ	96
	SEZNAM PŘÍLOH.....	97

ÚVOD

Polistopadová éra a začátek 21. století je v České republice spojen s hlubokými přeměnami společnosti i se zásadními změnami v ekonomickém prostředí. Rychlá transformace, rozsáhlé změny vlastnických poměrů, přesuny majetku, dynamické změny organizační struktury jednotlivých odvětví, proměny forem podniků a jejich přetváření na nové organizační celky na nově vznikajících trzích otevřené ekonomiky a samozřejmě také vstup země do Evropské Unie jsou pro Českou republiku charakteristickými znaky této doby.

Nově nastalá ekonomická, politická a společenská situace vyžadovala nacházení řešení aktuálních problémů. Mezi staronové nástroje, v předlistopadovém Československu na delší dobu zapomenuté, patří i disciplína oceňování podniku, řešící specifickou ekonomickou problematiku.

Nutnost rychlého uspokojení nastalých potřeb plynoucích z běžící transformace vedla k přejímání teoretických principů a praktických poznatků z oblasti oceňování podniků ze sousedních (převážně německy hovořících), ale i ostatních zemí s rozvinutou tržní ekonomikou. Tento postup vzhledem k rozdílnosti ekonomik a právních řádů jednotlivých zemí přináší určitá rizika. V jednotlivých zemích jsou užívány různé metody šité na míru dané ekonomice, národním zvyklostem a parametrům v ní zúčastněných podniků. Postupem času dochází ke sbližování a stále pevnějšímu propojování nejen evropských, ale i světových trhů a tím ke sjednocování pohledu na danou oblast. Současně se vyhraňují specialisté, kteří vytváří ucelené aktuální dílo přístupné celé české odborné veřejnosti.

V první a druhé kapitole práce si kladu za cíl uspořádat dosavadní poznatky autorů o problematice oceňování podniků. Náplní první kapitoly je vymezení širší teoretické základny dané oblasti a kapitolu druhou věnuji studii jednotlivých oceňovacích metod a jejich komparaci. Hlavní pozornost soustřeďuji na metody založené na výnosovém ocenění, které jsou ze současného pohledu odborné veřejnosti považované za nejsprávnější a nejobektivnější.

V analytické části práce, tedy třetí a čtvrté kapitole, je mým cílem odpovědět na konkrétní otázku stanovení tržní hodnoty minoritního obchodního podílu společnosti Beta a.s. na společnosti ALFA s.r.o.

V komplexní analýze společnosti a jejího okolí obsahující strategickou, finanční analýzu a tvorbu finančního plánu si kladu za cíl zhodnotit společnost ze všech úhlů pohledu a potvrdit či vyvrátit domněnku neomezeného trvání podniku, jakožto základní východisko volby oceňovací metody. V této kapitole se zaměřím na potřebu souhrnného uplatnění ekonomických znalostí oceňovatele z oblastí makroekonomie, podnikové ekonomie a v neposlední řadě managementu.

Ve čtvrté kapitole aplikuji teoretické poznatky a východiska předchozí kapitoly do konkrétních vybraných metod ocenění a pozornost upřu též na problematiku sestavení diskontní míry. Výstupem kapitoly bude výsledné stanovení tržní hodnoty podniku a daného obchodního podílu.

Naplnění cílů analytické části práce předpokládá zpracování komplexního systému postaveného na platformě programu Microsoft Excel, tak aby byly zřetelné jednotlivé kroky vedoucí k cílovému ocenění.

Doufám, že se mi podaří v této práci dosáhnout výše stanovených cílů a tato práce bude prospěšná nejen k dosažení mých profesních horizontů, ale poslouží také jako dobrý a srozumitelný materiál pro její čtenáře.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování podniku je poměrně náročnou disciplínou zahrnující širokou škálu jednotlivých oceňovacích disciplín, jak vyplývá ze skladby majetku podniku. V následujících kapitolách se pokusím o přehledný exkurz danou problematikou.

1.1 Vymezení základních pojmů

V této podkapitole se pokusím zprostředkovat moderní pohledy na základní pojmy problematiky oceňování, jako jsou podnik, tržní, subjektivní, objektivizovaná hodnota, cena a další užívané pojmy jejichž správné pochopení je předpokladem korektního stanovení hodnoty podniku.

1.1.1 Podnik a jeho chápání v moderní teorii

Jedním z východisek pro správné ocenění je přesná znalost předmětu ocenění a jeho jasné vymezení. Pokusím se proto v první řadě formulovat, co si pod pojmem podnik můžeme pro naše potřeby představit.

Důležitým východiskem je samotný účel podniku a tedy podnikání jako takového. Ten je specifikován v §2 (1) obchodního zákoníku (dále jen OZ)[26] jako: „... *soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.*“ Důležitý je závěr definice podnikání, který jednoznačně určuje páteří funkci podniku, jakožto ekonomického subjektu.

Pro hledání správné definice podniku si opět pomohu citací §5 OZ [26]: „*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 ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...*“

Jak však podotýká k této definici prof. Mařík ve své nejmladší publikaci [8] je třeba doplnit, že nezbytnou součástí podnikání je využívání závazků všeho druhu, které je třeba při ocenění brát v úvahu. Současně upozorňuje na skutečnost, že je nutné podnik chápat jako funkční celek – věc hromadnou, nikoliv jako „hromadu věcí“.

Jinou definici nalezneme například v publikaci Jana Mlčocha [11]: „*Podnik můžeme charakterizovat jako soubor hmotných jakož i nehmotných složek podnikání. Podnik tvoří věci, majetková práva, nehmotná práva (obchodní jméno, pověst a postavení na trhu, know how apod.) a osobní složky (struktura a kvalifikace zaměstnanců), které patří podnikateli a slouží k provozování jeho podnikatelské činnosti, nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik může být předmětem prodeje a koupě, pronájmu, může být použit jako vklad společníků do obchodní společnosti.*“ Je patrný fakt, že tato definice vychází z definice OZ a dále ji rozšiřuje pro širší pochopení.

Na základě výše uvedených definic chápu podnik jako kombinaci hmotných a nehmotných složek podnikání, sdružených do funkčního celku za účelem dosažení zisku.

1.1.2 Další pojmy

Cena je pojem používaný pro částku, která je požadována, nabízena nebo zaplacená za zboží nebo službu. Vzhledem k finančním možnostem, motivacím nebo speciálním zájmům kupujícího nebo prodávajícího může nebo nemusí mít cena zaplacená za zboží či služby vztah k hodnotě, kterou tomuto zboží nebo službě mohou připisovat jiní. Cena je však obecně indikací relativní hodnoty připisované zboží konkrétním kupujícím v konkrétních podmínkách.

Trh je systém (místo), kde se se zbožím a službami obchoduje mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu bez zbytečných omezení.

Hodnota je ekonomický pojem, je výrazem schopnosti zboží být předmětem směny. Hodnota není (na rozdíl od ceny) skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase, podle konkrétní definice hodnoty. Hodnota by měla být výsledkem střetu nabídek kupujícího a prodávajícího. Protože tato podmínka není splněna, je prováděno ocenění. Výsledkem je potom stanovení tržní hodnoty podniku, ale ta není hodnotou směnnou, již realizovanou, ale potencionálním východiskem pro cenové jednání o individuální koupi.

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

Hodnota podniku proto není totožná s cenou, jak je tomu často (ne vždy!) obvyklé u jiného zboží. Podnik jako zboží se vyznačuje specifiky:

- 1) vzácností, vynucující si nahrazení působení trhu individuálním jednáním o podmínkách směny,
- 2) nízkou mírou organizovanosti trhu. Nedochází k soustředování nabídky a poptávky, objektivně existuje nedostatečná konkurence,
- 3) jedinečností podniku.

Tržní hodnotou rozumíme v souladu s Evropským sdružením odhadců TEGOVOFA (The European Group of Valuers of Fixed Assets) finanční částku, kterou je možno získat prodejem majetku mezi dobrovolně a legálně jednajícími potencionálním kupujícími a prodávajícími. Přitom obě strany mají zájem na uskutečnění transakce a nejsou ovlivněny jakýmkoliv nátlakem nebo zvláštní motivací typu nekalé soutěže, ať už ze strany kupujícího nebo ze strany prodávajícího a znají všechna relevantní fakta o jmění.

Subjektivní hodnota vyjadřuje vidění hodnoty daného podniku z pohledu jednotlivého investora a jeho specifických požadavků na danou investici.

Objektivizovaná hodnota je snahou o vyjádření hodnoty co nejvěrohodnějším a na konkrétních datech postaveným způsobem.

Čistý obchodní kapitál je obchodní majetek očištěný o závazky vzniklé v souvislosti s podnikáním. Obchodním majetkem rozumíme souhrn všech majetkových hodnot patřících podnikateli a sloužících nebo určených k podnikání. Jde tedy o věci, pohledávky, a jiné penězi ocenitelné hodnoty.

Pro úplnost je třeba uvést, že pojem čistý obchodní kapitál se v našich právních a obchodních normách bohužel používá ve více významech, a je proto třeba vážit obsah tohoto pojmu v kontextu řešeného problému.

Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Zároveň tvoří i dolní hranici hodnoty podniku při majetkovém ocenění. Nebývá snadné ji určit. Konkrétní výnos z prodeje závisí totiž na mnoha nesnadno odhadnutelných okolnostech.

1.2 Důvody pro oceňování podniku

Při určování metody ocenění podniku vycházíme z vlastního účelu ocenění, který předurčuje specifika stanovení hodnoty podniku v daném případě. Důvody pro ocenění můžeme rozdělit do dvou hlavních skupin podle toho, zda dochází, či nedochází k přechodu části nebo všech vlastnických práv na podniku jako takovém.

V souvislosti s vlastnickými změnami:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 OZ [26Chyba! Nenalezen zdroj odkazů.],
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 OZ (v tomto případě jde konkrétně o vklad podniku),
- ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69a OZ,
- ocenění v souvislosti s nabídkou převzetí dle § 183a a další OZ.

Případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám:

- změna právní formy společnosti dle § 69d OZ,
- uvádění společnosti na burzu,
- ocenění pro účely daňové správy,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru (při poskytování úvěru by bylo často žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění) [8],
- ocenění v souvislosti se sanací podniku (z hlediska finančního je podnik vhodné sanovat především tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší, než hodnota podniku po sanaci snižená o další nutné kapitálové vklady) [8].

Stanovení hodnoty podniku je především nepostradatelnou informací hrající zásadní roli v rozhodovacím procesu jednotlivých zúčastněných stran, ve výše uvedených ekonomických situacích, přičemž je nutné zdůraznit, že pro jednotlivé subjekty mají různé roviny stanovené hodnoty odlišnou vypovídací schopnost.

1.3 Postup při oceňování podniku

Stanovení hodnoty podniku je náročné především v komplexnosti zpracovávaných dat. Z tohoto důvodu je vhodné mít jasný přehled o posloupnosti prováděných prací, jejichž postupnou skladbou vzniká konečný obraz podniku a jeho hodnoty v užších i širších souvislostech. Předem určená kostra, „... modifikovaná dle konkrétního podnětu k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat, ...“, jak uvádí prof. Mařík [8], a specifického podniku, napomáhá předejít opomenutí některého z faktů, který z pravidla dokáže zásadním způsobem ovlivnit hodnotu podniku. Následující výčet obsahuje základní kameny postupu při oceňování podniku:

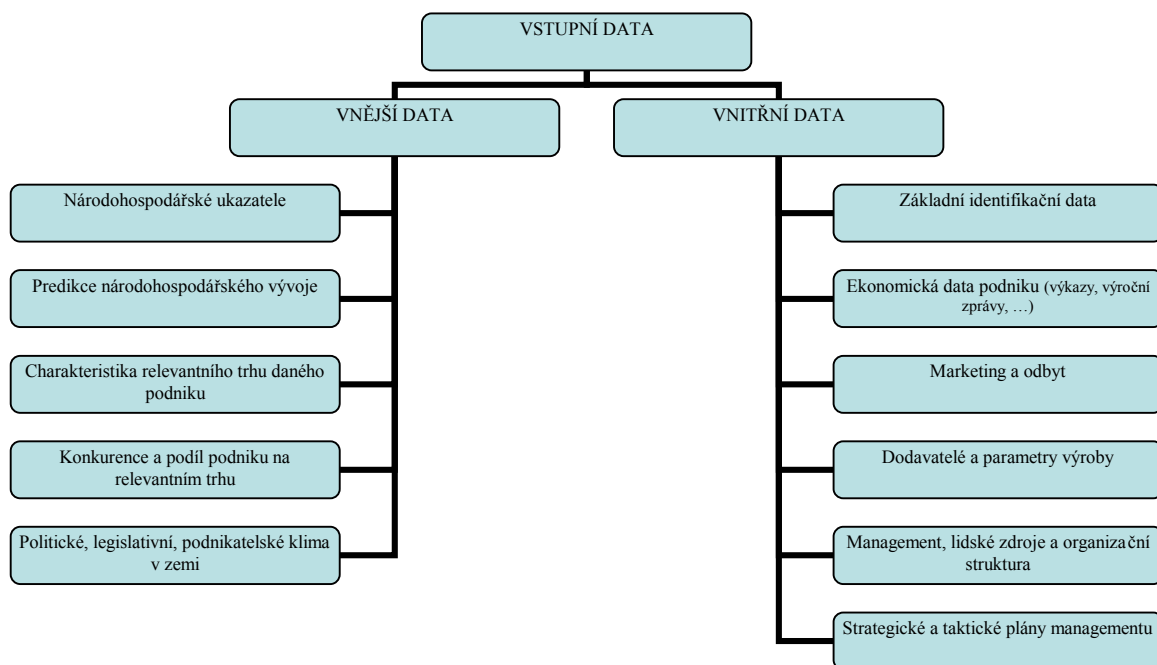
- Sběr relevantních podkladů (interní, externí zdroje)
- Strategická analýza
- Finanční analýza
- Finanční plán
- Určení vhodné metody ocenění
- Stanovení hodnoty více oceňovacími metodami
- Komparace metod, korekce a závěrečné hodnocení

1.3.1 Sběr vstupních dat

Vstupní data jsou východiska znaleckého posudku a musí tedy naplňovat jeho základní parametry. Jedním ze subjektů, který se dále vyjadřuje ke správnosti a relevantnosti znaleckých posudků je i Komise pro cenné papíry. Ve svém materiálu [23] zaměřeném na vlastnosti znaleckých posudků zpracovaných za účelem povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů, uvádí: „Musí být komplexní, úplný, vnitřně konzistentní, nezávislý a nestranný a opakovatelný.“, z čehož lze dovozovat i požadavky na vstupní data.

K výše uvedeným parametrům lze přidat další zásadní požadavek na vstupní data a to jejich relevantnost k dané problematice.

V zásadě lze podklady obsáhnout ve dvou základních skupinách podle jejich zdrojů a dále pak dle charakteristických okruhů, jak je uvedeno v Obr. 1. Třídění vstupních dat.



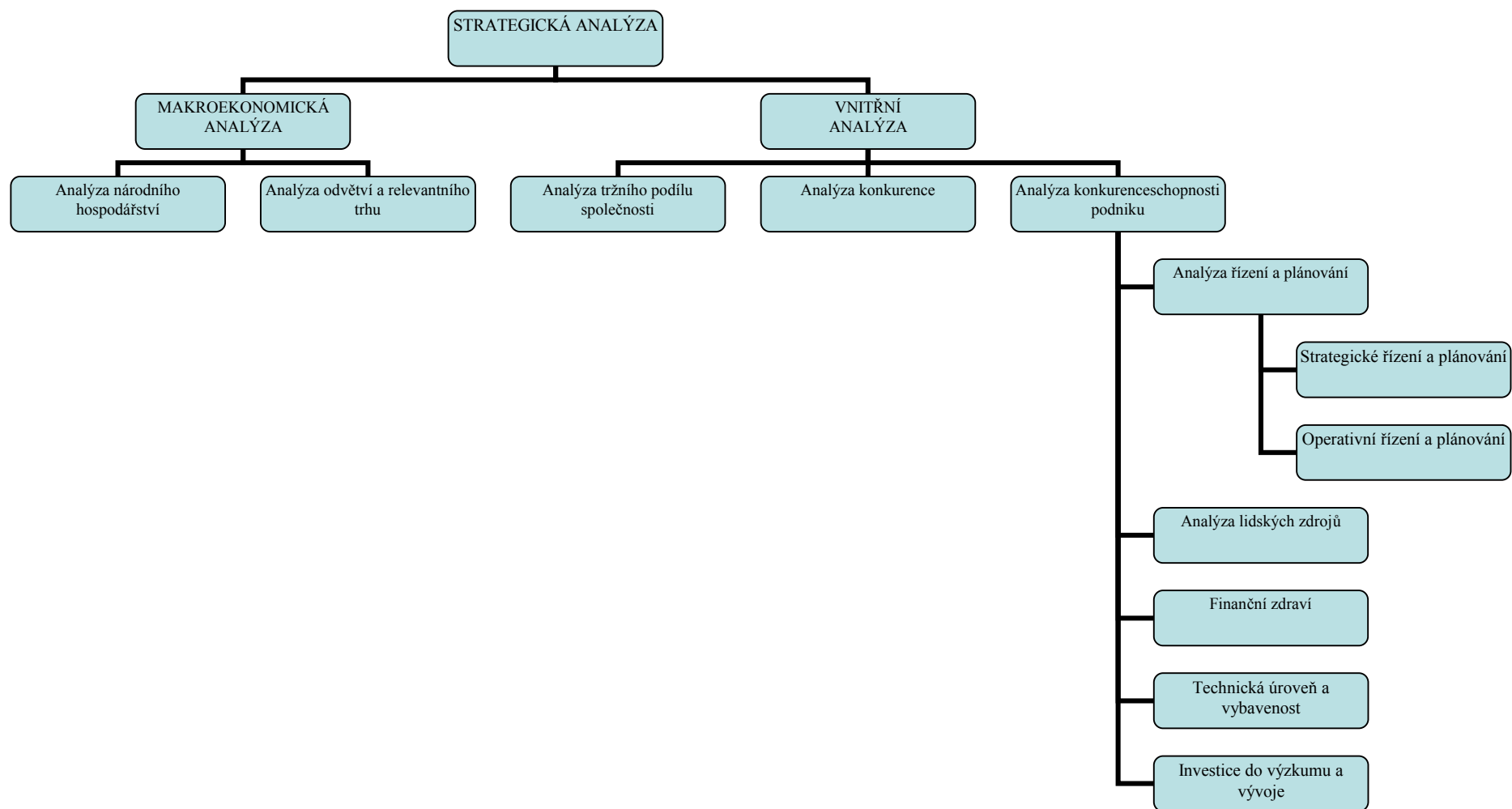
Obr. 1. Třídění vstupních dat

Jednotliví autoři používají různě podrobné členění vstupních dat, od nejpodrobnějších [8] až po ty kteří ve svých pracích sběru vstupních dat věnují velmi omezený prostor [11]. Osobně příkládám pečlivému sběru vstupních dat a jejich vlastnostem, z hlediska kvality zpracování každého konkrétního ocenění, vysokou váhu.

1.3.2 Strategická analýza

Postupným vývojem se primárním prvkem analýzy podniku stala strategická analýza. Pod pojmem strategická analýza nacházíme obsáhlý rozbor vnitřního a vnějšího potenciálu podniku v kontextu širších souvislostí a zaměřeného vzhledem ke stanovenému cíli, zhodnocení dlouhodobé perspektivy podniku, vývoje trhu, konkurence a podnikových tržeb a v poslední řadě zhodnocení rizik spojených s existencí podniku.

Strategická analýza není v odborné literatuře členěna jednotně, ale dle mého názoru je možné její záběr rozdělit do dvou základních směrů. První z nich je makroekonomická analýza (také analýza vnějšího potenciálu – prof. Mařík [8], hodnocení příležitostí a ohrožení,...), druhým směrem je vnitřní analýza (analýza konkurenceschopnosti, hodnocení silných a slabých stránek). Základní členění je znázorněno v Obr. 2. Strategická analýza.



Obr. 2. Strategická analýza

1.3.3 Finanční analýza

Dalším stavebním kamenem ocenění podniku je již v dnešní době v odborné literatuře dobře zpracovaná problematika finanční analýzy, např. publikace [16] nebo [13]. Konstrukce jednotlivých ukazatelů, tak jak jsem je využil pro finanční analýzu podniku ALFA s.r.o. jsou uvedeny v příloze (P IV). Prvky jednotlivých ukazatelů jsou pro lepší orientaci specifikovány řádky výkazů.

1.3.4 Finanční plán

Finanční plán je nezbytnou součástí ocenění v případech výpočtu hodnoty podniku některou z výnosových metod. Pod pojmem finanční plán si lze představit účetní výkazy ve zjednodušené (agregované) podobě na několik budoucích let (převážně v rozmezí 4-5 let). Podnikový plán je běžnou součástí řízení větších podniků a měl by vycházet z dlouhodobé koncepce podniku (vize, strategie a plánů).

Základními stavebními kameny finančního plánu jsou generátory hodnot, popsané a využívané v USA, tvořící přidanou hodnotu podniku. Jedná se především o tržby, výkonovou spotřebu, provozní ziskovou marži, pracovní kapitál (pohledávky, zásoby, obchodní závazky a osobní náklady), investice. Při konstrukci budoucích hodnot jednotlivých veličin vycházíme z historických časových řad společnosti, celkových makroekonomických trendů, trendů relevantního trhu a plánů managementu.

Zhotovený finanční plán je žádoucí podrobit kontrole základních vazeb výkazů a logických souvislostí a také analýze v rozsahu finanční analýzy. Porovnáním jednotlivých ukazatelů pak dostaneme obrázek o věrohodnosti sestaveného finančního plánu.

1.3.5 Ocenění vhodnými metodami a závěrečné hodnocení

Určení vhodné metody ocenění

Nevhodnou aplikací oceňovacích metod může dojít k zásadním omylům v ocenění podniku. Pro jednotlivé situace podniku (účely ocenění) jsou vhodné konkrétní metody. Například pro podnik bez perspektivy trvání jsou zcela nevhodné výnosové metody (neexistuje předpoklad tvorby budoucího CF a hodnot ze kterých výnosové metody

vychází), naopak pro zcela zdravý podnik je nevhodné ocenění likvidační hodnotou, která nezohledňuje potenciál zdravého fungujícího podniku.

Stanovení hodnoty podniku více metodami

Pro přesnější vyjádření hodnoty podniku se využívají kombinace metod. Vhodností jednotlivých metod pro konkrétní účely a nejvhodnějšími kombinacemi se budu dále zabývat v kapitole 2 Metody oceňování podniku.

Korekce a závěrečné hodnocení

Po výpočtu hodnoty podniku zvolenými metodami přichází interpretace výsledků a jejich hodnocení. Při stanovení výsledné hodnoty váženým průměrem přikládáme váhy jednotlivým metodám. Každé ocenění vyžaduje individuální přístup, tedy i váhy přidělené jednotlivým metodám budou v konkrétních případech různé. Většina autorů však doporučuje výpočet hodnoty více metodami a výběr jedné nejvhodnější jejímž výsledkem je podnik oceněn.

1.4 Přehled používaných oceňovacích metod

- | | |
|---------------------------|---------------------------------------|
| Výnosové metody: | - M. diskontovaného čistého cash flow |
| | - M. kapitalizovaných čistých výnosů |
| | - Kombinované výnosové metody |
| | - M. ekonomické přidané hodnoty |
| Tržní metody: | - M. tržní kapitalizace |
| | - M. porovnávací |
| | - Kombinace metod |
| Majetkové metody ocenění: | - Substanční hodnota |
| | - Vlastní kapitál |
| | - Likvidační hodnota |

2 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V předchozí podkapitole 1.4 je stručný přehled základních oceňovacích metod. Konstrukcí a vlastnostmi nejdůležitějších z nich se budu zabývat v této kapitole a jejích podkapitolách, členěných dle jednotlivých skupin metod.

2.1 Výnosové metody

Teoretický základ výnosových metod při určování hodnoty podniku leží v současné hodnotě očekávaných výnosů po dobu, po kterou investor bude podnik vlastnit. Znamená to tedy, že investor nahlíží na podnik jako na něco, co přináší vlastníku určitý efekt, výnos. Tento přístup k oceňování podniků je považován za teoreticky nejsprávnější a je také v praxi nejvíce používán.

2.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Základ modelů diskontovaného cash flow (DCF) leží v pravidle „současné hodnoty“, kde hodnota jakéhokoli aktiva je odvozena od současné hodnoty budoucích peněžních toků s ním spojených. Těmto modelům bych rád věnoval nejvíce prostoru, neboť v současné praxi patří k modelům, které mají největší užití, zejména pokud jde o oblast anglosaských zemí. Postupně se však prosazují i v dalších zemích včetně ČR.

Modely DCF mohou mít různý tvar a je možné je roztrždit podle typu peněžního toku (čítatel), použité diskontní míry (jmenovatel) a očekávaného růstu podniku (tvar modelu).

Využívání modelů DCF je založeno na určitých zjednodušujících předpokladech [4]:

- kapitálové trhy jsou efektivní,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik, z pohledu „going concern“ principu (předpoklad trvalé existence podniku), musí trvale investovat do výše odpisů.

Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely patří mezi jednoduché modely k oceňování vlastního kapitálu a jsou založeny na předpokladu, že hodnota akcie se rovná současné hodnotě očekávaných dividend. Je možné je využít všude tam, kde existuje určitá historie z hlediska výplaty dividend, ustálený výplatní poměr a rovněž struktura financování. V podmínkách

České republiky zatím existuje jen velmi málo společností, kde existuje promyšlená dividendová politika, a proto možnost širšího využití těchto modelů v naší praxi je prozatím omezená. Základní diskontní dividendové modely:

- Gordonův růstový model,
- dvoustupňový dividendový diskontní model,
- H model,
- třístupňový dividendový diskontní model.

Modely založené na diskontování volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE)

V této subkapitole osvětlím širší definici volných peněžních toků pro vlastníky (dále jen FCFE - free cash flow to the equity), která představuje volný peněžní tok, který zůstává ve společnosti po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího fungování firmy (investice a pracovní kapitál). Dále pak představím modely oceňování používající FCFE.

Volný peněžní tok pro vlastníky můžeme vypočítat podle následujícího vzorce:

$$\begin{aligned} FCFE = EBIT (1-t) + \text{Odpisy} - \text{Investice} - \Delta WC - \text{Prioritní dividendy} - \text{Úroky}(1-t) \\ - \text{Splátky úvěrů} + \text{Nově přijaté úvěry} \end{aligned} \quad (1)$$

FCFE = volný peněžní tok pro vlastníky

EBIT = provozní zisk před zdaněním

T = sazba daně z příjmů

ΔWC = změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky = WC)

Pro FCFE jsou charakteristické následující znaky [4]:

- peněžní toky zohledňují kapitálovou strukturu,
- diskontní míra je proto na bázi nákladů vlastního kapitálu,
- výsledkem je hodnota vlastního kapitálu.

Tři základní modely diskontovaného cash flow s využitím FCFE jsou jednoduchými variantami dividendových diskontních modelů, s jednou podstatnou změnou - volné peněžní toky pro vlastníky nahrazují dividendy.

V těchto modelech pracujeme tedy s volným peněžním tokem pro vlastníky, který diskontujeme náklady vlastního kapitálu. Výsledná hodnota pak představuje hodnotu vlastního kapitálu.

A) Model stabilního růstu

FCFE model stabilního růstu je určen k oceňování firem, které rostou stabilní mírou růstu a jsou tedy ve stabilním stavu. Základní tvar vzorce [3]:

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{r_e - g_n} \quad (2)$$

P_0 = hodnota vlastního kapitálu

$FCFE_1$ = očekávaný FCFE příští rok

r_e = požadovaná míra návratnosti (náklady vlastního kapitálu)

g_n = míra růstu FCFE do nekonečna

Tento model je velmi podobný Gordonovu růstovému modelu a platí pro něj stejné předpoklady týkající se zejména stabilního tempa růstu. Platí tedy, že míra růstu by se neměla výrazně odchylovat od nominálního tempa růstu ekonomiky. Ve stabilní firmě by se také výše investic neměla výrazně lišit od výše odpisů a beta akcie firmy by se měla pohybovat kolem hodnoty 1 (v případě použití modelu CAPM – viz dále).

Je vhodnější použít tento model k ocenění firem, jejichž výše vyplácených dividend je výrazně vyšší nebo výrazně nižší než výše FCFE. Je důležité si uvědomit, že v případě, že se dividendy a FCFE rovnají, hodnota vypočtená pomocí tohoto modelu bude stejná s hodnotou vypočtenou pomocí Gordonova růstového modelu.

B) Dvofázový FCFE model

Dvofázový model je určen k ocenění firem, u kterých se očekává, že budou růst rychleji než stabilní firmy v počáteční fázi a stabilním tempem v druhé fázi [3].

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n}, \quad kde \quad P_n = \frac{FCFE_{n+1}}{(r_n - g_n)} \quad (3)$$

$FCFE_t$ = FCFE v roce t

P_n = cena na konci výjimečné růstové fáze

r_e = požadovaná míra návratnosti ve výjimečné fázi (náklady vlastního kapitálu)

g_n = požadovaná míra návratnosti ve stabilní fázi (náklady vlastního kapitálu)

Model je velmi podobný dvoufázovému dividendovému diskontnímu modelu. Poskytuje ovšem lepší výsledky při oceňování firem, které vyplácejí buď neudržitelně vysoké dividendy (vyšší než FCFE) nebo vyplácejí na dividendách méně než si mohou dovolit (dividendy jsou nižší než FCFE).

C) Třífázový FCFE model

Třífázový model je vytvořen k ocenění firem, u kterých se očekává, že projdou třemi fázemi: počáteční fází vysokého růstu, fází přechodnou, kdy růst klesá a obdobím stability, kdy růst je stabilní [3].

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+r)^n} \quad (4)$$

P_0 = hodnota vlastního kapitálu

$FCFE_t$ = FCFE v roce t

r = náklady vlastního kapitálu

P_{n2} = pokračující hodnota na konci přechodného období = $FCFE_{n2+1}/(r - g_n)$

$n1$ = konec počáteční fáze vysokého růstu

$n2$ = konec přechodné fáze

V třífázovém modelu se obvykle předpokládá, že v počáteční fázi vysokého růstu jsou investice mnohem vyšší než odpisy a v dalších fázích se již rozdíl zužuje. Empirickými studiemi bylo také dokázáno, že v jednotlivých fázích dochází ke změně beta firmy (předpokládáme-li CAPM model; viz dále) a v dlouhém období má beta tendenci konvergovat k 1.

Modely založené na diskontování volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF)

V této části budu rozvíjet další přístup k oceňování, kde bude oceněn celý podnik diskontováním volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (dále jen FCFF – free cash flow to the firm) váženými průměrnými náklady kapitálu.

Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele představuje veškeré provozní peněžní toky, které podnik generuje z provozních aktiv. Můžeme ho spočítat na základě následujících vzorců:

$$FCFF = EBIT(1-t) + Odpisy - Investice - \Delta WC \quad (5)$$

FCFF, jak plyne z vlastní konstrukce, zahrnuje veškeré peněžní toky do podniku a explicitně neurčuje, pro koho budou určeny. FCFF není bezprostředně ovlivňován zadlužeností podniku. Jsou pro něj charakteristické následující znaky [4]:

- představuje výhradně provozní peněžní toky,
- vychází se z hypotézy financování vlastním kapitálem,
- diskontní míra na bázi průměrných nákladů kapitálu promítá vliv kapitálové struktury,
- výsledkem je ocenění firmy celkem (v případě, že potřebujeme zjistit hodnotu vlastního kapitálu, je nutné od výsledné hodnoty získané propočtem odečíst hodnotu úročených cizích zdrojů ke dni ocenění a přičíst hodnotu neprovozních aktiv).

Stejně jako u dividendových diskontních modelů a DCF modelů s využitím FCFE bude verze modelu záviset na předpokladech o budoucím růstu. Stejně tak struktura jednotlivých modelů FCFF je analogická k modelům FCFE.

A) Základní verze FCFF modelu

Hodnotu podniku jako celku tvoří současná hodnota očekávaných volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Diskontní míra zde musí odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak vlastníkům. Diskontní míra musí být tedy stanovena pomocí modelu vážených nákladů kapitálu (WACC) [3]. Následující základní vzorec uvádí prof. Mařík v publikaci [8]:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} \quad (6)$$

H_b = hodnota podniku brutto¹

FCF_t = volné cash flow v roce t

i_k = kalkulovaná úroková (diskontní) míra (na základě WACC)

n = počet let předpokládané existence podniku²

B) Dvofázová metoda FCFF

Opět vycházíme z modelu, kdy budoucí období dělíme na 2 fáze. Za první období je oceňovatel schopen vypracovat prognózu a vycházíme tedy z CF získaného z finančního plánu, druhé období (pokračující hodnota) trvá od konce prvního období do nekonečna. Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze [8]. Vzorec pro výpočet hodnoty podniku podle dvofázové metody:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (7)$$

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

Pokračující hodnota PH při délce 1. fáze okolo 5 let dosahuje až 80% [8] celkové dosažené hodnoty podniku, z těchto důvodů je třeba se této veličině pečlivě věnovat. PH lze vypočítat za pomoci aplikace Gordonova vzorce, při podloženém využití tempa růstu g nebo bez něj (pak se jedná o výpočet věčnou rentou). Aplikace Gordonova vzorce:

¹ Z publikace [8] „Nejprve vyjdeme z peněžních toku, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (budeme ji označovat jako H_b , tj. hodnota brutto). Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (budeme ji označovat H_n , hodnota netto).“

² V publikaci [3] autor pracuje s neomezeným trváním podniku a místo hodnoty n uvažuje $t=\infty$

$$PH_T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}, \quad \text{kdý } FCF_{T+1} = FCF_T(1 + g) \quad (8)$$

T = poslední rok prognózovaného období

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna (je nutné tuto hodnotu věrohodně analyzovat)

FCF = volný peněžní tok

C) Třífázová metoda

Třífázová metoda je v praxi méně využívána. Má analogickou stavbu k třífázovému modelu FCFE, z těchto důvodů se nebudu dále jejími detaily zabývat. Její další studium je možné například v publikaci [8] na straně 160.

ZÁVĚR

Modely DCF s využitím FCFF představují alternativní přístup k oceňování pomocí modelů diskontu cash flow. Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele jsou diskontovány váženými průměrnými náklady kapitálu, čímž dostaneme hodnotu podniku jako celku. Jestliže odečteme od této hodnoty hodnotu úročených cizích zdrojů a přičteme hodnotu neprovozních aktiv, získáme hodnotu vlastního kapitálu.

2.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metodě kapitalizovaných čistých výnosů je dáována přednost zejména v německy hovořící Evropě a její základní myšlenkou je, že hodnotu podniku lze odvodit od hodnoty tzv. trvalého odnímatelného čistého výnosu. Je založena především na minulé výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Východiskem jsou výkazy zisků a ztrát a rozvahy za posledních 3 – 5 let. Úlohou odhadce je jednak vytvořit časovou řadu, jednak získat trvale odnímatelný čistý výnos. Znamená to tedy, že zisk vykázaný v účetnictví, musí být podroben celé řadě korekcí. Jedná se zejména o:

- úpravu odpisů – odpisy by se měly minimálně odchylovat od reálného opotřebení a měly by se počítat z reprodukčních cen k datu ocenění,
- započítání mzdy podnikatele do nákladů u menších firem (v případě, že tak nebylo učiněno),
- vyloučení neprovozních a mimořádných nákladů a výnosů,

- vyloučení vlivu tvorby a rozpouštění ostatních tichých rezerv,
- vyloučení vlivu metodických změn (např. účetních),
- pro upravené hospodářské výsledky je třeba vypočítat i upravené daně,
- a konečně je třeba přepočítat řadu upravených hospodářských výsledků na srovnatelné ceny platné k datu ocenění.

Tato metoda také vyžaduje určité teoretické předpoklady, které spočívají v [4]:

- neomezeně dlouhé době trvání firmy - tento předpoklad je předmětem diskuse a hlavních námitek proti tomuto modelu v praxi,
- důvěrná znalost výsledků firmy v minulosti - odhadce by měl mít k dispozici minimálně výsledky za období tří až pěti let, event. výhled do budoucnosti,
- investice jsou uvažovány do výše odpisů – tj. jedná se o prostou reprodukci.

Kalkulace odnímatelného čistého výnosu a výpočet hodnoty

Východiskem je tedy upravený hospodářský výsledek po daních a po odpočtu placených úroků. Takto upravené hospodářské výsledky se označují jako čisté výnosy a jsou základem pro odhad trvale odnímatelného čistého výnosu pro budoucí období. V německé praxi se používají 2 metody odhadu:

- paušální metoda
- analytická metoda

A) Paušální metoda

Podstatou metody paušální je vážený průměr minulých upravených čistých výnosů.

$$\text{Trvale odnímat. čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t \quad (9)$$

$\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy

q_t = váha v období t

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Zásadou je vyloučit z řady extrémní výchylky. Tato metoda je vhodná především u menších firem, u kterých se neočekává výraznější budoucí růst. Hodnotu vlastního kapitálu podniku je pak možné určit pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \frac{T\check{C}\check{C}}{i_k} \quad (10)$$

H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku

$T\check{C}\check{C}$ = trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = kalkulovalná úroková míra

B) Analytická metoda

Postup analytické metody směřující k odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu se liší od postupu paušální metody. Jde tady zejména o analýzu hlavních faktorů působících na časovou řadu čistých výnosů, posouzení setrvačnosti dosud působících faktorů a zjištění, zda nepůsobí faktory nové. Na základě tohoto rozboru by se pak oceňovatel měl pokusit odhadnout vývoj odnímatelného čistého výnosu do budoucnosti. Výsledkem je odhad časové řady odnímatelných čistých výnosů. Má-li oceňovatel k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů získanou analytickou metodou, může použít dvou nebo trojfázovou metodu (za předpokladu trvalé existence podniku – přístup „going concern“).

Vzorec pro dvoufázovou metodu, tak jak jej uvádí prof. Mařík v publikaci [7]:

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

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos

$T\check{C}\check{C}$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu v druhé fázi; předpokládáme stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů

i_k = kalkulovalná úroková míra

Analogicky by bylo možné uvést vzorec pro třífázovou metodu.

ZÁVĚR

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů představuje nejjednodušší a základní metodu, prostřednictvím které lze zjistit hodnotu vlastního kapitálu podniku. Na rozdíl od anglosaských zvyků se vyznačuje větší snahou o objektivitu a opatrnost. Ta je dána tím, že je kladen velký důraz na minulá data a jádrem ocenění je výnosový potenciál podniku k datu ocenění. Dlouhodobý rozvoj do úvah zahrnut buď není vůbec, nebo jen na úrovni, která bude dosažena do konce dohlédnutelného časového horizontu.

2.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metody založené na EVA patří k novým metodám, které na rozdíl od dříve uvedených metod DCF nepracují s cash flow, nýbrž s ukazatelem, který nese označení EVA. (economic value added). Její myšlenkový základ leží v ekonomickém zisku. Ekonomickým ziskem se rozumí rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady, tj. účetními i tzv. oportunitními náklady. Ukazatel EVA je odrazem snahy investorů odhalit ty podniky, které by byly zárukou, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství.

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu.

Základní podoba vzorce vypadá následovně převzatá z publikace [10]:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C \quad (12)$$

NOPAT = provozní hospodářský výsledek po dani (net operating profit after taxes)

C = investovaný kapitál (představuje hodnotu všech finančních zdrojů, které do podniku vložili investoři; Capital)

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital)

NOPAT lze vypočítat podle následujícího vzorce:

$$NOPAT = EBIT(1 - t) \quad (13)$$

EBIT = provozní zisk

t = daňová sazba

Metoda pracující s ukazatelem EVA se jeví jako vysoce perspektivní i v podmínkách České republiky. V české praxi však nastávají problémy při naplňování hodnot jednotlivých proměnných, a proto je nutné provádět četné korekce účetních dat. Autorská poradenská firma³ doporučuje až 250 korekcí. Jedná se především o takové skutečnosti, jako je otázka rezerv, vytváření opravných položek, leasingových splátek, daně z příjmů apod. Využívání ukazatele EVA je zajímavé především proto, že postihuje hlavní faktory tvorby hodnoty.

2.1.4 Metody stanovení diskontní míry

Diskontní míra významnou měrou ovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Úlohou diskontní míry je převést očekávané budoucí peněžní toky na současnost. Diskontní míra by měla vyjadřovat nejenom očekávanou výnosnost investic, ale i riziko spojené s investicí do nákupu akcií podniku.

Při stanovování diskontní míry je třeba klást důraz na to, aby výše diskontní míry byla závislá na tvaru peněžního toku. Platí tedy, že by měl existovat soulad mezi tvarem peněžního toku (čitatel) a diskontní mírou (jmenovatel).

Vážené průměrné náklady kapitálu WACC

Vážené průměrné náklady kapitálu (angl. weighted average cost of capital – WACC) odráží výnos a riziko jak vlastníků, tak i věřitelů. WACC pracuje jednak s úrokem, tj. cenou za použití kapitálu věřitelů r_d a s požadovaným výnosem akcionářů r_e . Celkový výsledek je také závislý na struktuře kapitálu, která zobrazuje, v jakém poměru podnik používá k financování svých potřeb vlastní a cizí kapitál. WACC proto představují průměrnou cenu, kterou podnik platí za vytvořený finanční mix na straně pasiv. Obecný vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu:

$$WACC = r_d(1-t)\frac{D}{C} + r_e\frac{E}{C} \quad (14)$$

r_d = náklady na cizí kapitál

³ EVA je registrovaná ochranná známka firmy Stern&Stewart

- t = sazba daně z příjmů
- D = debt = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu
- C = celková bilanční suma = $E + D$
- r_e = náklady na vlastní kapitál
- E = equity = tržní hodnota vlastního kapitálu

Doporučuje se, aby při **určení vah jednotlivých komponent** bylo využito vyjádření v tržních hodnotách, tj. vlastního kapitálu (E) a cizích zdrojů (D) na celkové tržní hodnotě daného podniku ($E + D = C$). Na tomto místě již nastupují dva problémy. První je spojen s faktem, že tržní hodnota vlastního kapitálu je cílem ocenění a kdybychom ji znali, nemuseli bychom vlastně ocenění provádět. Druhý problém spočívá v tom, že kapitálová struktura se v průběhu fungování podniku bude měnit. Otázka pak zní, které váhy jsou pro výpočet rozhodující.

V praxi se obvykle postupuje tak (v případě použití dvou nebo třífázové metody), že v první fázi se použije WACC vypočtené ze stávajícího stavu a pro pokračující hodnotu se pak vychází z cílových poměrů. Cílová struktura kapitálu může být odvozena následujícím způsobem [2]:

- a) odhadneme současnou kapitálovou strukturu v tržní hodnotě,
- b) pokusíme se zjistit kapitálovou strukturu srovnatelných firem,
- c) zjistíme, jakou kapitálovou strukturu by současné vedení považovalo za žádoucí,
- d) můžeme se také pokusit přiblížit se optimální struktuře kapitálu pro oceňovaný podnik.

Tento postup je zvláště aktuální v podmínkách České republiky, kdy podniky prochází procesem restrukturalizace, což se odráží i ve velkých změnách kapitálové struktury.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál (r_d) se dají nejlépe určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Informace jsou čerpány především z rozvahy a jedná se o:

- dluhopisy (obligace),
- dlouhodobé bankovní úvěry,

- běžné bankovní úvěry,
- finanční výpomoci.

Tyto položky je dále nezbytné rozšířit o tzv. mimobilanční položky, mezi které patří především:

- komplexní pronájem,
- finanční leasing,
- ostatní úročené závazky.

Součet těchto položek rozvahy a ostatních cizích zdrojů tvoří cizí zdroje podniku celkem. Z výše uvedeného součtu položek je zřejmé, že jako součást cizích zdrojů podniku jsem neuvedl rezervy a položky, ze kterých nevzniká podniku žádný náklad, úrok. Rezervy jsou položky zatěžující náklady a věcně nesouvisejí s hlavním předmětem činnosti. Je tudíž věcně správné rozšířit o jejich rozměr vlastní kapitál. Položky, ze kterých nevzniká podniku žádný náklad, představují zejména krátkodobé závazky z obchodního styku.

Poté, co jednotlivé složky cizího kapitálu jsou specifikovány, je třeba určit jejich váhu na celkovém kapitálu podniku. Cena, kterou platí podnik za cizí zdroje, je obvykle známa. V našich podmínkách hlavní složkou cizích zdrojů jsou především bankovní úvěry. V případě, že podniky emitovaly obligace, což je u nás jev spíše výjimečný, lze vyjít z výnosu obligace do splatnosti.

Náklady úvěrů vypočítáme nejsnáze v případě, kdy jsou v úvěrových smlouvách sjednány pevné úrokové sazby, a to váženým aritmetickým průměrem.

Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu vyjadřují očekávanou míru výnosů investorů s ohledem na podstoupené riziko. Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu lze využít například:

- model CAPM (capital asset pricing model),
- Gordonův růstový model,
- model APT (arbitrage pricing model),
- komplexní stavebnicové modely, atd.

Model CAPM představuje model, který se zatím nejvíce uplatňuje v oceňovací praxi. Je to však také model, který je nejvíce kritizován a to především z pohledu reálnosti mnoha omezujících předpokladů modelu. Jedná se např. o předpoklad dokonalosti kapitálových trhů, neexistenci daní a transakčních nákladů, nekonečné dělitelnosti kapitálových aktiv, možnosti prodávat a kupovat za bezrizikovou míru atd. Je zřejmé, že žádný z těchto předpokladů, na nichž je model CAPM založen, neodráží aktuální stav kapitálových trhů. Paradoxně však empirické studie dokazují, že model je spolehlivým nástrojem pro investory.

Náklady vlastního kapitálu jsou v modelu CAPM dány vztahem:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (15)$$

r_e = náklady vlastního kapitálu

r_f = bezriziková míra výnosu

β = systematické (tržní) riziko

$(r_m - r_f)$ = tržní riziková premie

Bezriziková míra výnosu (r_f). Obecně lze říci, že žádná zcela bezriziková aktiva, tedy aktiva, jejichž výnosnost by nebyla zatížena rizikem, neexistují. Lze však využít aktiva, která jsou rizikem zatížena minimálně a mohou tedy sloužit jako prakticky bezriziková.

Nejlepším řešením je použití dlouhodobého průměru krátkodobých pokladničních poukázek, které mají krátkou dobu splatnosti. Praxe však jednoznačně potvrzuje, že jsou využívány dlouhodobé státní dluhopisy.

Koeficient β . Tržní riziko se měří koeficientem β , který udává citlivost investice vůči trhu. Koeficient β říká, k jaké procentní změně kursu v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1%:

je-li $\beta > 1$, cenný papír je rozkolísanější než trh. Jde o akcii agresivní.

je-li $\beta < 1$, cenný papír se pohybuje ve směru trhu, ale pomaleji. Jde o akcii defenzivní.

je-li $\beta = 1$, cenný papír se pohybuje současně s trhem. Jde o akcii neutrální.

je-li $\beta = 0$, cenný papír nereaguje na trh. Jde o akcii inertní.

Základním postupem, jak odhadnout β , je zjistit regresní závislost mezi výnosy akcie a výnosy trhu a použít sklon regresní přímky jako parametr β . Pak můžeme β vypočítat jako podíl kovariance mezi výnosem trhu a akcie a rozptylu výnosnosti trhu. Můžeme psát [12]:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (16)$$

β_i = tržní riziko i-té akcie

σ_{im} = kovariance mezi výnosností i-té akcie a tržního portfolia

σ_m^2 = rozptyl tržního výnosu

Zdrojem pro vlastní propočet jsou jednak historické ceny akcií, jednak historická hodnota globálního indexu, např. PX 50. V případě, kdy neznáme všechna data potřebná pro výpočet koeficientu β , je možné vycházet z odvětvových popř. oborových hodnot, které jsou na vyspělých trzích obvykle publikovány.

V případě, že se podnik výrazněji odlišuje z hlediska kapitálové struktury, než je obvyklé v rámci daného oboru, nebo v případě, kdy prochází podnik restrukturalizací, pak je nutné provést přepočet příslušných hodnot tržního rizika. Je tomu tak proto, že u každého podniku se předpokládá kapitálová struktura obvyklá v daném oboru. Je třeba vyjít z následujících úprav [4]:

$$\beta_L = \beta_{UNLEV} \times \left[1 + (1-t) \times \frac{D}{E} \right], \quad \text{kde } \beta_{UNLEV} = \frac{\beta_L}{1 + (1-t) \times \frac{D}{E}} \quad (17)$$

β_L = beta koeficient včetně finanční páky

β_{UNLEV} = beta koeficient bez finanční páky

t = sazba daně z příjmů

D = úročené cizí zdroje

E = vlastní kapitál

Tržní riziková prémie (RMP – risk market premium) se rovná rozdílu mezi průměrnými výnosy tržního indexu, např. PX 50 a výnosu bezrizikového aktiva. Velmi důležité je, že cenný papír použitý k výpočtu bezrizikové míry je použit i k odhadu prémie.

Při použití tohoto postupu narážíme na 2 problémy:

- a) jak počítat průměrné hodnoty výnosnosti,
- b) jaké období zvolit pro výpočet.

Lze vypočíst aritmetický nebo geometrický průměr. Většina analytiků dává přednost průměrům geometrickým, které jsou zpravidla nižší a nejsou ovlivňovány délkou období. Co se týče délky období, je důležité zvolit takové období, které bude prosté významných variabilit rizikových premií.

Pro stanovení RMP lze použít ratingové hodnocení. Zde se bude jednat o rating celé země, na jejímž teritoriu funguje kapitálový trh a předmětný podnik. Pro nejvyšší ratingové hodnocení AAA firmy S&P se počítá základní premie za riziko akcionáře ve výši 5,5 % (představuje geometrický průměr pozorování měřených v letech 1926 – 1990 mezi akciemi a státními obligacemi v USA). V případě horšího ratingu než AAA se k této premii připočítává dodatečná premie vyjadřující zvýšenou míru rizika pro investora na daném teritoriu.

Stavebnicová metoda je velmi jednoduchá a odpovídá německé metodě kapitalizovaných čistých výnosů. Náklady vlastního kapitálu se zde vyjadřují jako součet bezrizikové míry výnosu, ke které jsou přičítány další přírážky vyjadřující určitý aspekt rizika. Existuje mnoho variant stavebnicových modelů. Pro použití metody kapitalizace zisku je možno stanovit kapitalizační míru podle tohoto vzorce:

$$r_e = r_1 + r_2 + r_3 + r_4 \quad (18)$$

r_1 = bezrizikový reálný výnos

r_2 = míra inflace (nikoliv reálná míra, ale poměrný růst nebo pokles v %)

r_3 = specifické riziko (obvykle 2 – 5 %); je konkrétně stanovena po prozkoumání specifického rizika

r_4 = např. $(1 : \text{míra životnosti provozních odepisovaných aktiv}) \times 100$.

Ministerstvo průmyslu a obchodu uplatňuje při svých analýzách jednu z variant stavebnicového modelu pro stanovení nákladů vlastního kapitálu. Výpočet nákladů vlastního kapitálu je dán rovnicí [19]:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} \quad (19)$$

r_f = bezriziková míra výnosu

r_{LA} = přírážka za velikost podniku

$r_{podnikatelské}$ = přírážka za produkční sílu

$r_{finstab}$ = přírážka za finanční stabilitu

r_{finstr} = přírážka za riziko dělení produkční síly

Náklady vlastního kapitálu lze vyjádřit i jinými způsoby. Všechny tyto metodické návody slouží k získání více či méně přesného odhadu.

Dílčí závěr k metodám stanovení diskontní míry

Výše diskontní míry je závislá na tvaru peněžního toku. Platí, že pro FCFF a EVA se diskontní míra stanoví na bázi WACC, neboť zobrazuje v kapitálové struktuře podniku jak akcionáře tak věřitele. Dividendy a FCFE naproti tomu představují pouze toky pro akcionáře a diskontní míra se stanoví ve výši nákladů vlastního kapitálu. Náklady vlastního kapitálu jsou vždy vyšší než WACC a je to dáno výhodnějším postavením věřitele před akcionářem, který nese vyšší míru rizika. Stanovení diskontní míry je třeba věnovat velkou pozornost, neboť její výše výrazně ovlivňuje výslednou hodnotu podniku.

2.1.5 Odhad tempa růstu

Tempo růstu hraje ve výnosových modelech klíčovou roli. Výsledná hodnota podniku je velmi citlivá na změny v tempu růstu, a proto by se mu měla věnovat velká pozornost. Existuje několik základních přístupů stanovení tempa růstu a je nutné již na tomto místě poznamenat, že žádný přístup nedává lepší výsledky než druhý. Pro konkrétní podnik se tudíž doporučuje použití několika přístupů a na základě jejich výsledků pak provést syntézu.

Odhad parametru g na základě historických růstových měr

Podstata přístupu spočívá v odvození parametru g z časové řady (3 – 5 let) historických růstových měr. Z těchto hodnot se poté vypočte aritmetický průměr, medián nebo geometrický průměr. V odborné literatuře se obecně preferuje geometrický průměr, který má obvykle nižší hodnotu, což odráží zásadu opatrnosti. Použití historických dat je pro podniky na území ČR ohraničeno rokem 1993, kdy došlo k zásadním změnám v daňové a účetní soustavě.

Pro stanovení budoucí míry růstu odvozené z historických dat je také možné použít složitější aparát, např. lineární regresi, logaritmicolineární modely, modely časových řad či Box-Jenkinsovy modely.

Jedním z klíčových předpokladů použití tohoto přístupu je kontinuita minulosti a budoucnosti podniku, tj. že historickou řadu, kterou máme k dispozici, lze s plnou odpovědností použít i ve směru k budoucnosti. Je také důležité posoudit získané hodnoty s ohledem na makroekonomický vývoj a porovnat je s hodnotami u srovnatelných podniků.

Vnitřní míra růstu

Jde o výpočet tempa růstu g na základě rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru. Vnitřní míra růstu odpovídá maximálnímu růstu podniku, při kterém podnik není nucen zajišťovat dodatečné cizí zdroje (v čase tedy dochází k poklesu zadluženosti podniku). Základní tvar rovnice [4]:

$$g_n = ROE \times (1 - DIV/EPS) \quad (20)$$

Gn = tempo růstu

$(1 - DIV/EPS)$ = aktivační poměr, DIV je dividenda a EPS čistý zisk na akcii

Udržitelná míra růstu

Tempo růstu g se na základě této metody zjišťuje pomocí rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury podniku. Do výpočtu se promítá i způsob financování, který v případě, že zadluženost je na obvyklé úrovni, přispívá k růstu rentability vlastního kapitálu, tzv. efekt finanční páky. Aby bylo dosaženo pozitivního vývoje ROE, musí platit, že ROA (rentabilita aktiv) > úroková sazba (1 – sazba daně z příjmů). Lze vyjádřit jako [4]:

$$ROE = ROA + D/E [ROA - \text{úroková sazba} (1 - \text{sazba daně z příjmů})] \quad (21)$$

D = cizí zdroje (debt)

E = vlastní kapitál (equity)

Tempo růstu lze pak vyjádřit takto:

$$gn = (1 - DIV/EPS) \{ROA + D/E [(ROA - \text{úroková sazba} (1 - \text{sazba daně z příjmů}))]\} \quad (22)$$

Odvození tempa růstu od expektace analytika

Empirické studie dokazují především u krátkodobých předpovědí vyšší přesnost odhadů analytika, než u metod předchozích. Je to dáno tím, že analytik nepracuje jen s exaktním číselným materiálem, ale přihlíží i k tzv. „měkkým“ faktorům. Takové měkké faktory mohou být např. zprávy ve sdělovacích prostředcích nebo personální změny ve vedení podniku.

Dílčí závěr k metodám stanovení tempa růstu

Tempo růstu výrazně ovlivňuje tržní hodnotu podniku a chybný odhad může znamenat podstatné odchylky od reálné hodnoty. Před konečným rozhodnutím výše tempa růstu je vhodné posoudit jeho výši na základě různých přístupů, aby spolehlivost byla co nejvyšší. Nezbytné je zvažovat především specifické rysy podniku, základní charakteristiku odvětví – tj. míru citlivosti na změny hospodářského cyklu a na makroekonomické prognózy.

2.2 Metody založené na stavových veličinách (majetkové ocenění)

Druhou skupinu metod je možné označit jako metody založené na stavových veličinách. Při tomto přístupu k oceňování podniku je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen pak získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Odpočteme-li všechny dluhy a závazky, dostaneme hodnotu vlastního kapitálu k určitému časovému okamžiku. Podle toho, v jakých hodnotách pracujeme, rozlišujeme následující metody.

2.2.1 Účetní hodnota

Tato metoda vychází z ocenění majetku historickými cenami (za kolik byl majetek pořízen). Metoda operuje s vysokou průkazností, ale současně s vysokou mírou zkreslení u dlouhodobého majetku. Metoda účetní hodnoty má spíše počáteční orientační význam.

2.2.2 Substanční hodnota

Metoda substanční hodnoty je založena na principu reprodukčních nákladů spojených s pořízením majetkových částí. Hodnota substance brutto – vyjadřuje hodnotu podniku celkem. Hodnota substance netto – vyjadřuje hodnotu majetku podniku celkem sníženou o hodnotu závazků, což je v podstatě hodnota vlastního kapitálu.

Substanční metoda je souborem komplikovaných postupů stanovení reprodukční ceny jednotlivých složek majetku, do které vstupují nejrůznější faktory (např. provozní využitelnost a naopak nepotřebnost aktiv). S ohledem na účel práce a předpokládané využití kombinace výnosových metod pro modelový příklad a rozsáhlosti tématu substanční metody od dalšího detailnějšího popisu upustím. Tématem se zabývají téměř všechny oborové publikace.

2.2.3 Likvidační hodnota

Metoda likvidační hodnoty je dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku. Nepředpokládá se další trvání podniku a plnění jeho funkcí, nahlížíme tedy na podnik jako na soubor samostatných prvků majetku. Při stanovení likvidační hodnoty jsou potřeba zvážit podmínky probíhající likvidace (tlak věřitelů, dobrovolný – postupný rozprodej, dle kritéria výhodnosti), které mají výrazný dopad na dosaženou výslednou hodnotu (čisté prodejní ceny).

2.3 Metody relativního oceňování (tržní metody)

Metodám relativního oceňování je v praxi připisována řada předností. Dominují tržní data nad účetními, metody jsou technicky velmi jednoduché, ve srovnání s výnosovými metodami se tržní analýza zdá být objektivnější. Využití předností těchto metod je však vázáno na rozvinutý kapitálový trh a dostatek spolehlivých dat. Výhody metod relativního oceňování jsou však do značné míry zdánlivé, neboť malá srovnatelnost mezi podniky vede

k tomu, že objektivně podložená vstupní data musíme v mnoha směrech subjektivně upravovat. V našich podmínkách navíc stále chybí dostatečná datová základna. Metody relativního oceňování se převážně používají jako metody orientační, doplňkové, nikoliv jako metody hlavní pro stanovení hodnoty podniku.

2.3.1 Metoda tržní kapitalizace

Tato metoda je aplikovatelná na veřejně obchodovatelné akcie podniků. Vychází z historického vývoje kurzu akcie a jeho, z časového hlediska, vhodných průměrů. Je dále nutné zvážit i nestandardní výkyvy v operacích s akciemi a výši zobchodovaného balíku akcií, která se do ceny akcie promítne např. ve formě prémie za získání majoritního podílu. V praxi se doporučuje kombinovat tuto metodu s metodami výnosovými.

2.3.2 Porovnávací metody

Podstata metod relativního oceňování spočívá v odvození hodnoty akcie podniku podle srovnatelných podniků. Tyto metody využívají pro vlastní vyjádření hodnoty podniku standardizované tržní násobitele. Smyslem násobitele je převést hodnotu srovnatelného podniku do standardizovaného tvaru, neboť absolutní hodnota nemůže být srovnávána. Mezi nejpoužívanější tržní násobitele patří P/E (Price/Earnings ratio), P/Book value (PBV), Price/Sales či Price/Cash flow. Využívání metody tržního porovnání je v rámci ČR téměř vyloučeno.

2.4 Metody kombinované

Tyto metody kombinují zpravidla výsledky získané aplikací metod výnosových a metod pracujících na majetkové bázi. Patří sem zejména:

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků),
- tzv. švýcarská metoda, model diferenciální renty (nadzisku, superzisku),
- zákon č. 151,1997 Sb., na jehož základě se stanoví pro administrativní účely cena obvyklá kombinací metod.

2.5 Komparace metod a determinanty výběru správného modelu

Teorie netrpí nedostatkem metod oceňování, problémem je právě naopak výběr té vhodné, z velkého množství metod, pro konkrétní případ. K dosažení „správné“ hodnoty je rozhodnutí o volbě správného modelu stejně tak důležité jako dokonalé porozumění zvolenému modelu.

Jasným pravidlem je, že neexistuje-li jediná vhodná metoda, aplikujeme vždy vhodnou kombinaci více metod a výsledku dosahujeme jejich syntézou.

Metody založené na stavových veličinách

Tato skupina metod zahrnuje tři základní metody ocenění. První **metoda účetní hodnoty** vychází z informací zjištěných z účetní evidence tedy z historických cen. Výhodou je transparentnost ocenění, velkou nevýhodou je však nerealnost cen (hlavně u dlouhodobého majetku).

Druhou metodou je **Substanční metoda**, která se snaží korigovat nedostatky provázející metodu účetní hodnoty, oceněním majetku reprodukčními a jinými vhodnými cenami. Nevýhodou je zde však velká časová náročnost a fakt, že metoda ponechává stranou ocenění nekvantifikovatelné nehmotné složky majetku (goodwill, pracovní sílu, organizační sílu, portfolio odběratelů a dodavatelů, atd.). Proto v zásadě platí, že substanční metoda představuje dolní hranici hodnoty podniku, tj. za kolik je ochoten prodávající podnik prodat. Převažuje názor, že je účelné zjišťovat substanční hodnotu jako pomocnou veličinu, která doplňuje výnosové ocenění.

Metoda likvidační hodnoty má mezi oceňovacími metodami jasné místo vzhledem ke svému účelu použití. Nepředpokládá další trvání podniku a jednotlivé složky majetku oceňuje „čistou prodejní cenou“.

Metody relativního oceňování

Metodám relativního oceňování je v praxi připisována řada předností. Dominují tržní data nad účetními, metody jsou technicky velmi jednoduché, ve srovnání s výnosovými metodami se tržní analýza zdá být objektivnější. Využití předností těchto metod je však vázáno na rozvinutý kapitálový trh a dostatek spolehlivých dat.

Výhody metod relativního oceňování jsou však do značné míry zdánlivé, neboť malá srovnatelnost mezi podniky vede k tomu, že objektivně podložená vstupní data musíme v mnoha směrech subjektivně upravovat. V našich podmínkách navíc stále chybí dostatečná datová základna. Metody relativního oceňování se převážně používají jako metody orientační, doplňkové, nikoliv jako metody hlavní pro stanovení hodnoty podniku.

Výnosové metody

Výnosové metody aplikujeme za předpokladu neomezeného trvání podniku a za podmínek, kdy jsme schopni odhadnout budoucí vývoj podniku. V odborných kruzích jsou považovány za metody nejlépe odrážející skutečnou hodnotu podniku.

V následujících odstavcích se pokusím pro nejpoužívanější metody založené na diskontování peněžních toků popsat jednotlivé determinanty výběru vhodné metody [3].

Základní skutečností, která ovlivňuje výběr modelu je **míra zisku** (determinant první), tedy zda firma produkuje zisk nebo ztrátu. Ačkoliv ztráta skoro vždy komplikuje proces oceňování, na prvním místě při uvažování o řešení problému je třeba nalézt odpověď na otázku, proč firma produkuje ztrátu. Na druhé straně by zisky podniku měly být očištěny o položky dosažené z mimořádných událostí.

Výběr modelu, který je založen na diskontování peněžních toků bude ovlivněn úrovní současného **tempa růstu** zisku (determinant druhý). Pro stabilně rostoucí firmy poskytují dobré odhady hodnoty stabilní modely předpokládající konstantní růst (Gordonův růstový model, stabilní FCFE model, stabilní FCFF model a stabilní EVA model). Výběr mezi těmito modely bude ovlivněn podnikovou dividendovou politikou a mírou zadlužení.

Dvoufázové modely diskontování peněžních toků jsou pak vhodné pro firmy rostoucí mírným tempem a třífázové modely jsou schopny zachytit delší přechody ke stabilnímu růstu, které jsou vlastní vysoce rostoucím podnikům.

Zdroji očekávaného růstu (determinant třetí) mohou být buď „obecné“ konkurenční výhody získané kvalitním budováním pozice na trhu, nebo „specifické“ výhody, které pramení z legálních bariér vstupu do odvětví nebo patentů, atd. Očekávaná míra růstu bude spíše odpovídat parametrům dvoufázových typů modelů. Specifické výhody navodí počáteční vyšší míru růstu, která po určité době poklesne na stabilní úroveň.

Proces oceňování můžeme buď zaměřit na FCFE (a ocenit vlastní kapitál) nebo FCFF (a ocenit celý podnik). Pro podniky, které disponují **stabilní finanční pákou** (determinant čtvrtý) (např. neočekáváme změnu ukazatelů zadlužení v průběhu oceňování) volíme metodu FCFE. Naopak pro podniky mající nestabilní finanční páku (např. mají nevhodnou kapitálovou strukturu a očekáváme její změnu) bychom měli použít model diskontování peněžních toků s využitím FCFF. Tyto modely jsou mnohem vhodnější, neboť nevyžadují projekce cash flow úroků a splátek úvěrů a jsou nohem méně citlivé na chyby v odhadování změn ve finanční páce.

Paušální metoda kapitalizovaných zisků je využívána hlavně v německy hovořících zemích. Využívá minulé skutečně dosažené výsledky, tedy dobře dostupné a známé hodnoty.

Kombinované metody

Metoda nadzisku nebo metoda střední hodnoty částečně korigují rizika, která plynou z případných nepřesných prognóz. Metoda vážené střední hodnoty (kombinace metody substance a diskontovaného peněžního toku) nejlépe odráží současný a budoucí stav podniku. Substance odráží skutečný stav aktiv (v tržním ohodnocení), diskontovaný příjem zase nejlépe předvídá možný vývoj firmy.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

3 ANALÝZA SPOLEČNOSTI ALFA S.R.O. A JEJÍHO OKOLÍ

Analýza společnosti je výchozí a nepostradatelnou součástí stanovení hodnoty podniku, ve které zpracovatel získává základní přehled a utváří si názor na skutečnou ekonomickou, finanční, ale i tržní pozici společnosti. Analýzu společnosti a jejího okolí lze roztřídit do tematických okruhů se vzájemnou návazností a logickou posloupností. V tomto duchu jsou seřazeny jednotlivé body analýzy v následujících podkapitolách.

3.1 Historie společnosti

Společnost ALFA vystupuje pod tímto názvem od 1.1.1953, kdy navázala na činnost soukromých šrotařských firem, které působily v severních Čechách již před druhou světovou válkou. Od vzniku společnosti ALFA proběhla celá řada organizačně administrativních změn, včetně začleňování do různých nadřazených vyšších celků. Dnešní organizační podoba podniku ALFA s.r.o. byla zřízena založením společnosti s ručením omezeným k 1.1.1993 a převedením veškerého majetku původního podniku. Na základě výběrového řízení se stala v roce 1993 vlastníkem majoritního obchodního podílu společnost ALFONZ AG.

Mateřská společnost ALFONZ AG má svůj původ již v roce 1872, kdy byl založen první provoz na třídění a zpracování šrotu a obchod s hutními polotovary. V sedmdesátých letech byly rozvinuty zejména exportní obchodní aktivity do Itálie a získána řada dalších podniků v branži Bádensku-Würtenbersku. V období po pádu železné opony dochází k rozvoji podnikatelských aktivit na území bývalé NDR v Duryňsku, Sasku, Brandebursku a Meklenbursku-Pomořanech s následným vstupem na český a slovenský trh. Hlavní aktivity jsou soustředěny na oblast severních Čech a Moravu. Podniky v nových spolkových zemích a v české republice jsou vybaveny moderní velkokapacitní technikou na zpracování kovového odpadu. Mimo výše uvedené státy podniká skupina ALFONZ v Chorvatsku, Polsku, Rumunsku a Bulharsku. V současné době celá skupina společností ALFONZ je jednou z největších středoevropských firem v této branži v Evropě s obratem cca 670 mil. EUR a prodejem téměř 6 mil. tun kovového odpadu ročně.

Ve velkoplošně orientované strategii sběru a zpracování kovového odpadu jsou využívány jednak dlouholeté zkušenosti a know-how z oboru, a jednak současné zavádění nejnovějších poznatků a technologií do praxe s vysokým důrazem na ekologické aspekty

moderního recyclingu kovového odpadu, kdy kovový šrot je po zpracování vrácen k dalšímu využití v zájmu šetření surovinových a energetických zdrojů naší planety.

Motto společnosti: „*První tuna oceli byla vyrobena z rudy, poslední tuna oceli bude jednou zcela vyrobena ze šrotu.*“

3.2 Charakteristika společnosti ALFA s.r.o.

Obchodní jméno:	ALFA s.r.o.	
IČ:	123456	
DIČ:	CZ123456	
Sídlo:	405 36 Děčín, Budovatelů 16	
Den zápisu do OR:	1.1. 1993, v obchodním rejstříku, vedeném Krajským soudem v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 111	
Právní forma:	společnost s ručením omezeným	
Základní kapitál:	298.479.000,- Kč	
Podíly:	ALFONZ AG	85 %
	Beta a.s.	15 %
Předmět podnikání:	- podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady, - koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej, - silniční motorová doprava nákladní - nákup, prodej a skladování paliv a maziv včetně jejich dovozu s výjimkou výhradního nákupu, prodeje a skladování paliv a maziv ve spotřebitelském balení do 50 kg na jeden kus balení – velkoobchod, - zprostředkování obchodu, - nakládání s odpady (vyjma nebezpečných).	
Získané certifikáty:	- ISO 9001 : 2000 (systém managementu jakosti) - ISO 14001 : 1996 (environmentální management)	

3.3 Strategická analýza

V podkapitole strategická analýza se pokusím odpovědět na základní otázky předpokladu vývoje relevantního trhu společnosti ALFA s.r.o., jejího tržního podílu, konkurenceschopnosti a především předpokladu úspěšného trvání podniku v budoucnosti (tzv. předpokladu going concern).

3.3.1 Vnější potenciál - příležitosti a ohrožení

Rámcovým předpokladem úspěšného budoucího působení podnikatelského subjektu jsou základní podnikatelské podmínky v mateřské zemi působení společnosti, a to především hospodářský vývoj a postavení národní ekonomiky, celkový i oborový stav legislativy, struktura a vzdělání obyvatelstva atd. Nelze opomenout i fakt začlenění České republiky do evropských struktur a z toho plynoucích obchodních výhod, ale i omezení (např. z hlediska ekologických norem, atd.).

Základní ekonomické ukazatele ČR v čase

Základní ekonomické ukazatele za Českou republiku za uplynulých 9 let jsou znázorněny v následující tabulce (Tab. 1).

Tab. 1: Ekonomické ukazatele ČR v čase (pramen[18])

rok / čtvrtletí	HDP v běžných cenách sezónně očistěno	HDP v běžných cenách meziroč- ní růst	Defláto- ry výdajů na HDP	ČR celkem mzdy			Průmysl meziroč- ní IPP	Inflace
				nominální mzda v Kč	index nominální mzdy SOPR=100	index reálné mzdy SOPR=100		
ESA 95	B.1*g	B.1*g	B.1*g					v%
	1	1	1					
1995	1 466 681							9,1
1996	1 660 649	113,2	108,7					8,8
1997	1 785 131	107,5	108,3					8,5
1998	1 962 483	109,9	111,2					10,7
1999	2 041 353	104,0	102,8					2,1

2000	2 150 058	105,3	101,4				101,5	3,9
2001	2 315 255	107,7	104,9	14 793	108,7	103,8	110,6	4,7
2002	2 414 669	104,3	102,8	15 869	107,3	105,4	104,8	1,8
2003	2 550 754	105,6	101,9	16 922	106,8	106,7	105,8	0,1
2 004	2 751 680	107,9	103,7	18 038	106,6	103,7	109,9	2,8
Průměr		107,3	105,1		107,4	104,9		

Hrubý domácí produkt vzrostl loni reálně podle předběžného odhadu meziročně o 4,0 %. V běžných cenách se HDP zvýšil o 7,9 % na 2751,1 mld. Kč, úhrnná cenová hladina, vyjádřená implicitním deflátozem, vzrostla o 3,7 %.

Na nabídkové straně ekonomiky měl pro celkový hospodářský růst rozhodující význam vývoj hrubých přidaných hodnot objemově významných odvětví, což byly zpracovatelský průmysl s podílem na celkovém úhrnu 27,0 % (v běžných cenách), podnikatelské služby (14,6 %), obchod (12,0 %), doprava, spoje a telekomunikace (10,7 %) a stavebnictví (6,3 %). Z nich se v reálném vyjádření nejvíce dařilo odvětvím zpracovatelského průmyslu (s meziročním růstem hrubé přidané hodnoty o 7,3 %), dopravy, spojů a telekomunikací (+ 3,6 %) a obchodu (+3,1 %).

V roce 2004 dosáhla průměrná hrubá měsíční nominální mzda výše 18 035 Kč, v meziročním srovnání činil přírůstek 1 116 Kč (6,6 %). Spotřebitelské ceny se zvýšily za uvedené období o 2,8 %, reálná mzda vzrostla o 3,7 %. V podnikatelské sféře se zvýšila průměrná mzda o 1 162 Kč (6,9 %) na 18 116 Kč, reálná mzda vzrostla o 4,0 %. V nepodnikatelské sféře se průměrná mzda zvýšila o 961 Kč (5,7 %) na 17 761 Kč, reálná mzda vzrostla o 2,8 % [20].

Vymezení relevantního trhu a jeho hodnocení

Vymezení relevantního trhu společnosti ALFA s.r.o. není jednoduchým úkolem, především je nutné blíže popsat oblast působnosti společnosti. Prvním okruhem je oblast získávání (sběru) kovových odpadních surovin a barevných kovů. V této oblasti působí společnost prostřednictvím vlastních sběrných dvorů a smluvních (velkých) producentů odpadních kovů, ale především prostřednictvím sítě sběrných dvorů dceřiných společností. Pomocí provozoven těchto společností jsou obslouženy ústecký, liberecký a částečně

plzeňský kraj. V činnosti výkupu již upraveného odpadu působí společnost v rámci celé ČR.

Ve druhém okruhu, tj. prodeje zpracovaných odpadních kovů působí, společnost na celém území ČR jako dodavatel předních hutních společností v ČR i středních hutních podniků a sléváren, jedná se zhruba o 50% produkce společnosti ALFA s.r.o., zbývající část je dodávána do jiných států Evropské Unie (především Německo, Itálie, Polsko, Rakousko) prostřednictvím mateřské společnosti ALFONZ AG. Poměr mezi tuzemským trhem a vývozem fluktuuje mezi 40-60%.

Vymezení velikosti relevantního trhu je z hlediska nedostupnosti oborových informací téměř nemožné. Oborový svaz, Svaz průmyslu druhotných surovin, jehož je společnost ALFA s.r.o., členem nevydává relevantní oborové statistiky a informace, a nejsou dostupné ani na informačním portálu Českého statistického úřadu. Další orientace je možná podle trendů vývoje trhu hutního zpracování.

Hodnocení atraktivity trhu:

1. Charakter trhu: dle vymezení v publikaci [8] str. 55 lze trh specifikovat jako Polypol/Oligopson (mnoho dodavatelů stojí proti několika hlavním odběratelům), několik odběratelů má silnou pozici vůči dodavatelům, každý z nich však musí při svých tržních rozhodnutích počítat s reakcí ostatních odběratelů,
2. Velikost trhu: vymezený relevantní trh lze řadit dle jednotlivých výše vymezených oblastí k trhům republikovým až evropským (tedy trhům středně velkým)
3. Růst trhu: na příslušných trzích je stimulace v třídění odpadu a podpory sběrných dvorů na straně jedné a rostoucí poptávka po oceli a tlaky na využívání recyklovatelných surovin na straně druhé, lze tedy trhu přiřknout stálý potenciál růstu po horní hranici, kterou je množství dostupných odpadových komodit,

4. Bariéry vstupu: jedná se o trh s vysokou náročností na počáteční investice a s rostoucími podmínkami plnění ekologických norem, nejsou však zřejmé přímé bariéry vstupu do odvětví novým subjektům,
5. Rentabilita odv.: je přiměřená vloženým investicím a riziku odvětví,
6. Substituce: kovový šrot a recyklované barevné kovy jsou substitutem prvotním nerostným zdrojům jejichž zásoba není nevyčerpatelná,
7. Citlivost trhu: citlivost trhu na změny globálního ekonomického vývoje není příliš vysoká, předpokládám, že využívání recyklovaných surovin převažuje výkyvy v ekonomických ukazatelích.

Příležitosti a ohrožení

Strukturované vymezení základních příležitostí a ohrožení:

Příležitosti:

- rostoucí světové ekonomiky, nárůst spotřeby oceli,
- vstup ČR do Evropské Unie, lepší přístup na evropské trhy, možnost expanze na další zahraniční trhy,
- zpřísňování ekologických norem, ochrana životního prostředí, tzn. nárůst využívání recyklace odpadních surovin.

Ohrožení:

- zpřísňování ekologických norem zpracování odpadů,
- omezené množství železného odpadu,
- vstup zahraniční konkurence na domácí trh.

Analýza vývoje relevantního trhu

Vzhledem k omezeným informačním zdrojům o oboru sběru a zpracování kovového odpadu vycházím při analýze vývoje relevantního trhu ze statistických hodnot pro zpracovatelský průmysl část OKEČ - DJ 27 Výroba kovů včetně hutního zpracování.

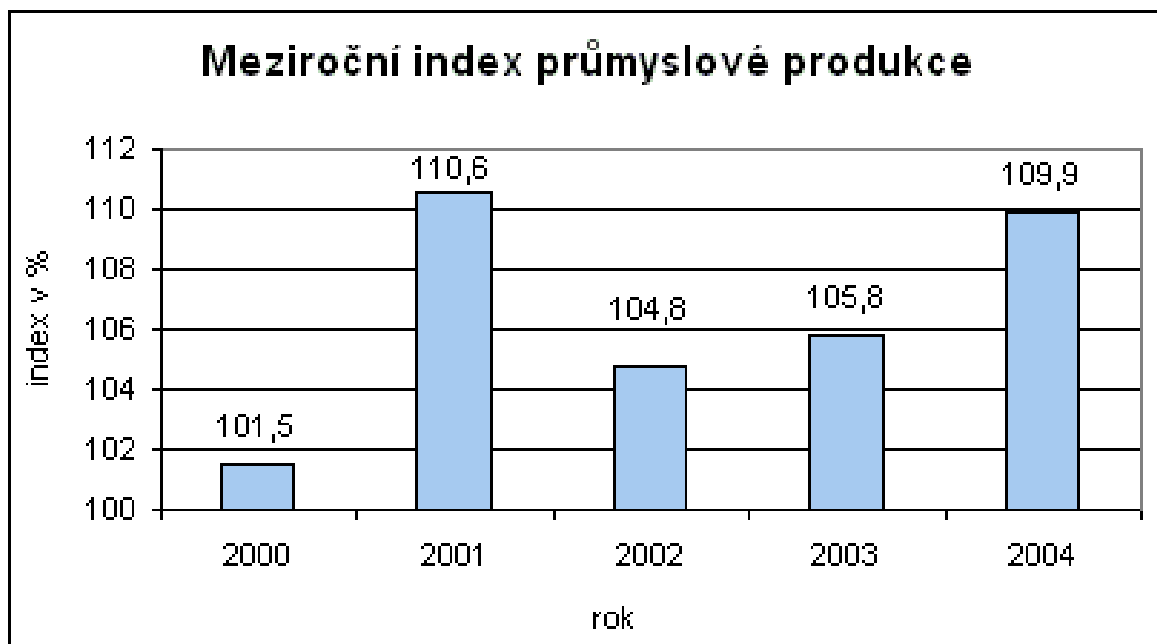
Průmysl v roce 2004 pokračoval ve výrazném růstu a navázal tak na trend z předchozích let. Zvýšila se průmyslová produkce, tržby i přímý vývoz průmyslových

podniků. Zvýšila se rovněž produktivita práce i průměrné nominální mzdy. Hlavními faktory průmyslového růstu v roce 2004 bylo:

- pokračování náběhu nových výrobních kapacit, zejména zahraničních investorů; jedná se především o kapacity ve výrobě dílů a příslušenství automobilů;
- trvající konjunktura na trhu oceli a železa;
- pokračující oživení zakázek v elektrotechnickém průmyslu pokračovalo;
- stabilní dodávky energetického sektoru pro odvětví zpracovatelského průmyslu, které vykrývaly i všechny potřeby nových kapacit;
- pokračující příznivý vliv oživení světové ekonomiky, který stál za dalším výrazným růstem vývozu průmyslových podniků, zejména do EU.

Meziroční index průmyslové produkce v roce 2004 dosáhl 109,9 %. Nejvyšší růst byl zaznamenán v odvětvích:

- **výroba základních kovů, hutních a kovodělných výrobků (o 23,0 %)**
- výroba elektrických a optických přístrojů a zařízení (o 15,3 %)
- výroba dopravních prostředků a zařízení (o 14,3 %)



Graf 1: Meziroční index průmyslové produkce [17]

Tržby z průmyslové činnosti (ve stálých cenách) byly v roce 2004 meziročně vyšší o 9,8 %.

Tržby z průmyslové činnosti podniků **pod zahraniční kontrolou** se reálně zvýšily o 14,8 % (**v běžných cenách o 17,0 %**) a jejich podíl na celkových tržbách činil 52,8 %. Tržby z přímého vývozu u těchto podniků vzrostly o 20,0 % (v běžných cenách o 21,6 %) a podílely se na jejich celkových tržbách 72,8 %.

Tab. 2: Vývoj vybraných ukazatelů průmyslu [17]

	2000	2001	2002	2003	2004	Rozdíl v bodech 2004-2003	Průměrné tempo růstu
Index průmyslové produkce	101,5	110,6	104,8	105,8	109,9	4,1	106,5
Tržby z průmyslové činnosti s.c.	107,7	106,0	102,7	105,8	109,8	4,0	106,4
Tržby z přímého vývozu s.c.	x	114,5	115,7	109,2	117,0	7,8	114,1
Tržby podniků pod zahr.kontrolou. s.c.	119,4	114,4	108,3	107,3	114,8	7,5	112,8
Průměrný evidenční počet zaměstnanců	97,4	100,5	97,1	96,6	99,5	2,9	98,2
Průměrná měsíční nominální mzda	106,3	106,3	106,0	105,7	106,9	1,2	106,2
Produktivita práce	108,2	105,5	105,8	109,5	110,4	0,9	107,9
Zakázky celkem b.c.	x	134,1	107,1	108,9	122,6	13,7	117,7
Zakázky ze zahraničí b.c.	x	x	110,7	109,5	125,9	16,4	115,1

V následující tabulce (Tab. 3) je vypočten meziroční index růstu tržeb pro OKEČ - DJ 27 Výroba kovů včetně hutního zpracování za jednotlivé roky (přičemž pro rok 2004 byl použit růst tržeb pro podniky pod zahraniční kontrolou tj. 17% v b.c.). V tabulce (Tab. 4) je pak namodelován vývoj tržeb v daném odvětví do budoucnosti jednak pro OKEČ 27 a jednak zde uvádím předpoklad vývoje pro relevantní trh. Při odhadu jsou brány v potaz všechny výše uvedené výsledky analýz relevantního trhu (především *stabilní* celospolečenský vývoj ekologického myšlení, ale také limitované zdroje kovového šrotu). V tabulce jsou mimo již výše uvedených také využita data ze zdroje [19] Ministerstva průmyslu a obchodu.

Tab. 3: Meziroční index růstu tržeb pro OKEČ 27

	2000	2001	2002	2003	2004	Prům. tempo růstu
Index průmyslové produkce **	101,5	110,6	104,8	105,8	109,9	106,5
Tržby v b.c. za OKEČ DJ 27*	128 668,40	138 871,70	123 467,30	141 193,70	165 196,63	
Meziroční index b.c.**	105,9	107,9	88,9	114,4	117,0	106,8

* v mil Kč

** v %

Tab. 4: Odhad meziročního indexu růstu tržeb pro relevantní trh

TRH		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
OKEČ 27	Meziroční index v %	105,9	107,9	88,9	114,4	117,0	108,0	107,0	108,0	106,0	106,0
	Průměrné tempo růstu	106,8					107,0				
Rele- vantní trh	Meziroční index v %	103,0	104,0	102,0	103,0	104,0	104,0	103,5	104,0	103,0	103,0
	Průměrné tempo růstu	103,2					103,5				

Hodnocení vnějšího potenciálu

Na základě výše uvedených kritérií a při zvážení makroekonomických ukazatelů a ostatních v současné době známých skutečností mohou relevantní trh hodnotit jako trh stabilní s potenciálem růstu a přiměřeným rizikem negativního vývoje. Do budoucna očekávám průměrný meziroční růst tržeb relevantního trhu v úrovni 3,5 %.

3.3.2 Vnitřní potenciál - silné a slabé stránky

Vnitřním potenciálem společnosti rozumíme především její schopnost obstát v konkurenčním boji (získat konkurenční výhodu). Abychom byli schopni vytvořit si obrázek o těchto schopnostech je žádoucí zevrubně zhodnotit následující sféry podniku ALFA s.r.o.

Management, lidské zdroje, know-how

Management společnosti tvoří kvalifikovaní odborníci v jednotlivých oblastech řízení, s praxí v daném oboru. Je zde jasně vymezené naplňování strategických plánů tvořených managementem v rámci celé skupiny. Ze stylu řízení je patrná efektivita a účelnost volených kroků vedení společnosti. Management společnosti je v rámci vzdělávacího plánu vzděláván v oblasti relevantní legislativy a předpisů. Kvalita managementu je přiměřená odpovědnosti a velikosti podniku.

Na technické pracovníky (v počtu 75 pracovníků) a dělníky (v počtu 133 pracovníků) nejsou v daném oboru kladeny speciální odborné nároky. Počty pracovníků dle vzdělání jsou uvedeny v následující tabulce (Tab. 5). Vzhledem k uvedené struktuře pracovní síly jsou rizika spojená s fluktuací a získáváním nových pracovníků zanedbatelná, kapacity volné pracovní síly jsou na trhu práce dostatečné.

Tab. 5: Struktura vzdělání zaměstnanců

Typ vzdělání	Počet
základní vzdělání	30
vyučen s výučním listem	93
dvouleté střední bez maturity	4
střední všeobecné s maturitou	9
vyučen s maturitou	5
střední odborné s maturitou	56
VŠ bakalářské	1
VŠ	10
CELKEM	208

Současný stav zaměstnanců by oproti vývoji v předchozích letech neměl být již dále snižován jak naznačuje predikce v tabulce (Tab. 10), naopak je očekáváno zvýšení produktivity práce z tržeb na zaměstnance v souladu s nastartovaným trendem. V průběhu roku 2003 a 2004 byla narovnána průměrná výše platů na regionální průměr. Dle Českého statistického úřadu se v podnikatelské sféře zvýšila průměrná mzda o 1 162 Kč (6,9 %) na 18 116 Kč, reálná mzda vzrostla o 4,0 % [20]. Vzhledem k vývoji růstu nominálních mezd v čase (Tab. 1) stanovují v predikci růst osobních nákladů meziročně o 7 % a při předpokladu pozdějšího poklesu počtu zaměstnanců pod hranici 200 osob.

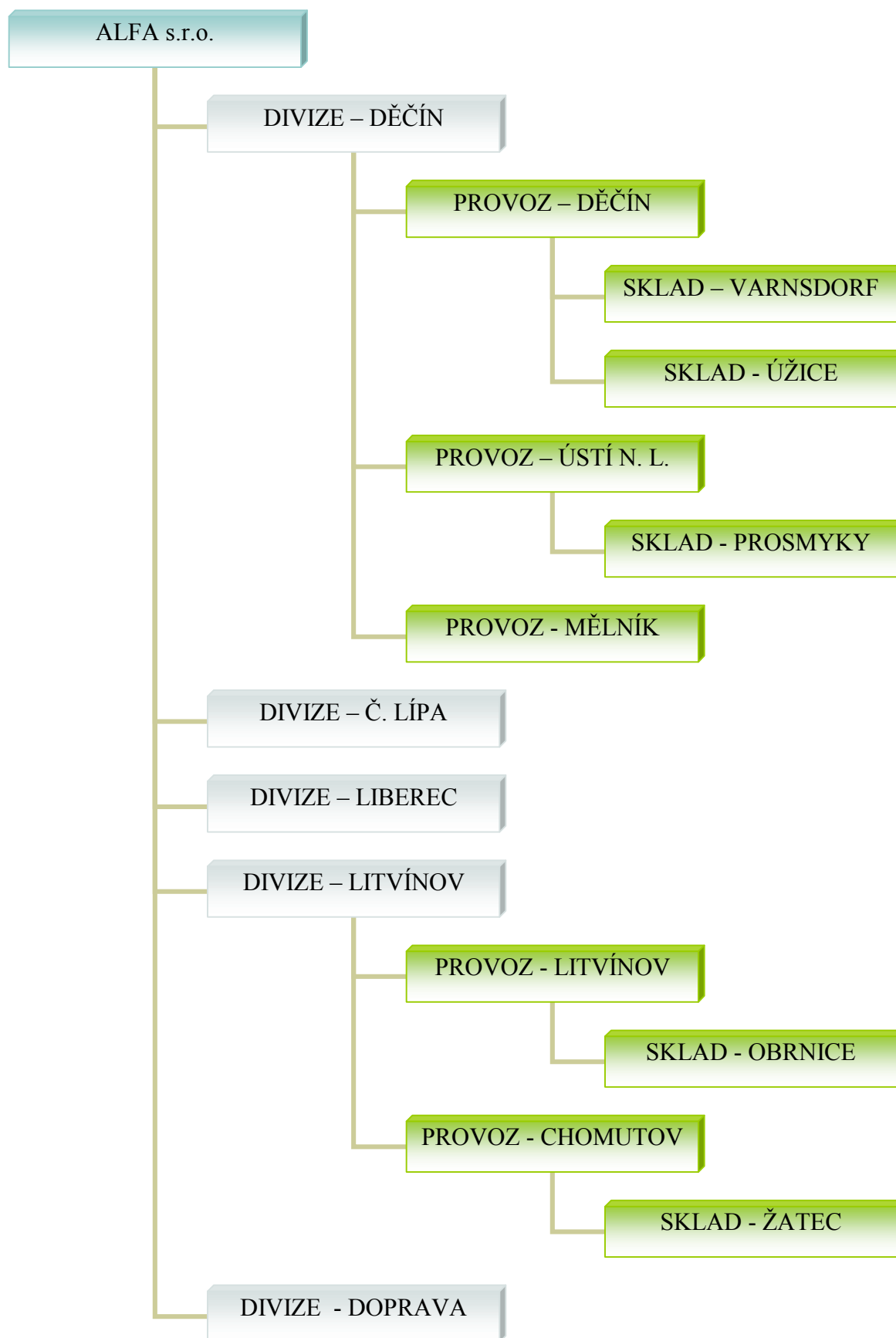
Investice do inovace, výzkumu a vývoje, využití kapacit

Investice do provozní části podniku jsou samozřejmou složkou plánování budoucnosti podniku. Management společnosti se v této oblasti především zaměřuje na zefektivnění dosavadních provozů a zvýšení jejich obslužnosti, rozšíření sítě sběrných míst a zdokonalení logistického zázemí. Důležitou složkou jsou také investice do ekologické stránky provozů, tak aby do budoucna vyhovovaly zpřísňujícím se normám. Detailnějším investičním plánem se budu zabývat při sestavování finančního plánu v kapitole 3.5.

Organizační struktura společnosti (Obr. 3) a její dělení do jednotlivých divizí (místně diverzifikovaných) zaručuje minimalizaci rizika ztráty schopnosti poskytování služeb (např. při živelných pohromách, atd.). Současně je dlužno podotknout, že proti provozním a živelným škodám je sjednána řádná pojistná smlouva.

V současné době jsou využity kapacity provozů podniku ze 70 % . V rámci zefektivnění provozu a plánovaného růstu podílu společnosti na trhu bude navyšováno procento využití volných kapacit. Cílem managementu je využití 80 % kapacit při zachování rezervy pro neočekávané výkyvy.

Investice do výzkumu a vývoje nejsou při daném předmětu podnikání zcela relevantní.

*Obr. 3: Organizační schéma*

Tržní podíl, konkurenční potenciál a konkurence podniku

Vymezení tržního podílu společnosti přímým způsobem z dostupných hodnot o konkrétním trhu není v tomto případě možné z důvodu nedostatku statistických údajů o velikosti a struktuře relevantního trhu. V případě odhadu tendencí jeho vývoje bylo možné využít analogii v trendech trhu hutního průmyslu. Nepodařilo se mi však nalézt ani celkové množství zpracovávání recyklovaných materiálů z kterého by bylo možno velikost trhu odhadnout. Z těchto důvodů jsem pouze nucen konstatovat odhad managementu společnosti, který společnosti přiřkl obchodní podíl v rozmezí 6-9% relevantního trhu.

Podle veřejně dostupných informací na internetových stránkách oborových organizací [21], internetových prezentací jednotlivých společností [22] a vyjádření managementu patří společnost ALFA s.r.o. mezi několik málo největších společností v oboru působící na našem trhu. V současné době působí na českém trhu jedna zhruba 2,5 x větší společnost, dvě společnosti srovnatelné velikosti a velké množství malých a středních podniků.

Pro hodnocení konkurenční síly oceňovaného podniku jsem využil diagramu navrženého profesorem Maříkem (Tab. 1) dostupného z internetové podpory publikace [8].

Tab. 6: Hodnocení konkurenční síly podniku

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
			Negativní		Průměr			Pozitivní			
			0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků	3				✖				3	9
	2 Technická úroveň výrobků	2	✖							0	0
	3 Cenová úroveň	3				✖				3	9
	4 Intenzita reklamy	2				✖				3	6
	5 Výhody místa	1			✖					2	2
	6 Výhody distribuce	1				✖				3	3
	7 Image firmy	1					✖			4	4
	8 Servis a služby	1				✖				3	3

Nepřímé faktory	9 Kvalita managementu	1						x		5	5
	10 Výkonný personál	1					x			4	4
	11 Výzkum a vývoj	1	x							0	0
	12 Majetek a investice	2					x			4	8
	13 Finanční situace	1				x				3	3
Celkem		20									56

Maximální počet bodů:	120
Dosažený počet bodů:	56
Hodnocení:	47%

Pro hodnocení jednotlivých položek diagramu najdeme zdůvodnění ve výše uvedené charakteristice podniku, celkové hodnocení jako ve formě výstupu diagramu nám naznačuje, že podnik, dle nastavených kritérií (vah) dosahuje průměrné konkurenční síly na relevantním trhu. Pro dosažení růstu podílu na trhu bude žádoucí dosáhnout nové konkurenční výhody, popřípadě zvětšovat tržní podíl postupnou akvizicí menších konkurenčních společností.

Silné a slabé stránky

Silné stránky:

- silné zázemí nadnárodní společnosti,
- jasná vize budoucího rozvoje,
- dlouholeté zkušenosti managementu v oboru,
- aktivní přístup k novým ekologickým požadavkům,

Slabé stránky:

- pouze regionální působnost sítě sběrných míst,
- relativně malý tržní podíl.

Prognóza růstu tržeb společnosti ALFA

Na základě výše uvedených analýz a při zvážení všech v současné době známých skutečností do budoucna očekávám průměrný meziroční růst tržeb společnosti ALFA s.r.o. na úrovni 3,11%, respektive 3,02% (po zakalkulování ostatních provozních výnosů), viz. (Tab. 10).

3.4 Analýza vývoje hospodaření společnosti (finanční analýza)

Finanční analýzu společnosti jsem sestavil na základě účetních výkazů společnosti od roku 1999 do roku 2004 a dalších údajů dostupných z výročních zpráv [25] společnosti za daná účetní období a s ohledem na výstupy předchozí strategické analýzy (3.3).

3.4.1 Analýza účetních výkazů

Absolutní čísla účetních výkazů za posledních pět let jsou uspořádána ve formě rozvahy (Tab. 36 a Tab. 37) a výsledovky (Tab. 38) v příloze (P I). Takto uspořádaná historie společnosti mi poslouží za základní východisko analýzy finančního zdraví podniku. Pro názornější vyjádření vztahů jednotlivých veličin rozvahy a výsledovky jsem vyjádřil základní položky jako procentní podíl na celkových aktivech viz. příloha (P II) tabulky (Tab. 39, vertikální analýza) a jako procentní meziroční tempo růstu/poklesu jednotlivých položek v čase (Tab. 40, horizontální analýza).

Z uvedené vertikální a horizontální analýzy účetních výkazů vyplývají tyto základní poznatky, které je vhodné brát na zřetel při tvorbě celkového obrazu finančního zdraví podniku.

Rozvaha - aktiva:

- bilanční suma vykazuje mírně proměnlivou výši, která v posledních letech naznačuje pozitivní trend vývoje (historie pozitivního trendu je však příliš krátká),
- aktiva podniku jsou tvořena průměrně z 60 % dlouhodobým majetkem a zbytek oběžnými aktivy,
- podíl dlouhodobého majetku na aktivech celkem v čase klesá, což je zapříčiněno jednak nízkou úrovní investic a současně odprodejem provozně nepotřebného majetku,

- podíl oběžných aktiv na aktivech celkem je zapříčiněn především nárůstem podílu krátkodobých pohledávek, které rostly rychleji než tržby za dané období, což je patrné i z nárůstu doby obratu pohledávek (Tab. 7) část - ukazatele aktivity. V roce 2004 dochází k poklesu doby obratu krátkodobých pohledávek (ačkoliv v absolutní hodnotě narůstají) díky nárůstu celkových tržeb,
- krátkodobý finanční majetek v čase kolísá a upozorňuje na spíše horší stav likvidity společnosti.

Rozvaha – pasiva:

- vlastní kapitál se pohybuje na slušné úrovni v rozmezí 45 – 50 % z celkových zdrojů a po propadu v roce 2001 vykazuje růstový trend,
- dlouhodobé závazky k ovládajícím a řídicím osobám jsou pravidelně spláceny a v roce 2004 vykazují zhruba pětinovou výši původní částky závazku (v roce 2004 jsou již vykázány mezi krátkodobými závazky),
- současně došlo k řádnému splacení dlouhodobých bankovních úvěrů a ustálení výše provozního krátkodobého bankovního úvěrového rámce,
- krátkodobé závazky z obchodního styku v čase rostly až na úroveň cca 20% celkového kapitálu v roce 2004, tento trend je podložen nárůstem doby obratu závazků viz (Tab. 7) část – ukazatele aktivity.

Výkaz zisků a ztrát:

- stěžejní oblastí výnosů společnosti jsou výkony (zpracování kovových odpadů) pohybující se na úrovni 70% celkových výnosů, na zbylých 30% se valnou většinou podílí tržby z prodeje zboží (obchod s již zpracovaným kovovým odpadem), jejichž podíl na tržbách vykazuje rostoucí trend,
- obchodní marže pod tlakem konkurence v čase mírně klesá,
- přidaná hodnota stagnuje a nevykazuje jasný trend, její oscilace se však udržuje na slušné úrovni,
- osobní náklady klesají, což je zapříčiněno poklesem stavu zaměstnanců, ale tempo poklesu je snižováno narovnáváním výše průměrných mezd na republikový průměr,

- nákladové úroky klesají jednak v důsledku splácení úročeného cizího kapitálu a jednak z důvodu poklesu úrokových sazeb,
- výnosy z dlouhodobého finančního majetku mají spíše ojedinělý charakter, považují je však za součást korigovaného provozního výsledku hospodaření z důvodu provozního propojení dceřiných společností se společností ALFA s.r.o.,
- provozní výsledek hospodaření i celkový výsledek hospodaření vykazují v posledních letech skokový nárůst, v průběhu sledovaných období neklesl celkový výsledek hospodaření do ztráty.

3.4.2 Analýza poměrových ukazatelů

V následujícím textu se pokusím interpretovat hodnoty poměrových ukazatelů uspořádaných podle jednotlivých skupin v tabulce (Tab. 7).

Společnost ALFA s.r.o. má nízké ukazatele likvidity, především v důsledku relativně nízkého stavu peněžních prostředků a pohledávek. Negativním průvodním znakem nízké likvidity je záporná hodnota pracovního kapitálu. Ukazatele likvidity v čase narůstají, jejich hodnoty by však měly být podstatně vyšší. Náhlý pokles v roce 2004 je dán přeražením dlouhodobých závazků k mateřské společnosti mezi krátkodobé závazky.

Ukazatele zadluženosti a stability podniku vykazují hodnoty odpovídající typu podniku a odvětví. Podnik stabilně snižuje zadluženost, což je zřetelné z ukazatele úrokového zatížení (působí také pokles úrokových sazeb), v důsledku toho roste i ukazatel úrokového krytí, který je v současnosti na vysoké úrovni (8,05).

Ukazatele rentability vykazují v čase stabilní nárůst a v posledních letech dosahují, vzhledem k odvětví, zajímavých hodnot.

Ukazatele aktivity vykazují pozitivní trend u zásob, kde dochází k postupnému snižování doby obratu a u krátkodobých závazků, kde je naopak stabilní trend nárůstu doby obratu, což je finančně výhodné. Doba obratu krátkodobých pohledávek postupně stoupá, pozitivní pokles vykazuje až v roce 2004.

Grafické znázornění hodnot dosažených finanční analýzou je obsaženo v příloze (P II) v grafech (Graf 2: FA – struktura aktiv 2004, Graf 3: FA – struktura aktiv v čase, Graf 4: FA – struktura vlastního a cizího kapitálu 2004, Graf 5: FA - struktura pasiv v čase, Graf 6:

FA – ukazatele likvidity, Graf 7: FA – ukazatele zadluženosti, Graf 8: FA – rentabilita, Graf 9: FA - obratovost).

Tab. 7: Finanční analýza – poměrové ukazatele

Finanční analýza		k 31.12.					
Ukazatel		1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ukazatele likvidity							
likvidita I. stupně (peněžní likv.)	v %	1,25	0,25	1,21	3,58	5,23	1,06
likvidita II. stupně	v %	61,65	81,27	67,59	71,97	83,82	76,81
likvidita III. stupně	v %	80,16	97,89	81,34	87,74	96,88	90,07
Ukazatele rentability							
Rentabilita celkového kapitálu - ROA (po zdaň.)	v %	2,84	5,85	3,03	2,96	5,56	7,48
Rentabilita vlastního kapitálu - ROE	v %	1,33	8,96	1,82	2,34	8,77	13,41
Rentabilita dl. invest. kapitálu - ROCE	v %	5,43	11,35	5,90	5,59	10,00	15,00
Pyramidový rozklad rentability (DuPont)							
Zisková marže - zohledněny vypl. úroky	v %	1,77	2,58	1,30	1,51	2,92	2,76
Obratovost celkových aktiv	obráť .	1,60	2,27	2,32	1,96	1,90	2,71
Finanční páka		1,92	2,18	2,22	2,10	1,94	2,05
Provozní míra zisku	v %	2,34	3,52	2,18	2,11	4,68	4,12
Nákladovost		1,00	0,98	1,00	0,99	0,98	0,98
Ukazatele aktivity (obratovosti)							
Obratovost zásob	obráť .	17,96	20,73	26,25	19,33	32,63	39,77
Obratovost pohledávek	dny	41,56	43,36	39,36	49,45	59,00	40,49
Obratovost závazků	dny	18,17	17,47	13,28	15,27	22,83	25,60
Obratovost DHM	obráť .	3,26	6,22	5,82	5,46	5,66	8,10
Ukazatele zadluženosti							
Ukazatel věřitelského rizika	v %	46,90	53,28	53,66	50,15	48,27	51,15
Koeficient samofinancování	v %	52,19	45,85	45,06	47,52	51,56	48,78
Úrokové krytí		1,21	3,00	1,30	1,60	5,66	8,05
Úrokové zatížení	v %	82,55	37,98	79,57	70,62	24,95	16,57
Ostatní ukazatele							
Meziroční index růstu / poklesu tržeb		-	180,75	91,96	79,18	77,42	159,61
Mzdová produktivita		23,73	40,74	41,16	34,34	32,52	44,09
Pracovní kapitál (v tis. Kč)		-61 367	-8 200	-62 336	-41 930	8 103	-24 567

3.4.3 Hodnocení finančního zdraví podniku

Jediným výraznějším rizikem podniku je poměrně nízká likvidita. V minulosti k problémům se splácením závazků společnosti nedocházelo a ve prospěch podniku také hovoří silné zázemí nadnárodní mateřské společnosti, ale do budoucna by se měla likvidita zvýšit. Za dodržení tohoto předpokladu není na základě dosavadních výsledků neomezené trvání podniku ohroženo.

3.5 Prognóza vývoje společnosti (finanční plán)

Výsledkem strategické i finanční analýzy je předpoklad neomezeného trvání společnosti ALFA s.r.o. Za tohoto předpokladu je potřebné pro další ocenění namodelovat budoucí vývoj hospodaření společnosti, tedy finanční plán. Finanční plán sestavím do podoby účetních výkazů (rozvaha, výsledovka, cash flow) postupným generováním hlavních položek jednotlivých výkazů.

3.5.1 Generování hodnot výkazu zisků a ztrát

Při generování hodnot postupuji podle uspořádání položek ve výkazech. Prvními základními položkami jsou tržby a výkony, jejich predikci jsem se již zabýval v kapitole 3.3 Strategická analýza. Tato predikce tržeb a výkonů je převzata do výkazů z tabulky (Tab. 10). Očekávám průměrný meziroční růst tržeb společnosti ALFA s.r.o. na úrovni 3,11%, respektive 3,02% (po zakalkulování ostatních provozních výnosů).

Nárůst nákladů na prodané zboží a výkonové spotřeby plánuji v kladné korelaci s tempem růstu celkových tržeb. Průměrné meziroční tempo růstu nákladů na prodané zboží a výkonové spotřeby je cca o 0,3% vyšší než u celkových tržeb, je předpokládán mírný postupný nárůst cen vykupovaných surovin a mírné snižování obchodní marže a přidané hodnoty z důvodu tlaku konkurenčního prostředí. Výše uvedený model vývoje je uspořádán v tabulce (Tab. 13) a převzat do příslušných položek výkazu zisků a ztrát. V téže tabulce generuji hodnoty osobních nákladů, které vychází z trendu předchozích let, zvyšování efektivity práce (snižování počtu zaměstnanců) a narovnávání průměrných hrubých mezd na celorepublikový průměr. Po konzultaci s managementem a personalistou společnosti uvažuji v prvních letech plánu konstantní množství pracovníků na úrovni 200 lidí, v roce 2007 pokles pod tuto hranici.

Generováním výše odpisů se budu zabývat v kapitole 3.5.2, do výkazu zisků a ztrát jsou přebírány hodnoty z tabulky (Tab. 15).

Ostatní položky provozního charakteru jsem namodeloval v součinnosti s odborníky společnosti, v závislosti k minulému vývoji a výši jednotlivých položek plynoucích z provozu podniku. Část ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady obsahuje operace při prodeji pohledávek za hůře placíci zákazníky. V minulosti měl odprodej

pohledávek značný objem. Se zlepšující se situací obchodních partnerů existuje předpoklad snižování těchto operací.

Pro přesnější vyjádření skutečného provozního výsledku a především pro účely budoucího výnosového ocenění se v tabulce (Tab. 10) zabývám kategorií korigovaný provozní výsledek hospodaření uváděnou prof. Maříkem v publikaci [8]. Je vhodné podotknout, že se jedná o provozní hospodářský výsledek očištěný o odpisy, výnosy z prodeje dlouhodobého majetku a navýšený o výnosy z dlouhodobého finančního majetku. DFM považuji z pohledu společnosti ALFA s.r.o. za provozní, jelikož se jedná o dceřině společnosti provozně propojené a plnící specifické úlohy provozu zpracování kovového odpadu a barevných kovů. Tempo růstu korigovaného provozního výsledku postupně klesá, udržuje se však na poměrně slušné úrovni.

Položka finanční části výkazu výnosy z dlouhodobého finančního majetku je odhadnuta na základě konzultace s managementem podniku a na základě dostupných informací výsledků hospodaření dceřiných společností.

Nákladové úroky jsou vyvozeny z potřeby stálého krátkodobého provozního úvěrového rámce vykázaného v rozvaze.

Výsledky hospodaření vykazují stabilní růst.

Tab. 8: FP – Výkaz zisků a ztrát

(v tis. Kč) K 31.12.

a	TEXT B	c	2005	2006	2007	2008	2009
I.	Tržby za prodej zboží	01	727 121	752 570	778 910	806 172	834 388
A.	Náklady vynaložené na prod zboží	02	684 959	708 932	733 745	759 426	787 221
+	Obchodní marže	03	42 162	43 637	45 165	46 745	47 167
II.	Výkony	04	1 815 043	1 878 570	1 944 320	2 012 371	2 082 804
B.	Výkonová spotřeba	08	1 637 846	1 698 447	1 761 289	1 826 457	1 894 036
+	Přidaná hodnota	11	177 197	180 123	183 030	185 914	188 768
C.	Osobní náklady	12	82 800	84 456	83 959	87 188	87 188
D.	Daně a poplatky	17	5 500	6 000	6 500	7 000	7 500
E.	Odpisy DNaHM	18	27 346	32 750	38 166	42 991	30 335
	Výsledek z prodeje DM	19	7 000	15 000	15 000	15 000	15 000
G.	Změna stavu rezerv a OP v provoz.	25	761	166	1 390	1 219	1 481
	Ostatní provozní výnosy	26	25 000	22 000	20 000	18 000	15 000
	Ostatní provozní náklady	27	29 000	29 000	24 000	18 000	24 000
*	Provozní výsledek hospodaření	30	105 951	108 389	109 180	109 260	115 430
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	31					
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32					
VII.	Výnosy z DFM	33	4 000	10 000	15 000	20 000	20 000

X.	Výnosové úroky	42	500	500	500	500	500
N.	Nákladové úroky	43	12 500	12 500	12 500	12 500	12 500
O.	Ostatní finanční náklady	45	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
*	VH z fin. Operací / Fin. Výsl. hosp.	48	-13 000	-7 000	-2 000	3 000	3 000
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	49	24 167	24 333	25 723	26 942	28 423
***	VH za účetní období	60	68 784	77 055	81 457	85 318	90 007
	VH před zdaněním	61	92 951	101 389	107 180	112 260	118 430

3.5.2 Generování hodnot rozvahy

Aktiva společnosti jsou prezentována dlouhodobým a majetkem a oběžnými aktivy ve vzájemném poměru podílu na celkových aktivech ve výši 53% k 47% v roce 2004 až po 35% k 65% v roce 2009. Dlouhodobý majetek generují při zvážení následujících základních parametrů (*Tab. 15*):

- vývoj dlouhodobého majetku v minulosti má negativní korelaci k růstu tržeb,
- managementem plánované investice směřují k zefektivnění provozů,
- v rámci průběžné restrukturalizace je plánován postupný odprodej některého provozního majetku,
- nedokončené investice z posledního roku jsou zahrnuty do přírůstku celkových investic následujícího roku (to samozřejmě pozitivně ovlivní cash flow roku 2005, kde jsou o výši nedokončených investic poníženy výdaje na nové investice, jelikož tyto byly vydány již v roce 2004).

Při konstrukci položek oběžných aktiv (též položek pracovního kapitálu) (*Tab. 14*) vycházím z charakteru odvětví a vývoje obratovosti zásob, pohledávek a závazků a samozřejmě také krátkodobého finančního majetku, který má vazbu na výkaz cash flow. Stejným způsobem modeluji vývoj krátkodobých závazků.

Položky pasivní strany rozvahy konstruuji na základě stejného principu jako aktivní stranu. Většina položek již byla uvedena z výše uvedeného textu, nebo je zde jasná vazba na konstrukci výkazu jako takového.

Tab. 9: FP - Rozvaha

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU**Úč POD 1 - 01**

(v tis. Kč)

K 31.12.

AKTIVA							
a	B	c	2005	2006	2007	2008	2009
	AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+28+55)	001	993 147	1 029 783	1 063 315	1 095 817	1 129 666
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04+13+22)	003	529 350	532 100	529 434	521 942	517 107
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05-12)	004	1 208	979	625	750	750
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	013	327 246	330 225	327 912	320 296	315 461
B. II.1.	Pozemky	014	13 567	13 567	13 567	13 567	13 567
2.	Stavby	015	260 388	266 131	271 582	276 729	271 894
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věci	016	53 291	50 527	42 764	30 000	30 000
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023	200 896	200 896	200 896	200 896	200 896
B. III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	200 366	200 366	200 366	200 366	200 366
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	026	530	530	530	530	530
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+47+57)	031	461 296	495 182	531 379	571 372	610 057
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	032	63 300	65 420	67 641	69 942	72 301
C. I.1.	Materiál	033	61 000	62 000	62 500	64 500	65 800
5.	Zboží	037	2 300	3 420	5 141	5 442	6 501
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	039	210				
C. III.	Krátkodobé pohledávky	048	369 250	381 616	394 574	407 996	421 754
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	058	28 536	48 146	69 164	93 434	116 003
D. I.	Časové rozlišení	063	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
	PASIVA CELKEM	067	993 147	1 029 783	1 063 315	1 095 817	1 129 666
A.	Vlastní kapitál	068	504 637	534 692	560 149	583 467	607 474
A. I.	Základní kapitál	069	298 479	298 479	298 479	298 479	298 479
A. II.	Kapitálové fondy	073	90	90	90	90	90
A. III.	Rezervní f.,nedělitelný f. a ost. F. ze zisku	078	34 805	34 805	34 805	34 805	34 805
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	081	102 479	124 263	145 318	164 775	184 093
A. V.	VH běžného účetního období	084	68 784	77 055	81 457	85 318	90 007
B.	Cizí zdroje	085	487 810	494 391	502 466	511 650	521 492
B. I.	Rezervy (na DPPO)	086	24 167	24 333	25 723	26 942	28 423
B. II.	Dlouhodobé závazky	091	10 000	9 000	8 000	8 000	8 000
	Odložený daňový závazek		10 000	9 000	8 000	8 000	8 000
B. III.	Krátkodobé závazky	101	203 643	211 058	218 743	226 708	235 069
1.	Závazky z obchodních vztahů	102	198 793	205 958	213 393	221 108	229 469
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	103	0	0	0	0	0
3.	Závazky - podstatný vliv	104	0	0	0	0	0
4.	Závazky k zaměstnancům	106	2 700	2 800	2 900	3 000	3 000
5.	Závazky ze SP a ZP	107	1 600	1 700	1 800	1 900	1 900
6.	Stát - daňové závazky a dotace	108	550	600	650	700	700
7.	Jiné závazky	112					
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	113	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	114					
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	115	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
C. I.	Časové rozlišení	117	700	700	700	700	700

Tab. 10: Predikce tržeb společnosti ALFA s.r.o.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby za prodej zboží	214 486	429 642	390 419	373 499	454 702	702 532	727 121	752 570	778 910	806 172	834 388
Výkony	853 170	1 121 914	1 102 733	1 019 914	1 088 297	1 800 638	1 815 043	1 878 570	1 944 320	2 012 371	2 082 804
Ostatní provozní výnosy	137 781	652 076	532 467	186 282	20 067	24 353	25 000	22 000	20 000	18 000	15 000
Tržby celkem	1 205 437	2 203 632	2 025 619	1 579 695	1 563 066	2 527 523	2 567 164	2 653 139	2 743 229	2 836 542	2 932 191
Tempo růstu tržeb	-	82,81%	-8,08%	-22,01%	-1,05%	61,70%	1,57%	3,35%	3,40%	3,40%	3,37%
Průměrné tempo růstu tržeb	-	22,67%					3,02%				

Tab. 11: Predikce mzdových nákladů

Osobní náklady	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Podíl na tržbách	6,83%	4,86%	4,61%	4,71%	4,40%	3,26%	3,23%	3,18%	3,06%	3,07%	2,97%
Kč za období v tis.	72 885	75 337	68 862	65 622	67 934	81 608	82 800	84 456	83 959	87 188	87 188
Tempo růstu / poklesu osobních nákladů		3,36%	-8,59%	-4,71%	3,52%	20,13%	1,46%	2,00%	-0,59%	3,85%	0,00%
Průměrné tempo růstu osobních nákladů		2,74%					1,34%				
Mzdové náklady											
Kč za období v tis.	52 938	54 672	49 791	47 347	48 696	58 643	60 000	61 200	60 840	63 180	63 180
Průměrný počet pracovníků (osoby)	332	282	269	232	211	208	200	200	195	195	195
Produktivita práce z tržeb na zam-ce. /rok	3 216	5 502	5 551	6 006	7 313	12 034	12 711	13 156	13 965	14 454	14 960
Průměrná mzda na zaměstnance	13	16	15	17	19	23	25	26	26	27	27

Tab. 12: FP – Provozní zisková marže

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Provozní výsledek hospodaření	29 064	77 873	44 378	33 590	73 870	105 113					
Vyloučení rozdílu nákl. a výn. z prov. Nepotřebných aktiv	-33 922	-47 924	-45 489	-37 940	-34 012	-28 592					
Navýšení o rozdíl výn. a nákl. z prov. potřebných f. aktiv	900	0	816	0	0	4 271					
Korigovaný prov. Výsl. hospodaření před odpisy a daněmi (KPV)	63 886	125 797	90 683	71 530	107 882	137 976	130 297	136 138	147 346	157 252	150 765
Provozní zisková marže PZM	5,30%	5,71%	4,48%	4,53%	6,90%	5,46%	5,08%	5,13%	5,37%	5,54%	5,14%
Tempo růstu / poklesu KPV		96,91%	-27,91%	-21,12%	50,82%	27,90%	-5,57%	4,48%	8,23%	6,72%	-4,12%
Průměrné tempo růstu KPV		25,32%					1,95%				
Provozní zisková marže po odpisech a dani		2,38%	1,44%	1,38%	3,13%	3,02%	2,97%	2,96%	3,02%	3,06%	3,12%

Tab. 13: FP – Analýza vnitřních faktorů provozní ziskové marže

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Obchodní marže (% z tržeb)	10,10%	9,14%	10,12%	8,19%	5,84%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,65%
Přidaná hodnota	15,22%	18,95%	15,08%	14,98%	17,55%	13,17%	9,76%	9,59%	9,41%	9,24%	9,06%
Náklady vynal. na prod. zboží											
Podíl na tržbách za zb.	89,90%	90,86%	89,88%	91,81%	94,16%	94,20%	94,20%	94,20%	94,20%	94,20%	94,35%
Kč za období v tis.	192 826	390 356	350 928	342 896	428 161	661 796	684 959	708 932	733 745	759 426	787 221
Tempo růstu / poklesu KPV		102,44%	-10,10%	-2,29%	24,87%	54,57%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,66%
Průměrné tempo růstu výkonové spotřeby		33,90%					3,53%				
Výkonová spotřeba											
Podíl na výkonech	87,32%	84,55%	88,50%	88,02%	84,89%	89,09%	90,24%	90,41%	90,59%	90,76%	90,94%
Kč za období v tis.	745 004	948 574	975 908	897 719	923 847	1 604 159	1 637 846	1 698 447	1 761 289	1 826 457	1 894 036
Tempo růstu / poklesu výkonové spotřeby		27,32%	2,88%	-8,01%	2,91%	73,64%	2,10%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
Průměrné tempo růstu výkonové spotřeby		19,75%					3,38%				

Tab. 14: FP – Upravený pracovní kapitál

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Provozně nutná krátkodobá oběžná aktiva:	252 351	422 233	322 507	333 317	355 466	430 245	443 099	457 939	473 489	489 595	506 104
Zásoby	59 432	74 830	56 874	72 098	47 283	62 938	63 300	65 420	67 641	69 942	72 301
Doba obratu z tržeb (ve dnech)	20,3	17,6	13,9	18,9	11,2	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Krátkodobé pohledávky	188 996	346 308	260 817	247 596	288 968	362 216	369 250	381 616	394 574	407 996	421 754
Doba obratu z tržeb (ve dnech)	64,6	81,5	63,8	64,9	68,4	52,8	52,5	52,5	52,5	52,5	52,5
Krátkodobý finanční majetek (peněžní prostředky)	3 923	1 095	4 816	13 623	19 215	5 091	10 550	10 903	11 274	11 657	12 050
Doba obratu z tržeb (ve dnech)	1,3	0,3	1,2	3,6	4,5	0,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Krátkodobé závazky (neúročené)	70 843	116 557	78 245	70 491	104 916	198 975	203 643	211 058	218 743	226 708	235 069
Doba obratu z tržeb (ve dnech)	27,6	31,8	21,5	20,7	28,3	32,1	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0
Upravený pracovní kapitál WC	181 508	305 676	244 262	262 826	250 550	231 270	239 456	246 881	254 746	262 887	271 035

Tab. 15: FP – Dlouhodobý majetek

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009
Dlouhodobý majetek celkem Brutto investice	-	95 443	8 194	6 868	31 683	43 452	90 001	40 500	40 500	40 500	30 500
Dlouhodobý majetek celkem Netto investice	-	45 758	-40 125	-33 138	-5 214	11 658	62 655	7 750	2 334	-2 491	165
Investiční náročnost růstu tržeb	-	-16,05%					-16,30%				

Nehmotný majetek - Nové investice							1	500	500	500	500
pořizovací hodnota							1	501	1 001	1 501	2 001
odpisy (1/4 z pořizovací hodnoty)							0	125	250	375	500
zůstatková hodnota							1	376	625	750	750
Odpis původního DM							604	604	604	0	0
Zůstatková cena původního DM							1 207	604	0	0	0
Odpis DM celkem							604	729	854	375	500

Zůstatková cena DM	2 448	1 385	405	202	1 596	1 811	1 208	979	625	750	750
Stavby - Nové investice							70 000	20 000	20 000	20 000	10 000
pořizovací hodnota							70 000	90 000	110 000	130 000	140 000
odpisy (1/30 z pořizovací hodnoty)							2 333	3 000	3 667	4 333	4 667
zůstatková hodnota							67 667	84 667	101 000	116 667	122 000
ÚBYTKY (prodej)							15 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Odpis původního DM							6 646	6 257	5 882	5 519	5 169
Zůstatková cena původního DM							192 721	181 464	170 582	160 063	149 894
Odpis DM celkem							8 979	9 257	9 549	9 853	9 835
Zůstatková cena DM	250 838	243 358	233 495	219 612	217 506	214 367	260 388	266 131	271 582	276 729	271 894
Samostatné movité věci - Nové investice							20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
pořizovací hodnota							20 000	40 000	60 000	80 000	100 000
odpisy (1/4 z pořizovací hodnoty)							5 000	10 000	15 000	20 000	20 000
zůstatková hodnota							15 000	25 000	30 000	30 000	30 000
ÚBYTKY (prodej)							0	0	0	0	0
Odpis původního DM							12 764	12 764	12 764	12 764	0
Zůstatková cena původního DM							38 291	25 527	12 764	0	0
Odpis DM celkem							17 764	22 764	27 764	32 764	20 000
Zůstatková cena DM	118 719	95 086	70 750	52 417	46 353	51 054	53 291	50 527	42 764	30 000	30 000
Pozemky - Investice do pozemků											
Prodej pozemků							0	0	0	0	0
Pozemky - zůstatková hodnota	12 832	12 703	11 858	11 552	12 979	13 567	13 567	13 567	13 567	13 567	13 567
Celkem											
Odpisy	35 940	49 685	48 319	40 006	36 897	31 793	27 346	32 750	38 166	42 991	30 335
Zůstatková hodnota (bez DFM)	387 836	359 429	352 729	298 014	281 361	321 058	314 887	317 637	314 971	307 479	302 644

3.5.3 Cash Flow

Do výkazu se promítají jednotlivé položky rozvahy a výsledovky, podle standardní konstrukce tohoto výkazu. Pouze zdůrazním fakt již uvedený v předchozí kapitole, že položka B.1 výdaje spojené s nabytím stálých aktiv je v roce 2005 (Tab. 16) oproti brutto investicím uvedeným v tabulce (Tab. 15) ponížena o nedokončené investice do dlouhodobého majetku z roku 2004 (tj. položka B.II.7 (Tab. 36)).

Současně je průběžně v čase plánováno vyplácení dividend ve výši upraveného výsledku hospodaření pro analytickou metodu kapitalizovaných zisků (je ponechávána finanční rezerva).

Tab. 16: FP – Cash-flow

ozn.	Položka	2005	2006	2007	2008	2009
P.	Stav peň. prostředků peň. ekvivalentů na začátku účetního období	5 091	28 536	48 146	69 164	93 434
	Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)					
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním (bez 591-596)	92 951	101 389	107 180	112 260	118 430
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	29 107	19 916	21 556	21 210	8 816
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv(+)	27 346	32 750	38 166	42 991	30 335
A.1.2.	Změna stavu opravných položek, rezerv	761	166	1 390	1 219	1 481
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv (-/+)	-7 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku (-)	-4 000	-10 000	-15 000	-20 000	-20 000
A.1.5.	Vyúčtované nákladové (+) a výnosové (-) úroky	12 000	12 000	12 000	12 000	12 000
A.1.6.	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace					
A.*	Čistý peň. tok z provozní činn. po zdaň., změnami PK a mimoř. pol.	122 058	121 304	128 736	133 471	127 246
A.2.	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-3 254	-7 028	-8 885	-8 977	-9 235
A.2.1.	Změna stavu pohl. z provozní činn., A účtů čas. rozl. a dohad. účtů A	-6 893	-12 156	-12 958	-13 422	-13 758
A.2.2.	Změna stavu kr. záv. z provoz. činn., P účtů čas. rozl. a dohad. účtů P	4 001	7 249	6 295	6 746	6 881
A.2.3.	Změna stavu zásob (+/-)	-362	-2 120	-2 221	-2 301	-2 358
A.2.4.	Změna stavu krát. fin. majetku nespádajícího do peněž. prostř.a ekviv.					
A.**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimoř. pol.	118 804	114 277	119 851	124 494	118 011
A.3.	Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-12 500	-12 500	-12 500	-12 500	-12 500
A.4.	Přijaté úroky (+)	500	500	500	500	500
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky	-23 516	-24 167	-24 333	-25 723	-26 942
A.6.	Příjmy a výdaje z mimořádné činnosti, včetně zaplacené daně					
A.7.	Přijaté dividendy a podíly na zisku (+)	4 000	10 000	15 000	20 000	20 000
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	87 288	88 109	98 518	106 770	99 068
	Peněžní toky z investiční činnosti					
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-49 751	-40 500	-40 500	-40 500	-30 500
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	22 000	20 000	20 000	20 000	20 000
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám					
B.***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-27 751	-20 500	-20 500	-20 500	-10 500
	Peněžní toky z finančních činností					

C.1.	Dopady změn dlouhodobých (krátk.) závazků na peň. prostř. a ekviv.	-6 092	-1 000	-1 000	0	0
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-30 000	-47 000	-56 000	-62 000	-66 000
C.2.1.	Zvýšení peněžních prostředků - zvýšení zákl. kapitálu, zálohy					
C.2.2.	Vyplacení podílu na vlastním kapitálu společníkům (-)					
C.2.3.	Další vklady peň. prostředků společníků a akcionářů (+)					
C.2.4.	Úhrada ztráty společníky (+)					
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů (-)					
C.2.6.	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené sráž. Daně	-30 000	-47 000	-56 000	-62 000	-66 000
C.***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-36 092	-48 000	-57 000	-62 000	-66 000
F.	Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	23 445	19 609	21 018	24 270	22 568
R.	Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na konci období cash	28 536	48 146	69 164	93 434	116 003

v tis. Kč

3.5.4 Analýza finančního plánu

Finanční analýza finančního plánu na období 2005 až 2009 nám poslouží pro kontrolu trendů namodelovaného vývoje. Z analýzy (Tab. 17) plynou tyto zásadní poznatky:

- postupný nárůst likvidity naplňuje podmínku trvání podniku položenou v závěru finanční analýzy,
- poměrně stabilní vývoj ukazatelů rentability,
- doba obratu pohledávek je modelována v konstantní výši
- nárůst doby obratu závazků v roce 2005 a jeho další udržení úrovně směřuje k vylepšení likvidity a snížení rozdílu mezi dobou obratu pohledávek a závazků,
- pokračuje trend poklesu celkové zadluženosti, nárůstu podílu vlastního kapitálu, což se promítá do vysokého koeficientu úrokového krytí a klesajícího úrokového zatížení,
- pozitivní situaci vykazují též kladné hodnoty pracovního kapitálu.

Tab. 17: FP –finanční analýza, poměrové ukazatele

Ukazatel		2005	2006	2007	2008	2009
Ukazatele likvidity						
likvidita I. stupně (peněžní likv.)	v %	7,61	13,48	19,45	26,10	32,16
likvidita II. stupně	v %	89,01	96,25	103,63	111,69	119,11
likvidita III. stupně	v %	103,01	110,44	118,06	126,36	134,01
Ukazatele rentability						
Rentabilita celkového kapitálu - ROA	v %	7,81	8,29	8,38	8,41	8,51
Rentabilita vlastního kapitálu - ROE	v %	13,47	14,04	13,99	13,88	13,90
Rentabilita dl. invest. kapitálu - ROCE	v %	14,99	15,52	15,41	15,23	15,18
Pyramidový rozklad rentability (DuPont)						
Zisková marže - zohledněny vypl. úroky	v %	3,06	3,26	3,30	3,32	3,37
Obratovost celkových aktiv	obráť.	2,56	2,55	2,54	2,53	2,52
Finanční páka		1,96	1,90	1,86	1,83	1,81
Provozní míra zisku	v %	4,12	4,06	3,96	3,83	3,92
Ukazatele aktivity (obratovosti)						
Obratovost zásob	obráť.	40,16	40,22	40,26	40,30	40,35
Obratovost pohledávek	dny	53,02	52,94	52,89	52,84	52,77
Obratovost závazků	dny	31,24	31,23	31,22	31,21	31,24
Ukazatele zadluženosti						
Ukazatel věřitelského rizika	v %	48,82	47,37	46,30	45,41	44,58
Koeficient samofinancování	v %	51,11	52,57	53,64	54,53	55,36
Úrokové krytí		8,44	9,11	9,57	9,98	10,47
Úrokové zatížení	v %	15,38	13,96	13,30	12,78	12,19
Ostatní ukazatele						
Meziroční index růstu / poklesu tržeb		101,57	103,35	103,40	103,40	103,37
Pracovní kapitál (v tis. Kč)		15 243	49 924	86 437	127 465	166 788

3.6 Dílčí závěr analytické části

V předchozích podkapitolách se mi, dle mého názoru, i přes nesnáze plynoucí z nedostatku dostupných informací podařilo analyzovat společnost ALFA s.r.o. z pohledu managementu, makroekonomických a podnikových úhlů pohledu. Výstupem podrobného zkoumání je konstatování že společnost naplňuje předpoklad neomezeného trvání (going concern) s je tedy možné aplikovat výnosové modely ocenění.

3.7 Výběr metody

Společnost ALFA, s.r.o. je stabilizovaný podnik s pevnou majetkovou a vlastnickou strukturou. Společnost má víceletou transparentní ekonomickou historii a stabilizovanou ekonomickou strukturu. Podnik se již nenachází na počátku firemního rozvojového cyklu. Je kvalifikovaně vlastnický a manažersky řízena. Vzhledem k charakteru výroby má i do budoucnosti relativně stabilní odbytové zajištění.

Volba prioritní metody postupu zjišťování hledané tržní hodnoty podniku vychází z účelu, pro který se ocenění provádí. V daném případě je ocenění prováděno za účelem stanovení tržní hodnoty minoritního obchodního podílu na společnosti.

V návaznosti na obecné zásady oceňování by měla být hledaná tržní hodnota majetku vyčíslena na bázi investičního principu, kdy libovolný investor investuje svůj kapitál pouze v takové výši, která je ekonomicky opodstatněná a zaručuje návratnost investovaných finančních prostředků s požadovanou mírou výnosnosti. Proto jsem se rozhodl majetek ocenit s pomocí výnosových metod.

Aplikace majetkových metod považuji v dané situaci a vzhledem k účelu ocenění za neadekvátní, jelikož podnik se nachází v chodu, vykazuje kladné výsledky hospodaření a k datu ocenění neexistuje předpoklad likvidace podniku. Pro metody tržního porovnání nejsou dostupné srovnatelné transakce.

Při ocenění jsou aplikovány tři výnosové metody:

Metoda diskontovaného čistého cash flow – varianta FCFF (Free Cash Flow to Firm)

Metoda kapitalizovaných zisků – paušální metoda

Metoda kapitalizovaných zisků – analytická metoda

4 STANOVENÍ TRŽNÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI ALFA S.R.O.

Ted' když již známe odpověď na otázku neomezeného trvání podniku, máme konkrétní představu vývoje pro nejbližších několik období a zvolili jsme metody ocenění můžeme stanovit tržní hodnotu podniku.

4.1 Ocenění metodou účetní hodnoty

Metoda účetní hodnoty je brána pouze jako orientační a doplňující údaj ocenění, vzhledem k charakteru hodnoty vlastního kapitálu, brané z výkazů k datu ocenění. Především u dlouhodobého majetku dochází k nemalému zkreslení vzhledem k vykazování v historických cenách. Skutečné tržní ocenění se tak od metody účetní hodnoty může značně lišit.

Tab. 18: Ocenění metodou účetní hodnoty

	Obchodní podíl	v tis. Kč
Vlastní kapitál k datu ocenění celkem	100%	465 861
ALFONZ AG	85%	395 982
Beta, a.s.	15%	69 879

Hodnota obchodního podílu společnosti Beta, a.s. je metodou účetní hodnoty stanovena na **69.879.000,- Kč.**

4.2 Stanovení diskontní míry

Pro propočet zvolených výnosových metod ocenění je jako diskontní míra nejvhodnější míra dopočtená metodou průměrných vážených nákladů kapitálu WACC, nebo pouze diskontní míra ve výši nákladů vlastního kapitálu, pro metody kapitalizovaných zisků.

4.2.1 Náklady vlastního kapitálu – stavebnicová metoda

S přihlédnutím k nedostatečné efektivnosti českého kapitálového trhu, faktu, že akcie společnosti nejsou veřejně obchodovatelné jsem zvolil komplexní stavebnicovou metodu stanovení nákladů vlastního kapitálu popsanou prof. Maříkem v publikaci [8] str. 208.

Náklady vlastního kapitálu re můžeme vyjádřit jako funkci následujících rizik:

$$r_e = r_f + r_{or} + r_{fr} + r_l$$

- re náklady vlastního kapitálu
 rf bezriziková výnosová míra
 ror přírážka za obchodní riziko
 rfr přírážka za finanční riziko
 rl přírážka za nízkou likviditu

Při sestavení modelu stanovení re byly určeny jednotlivé hodnoty takto:

Bezriziková výnosová míra je stanovena jako průměr výnosnosti 10 a více letých státních dluhopisů ve výši 3,9 %.

Tab. 19: Bezriziková výnosová míra

ISIN	TŘÍDA	SPLATNOST	VÝNOS DO SPLATNOSTI
CZ 00010011143	A	IV.15	3,896%
CZ 0001000749	A	I.16	3,810%
CZ 0001000822	A	VIII.18	4,120%
PRŮMĚR			3,9%

Přirážky za obchodní riziko:

Tab. 20: Náklady vlastního kapitálu – riziko oboru

I. Rizika oboru	RP (=z . r _f /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,064%	1	1	1	0,064%
Přiměřené	0,170%	2	1	2	0,340%
Zvýšené	0,346%		1	0	0,000%
Vysoké	0,639%		1	0	0,000%
Součet		3		3	0,404%

Dlouhodobě mírně rostoucí obor, s mírnými technologickými změnami, nezávislý na hospodářském cyklu.

Tab. 21: Náklady vlastního kapitálu – rizika trhu

II. Rizika trhu	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,064%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,170%	3	1	3	0,510%
Zvýšené	0,346%	1	1	1	0,346%
Vysoké	0,639%		1	0	0,000%
Součet		4		4	0,856%

Prognózuji růst trhu konstantním tempem, možnosti expanze na zahraniční trhy.

Tab. 22: Náklady vlastního kapitálu – rizika z konkurence

III. Rizika z konkurence	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,064%	2	2	4	0,255%
Přiměřené	0,170%	3	2	6	1,020%
Zvýšené	0,346%	1	2	2	0,692%
Vysoké	0,639%		2	0	0,000%
Součet		6		12	1,967%

V oblasti cen, kvality výrobků je podnik srovnatelný s konkurencí, je vybudovaná distribuční síť, poměrně vysoká konkurence na nových trzích.

Tab. 23: Náklady vlastního kapitálu - management

IV. Management	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,064%	2	1	2	0,128%
Přiměřené	0,170%	1	1	1	0,170%
Zvýšené	0,346%		1	0	0,000%
Vysoké	0,639%		1	0	0,000%
Součet		3		3	0,298%

Dostatečně kvalifikované a dostupné lidské zdroje, jasná vize a strategie managementu.

Tab. 24: Náklady vlastního kapitálu – výrobní proces

V. Výrobní proces	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,064%	3	2	6	0,383%
Přiměřené	0,170%		2	0	0,000%
Zvýšené	0,346%		2	0	0,000%
Vysoké	0,639%	1	2	2	1,277%
Součet		4		8	1,660%

Zavedené fungující provozy, ale pozor na zpříšňující se ekologické normy.

Tab. 25: Náklady vlastního kapitálu – ostatní faktory

VI. Ostatní faktory	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,064%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,170%	1	1	1	0,170%
Zvýšené	0,346%	2	1	2	0,692%
Vysoké	0,639%		1	0	0,000%
Součet		3		3	0,862%

Pozitivní jev klesajících podílů fixních aktiv na celkových aktivech, nezřetelné bariéry vstupu do odvětví.

Přirážka za finanční riziko:

Tab. 26: Náklady vlastního kapitálu – finanční rizika

Finanční rizika	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,064%	1	1,3	1,3	0,083%
Přiměřené	0,170%	2	1,3	2,6	0,442%
Zvýšené	0,346%	1	1,3	1,3	0,450%
Vysoké	0,639%	2	1,3	2,6	1,661%
Součet		6		7,8	2,635%

Pozitivním trendem (nízké) je poměrně slušná hodnota úrokového krytí, za přiměřený považují poměr obratovosti pohledávek a závazků, dále uvažujeme poměr vlastního a cizího kapitálu a zápornou hodnotu pracovního kapitálu a nižší hodnotu likvidity.

Přirážka za likviditu již nebude započítávána. Nižší likvidnost obchodního podílu je zohledněna samostatně v závěrečné srážce za minoritní obchodní podíl.

Rekapitulace:

Tab. 27: Náklady vlastního kapitálu - rekapitulace

Bezriziková výnosová míra		3,9%
I. Rizika oboru	0,40%	
II. Rizika trhu	0,86%	
III. Rizika z konkurence	1,97%	
IV. Management	0,30%	
V. Výrobní proces	1,66%	
VI. Specifické faktory	0,86%	
Obchodní riziko		6,05%
Finanční riziko		2,64%
Riziková prémie celkem		8,68%
Prémie za nižší likviditu		0,00%
Náklady vlastního kapitálu		12,62%

4.2.2 Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitálu jsou stanoveny skutečnou výší úrokové míry placené z krátkodobého bankovního úvěru, který je považován za provozní kontokorent a to ve výši 4,85 % p.a.

4.2.3 WACC

Vážené průměrné náklady kapitálu jsou propočteny na základě vzorce uvedeného v obecné části posudku a poměru vlastního a cizího kapitálu propočteného iterací podílu účetních hodnot k 31.12.2004 takto:

Tab. 28: WACC

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	69,1%	12,6%	8,7%
Cizí kapitál po dani	30,9%	4,9%	1,5%
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)			10,2%

4.3 Ocenění metodou DCF - FCFF

Použití metody FCFF předpokládá aplikaci dat z finančního plánu v běžných cenách viz. kapitola 3.5 a použití diskontní míry ve výši WACC, tj. 10,2 %. Pro výpočet metody jsem využil dvoufázový model uvedený v kapitole 2.1.1.

Tab. 29: FCFF – I. fáze

				2005	2006	2007	2008	2009
Provozní výsledek hospodaření				105 951	108 389	109 180	109 260	115 430
Výsledek z prodeje DM a materiálu				-7 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
Výnosy z DFM (provozně propojené podniky)				4 000	10 000	15 000	20 000	20 000
Korigovaný provozní výsledek hospodaření				102 951	103 389	109 180	114 260	120 430
Upravená daň				26 767	24 813	26 203	27 422	28 903
Korigovaný provozní VH po dani				76 184	78 575	82 977	86 838	91 527
Odpisy				27 346	32 750	38 166	42 991	30 335
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)				761	166	1 390	1 219	1 481
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku				-49 751	-40 500	-40 500	-40 500	-30 500
Investice do provozně nutného prac. kapitálu				-8 186	-7 425	-7 865	-8 141	-8 148
FCFF				46 354	63 566	74 168	82 407	84 695
Odúročitel pro diskontní míru:		WACC	10,30%	0,9066	0,8220	0,7452	0,6756	0,6125
Diskontované FCFF k 31.12.2004				42 025	52 249	55 270	55 675	51 878
Současná hodnota I. fáze k 31.12.2004				257 097				

Při propočtu volných toků do firmy vycházím z provozního výsledku hospodaření, který očišťuji o neprovozní příjmy a výdaje (VH z prodeje dlouhodobého majetku) a naopak navyšuji o výnosy z DFM. Výnosy z DFM považuji za součást provozního výsledku z toho důvodu, že se jedná o dividendy z dceřiných společností, které jsou provozně propojené a jsou součástí jednoho funkčního celku.

Od korigovaného provozního výsledku jsou dále odpočteny investice do složek pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku (investice netto).

Tab. 30: FCFF – II. fáze (pokračující hodnota)

31. 12.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků:							
Provozně potřebný finanční majetek		10 550	10 903	11 274	11 657	12 050	
Provozně nepotřebný finanční majetek		23 986	51 242	79 890	112 777	143 953	

Provozně nutný investovaný kapitál:

Dlouhodobý majetek (včetně DFM)	521 954	529 350	532 100	529 434	521 942	517 107	
Upravený pracovní kapitál	227 847	241 256	248 681	256 546	264 687	272 835	
Investovaný kapitál celkem	749 801	770 606	780 781	785 980	786 630	802 362	818 409

Korigovaný provozní VH		102 951	103 389	109 180	114 260	120 430	
Korig. prov. VH po upravené dani	85 495	76 184	78 575	82 977	86 838	91 527	93 357
Tempo růstu (g)	2,0%						
Míra investic netto do DM a PK (g/rl)	17,19%						
Rentabilita investic netto (rl)	11,64%						

FCFF 2010	77 310	tis. Kč
Parametrický vzorec	931 446	tis. Kč
Gordonův vzorec	931 446	tis. Kč

Pro druhou fázi tzv. pokračující hodnotu jsem stanovil tempo růstu g ve výši 2 %. Vycházím z trendu vývoje Korigovaného provozního výsledku hospodaření, který v průměru dosahuje hodnoty 1,4 %, je však potřeba uvážit výkyv hodnoty v roce 2004⁴. Hodnota vypočtená Parametrickým a Gordonovým vzorcem je k datu 31.12.2009, je nutné je ještě diskontovat na současnou hodnotu.

Tab. 31: FCFF – souhrnné ocenění

Současná hodnota 1. fáze	257 097	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	570 532	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	827 629	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	255 837	tis. Kč
Provozní hodnota netto	571 792	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	571 792	tis. Kč
ALFONZ AG	85%	486 023 tis. Kč
Beta, a.s.	15%	85 769 tis. Kč

Tržní hodnota obchodního podílu společnosti Beta, a.s. k 31.12.2004 je metodou DCF-FCFF vypočtena ve výši **85.769.000,- Kč.**

⁴ Ten po konzultaci s managementem a zvážení všech známých faktů považuji za mimořádný – z těchto důvodů další vývoj od roku 2005 začíná nižšími hodnotami.

4.4 Ocenění paušální metodou kapitalizovaných zisků

Pro výpočet touto metodou jsou využita data uspořádaná v příloze (P I) této práce, tj. historická účetní data společnosti za období 1999-2004. Jako diskontní míra jsou použity náklady vlastního kapitálu ponížené o předpokládanou dlouhodobou inflaci ve výši 2 %.

Tab. 32: Paušální metoda kapitalizovaných zisků

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Výsledek hospodaření před zdaněním	5 473	49 350	8 588	13 302	58 341	87 501
(+) odpisy	35 940	49 685	48 319	40 006	36 897	31 793
(-) Finanční výnosy	-5 876	-1 116	-1 954	-279	-308	-4 530
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-9 011	-7 200	-8 932	-7 889	-11 338	-13 140
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	6 993	5 439	6 102	5 823	8 453	9 938
(-) Mimořádné výnosy	-1 628	-323	-1 116	-30 046	-3 663	-6 948
(+) Mimořádné náklady	756	765	1 202	27 645	4 380	51
Upravený výsl. hosp. UVH před odpisy	32 647	96 600	52 209	48 562	92 762	104 666
<i>Cenový index řetězový (inlace)</i>	<i>1,021</i>	<i>1,039</i>	<i>1,047</i>	<i>1,018</i>	<i>1,001</i>	<i>1,028</i>
<i>Cenový index bazický vztažený k roku 2004</i>	<i>0,878</i>	<i>0,912</i>	<i>0,955</i>	<i>0,972</i>	<i>0,973</i>	<i>1,000</i>
UVH upravený o inflaci	37 203	105 949	54 692	49 972	95 359	104 666
Váhy	15	10	20	10	20	25
UVH upravený o inflaci x váhy	558 048	1 059 495	1 093 831	499 717	1 907 187	2 616 648

Součet vah	100	
Součet UVH upraveného o inflaci x váhy	7 734 926	

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	77 349	
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	40 440	
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	36 909	
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	45 556	
Daň	11 845	26%
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	25 065	

Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00%	
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	10,62%	

Výnosová hodnota provozní		235 922
Neprovozní majetek k datu ocenění		0
Hodnota vlastního kapitálu		235 922
ALFONZ AG	85%	200 533
Beta, a.s.	15%	35 388

Tržní hodnota obchodního podílu společnosti Beta, a.s. k 31.12.2004 je paušální metodou kapitalizovaných zisků vypočtena ve výši **35.388.000,- Kč.**

4.5 Ocenění analytickou metodou kapitalizovaných zisků

Pro výpočet touto metodou jsou využita data z finančního plánu v běžných cenách viz. kapitola 3.5 a použití diskontní míry ve výši nákladů vlastního kapitálu, tj. 12,62 %.

Tab. 33: Analytická metoda kapitalizovaných zisků

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Výsledek hospodaření před zdaněním	87 501	92 951	101 389	107 180	112 260	118 430
(-) Investiční výdaje		-22 405	-7 750	-2 334	0	-165
(-) Investice do provozně nutného prac. kapitálu		-8 186	-7 425	-7 865	-8 141	-8 148
(-) Výsledek z prodeje DM		-7 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
(-) Výnosové úroky		-500	-500	-500	-500	-500
(-) Výnosy z prodeje FM		0	0	0	0	0
Upravený výsledek hospodaření UVH		54 860	70 713	81 481	88 619	94 618
Daň		24 167	24 333	25 723	26 942	28 423
UVH po dani		30 693	46 380	55 758	61 676	66 194
Odúročitel pro diskontní míru:		0,8879	0,7884	0,7000	0,6215	0,5519
Trvale odnímatelný čistý výnos		27 252	36 565	39 031	38 335	36 531
Současná hodnota I. fáze k 1.1.05	177 715					

Průměrný odnímatelný čistý výnos za 2005-2009	52 140
Hodnota II. fáze k 31.12.09	413 021

Současná hodnota I. fáze	177 715	
Současná hodnota II. fáze	227 937	
Výnosová hodnota provozní	405 651	
Neprovozní majetek k datu ocenění	0	
Hodnota vlastního kapitálu podle KZ - ananalytická m.	405 651	
ALFONZ AG	85%	344 804
Beta, a.s.	15%	60 848

Jednotlivé výsledky hospodaření před zdaněním, které slouží za východisko výpočtu, poníží o mimořádné výnosy a náklady a dále o investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku (investice netto). Posléze je nutné ještě hodnotu ponížit o daň uvedenou ve finančním plánu ve výkazu zisků a ztrát, jelikož výsledkem má být trvale odnímatelný čistý výnos⁵. Jako východisko pro pokračující hodnotu vypočtenou věčnou

⁵ Tzn. Taková suma, kterou si mohou vlastníci vyplátit aniž by byla ohrožena podstata podniku a předpoklad neomezeného trvání společnosti.

rentou jsem použil aritmetický průměr UVH po dani. Takto zvolená hodnota zohledňuje možnost výkyvů výše výsledků v budoucnosti.

Tržní hodnota obchodního podílu společnosti Beta, a.s. k 31.12.2004 je analytickou metodou kapitalizovaných zisků vypočtena ve výši **60.848.000,- Kč.**

4.6 Určení hodnoty obchodního podílu

Metodika závěrečného hodnocení nabízí dva základní pohledy. Za prvé možnost přidělení vah jednotlivým metodám a vypočíst tak finální hodnotu váženým aritmetickým průměrem dosažených dílčích hodnot jednotlivých metod, a nebo za druhé odůvodněně vybrat jednu metodu a její hodnotu zvolit jako hodnotu konečnou. Pro stanovení konečné tržní hodnoty obchodního podílu společnosti Beta, a.s. na podniku ALFA s.r.o. volím variantu druhou.

Paušální metoda kapitalizovaných zisků pracuje s historickými daty a vyjadřuje výnosový potenciál podniku k datu ocenění. Považuji hodnotu dosaženou touto metodou za dolní mez ocenění společnosti.

Analytická metoda kapitalizovaných zisků nepracuje při výpočtu pokračující hodnoty s tempem růstu, dosahujeme tak nižších hodnot. Směřuje spíše ke střízlivějšímu odhadu hodnoty a do jisté míry eliminuje možné nadhodnocení finančního plánu. Hodnoty dosažené touto metodou však vyjadřují spíše hodnotu objektivizovanou než tržní.

Metoda FCFF při výpočtu pokračující hodnoty pracuje s tempem růstu g a zohledňuje tak jeho potenciál i do druhé fáze výnosového ocenění. Zobrazuje potenciál podniku v celé šíři a tvoří horní mez ocenění. Existuje zde riziko nadhodnocení dat ve finančním plánu a tedy i nadhodnocení hodnoty celého podniku vypočtené touto metodou.

Metoda FCFF a analytická metoda kapitalizovaných zisků vycházejí ze stejných principů, avšak zjištěné dílčí hodnoty jsou svou velikostí odlišné.

Při ocenění obchodního podílu společnosti Beta, a.s. je dále třeba přihlédnout k faktu, že se jedná o minoritní obchodní podíl ve výši 15% a současně zbylý podíl na společnosti ve výši 85 % drží jeden majoritní vlastník. Vlastník minoritního obchodního podílu tak fakticky nemá právo rozhodovat o strategii, personálním obsazení, aktivech společnosti ani o výši a četnosti výplaty podílu na zisku.

Z výše uvedeného vyplývá, že takovýto minoritní obchodní podíl nemůže mít stejnou hodnotu jako obchodní podíl majoritní. Na výši srážky není mezi odbornou veřejností jednoznačný názor, je však všeobecně uznávané rozmezí 0 – 30 % pro podniky, kde neexistuje majoritní vlastník a 35 – 50 % pro minoritní podíly s existencí jednoho majoritního vlastníka [8]. Pro obchodní podíl společnosti Beta, a.s. na společnosti ALFA s.r.o. stanovují srážku za minoritní obchodní podíl ve výši 35 %.

Tab. 34: Hodnocení metod

Oceňovací metoda	VK celkem	15 % VK
Metoda účetní hodnoty	465 861	69 879
Paušální metoda kapitalizovaných zisků	235 922	35 388
Analytická metoda kapitalizovaných zisků	405 651	60 848
Metoda DCF - FCFF	571 792	85 769

Na základě výše uvedených faktů stanovují výslednou hodnotu podniku pomocí Metody DCF - FCFF. Tato metoda z aplikovaných metod nejlépe vyjadřuje tržní hodnotu podniku. Výsledná hodnota bude dále ponížena o srážku za minoritní obchodní podíl ve výši 35 %.

Tab. 35: Závěrečné ocenění

Základní oceňovací metoda	VK celkem	15 % obch. Podíl	Srážka 35%	Tržní hod. och. Podílu
Výsledné hodnoty ocenění v tisících	571 792	85 769	30 019	55 750

Tržní hodnota podniku jako celku je na základě Metody DCF - FCFF stanovena ve výši **571.792.000,- Kč**. Tato hodnota zohledňuje růstový potenciál společnosti a je současně horní hranicí ocenění. Vzhledem k výsledkům strategické a finanční analýzy považují takto stanovenou hodnotu v tržních podmínkách za reálně dosažitelnou.

Na základě posouzení všech v práci uvedených okolností stanovují hodnotu patnácti procentního obchodního podílu společnosti Beta, a.s. na společnosti ALFA, s.r.o. ke dni 31.12.2004 na částku:

55.750.000,- Kč.

ZÁVĚR

Problematika oceňování podniku je velice rozsáhlá a nebylo snadným úkolem sestavit souhrnný přehled dosavadních poznatků tak, aby současně dávaly dostatečně úplnou informaci tématu neznalému čtenáři a pojednání nebylo příliš obsáhlé. Doufám však, že první a druhá kapitola se staly dobrým zázemím pro orientaci v následném ocenění společnosti ALFA s.r.o. a dostatečně upozornily na spletnost vazeb mezi makro a mikro prostředím, managementem a dalšími faktory působícími na podnik jako celek.

Při výběru a aplikaci oceňovacích metod musí mít odhadce stále na paměti nedostatky, vhodnost a podmínky aplikace těchto metod. V současné době podtrhnu kladení akcentu na výnosové metody, které podle názoru odborníků nejvěrněji zobrazují skutečnou tržní hodnotu podniku (pouze však za předpokladu neomezeného trvání podniku).

V třetí kapitole se mi, dle mého názoru, i přes nesnáze plynoucí z nedostatku dostupných informací podařilo naplnit dílčí cíl a analyzovat společnost ALFA s.r.o. z pohledu managementu, makroekonomických a podnikových úhlů. Výstupem podrobného zkoumání bylo konstatování že společnost naplňuje předpoklad neomezeného trvání (going concern) s je tedy možné aplikovat výnosové modely ocenění.

Jako nepostradatelnou podporu práce se mi podařilo vytvořit soubor na platformě Microsoft Excel, který tvoří základ všech propočtů finančního plánu a metod ocenění. Čerpal jsem především z mnou již dříve vytvořeného systému pro tvorbu a kontrolu výkazů a finanční analýzu, ale také částečně z internetové podpory publikace [8] prof. Maříka.

V kapitole čtvrté jsem naplnil hlavní cíl stanovení tržní hodnoty obchodního podílu ve vlastnictví společnosti Beta a.s. na společnosti ALFA s.r.o. aplikací výnosových metod na vytvořený finanční plán. Jako orientační jsem použil metodu účetní hodnoty, která však nevyjadřuje reálnou tržní hodnotu podniku.

Tržní hodnota podniku jako celku je na základě Metody DCF - FCFF vypočtena ve výši 571.792.000,- Kč. Je vyšší než hodnoty dosažené ostatními aplikovanými oceňovacími metodami. Zohledňuje růstové možnosti společnosti a tedy i výnosový potenciál vložené investice do obchodního podílu.

Odhaduji, že skutečně dosažená tržní hodnota se bude pohybovat v intervalu hodnot vypočtených na základě analytické metody kapitalizovaných zisků (dolní mez) a Metody DCF – FCFF (horní mez).

Současně je vhodné konstatovat, že hodnota stanovená analytickou metodou kapitalizovaných zisků se pohybuje téměř na dvojnásobku hodnoty paušální metody kapitalizovaných zisků, která vyjadřuje výnosový potenciál k datu ocenění (dolní mez ocenění). V porovnání s těmito hodnotami se může zdát ocenění na základě Metody DCF – FCFF jako příliš odvážné, považuji jej však vzhledem k výsledkům strategické a finanční analýzy za odůvodnitelné.

Na základě posouzení všech v práci uvedených okolností jsem stanovil hodnotu 15 % obchodního podílu společnosti Beta, a.s. na společnosti ALFA, s.r.o. ke dni 31.12.2004 na částku 55.750.000,- Kč.

Dle mého názoru se mi podařilo dostát vytčeným cílům práce a doufám, že svoji kvalitu potvrdí ve výsledku při skutečně realizovaném obchodu.

Přínos práce vidím především v osobním obohacení o nové poznatky a informace, které zužitkuji, jak v současné, tak v budoucí profesní dráze. Vytvořená softwarová podpora je dobrým pomocníkem s širokým podnikovým využitím. Současně doufám, že tato práce bude dále sloužit jako jeden z mnoha dostupných materiálů při studiu dané problematiky.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Monografické publikace

- [1] BRADÁČ, A., a kolektiv *Soudní inženýrství*. dotisk Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 1999. 725 s. ISBN 80-7204-133-9.
- [2] COPELAND, T., KOLLER, T., MURRING, J. *Stanovení hodnoty firem*. 1. vydání Praha: Victoria Publishing, 1991. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- [3] DAMODARAN, A. *Investment valuation*. 1. vydání: Wiley, John & Sons, Incorporated, 2002. 736 s. ISBN 0471414883.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání Praha: C.H. Beck, 2001. 366 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví, díl I. a II.* 1. vydání Praha: Polygon, 1997. 241 s. ISBN 80-85967-47-2.
- [6] MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1.vydání Praha: Ekopress, 1996. 111 s. ISBN 80-901991-1-9.
- [7] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vydání Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [8] MAŘÍK, M. a kolektiv *Metody oceňování podniku, Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vydání Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [9] MAŘÍK, M. *Akvizice a oceňování podniků*. 1. vydání Praha: VŠE, 1992. 83 s. ISBN 80-7079-938-2.
- [10] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- [11] MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. 1. vydání Praha: Linde Praha, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
- [12] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1. vydání Praha: Ekopress, s.r.o., 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6.
- [13] PAVELKOVÁ, D. *Řízení podnikových financí*. 1. vydání Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2003. 312 s. ISBN 80-7318-128-2.

- [14] RAFFEGEAU, J., DUBOIS, F. *Finanční oceňování podniku*. 1. vydání Praha: HZ Praha, s.r.o., 1996. 121 s. ISBN 80-86009-03-3.
- [15] REFAIT, M. *Oceňování podniku*. 1. vydání Praha: HZ Praha, s.r.o., 1995. 127 s. ISBN 80-8901918-6-X.
- [16] VALACH, J. A KOL. *Finanční řízení podniku*. 1. vydání Praha: Ekopress, 1997. 324 s. ISBN 80-901991-6-X.

Internetové zdroje

- [17] *Analýza vývoje průmyslu v roce 2004 ČSÚ* [online]. 2005, [cit. 2005-03-08]. Dostupný na WWW: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cpru021505analiza05.doc>>.
- [18] *ČR v číslech, Časové řady ČSÚ* [online]. 2005, [cit. 2005-03-08]. Dostupný na WWW: <<http://www.czso.cz/csu/edicniplan.nsf/p/1409-04>>.
- [19] *Panorama českého průmyslu 2003* [online]. 2005, [cit. 2005-03-08]. Dostupný na WWW: <http://www.mpo.cz/CZ/Prumysl_a_stavebnictvi/Publikace_prumyslu/default.htm>.
- [20] *Rychlé informace, ČSÚ* [online]. 2005, [cit. 2005-03-10]. Dostupný na WWW: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cpmz031005.doc>>.
- [21] *spds – apotéko Svaz průmyslu druhotných surovin* [online]. 2005, [cit. 2005-03-10]. Dostupný na WWW: <<http://www.spds.cz/>>.
- [22] *TSR recycling GmbH & Co. KG* [online]. 2005, [cit. 2005-03-10]. Dostupný na WWW: <<http://www.tso-recycling.de/>>.
- [23] *Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů* [online]. 2004, [cit. 2005-02-05]. Dostupný na WWW: <<http://www.sec.cz/script/web/Instruction.asp>>.

Ostatní zdroje

- [24] *Účetní závěrka společnosti ALFA s.r.o. za rok 2004.*
- [25] *Výroční zprávy společnosti ALFA s.r.o.(1999-2003).*
- [26] Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník v platném znění. Jiří Motloch – SAGIT: 2005. ISBN 80-7208-480-1.
- [27] Zákon č. 151/1997 Sb., O oceňování majetku v platném znění. Jiří Motloch – SAGIT: 2005. ISBN 80-7208-407-0.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

b.c.	Běžné ceny
C	Investovaný kapitál
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash Flow
CP	Cenné Papíry
ČV	Čisté výnosy
D	Cizí kapitál (debt)
DCF	Diskontované Cash Flow
DFM	Dlouhodobý Finanční Majetek
DHM	Dlouhodobý Hmotný Majetek
DM	Dlouhodobý Majetek
DNM	Dlouhodobý Nehmotný Majetek
E	Vlastní kapitál (equity)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EVA	Economic Value Added
FA	Finanční Analýza
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to Firm
FP	Finanční Plán
g_n	Míra růstu
H_b	Hodnota brutto
HDP	Hrubý Domácí Produkt
H_n	Hodnota netto
IPP	Index spotřebitelských cen

KPV	Korigovaný Provozní Výsledek
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
OP	Opravné Položky
OZ	Obchodní zákoník.
P	Hodnota vlastního kapitálu
PH	Pokračující hodnota
r_d	Náklady na cizí kapitál
r_e	Náklady vlastního kapitálu
r_f	Bezriziková výnosová míra
RMP	Risk Market Premium
ROA	Return On Assets
ROE	Return On Equity
ROI	Return On Investments
s.c.	Stálé ceny
TČV	Trvale odnímatelný čistý výnos
UVH	Upravený Výsledek Hospodaření
VH	Výsledek hospodaření za účetní období
VH	Výsledek Hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WC	Working Capital
β	Koeficient vyjadřující systematické (tržní) riziko

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Třídění vstupních dat	15
Obr. 2. Strategická analýza	16
Obr. 3: Organizační schéma.....	55

SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Ekonomické ukazatele ČR v čase (pramen[18])	46
Tab. 2: Vývoj vybraných ukazatelů průmyslu [17].....	51
Tab. 3: Meziroční index růstu tržeb pro OKEČ 27.....	52
Tab. 4: Odhad meziročního indexu růstu tržeb pro relevantní trh.....	52
Tab. 5: Struktura vzdělání zaměstnanců	53
Tab. 6: Hodnocení konkurenční síly podniku	56
Tab. 7: Finanční analýza – poměrové ukazatele	61
Tab. 8: FP – Výkaz zisků a ztrát	63
Tab. 9: FP - Rozvaha	65
Tab. 10: Predikce tržeb společnosti ALFA s.r.o.	66
Tab. 11: Predikce mzdových nákladů	66
Tab. 12: FP – Provozní zisková marže	67
Tab. 13: FP – Analýza vnitřních faktorů provozní ziskové marže	67
Tab. 14: FP – Upravený pracovní kapitál	68
Tab. 15: FP – Dlouhodobý majetek	68
Tab. 16: FP – Cash-flow	71
Tab. 17: FP –finanční analýza, poměrové ukazatele	73
Tab. 18: Ocenění metodou účetní hodnoty	75
Tab. 19: Bezriziková výnosová míra	76
Tab. 20: Náklady vlastního kapitálu – riziko oboru	76
Tab. 21: Náklady vlastního kapitálu – rizika trhu.....	77
Tab. 22: Náklady vlastního kapitálu – rizika z konkurence.....	77
Tab. 23: Náklady vlastního kapitálu - management	77
Tab. 24: Náklady vlastního kapitálu – výrobní proces	78
Tab. 25: Náklady vlastního kapitálu – ostatní faktory	78
Tab. 26: Náklady vlastního kapitálu – finanční rizika	78
Tab. 27: Náklady vlastního kapitálu - rekapitulace	79
Tab. 28: WACC	79
Tab. 29: FCFF – I. fáze	80
Tab. 30: FCFF – II. fáze (pokračující hodnota)	80
Tab. 31: FCFF – souhrnné ocenění	81

Tab. 32: Paušální metoda kapitalizovaných zisků	82
Tab. 33: Analytická metoda kapitalizovaných zisků	83
Tab. 34: Hodnocení metod.....	85
Tab. 35: Závěrečné ocenění	85
Tab. 36: Rozvaha 1999 – 2004 aktiva	98
Tab. 37: Rozvaha 1999 – 2004 pasiva.....	100
Tab. 38: Výsledovka 1999 – 2004	102
Tab. 39: Rozvaha, výsledovka – vertikální analýza.....	104
Tab. 40: Rozvaha, výsledovka – horizontální analýza.....	106

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Meziroční index průmyslové produkce [17]	50
Graf 2: FA – struktura aktiv 2004.....	108
Graf 3: FA – struktura aktiv v čase	108
Graf 4: FA – struktura vlastního a cizího kapitálu 2004.....	109
Graf 5: FA - struktura pasiv v čase	109
Graf 6: FA – ukazatele likvidity	110
Graf 7: FA – ukazatele zadluženosti	110
Graf 8: FA – rentabilita.....	111
Graf 9: FA - obratovost.....	111

SEZNAM PŘÍLOH

P I: ÚČETNÍ VÝKAZY ZA OBDOBÍ 1999 – 2004

P II: FINANČNÍ ANALÝZA (HORIZONTÁLNÍ, VERTIKÁLNÍ, UKAZATELE)

P III: FINANČNÍ ANALÝZA – POMĚROVÉ UKAZATELE (GRAFY)

P IV: KONSTRUKCE UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY

P I: ÚČETNÍ VÝKAZY ZA OBDOBÍ 1999 – 2004

Tab. 36: Rozvaha 1999 – 2004 aktiva

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU

Úč POD 1 - 01

(v tis. Kč)		K 31.12.						
označ.	AKTIVA	řád.						
a	b	c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+28+55)	001	786 334	982 786	881 884	830 443	831 676	955 050
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	002					0	0
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04+13+22)	003	529 510	555 989	544 343	487 367	472 276	521 954
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05-12)	004	2 448	1 385	405	202	1 596	1 811
B. I. 1.	Zřizovací výdaje	005						0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006						0
3.	Software	007	2 448	1 385	321	202	1 596	1 746
4.	Ocenitelná práva	008						0
5.	Goodwill	009	-	-	-	-		0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010						0
7.	Nedokončený DNM	011			84			65
8.	Poskytnuté zálohy na DNM	012						0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	013	385 388	358 044	352 324	297 812	279 765	319 247
B. II. 1.	Pozemky	014	12 832	12 703	11 858	11 552	12 979	13 567
2.	Stavby	015	250 838	243 358	233 495	219 612	217 506	214 367
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	016	118 719	95 086	70 750	52 417	46 353	51 054
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017						0
5.	Základní stádo a tažná zvířata	018						0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	59	59	124	59	59	75
7.	Nedokončený DHM	020	2 940	4 738	35 897	12 842	2 627	39 424
8.	Poskytnuté zálohy na DHM	021		2 100	200	1 330	241	761
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022						0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	023	141 674	196 560	191 614	189 353	190 915	200 896
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	116 654	194 588	189 642	188 923	190 485	200 366
2.	Podíly v úč. jednotkách pod pdst. vlivem	025						0
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	026	1 972	1 972	1 972	430	430	530
4.	Půjčky a úvěry ovl. a říz. os. a ÚJ po p.v.	027	23 048					0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028						0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029						0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouh. fin. maj.	030						0

označ.	AKTIVA	řád.						
a	b	c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+47+57)	031	252 351	422 233	323 695	333 953	356 209	430 712
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	032	59 432	74 830	56 874	72 098	47 283	62 938
C. I. 1.	Materiál	033	38 202	56 954	39 468	49 351	45 058	60 489
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034						0
3.	Výrobky	035						0
4.	Zvířata	036						0
5.	Zboží	037					2	27
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	21 230	17 876	17 406	22 747	2 223	2 422
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	039	0	0	1 188	636	743	467
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040		0	0			0
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	041						0
3.	Pohledávka - podstatný vliv	042						0
4.	Pohl. za spol., členy druž., účast. sdruž.	043						0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	-	-	-	-		0
6.	Dohadné účty aktivní	045	-	-	-	-		0
7.	Jiné pohledávky	046			1 188	636	743	467
8.	Odložená daňová pohledávka	047	-	-	-	-		0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	048	188 996	346 308	260 817	247 596	288 968	362 216
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	140 156	264 291	220 634	219 484	256 012	286 848
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	050	32 486	4 406	4 205	6 463	4 206	0
3.	Pohledávka - podstatný vliv	051	4 800	4 800	2 800			0
4.	Pohl. za spol., členy druž., účast. sdruž.	052	1 916					0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní poj.	053						0
6.	Stát - daňové pohledávky	054	8 489	26 506	21 164	19 510	27 753	55 235
	Odložená daňová pohledávka						-	-
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055						15 813
8.	Dohadné účty aktivní	056						76
9.	Jiné pohledávky	057	1 149	46 305	12 014	2 139	997	4 244
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	058	3 923	1 095	4 816	13 623	19 215	5 091
C. IV. 1.	Peníze	059	726	939	526	1 276	1 135	1 088
2.	Účty v bankách	060	3 197	156	4 290	12 347	18 080	4 003
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061						0
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062						0
D.	Ostatní aktiva -přechodné účty aktiv		4 473	4 564	13 846	9 123	3 191	2 384
D. I.	Časové rozlišení	063	4 383	4 564	13 608	4 713	3 191	2 384
D. I. 1.	Náklady příštích období	064	4 000	4 497	6 147	4 706	3 191	2 384
2.	Komplexní náklady příštích období	065	-	-	-	-		0
3.	Příjmy příštích období	066	123		118	7		0
	Kursově rozdíly aktivní		260	67	7 343		-	-
D. II.	Dohadné účty aktivní		90		238	4 410	-	-

Tab. 37: Rozvaha 1999 – 2004 pasiva

K 31.12.

označ. a	PASIVA b	řád c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	PASIVA CELKEM	067	786 334	982 786	881 884	830 443	831 676	955 050
A.	Vlastní kapitál	068	410 394	450 622	397 355	394 642	428 783	465 861
A. I.	Základní kapitál	069	298 479	298 479	298 479	298 479	298 479	298 479
A. I. 1.	Základní kapitál	070	298 479	298 479	298 479	298 479	298 479	298 479
2.	Vlastní akcie vlastní obchodní podíly	071						0
3.	Změny základního kapitálu	072						0
A. II.	Kapitálové fondy	073	0	0	99	-6 314	-4 755	99
A. II. 1.	Emisní ážio	074						0
2.	Ostatní kapitálové fondy	075			99	99	99	99
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění maj. a záv	076				-6 413	-4 854	0
4.	Oceň. rozdíly z přecenění při přeměnách	077						0
A. III.	Rezervní f., nedělitelný f. a ost. F. ze zisku	078	29 633	30 004	32 139	32 530	33 029	34 805
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	079	29 461	29 735	31 754	32 116	32 578	34 459
2.	Nedělitelný fond						-	-
	Statutární a ostatní fondy	080	172	269	385	414	451	345
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	081	76 809	81 759	59 392	60 703	64 409	70 001
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	082	76 809	81 759	59 392	60 703	64 409	70 001
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	083		0	0	0	0	0
A. V.	VH běžného účetního období	084	5 473	40 380	7 246	9 244	37 621	62 478
B.	Cizí zdroje	085	368 825	523 630	473 206	416 482	401 429	488 474
B. I.	Rezervy	086	999	897	2 219	9 442	20 318	23 406
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předp.	087						0
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	088						0
3.	Rezerva na daň z příjmů	089				861	19 535	0
	Rezerva na kursové ztráty		260	67	1 666		-	-
4.	Ostatní rezervy	090	739	830	553	940	783	23 406
	Odložený daňový závazek (pohledávka)					7 641	-	-
B. II.	Dlouhodobé závazky	091	0	55 440	55 440	45 000	33 748	10 256
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	092	-	-	-	-		0
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	093		55 440	55 440	45 000	25 000	0
3.	Závazky - podstatný vliv	094						0
4.	Záv. ke společ., čl. družstva, účast. sdruž.	095	-	-	-	-		0
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	096						0
6.	Vydané dluhopisy	097						0
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	098						0
8.	Dohadné účty pasivní	099	-	-	-	-		0
9.	Jiné závazky	100						0
10.	Odložený daňový závazek	101	-	-	-	-	8 748	10 256

označ. a	PASIVA b	řád c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
B. III	Krátkodobé závazky	10 1	70 843	116 557	88 874	70 491	104 916	198 975
B. III 1	Závazky z obchodních vztahů	10 2	59 708	102 038	72 450	64 947	94 087	170 553
2.	Závazky - ovládající a řídící osoba	10 3						15 000
3.	Závazky - podstatný vliv	10 4						1 030
4.	Záv.ke společ., čl.družstva, účast. sdruž.	10 5			285	373	472	0
5.	Závazky k zaměstnancům	10 6	3 558	3 050	3 058	2 740	2 682	3 459
6.	Závazky ze SP a ZP	10 7	1 779	1 750	1 762	1 643	1 625	2 302
7.	Stát - daňové závazky a dotace	10 8	619	9 520	517	576	554	869
	Odložený daňový závazek				10 629	-	-	-
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	10 9	-	-	-	-		0
9.	Vydané dluhopisy	11 0	-	-	-	-		0
10.	Dohadné účty pasivní	11 1	-	-	-	-	5 205	5 476
11.	Jiné závazky	11 2	5 179	199	173	212	291	287
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	11 3	296 983	350 736	326 673	291 549	242 447	255 837
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	11 4	55 918	40 731	24 748			0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	11 5	221 665	310 005	301 925	291 549	242 447	255 837
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	11 6	19 400					0
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv		7 115	8 534	11 323	19 319	1 464	716
C. I.	Časové rozlišení	11 7	5 215	4 663	6 412	1 702	1 464	716
C. I. 1.	Výdaje příštích období	11 8	86	557	768	1 702	1 464	716
2.	Výnosy příštích období	11 9		0				0
	Kurzové rozdíly pasivní		5 129	4 106	5 644		-	-
C. II.	Dohadné účty pasivní		1 900	3 871	4 911	17 617	-	-

Tab. 38: Výsledovka 1999 – 2004

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT

(v tis. Kč)

K 31.12.

OZN. a	TEXT b	řád. c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
I.	Tržby za prodej zboží	01	214 486	429 642	390 419	373 499	454 702	702 532
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	192 826	390 356	350 928	342 896	428 161	661 796
+	Obchodní marže	03	21 660	39 286	39 491	30 603	26 541	40 737
II.	Výkony	04	853 170	1 121 914	1 102 733	1 019 914	1 088 297	1 800 638
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	823 137	1 102 618	1 067 634	976 514	1 048 304	1 754 060
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	-157					0
3.	Aktivace	07	30 190	19 296	35 099	43 400	39 993	46 579
B.	Výkonová spotřeba	08	745 004	948 574	975 908	897 719	923 847	1 604 159
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	09	621 007	795 152	814 240	743 638	761 845	1 415 625
2.	Služby	10	123 997	153 422	161 668	154 081	162 002	188 534
+	Přidaná hodnota	11	129 826	212 626	166 316	152 798	190 991	237 217
C.	Osobní náklady	12	72 885	75 337	68 862	65 622	67 934	81 608
C. 1.	Mzdové náklady	13	52 938	54 672	49 791	47 347	48 696	58 643
2.	Odměny členům org. spol. a družstva	14						0
3.	Náklady na SP a ZP	15	18 093	19 033	17 519	16 298	16 868	20 474
4.	Sociální náklady	16	1 854	1 632	1 552	1 977	2 370	2 491
D.	Daně a poplatky	17	5 706	5 696	5 903	7 150	6 706	5 345
E.	Odpisy DNaHM	18	35 940	49 685	48 319	40 006	36 897	31 793
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	19	9 011	7 200	8 932	7 889	16 791	22 339
III.1.	Tržby z prodeje DM	20	-	-	-	-	11 338	13 140
2.	Tržby z prodeje materiálu	21	-	-	-	-	5 453	9 200
F.	Zůstatková cena prod. DM a mat.	22	6 993	5 439	6 102	5 823	13 585	18 528
F.1.	Zůstatková cena prodaného DM	23	-	-	-	-	8 453	9 938
2.	Prodaný materiál	24	-	-	-	-	5 132	8 590
	Zúčtování rezerv a ČR prov. výn.		13 864	739	830	553	-	-
G.	Změna stavu rezerv a OP v provoz.obl.	25	739	830	553	940	1 776	13 171
	Zúčtování opr. pol. do prov. výn.		11 762	1 705	2 805	5 236	-	-
	Zúčtování opr. pol. do prov. nákl.		11 024	3 085	2 110	5 973	-	-
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	137 781	652 076	532 467	186 282	20 067	24 353
H.	Ostatní provozní náklady	27	139 893	656 401	535 123	193 654	27 081	28 351
V.	Převod provozních výnosů	28						0
I.	Převod provozních nákladů	29						0
*	Provozní výsledek hospodaření	30	29 064	77 873	44 378	33 590	73 870	105 113

OZN. a	TEXT b	řád c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	31	21	3 088	147	1 694		0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	1 660	3 088	147	1 542		0
VII.	Výnosy z DFM	33	900	0	816	0	0	4 271
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovl. a řiz.osobách	34						4 271
2.	Výnosy z ostatní DCP a podílů	35						0
3.	Výnosy z ostatního DFM	36	900		816			0
VIII.	Výnosy z krátkodobého fin. maj.	37						0
K.	Náklady z finančního majetku	38	-	-	-	-		0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	39	-	-	-	-		0
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	40	-	-	-	-		0
	Zúčtování rezerv do fin. výnosů			260	67		-	-
M.	Změna stavu rezerv a OP ve fin.obl.	41	260	67	1 666			24
	Zúct. oprav. pol. do fin. výnosů						-	-
	Zúct. oprav. pol. do fin. nákladů						-	-
X.	Výnosové úroky	42	4 976	1 116	1 138	279	308	259
N.	Nákladové úroky	43	25 890	24 733	28 226	22 221	12 508	12 412
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	8 848	9 322	8 126	291	1	24 187
O.	Ostatní finanční náklady	45	11 398	13 979	15 959	1 190	2 613	40 789
XII.	Převod finančních výnosů	46						0
P.	Převod finančních nákladů	47						0
*	VH z fin. Operací / Fin. Výsl. hosp.	48	-24 463	-28 081	-35 704	-22 689	-14 812	-24 509
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	49	0	8 948	1 278	3 830	20 720	23 092
Q. 1.	- splatná	50		8 948	3 370	6 818	19 613	21 584
2.	- odložená	51			-2 092	-2 988	1 107	1 508
**	VH za běžnou činnost	52	4 601	40 844	7 396	7 071	38 338	57 511
XIII.	Mimořádné výnosy	53	1 628	323	1 116	30 046	3 663	6 948
R.	Mimořádné náklady	54	756	765	1 202	27 645	4 380	51
S.	Daň z příjmů z mim. činnosti	55	0	22	64	228	0	1 931
S. 1.	- splatná	56		22	64	228		1 931
2.	- odložená	57						0
*	Mimořádný VH	58	872	-464	-150	2 173	-717	4 966
T.	Převod podílu na VH společníkům	59						0
***	VH za účetní období	60	5 473	40 380	7 246	9 244	37 621	62 478
	VH před zdaněním	61	5 473	49 350	8 588	13 302	58 341	87 501

P II: FINANČNÍ ANALÝZA (HORIZONTÁLNÍ, VERTIKÁLNÍ, UKAZATELE)

Tab. 39: Rozvaha, výsledovka – vertikální analýza

Úč POD 1 -
01

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU - vertikální analýza

(v tis. Kč)

K 31.12.

označ.	STRUKTURA AKTIV	řád						
a	b	c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+28+55)	001	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04+13+22)	003	67,34%	56,57%	61,73%	58,69%	56,79%	54,65%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05-12)	004	0,31%	0,14%	0,05%	0,02%	0,19%	0,19%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	013	49,01%	36,43%	39,95%	35,86%	33,64%	33,43%
B. II. 1.	Pozemky	014	1,63%	1,29%	1,34%	1,39%	1,56%	1,42%
2.	Stavby	015	31,90%	24,76%	26,48%	26,45%	26,15%	22,45%
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	016	15,10%	9,68%	8,02%	6,31%	5,57%	5,35%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
7.	Nedokončený DHM	020	0,37%	0,48%	4,07%	1,55%	0,32%	4,13%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023	18,02%	20,00%	21,73%	22,80%	22,96%	21,04%
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+47+57)	031	32,09%	42,96%	36,70%	40,21%	42,83%	45,10%
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	032	7,56%	7,61%	6,45%	8,68%	5,69%	6,59%
C. I. 1.	Materiál	033	4,86%	5,80%	4,48%	5,94%	5,42%	6,33%
5.	Zboží	037	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	2,70%	1,82%	1,97%	2,74%	0,27%	0,25%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	039	0,00%	0,00%	0,13%	0,08%	0,09%	0,05%
C. III.	Krátkodobé pohledávky	048	24,04%	35,24%	29,57%	29,81%	34,75%	37,93%
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	17,82%	26,89%	25,02%	26,43%	30,78%	30,03%
2.	Pohledávky - ovládací a řídicí osoba	050	4,13%	0,45%	0,48%	0,78%	0,51%	0,00%
3.	Pohledávka - podstatný vliv	051	0,61%	0,49%	0,32%	0,00%	0,00%	0,00%
6.	Stát - daňové pohledávky	054	1,08%	2,70%	2,40%	2,35%	3,34%	5,78%
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	058	0,50%	0,11%	0,55%	1,64%	2,31%	0,53%
D.	Ostatní aktiva -přechodné účty aktiv		0,57%	0,46%	1,57%	1,10%	0,38%	0,25%

označ.	STRUKTURA PASIV	řád	1999	2000	2001	2002	2003	2004
a	b	c						
	PASIVA CELKEM	067	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A.	Vlastní kapitál	068	52,19%	45,85%	45,06%	47,52%	51,56%	48,78%
B.	Cizí zdroje	085	46,90%	53,28%	53,66%	50,15%	48,27%	51,15%
B. I.	Rezervy	086	0,13%	0,09%	0,25%	1,14%	2,44%	2,45%
B. II.	Dlouhodobé závazky	091	0,00%	5,64%	6,29%	5,42%	4,06%	1,07%
B. III.	Krátkodobé závazky	101	9,01%	11,86%	10,08%	8,49%	12,62%	20,83%
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	102	7,59%	10,38%	8,22%	7,82%	11,31%	17,86%
2.	Závazky - ovládací a řídicí osoba	103	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,57%
3.	Závazky - podstatný vliv	104	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%
7.	Stát - daňové závazky a dotace	108	0,08%	0,97%	0,06%	0,07%	0,07%	0,09%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	113	37,77%	35,69%	37,04%	35,11%	29,15%	26,79%
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	114	7,11%	4,14%	2,81%	0,00%	0,00%	0,00%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	115	28,19%	31,54%	34,24%	35,11%	29,15%	26,79%
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	116	2,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv		0,90%	0,87%	1,28%	2,33%	0,18%	0,07%

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT - vertikální analýza

(v tis. Kč)

K 31.12.

OZN. a	TEXT b	řád. c	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	Tržby za prodej zboží + Výkony	01	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
I.	Tržby za prodej zboží	01	20,09%	27,69%	26,15%	26,80%	29,47%	28,07%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	18,06%	25,16%	23,50%	24,61%	27,75%	26,44%
+	Obchodní marže	03	2,03%	2,53%	2,64%	2,20%	1,72%	1,63%
II.	Výkony	04	79,91%	72,31%	73,85%	73,20%	70,53%	71,93%
B.	Výkonová spotřeba	08	69,78%	61,14%	65,36%	64,43%	59,87%	64,09%
+	Přidaná hodnota	11	12,16%	13,70%	11,14%	10,97%	12,38%	9,48%
C.	Osobní náklady	12	6,83%	4,86%	4,61%	4,71%	4,40%	3,26%
D.	Daně a poplatky	17	0,53%	0,37%	0,40%	0,51%	0,43%	0,21%
E.	Odpisy DNaHM	18	3,37%	3,20%	3,24%	2,87%	2,39%	1,27%
*	Provozní výsledek hospodaření	30	2,72%	5,02%	2,97%	2,41%	4,79%	4,20%
VII.	Výnosy z DFM	33	0,08%	0,00%	0,05%	0,00%	0,00%	0,17%
X.	Výnosové úroky	42	0,47%	0,07%	0,08%	0,02%	0,02%	0,01%
N.	Nákladové úroky	43	2,42%	1,59%	1,89%	1,59%	0,81%	0,50%
*	VH z fin. Operací / Fin. Výsl. hosp.	48	-2,29%	-1,81%	-2,39%	-1,63%	-0,96%	-0,98%
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	49	0,00%	0,58%	0,09%	0,27%	1,34%	0,92%
**	VH za běžnou činnost	52	0,43%	2,63%	0,50%	0,51%	2,48%	2,30%
*	Mimořádný VH	58	0,08%	-0,03%	-0,01%	0,16%	-0,05%	0,20%
***	VH za účetní období	60	0,51%	2,60%	0,49%	0,66%	2,44%	2,50%
	VH před zdaněním	61	0,51%	3,18%	0,58%	0,95%	3,78%	3,50%

Tab. 40: Rozvaha, výsledovka – horizontální analýza

Úč POD 1 -
01

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU - horizontální analýza

(v tis. Kč)

K 31.12.

označ.	TEMPO RŮSTU AKTIV POL.	řád.					
a	b	c	2000	2001	2002	2003	2004
	AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+28+55)	001	24,98%	-10,27%	-5,83%	0,15%	14,83%
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04+13+22)	003	5,00%	-2,09%	-10,47%	-3,10%	10,52%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05-12)	004	-43,42%	-70,76%	-50,12%	690,10%	13,48%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	013	-7,10%	-1,60%	-15,47%	-6,06%	14,11%
B. II. 1.	Pozemky	014	-1,01%	-6,65%	-2,58%	12,35%	4,53%
2.	Stavby	015	-2,98%	-4,05%	-5,95%	-0,96%	-1,44%
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	016	-19,91%	-25,59%	-25,91%	-11,57%	10,14%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	0,00%	110,17%	-52,42%	0,00%	26,49%
7.	Nedokončený DHM	020	61,16%	657,64%	-64,23%	-79,54%	1400,71%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř.24 až 30)	023	38,74%	-2,52%	-1,18%	0,82%	5,23%
C.	Oběžná aktiva (ř.32+39+47+57)	031	67,32%	-23,34%	3,17%	6,66%	20,92%
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	032	25,91%	-24,00%	26,77%	-34,42%	33,11%
C. I. 1.	Materiál	033	49,09%	-30,70%	25,04%	-8,70%	34,25%
5.	Zboží	037	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	1270,77%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	-15,80%	-2,63%	30,68%	-90,23%	8,93%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	039	0,00%	100,00%	-46,46%	16,82%	-37,15%
C. III.	Krátkodobé pohledávky	048	83,24%	-24,69%	-5,07%	16,71%	25,35%
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	88,57%	-16,52%	-0,52%	16,64%	12,04%
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	050	-86,44%	-4,56%	53,70%	-34,92%	-100,00%
3.	Pohledávka - podstatný vliv	051	0,00%	-41,67%	-100,00%	0,00%	0,00%
6.	Stát - daňové pohledávky	054	212,24%	-20,15%	-7,82%	42,25%	99,02%
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	058	-72,09%	339,82%	182,87%	41,05%	-73,51%
D.	Ostatní aktiva -přechodné účty aktiv		2,03%	203,37%	-34,11%	-65,02%	-25,30%

označ.	TEMPO RŮSTU PASIV POL.	řád.					
a	b	c	2000	2001	2002	2003	2004
	PASIVA CELKEM	067	24,98%	-10,27%	-5,83%	0,15%	14,83%
A.	Vlastní kapitál	068	9,80%	-11,82%	-0,68%	8,65%	8,65%
B.	Cizí zdroje	085	41,97%	-9,63%	-11,99%	-3,61%	21,68%
B. I.	Rezervy	086	-10,21%	147,38%	325,51%	115,19%	15,20%
B. II.	Dlouhodobé závazky	091	100,00%	0,00%	-18,83%	-25,00%	-69,61%
B. III.	Krátkodobé závazky	101	64,53%	-23,75%	-20,68%	48,84%	89,65%
B. III 1.	Závazky z obchodních vztahů	102	70,90%	-29,00%	-10,36%	44,87%	81,27%
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	103	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
3.	Závazky - podstatný vliv	104	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
7.	Stát - daňové závazky a dotace	108	1437,96%	-94,57%	11,41%	-3,82%	56,81%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	113	18,10%	-6,86%	-10,75%	-16,84%	5,52%
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	114	-27,16%	-39,24%	-100,00%	0,00%	0,00%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	115	39,85%	-2,61%	-3,44%	-16,84%	5,52%
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	116	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv		19,94%	32,68%	70,62%	-92,42%	-51,10%

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT - horizontální analýza

(v tis. Kč)

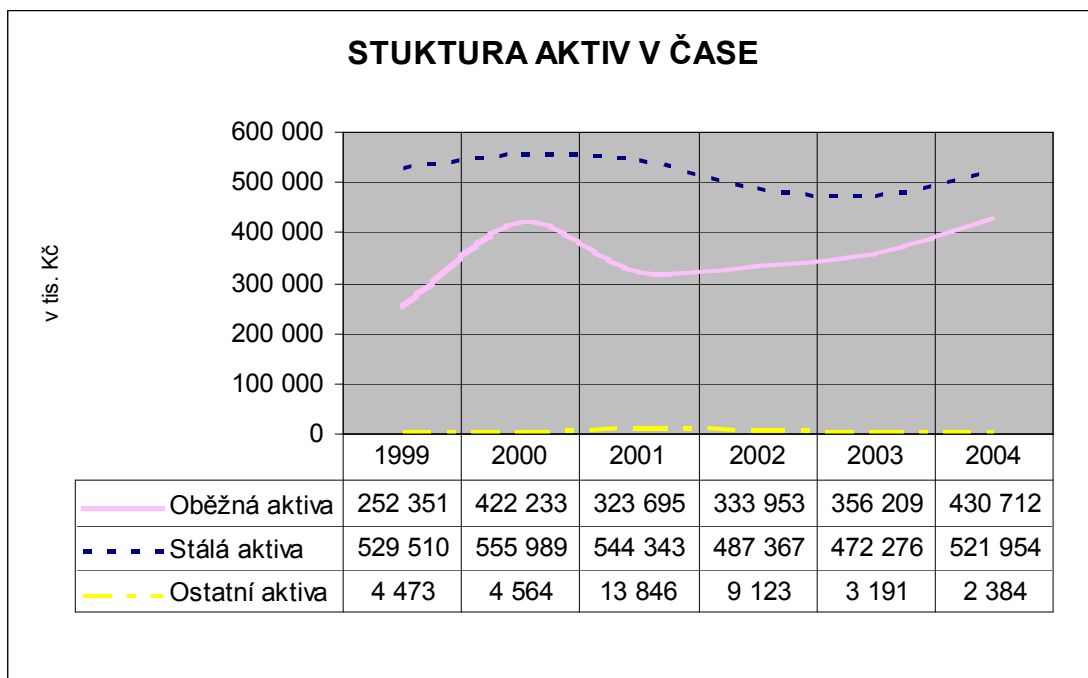
K 31.12.

OZN. a	TEXT b	řad. c	2000	2001	2002	2003	2004
I.	Tržby za prodej zboží	01	100,31%	-9,13%	-4,33%	21,74%	54,50%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	102,44%	-10,10%	-2,29%	24,87%	54,57%
+	Obchodní marže	03	81,38%	0,52%	-22,51%	-13,27%	53,49%
II.	Výkony	04	31,50%	-1,71%	-7,51%	6,70%	65,45%
B.	Výkonová spotřeba	08	27,32%	2,88%	-8,01%	2,91%	73,64%
+	Přidaná hodnota	11	63,78%	-21,78%	-8,13%	25,00%	24,20%
C.	Osobní náklady	12	3,36%	-8,59%	-4,71%	3,52%	20,13%
D.	Daně a poplatky	17	-0,18%	3,63%	21,12%	-6,21%	-20,29%
E.	Odpisy DNaHM	18	38,24%	-2,75%	-17,20%	-7,77%	-13,83%
*	Provozní výsledek hospodaření	30	167,94%	-43,01%	-24,31%	119,92%	42,29%
VII.	Výnosy z DFM	33	-100,00%	100,00%	-100,00%	0,00%	100,00%
X.	Výnosové úroky	42	-77,57%	1,97%	-75,48%	10,39%	-15,95%
N.	Nákladové úroky	43	-4,47%	14,12%	-21,27%	-43,71%	-0,77%
*	VH z fin. Operací / Fin. Výsl. hosp.	48	14,79%	27,15%	-36,45%	-34,72%	65,47%
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	49	100,00%	-85,72%	199,69%	440,99%	11,45%
**	VH za běžnou činnost	52	787,72%	-81,89%	-4,39%	442,19%	50,01%
*	Mimořádný VH	58	-153,21%	-67,67%	-1548,67%	-133,00%	-792,63%
***	VH za účetní období	60	637,80%	-82,06%	27,57%	306,98%	66,07%
	VH před zdaněním	61	801,70%	-82,60%	54,89%	338,59%	49,98%

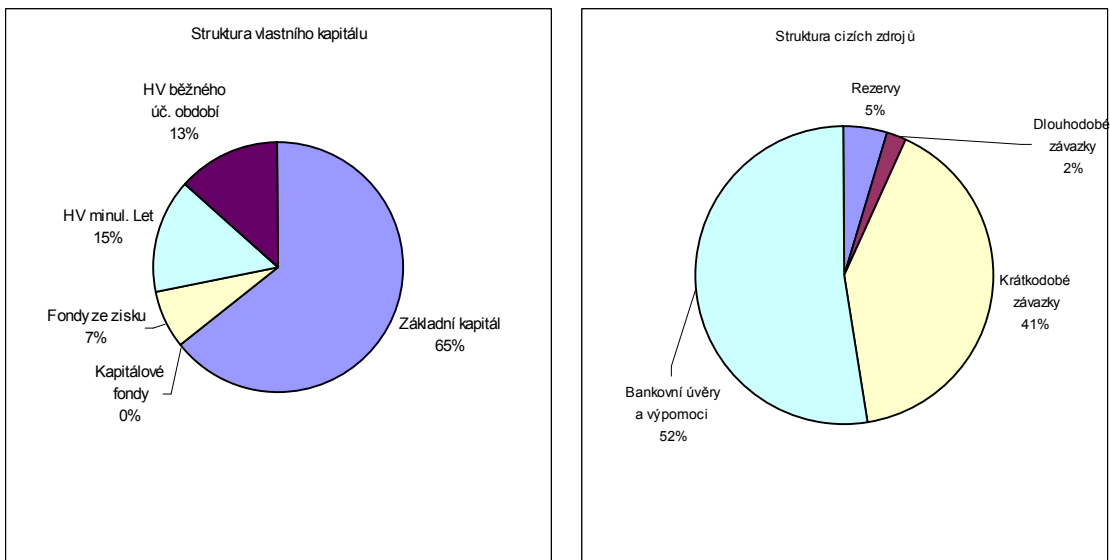
P III: FINANČNÍ ANALÝZA – POMĚROVÉ UKAZATELE (GRAFY)



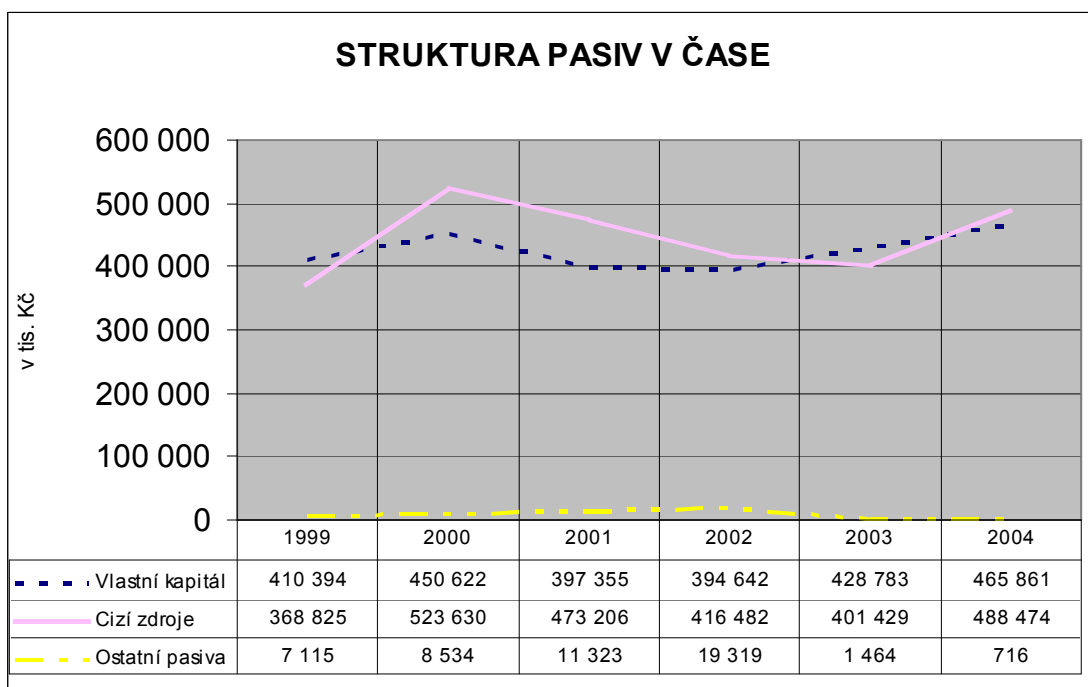
Graf 2: FA – struktura aktiv 2004



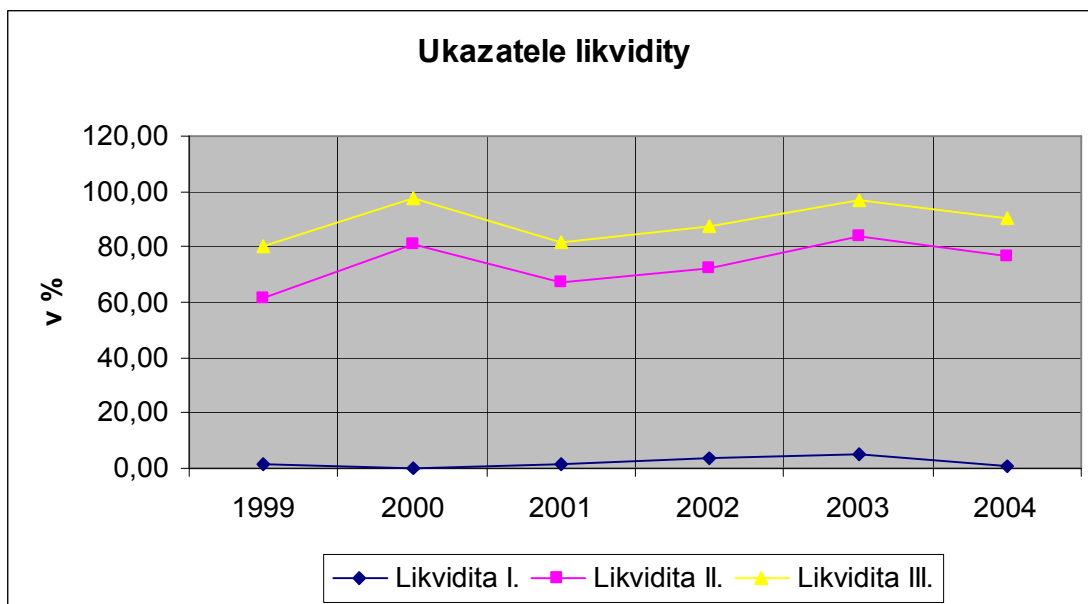
Graf 3: FA – struktura aktiv v čase



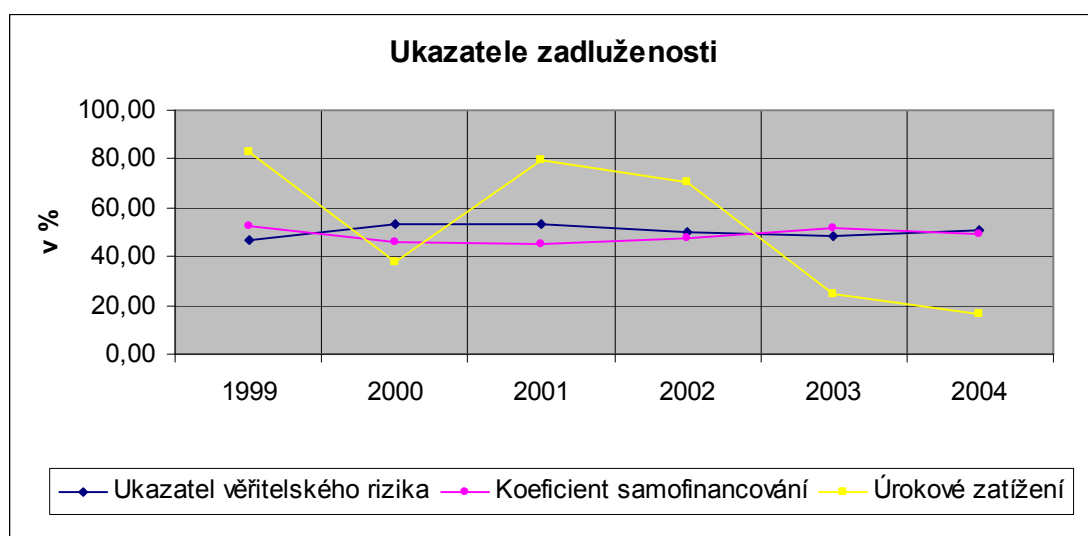
Graf 4: FA – struktura vlastního a cizího kapitálu 2004



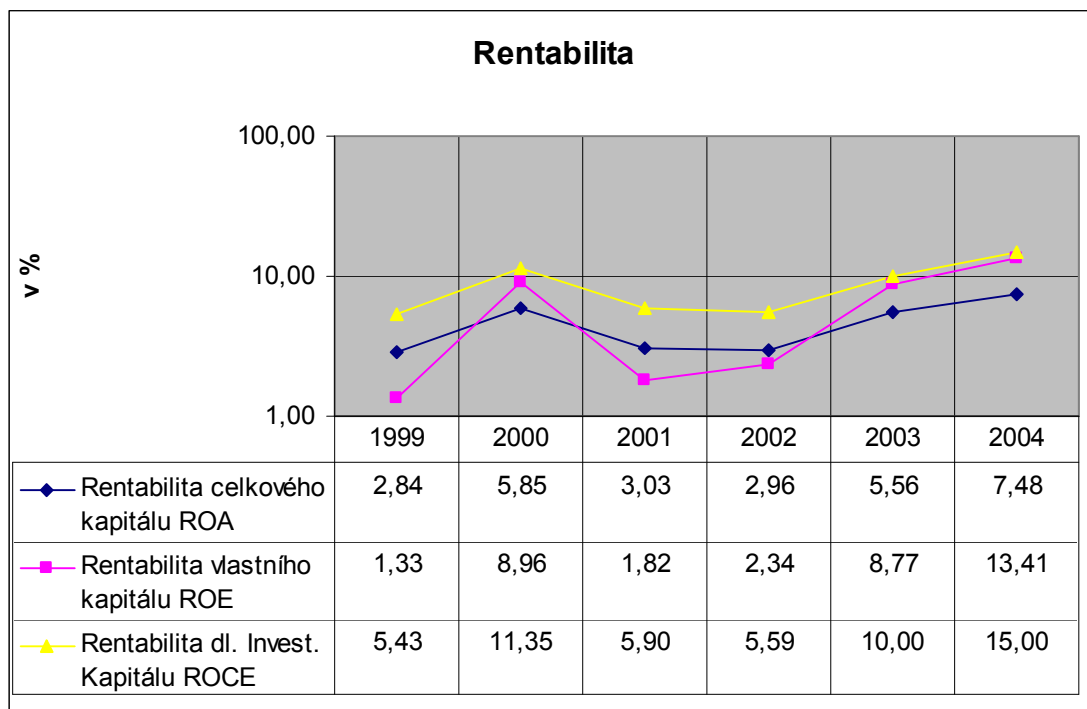
Graf 5: FA - struktura pasiv v čase



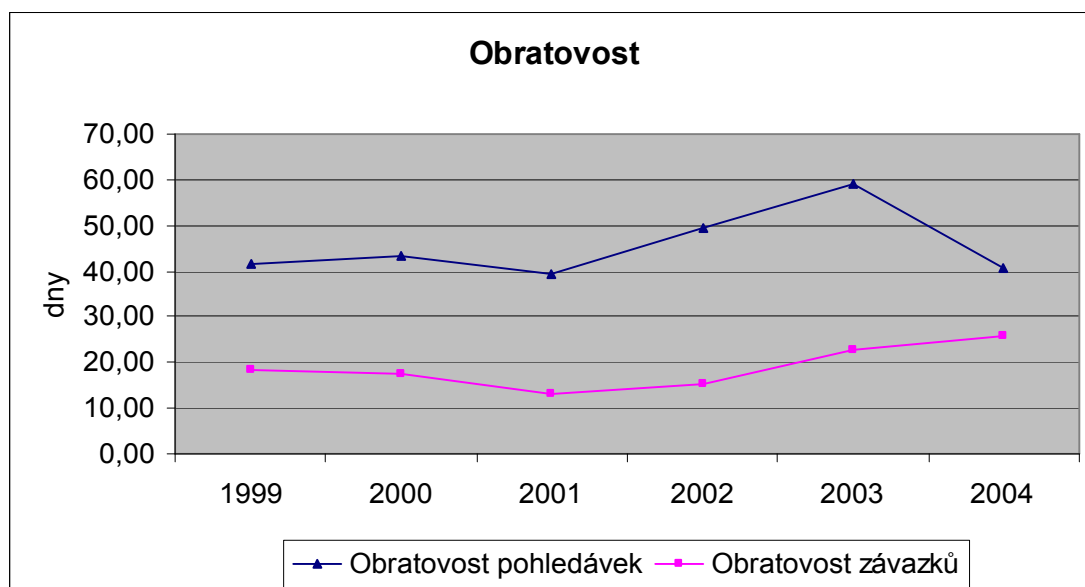
Graf 6: FA – ukazatele likvidity



Graf 7: FA – ukazatele zadluženosti



Graf 8: FA – rentabilita



Graf 9: FA - obratovost

P IV: KONSTRUKCE UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY

Ukazatele likvidity

Likvidita je momentální schopnost uhradit splatné závazky podniku. Jak vyplývá z konstrukce jednotlivých níže uvedených ukazatelů je žádoucí likviditu podniku dělit do několika stupňů. Tyto stupně jsou odvozeny od míry likvidity jednotlivých druhů aktiv dané společnosti (schopnosti přeměny aktiv na peněžní prostředky).

- **Likvidita I. stupně (cash position ratio)** - vyjadřuje okamžitou schopnost úhrady, krátkodobých závazků podniku, minimální hodnota se doporučuje ve výši 50%.

$$\text{Likvidita I. stupně – okamžitá} = \frac{\text{finanč. majetek}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}} \quad (23)$$

- **Likvidita II. stupně (quick ratio, acid test)** - za dobré se považuje rozmezí 100 – 150 %, pohledávky se doporučuje upravit o nedobytné a v případě pomalého obratu pohledávek je krátit, jelikož likvidnost tímto klesá. Obvykle se nezahrnují ani náklady příštích období. Vypovídací schopnost ukazatele v čase a ve srovnání s běžnou likviditou – vyjadřuje vyrovnanost zásob vůči ostatním aktivům ve struktuře aktiv podniku.

$$\text{Likvidita II. stupně – pohotová} = \frac{\text{finanč. majetek} + \text{krátkodobé pohledávky}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}} \quad (24)$$

- **Likvidita III. stupně (current ratio)** - vyjadřuje kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Za optimální výši se považuje výše ukazatele 150 – 200 %, je třeba uvážit odvětví ve kterém podnik působí a tím danou skladbu oběžných aktiv (výše zásob, úvěrů).

$$\text{Likvidita III. stupně – běžná} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}} \quad (25)$$

finanční majetek = rozvaha-aktiva C.IV.

krátkodobé cizí zdroje (závazky) = rozvaha-pasiva B.I.3.+B.I.4+B.III+B.IV.2+B.IV.3

oběžná aktiva = rozvaha-aktiva C.

krátkodobé pohledávky = rozvaha-aktiva C.III.

Ukazatele rentability

Rentabilita bývá definována jako výnosnost vloženého kapitálu a je tedy měřítko schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Poměr zisku k vloženému kapitálu.

- **Rentabilita celkového kapitálu (Return on assets ROA / Return on investments ROI)** - ukazatel ROA vyjadřuje celkovou efektivnost podniku resp. produkční sílu. Hodnotí se reprodukce veškerého kapitálu vloženého do podniku bez ohledu na jeho původ (vlastní/cizí). Výsledek hospodaření za účetní období VH zohledňuje čistý zisk jako odměnu akcionářům a vyplacený úrok diskontovaný o daňové zatížení jako odměnu věřitelům za půjčení kapitálu.

$$ROA / ROI = \frac{VH \text{ za úč. období} + \text{vyplacené úroky} \times (1 - d)}{\text{celková aktiva}} \quad (26)$$

VH za účetní období = výsledovka *** řádek 60

vyplacené úroky = výsledovka N. řádek 43

d = daňové zatížení v daném roce

celková aktiva = rozvaha-aktiva řádek 1

- **Rentability vlastního kapitálu (return on equity – ROE)** - tento ukazatel rentability vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého akcionáři. Je definován jako poměr čistého zisku a vlastního kapitálu. Podle vyjádřené míry zisku na jednotku investice

kmenových akcionářů mohou tito investoři zjistit do jaké míry je jejich vložený kapitál zhodnocován a zda je tato míra zhodnocení dostačující vzhledem k obvyklé výnosové míře a výšce rizika (rizikové prémii) s touto investicí spojeným. Tím je dán i impuls k investičnímu rozhodování do akcií jednotlivých společností.

$$ROE = \frac{\text{zisk po zdaň. } Z}{\text{vlastní kapitál}} \quad (27)$$

zisk po zdanění Z – VH za účetní období = výsledovka *** řádek 60

vlastní kapitál = rozvaha-pasiva A řádek 67

- **Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (return on capital employed – ROCE)** - poskytuje informace o výnosnosti dlouhodobých zdrojů využitelné převážně pro mezipodnikové srovnání. Jedná se o poměr výnosů všech investorů (akcionáři, věřitelé) a dostupných dlouhodobých finančních prostředků společnosti, jako takový vyjadřuje schopnost podniku odměnit investory, popř. lákadlo nových investic.

$$ROCE = \frac{Z + U \times (1 - d)}{DZ + VK} \quad (28)$$

Z - zisk po zdanění Z – VH za účetní období = výsledovka *** řádek 60

U - vyplacené úroky = výsledovka N. řádek 43

d - daňové zatížení v daném roce

DZ – dlouhodobé závazky = rozvaha-pasiva B II. řádek 90

VK – vlastní kapitál = rozvaha-pasiva A řádek 67

Pyramidový rozklad rentability

- **Ukazatel ziskovosti tržeb – ziskové marže (profit margin)** - ukazatel zisku v poměru k tržbám – ziskové marže – vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku

při dané úrovni tržeb, to, kolik dokáže podnik vyprodukovat „efektu“ na 1 Kč tržeb. Současně je měřítkem schopnosti podniku ovlivňovat výši nákladů.

$$Zisková\ marže = \frac{Z + U \times (1 - d)}{T2} \quad (29)$$

Z - zisk po zdanění Z – VH za účetní období = výsledovka *** řádek 60

U - vyplacené úroky = výsledovka N. řádek 43

d - daňové zatížení v daném roce

T2 – tržby = výsledovka I.+..+XIII.

- **Provozní míra zisku** - ukazatel počítá s provozním VH v poměru k tržbám (provozním), vykazuje ziskovou marži z běžné činnosti.

$$provozní\ míra\ zisku = \frac{provozní\ VH}{Tp} \quad (30)$$

Provozní VH = výsledovka ř. 30

Tp - tržby (provozní) = výsledovka I. – V.

- **Ukazatel nákladovosti (operrating ratio)** - je doplňkovým ukazatelem k ziskové marži a používá se k relativnímu vyjádření úrovně nákladů. Je poměrem celkových nákladů k dosaženým tržbám podniku.

$$Ukazatel\ nákladovosti = \frac{CN}{T2} \quad (31)$$

T2 – tržby = výsledovka I.+..+XIII.

CN – celkové náklady = výsledovka nákladové řádky A. – T.

- **Finanční páka** - je poměrem mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem a jedním z dílčích ukazatelů rentability vlastního kapitálu. Ukazatel finanční páka je jednou

z forem vyjádření zadluženosti podniku, podílu cizích zdrojů na celkových zdrojích společnosti. Čím je podíl cizích zdrojů větší, tím je vyšší ukazatel finanční páky.

$$\text{Finanční páka} = \frac{CA}{VK} \quad (32)$$

CA - celková aktiva = rozvaha-aktiva řádek 1

VK – vlastní kapitál = rozvaha-pasiva A řádek 67

Ukazatele aktivity (obratu)

- **Ukazatel obratu celkových aktiv** - vyjadřuje vázanost (obratovost) celkového vloženého kapitálu poměrem tržeb k celkovým aktivům podniku.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{T2}{CA} \quad (33)$$

T2 – tržby = výsledovka I.+..+XIII.

CA - celková aktiva = rozvaha-aktiva řádek 1

- **Obratovost zásob** - tento ukazatel vzniklý desagregací obratu celkových aktiv je dalším stupněm pyramidového rozkladu rentability vyjadřovaný dvěmi formami, rychlostí obratu zásob a dobou obratu zásob. Pro potřeby této finanční analýzy se budeme zabývat ukazatelem rychlosti obratu zásob jakožto poměrem tržeb a zásob. Výsledkem je absolutní číslo vyjadřující množství obrátek, kolikrát se přemění zásoby v jiné formy oběžného majetku až po prodej hotových výrobků a opětný nákup zásob. Pro výpočet by měl být využit průměrný stav zásob za dané období.

$$\text{Obratovost zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}} \quad (34)$$

T1 – tržby = výsledovka I. a II.

Zásoby = rozvaha-aktiva C.1

- **Obratovost pohledávek (Account receivable turnover)** – je poměr tržeb a průměrného stavu pohledávek. Udává počet obrátek přeměny pohledávek v peněžní prostředky. Výpočet ukazatele ve dnech dává možnost srovnat splatnost pohledávek nastavenou úvěrovou politikou se skutečným termínem plateb.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby} / 365} \quad (\text{dny}) \quad (35)$$

T2 – tržby = výsledovka I.+..+XIII.

Pohledávky = rozvaha-aktiva C II. 1 a C III. 1

- **Obratovost závazků** - předchozí i tento ukazatel jsou nastaveny tak, že počítají pouze s hodnotami pohledávek a závazků z obchodního styku. Je zde zřetelná vazba mezi řízením struktury splatností a úhrad těchto dvou stran obchodního styku.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{provozní náklady} / 365} \quad (\text{dny}) \quad (36)$$

Závazky – z obchodního styku = rozvaha-pasiva B.III.1

Provozní náklady = výsledovka A.+B.+C.+D.+E.+F+H.+(-I.)

ř.: 2+8+12+17+18+22+27+29

- **Obratovost DM** - mimo jiné vyjadřuje zastoupení fixních nákladů ve struktuře nákladů společnosti a tím tedy vykazuje i flexibilitu podniku vůči případným poklesům tržeb a tedy stabilitu podniku. Méně flexibilní podnik se snadno stane ztrátovým. Nízká hodnota ukazatele může také poukazovat na investice, které ponесou své ovoce později a tudíž nemusí být kritická.

$$\text{Obratovost DM} = \frac{\text{tržby}}{\text{DM v ZC}} \quad (37)$$

DM v ZC – hmotný dlouhodobý majetek v ZC = rozvaha-aktiva B.II

T2 – tržby = výsledovka I.+...+XIII.

Ukazatele zadluženosti

- **Ukazatel věřitelského rizika UVR (Debt ratio)** - poměr celkových závazků (krátkodobých i dlouhodobých) k celkovým aktivům. Čím vyšší hodnota ukazatele, tím je vyšší zadluženost podniku a tím vyšší je riziko věřitelů (akcionářů). Ukazatel je třeba hodnotit současně s výnosností celkového kapitálu, je-li vyšší než úrok placený z cizího kapitálu, není vyšší hodnota ukazatele zadluženosti tak nepříznivá jako v opačném případě vztahu výnosnosti a placeného úroku z cizího kapitálu.

$$UVR = \frac{\text{celkové závazky}}{\text{celková aktiva}} \quad (38)$$

Celkové závazky – cizí zdroje = rozvaha – pasiva B. ř. 084

Celková aktiva = rozvaha – aktiva ř. 001

- **Koeficient samofinancování (equity ratio)** - výsledek ukazatele v součtu s ukazatelem věřitelského rizika dává číslo 1 (100%). Je poměrem vlastního kapitálu k celkovým aktivům, tedy vyjádření proporce v níž jsou aktiva podniku financována penězi akcionářů.

$$\text{Koeficient samofin.} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (39)$$

Celková aktiva = rozvaha – aktiva ř. 001

Vlastní kapitál = rozvaha – pasiva A. ř. 067

- **Úrokové krytí (interest coverage)** - využívá se pro zjištění přiměřenosti zadlužení podniku a jeho schopnosti splácet úroky věřitelům z vloženého kapitálu a dluhy. Jedná se o poměr zisku před vyplacením úroků a daně s celkovým ročním úrokovým

zatížením. Nižší zadluženost a vyšší úrokové krytí znamenají, že podnik je schopen přijímat a splácet další úvěry. Hodnota ukazatele ve výši 100% znamená, že podnik vydělává pouze na úroky. Této hodnoty se dosahuje tehdy, když se čistý zisk rovná 0. Hodnota menší než 100 % znamená, že podnik nedosahuje čistý zisk a že si nevydělá ani na úroky. Úrokové krytí by se mělo pohybovat od 200 – 300 % a výše.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{vyplacené úroky}} \quad (40)$$

Zisk před úroky a daněmi (EBIT) = výsledovka ř. 60 + ř. 43

Vyplacené úroky = výsledovka ř. 43

➤ **Úrokové zatížení**

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{vyplacené úroky}}{VH \text{ za úč.období} + \text{vyplacené úroky}} \quad (41)$$

VH za účetní období + placené úroky = výsledovka ř. 60 + ř. 43

Vyplacené úroky = výsledovka ř. 43

Ostatní ukazatele

- **Pracovní kapitál PK** - tento rozdílový ukazatel vyjadřuje stav volných finančních prostředků podniku. Dohadné účty aktivní a pasivní jsou v jednotlivých letech vykázány v různých oddílech výkazů, pro účely finanční analýzy jsou do krátkodobých pohledávek a závazků zahrnuty. Naopak odložený daňová pohledávky nebo závazek jsou z krátkodobých pohledávek a závazků vyloučeny.

PK = (zásoby + krátkodobé pohledávky + krátkodobý finanční majetek)

– (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry + krátkodobé finanční výpomoci)

Zásoby = rozvaha-aktiva C.I.

Krátkodobé pohledávky = rozvaha-aktiva C.III.

Krátkodobý finanční majetek	= rozvaha-aktiva C.IV.
Krátkodobé závazky	= rozvaha-pasiva B.III.
Krátkodobé bankovní úvěry	= rozvaha-pasiva B.IV.2
Krátkodobé finanční výpomoci	= rozvaha-pasiva B.IV.3

➤ **Mzdová produktivita**

$$Mzdová\ produktivita = \frac{tržby}{mzdové\ náklady} \quad (42)$$

T2 – tržby = výsledovka I.+..+XIII.

Mzdové náklady = výsledovka C.1

- **Meziroční index růstu / poklesu tržeb MIT** - jedná se o meziroční růst či pokles tržeb vyjádřený poměrem tržeb ve dvou po sobě jdoucích obdobích. Výsledek indexu obsahuje základ 100, tudíž k vypočtení percentuelní změny je třeba tento základ odečíst.

$$MIT = \frac{T_{2t} + 1}{T_{2t} / 100} \quad (43)$$

T2 – tržby = výsledovka I.+..+XIII.