

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění společnosti z odvětví zpracovatelského průmyslu vybranými metodami
Valuation of the Company from the Manufacturing Industry Using Selected Methods

Student:
Vedoucí diplomové práce:

Ing. Filip Lessl
Ing. Jiří Franek, Ph.D.

Ostrava 2019

Zadání diplomové práce

Student: **Ing. Filip Lessl**

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku

Téma: Ocenění společnosti z odvětví zpracovatelského průmyslu vybranými metodami
Valuation of the Company from the Manufacturing Industry Using Selected Methods

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku
 3. Strategická analýza podniku
 4. Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku
 5. Zhodnocení dosažených výsledků a návrhy a doporučení pro navýšení hodnoty
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012. ISBN 978-1-118-20654-6.
- DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jiří Franek, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2018

Datum odevzdání: 26.04.2019



Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

Čestné prohlášení:

„Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně“.

V Ostravě dne 26.4.2019

Philip Štef

Jméno a příjmení

Poděkování:

Tímto bych zde rád poděkoval vedoucímu své diplomové práce, Ing. Jiřímu Frankovi, Ph.D. za cenné rady a odborné připomínky.

Obsah

1. Úvod.....	5
2. Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku.....	7
2.1 Vymezení základních pojmů.....	7
2.1.1 Hodnota podniku a její kategorie pro účely oceňování.....	8
2.2 Metody oceňování podniku.....	10
2.2.1 Výnosové metody.....	10
2.2.2 Majetkové metody ocenění	16
2.2.3 Metody komparativní	17
2.2.4 Kombinované metody	18
2.2.5 Ocenění pomocí metody EVA	19
2.3 Postup při oceňování	21
2.3.1 Sběr vstupních dat	21
2.3.2 Analýza dat.....	21
2.3.3 Analýza citlivosti a scénářů.....	35
2.4 Sestavení finančního plánu.....	36
2.4.1 Plán tržeb.....	37
2.4.2 Plán provozní ziskové marže.....	37
2.4.3 Plán pracovního kapitálu	38
2.4.4 Plán investic	39
2.5 SWOT analýza	39
2.6 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	40
2.7 Stanovení nákladů kapitálu	41
3. Strategická analýza podniku.....	46
3.1 Charakteristika podniku BONATRANS Group, a.s.	46

3.2 Strategická analýza podniku.....	48
3.3.2 Analýza vnitřního potencionálu	55
3.3 Finanční analýza oceňovaného podniku	57
3.3.1 Horizontálně-vertikální analýza rozvahy	57
3.3.2 Horizontálně-vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	62
3.3.3 Poměrová analýza oceňovaného podniku	66
4. Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku.....	75
4.1 Prognóza tržeb.....	75
4.2 Prognóza čistého pracovního kapitálu.....	76
4.3 Prognóza investic a odpisů.....	77
4.4 Plánovaný výkaz zisku a ztráty	78
4.5 Plánovaný výkaz cash flow	80
4.6 Plánovaná rozvaha.....	81
4.7 Stanovení nákladů na vlastní kapitál (R_E).....	83
4.8 Stanovení diskontní míry	84
4.9 Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF).....	85
4. 10 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku pomocí dvoufázové metody DCF-Entity .	86
5. Zhodnocení dosažených výsledků a návrhy a doporučení pro navýšení hodnoty	90
6. Závěr.....	92
Seznam použité literatury	95
Seznam zkratk	99
Seznam příloh.....	
Přílohy	

1. Úvod

Problematika stanovení hodnoty neboli oceňování společnosti se řadí mezi nejdůležitější oblasti finančního řízení jednotlivých firem. Obecným cílem ocenění společnosti je stanovení její hodnoty, jejíž výše se následně stává důležitým kritériem mnoha strategických rozhodnutí managementu podniku či taktického řízení firmy. Tato problematika by měla být nedílnou součástí finančního řízení každého podniku, zvláště pak v dnešním globálním světě. Důvodů k ocenění podniku existuje celá řada. Jedním z nich může být například koupě nebo prodej daného podniku, či fúze, akvizice, likvidace firmy, uvedení podniku na burzu apod. Proto je nutné této oblasti finančního řízení věnovat neustálou pozornost.

Cílem této diplomové práce bude ocenění společnosti z odvětví zpracovatelského průmyslu vybranými metodami k 31.12.2017. Pro účely ocenění byla vybrána společnost BONATRAN GROUP, a.s. V rámci bude použit tržní přístup pomocí výnosových metod. Konkrétně bude použita dvoufázová metoda DCF-Entity a dvoufázová metoda EVA. Důvodem ocenění je zjištění odhadu hodnoty společnosti pro její případný prodej do budoucna, což ale není ze strany podniku vůbec zamýšleno. Stanovená hodnota tak bude mít pouhý informativní charakter pro případné vlastní účely podniku.

Diplomová práce je rozdělena do šesti kapitol, přičemž první je věnována úvodu a poslední závěru. Vedle úvodu a závěru je pak tato diplomová práce složena ze dvou hlavních částí, a to z teoretické části a praktické části. V teoretické části, konkrétně ve druhé kapitole, jsou popsána teoretická východiska postupů a metod oceňování, přičemž jsou zde popsány kategorie hodnoty podniku pro účely oceňování, dále metody oceňování, kdy jsou objasněny zejména výnosové, komparativní, majetkové a kombinované metody. Poté je popsán postup při oceňování podniku zahrnující sběr vstupních dat, jejich analýzu a nakonec sestavení finančního plánu. V závěru této kapitoly je popsána analýza citlivosti.

Náplní třetí kapitoly, tedy aplikační části, je stručná charakteristika a následná analýza oceňované společnosti. Poté bude provedena strategická analýza, jejímž obsahem je analýza vnějšího a vnitřního potencionálu společnosti. Následně bude zhodnocena finanční situace společnosti prostřednictvím horizontálně vertikální analýzy účetních výkazů a vybraných poměrových ukazatelů v rámci finanční analýzy.

Ve čtvrté kapitole pak bude provedeno stanovení hodnoty podniku, kdy nejprve budou predikovány vstupní veličiny, mezi které lze zařadit tržby, odpisy, čistý pracovní kapitál a investice. Následně budou tyto vstupní veličiny použity pro predikci plánovaných účetních výkazů, tedy rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. Poté budou stanoveny náklady na vlastní kapitál, diskontní míra a volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele. V závěru této kapitoly bude provedeno stanovení hodnoty podniku pomocí stanovených metod.

2. Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku

Oceňování podniku patří mezi významné činnosti v rámci finančního řízení a rozhodování firem. Cílem procesu oceňování je vyjádřit hodnotu, přesněji tzv. objektivovanou hodnotu daného podniku nebo jeho části. Obecně stanovení hodnoty podniku závisí na spoustě věcí, jednak na účelu ocenění, použité metodě či časovém horizontu, ale rovněž také na subjektu, z jehož hlediska je ocenění provedeno. V případě nedodržení pravidel a podmínek v rámci jednotlivých faktorů ovlivňujících ocenění podniku pak může vést k nesprávným hodnotám ocenění. Procesu oceňování je nutné věnovat neustálou pozornost, obzvláště v současné době, kdy provázanost jednotlivých ekonomik se díky globalizaci více promítá do oblasti finančního řízení jednotlivých firem. Náročnost oceňování celkového podniku je navíc způsobena tím, že trhy pro fixní aktiva jsou odlišné než pro trhy s cennými papíry, což je způsobeno tím, že stálá aktiva jsou jedinečná.

V rámci procesu oceňování je nezbytné odlišovat pojmy cena a hodnota podniku. Cena je obecně vnímána jako konkrétní peněžitá částka zaplacená za daný podnik, na daném místě a čase. Kolem hodnoty podniku by pak cena měla oscilovat. Při stanovení objektivované hodnoty podniku je vycházeno z jeho stavu k datu ocenění, přičemž předpokladem je budoucí pokračování podniku.

Pro účely této části diplomové práce bude vycházeno především z publikací: Damodaran (2012), Dluhošová (2010), Dluhošová a kol. (2004), Mařík (2011), Mařík (2018) a Kislingerová a Hnilica (2005).

2.1 Vymezení základních pojmů

V této diplomové práci bude podnik předmětem ocenění. Z hlediska procesu ocenění je důležitá definice samotného podniku, přičemž existuje celá řada definic podniku. Podle některých autorů lze na podnik pohlížet jako na jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existuje zpravidla poměrně málo transparentních trhů. V praxi je však důležitější definice podniku uvedená v zákoně. Do roku 2003 byl pojem podnik vymezen obchodního zákoníku jako: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit; podnik je věc hromadná.*“ (zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5). Ovšem od roku 2014, kdy vstoupil v platnost občanský zákoník, byl tak původní pojem podnik nahrazen novým pojmem, a to obchodní závod. Obchodní závod je v občanském

zákoníku definovaný v § 502 následovně: „*Obchodní závod (dále jen „závod“)* je organizovaný soubor jmění, která podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (Mařík a kolektiv, 2018, str. 17). I když se výklad definice podniku podle těchto zákoníků od sebe vzájemně odlišují, tak princip zůstal stejný. Proto v této diplomové práci bude figurovat pojem podnik, neboť je v praxi i nadále používán.

Dalšími důležitými pojmy, kterým je nutné věnovat pozornost a které je nutné v procesu oceňování odlišovat, jsou **cena** a **hodnota** podniku. Jak uvádí publikace Dluhošová (2010), cena je obecně vnímána jako konkrétní peněžitá částka zaplacená za daný podnik, na daném místě a čase. Kolem hodnoty podniku by pak měla cena oscilovat. Při stanovení objektivované hodnoty podniku je vycházeno z jeho stavu k datu ocenění, přičemž předpokladem je budoucí pokračování podniku. Dále je důležité si u oceňování uvědomit, jaké jsou jeho **důvody**. Důvodů k oceňování podniku je celá řada. Například se může jednat o koupi či prodej podniku, fúzi či konsolidaci podniku, vstup zahraničního kapitálu, uvedení společnosti na finanční trhy či emise akcií, poskytování úvěrů, likvidaci podniku apod.

2.1.1 Hodnota podniku a její kategorie pro účely oceňování

Jak uvádí Mařík (2018, s. 24): „*Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value).*“ Podnik tak lze v zásadě ocenit na dvou základních hladinách, a to na hladině brutto a netto. Hodnota brutto znamená to, že se jedná o hodnotu podniku jako celku, tedy entity. V tomto případě je tedy oceňován celkový kapitál podniku a hodnota podniku je tak určena jak pro vlastníky, tak pro věřitele (entity). Hodnota netto pak znamená, že jeho oceňování probíhá pouze na úrovni vlastníků podniku (equity). V tomto případě je oceňován pouze vlastní kapitál.

Pro účely oceňování je nutné odlišovat čtyři kategorie hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

V případě **tržní hodnoty** dochází k odhadování tržní ceny podniku. Podle Maříka (2018, s. 26.): „*Definice tržní hodnoty: Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl*

být majetek směněn k datu ocenění mezi jednotlivým kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Do takto sestavené výsledné hodnoty pak nejsou započítány náklady prodeje či koupě, ale ani daně. Dále se předpokládá, že při stanovení tržní hodnoty se bude vycházet z ceny sjednané na trhu, ať už to na mezinárodním či lokálním. Pro stanovení tržní hodnoty je důležité, aby oceňovatel udělal komplexní analýzu trhu, aby tak měl k dispozici všechny důležité informace a podklady pro správné stanovení finální hodnoty.

Investiční neboli **subjektivní hodnota** značí hodnotu aktiva, v tomto případě podniku, pro konkrétního investora či předpokládaného vlastníka s ohledem na jeho cíle. Obecně oceňovatelé chtějí dospět k nalezení tržní hodnoty, ovšem budoucí toky peněz jsou odhadovány výhradně na základě představ a rozhodnutí manažerů, pak se tedy ve výsledku jedná o investiční hodnotu.

Objektivizovanou hodnotu je možné vypočítat pouze odborníkem, kdy odhadce vychází z objektivní představy. Mařík (2011, s. 27) uvádí: „*Objektivizovaná hodnota (něm. der objektivierte Unternehmenswert) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby - vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*” V zásadě se dá říci, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, a proto odborníci začali používat termín objektivizovaná hodnota. Základem pro stanovení tohoto typu hodnoty by měla být všeobecně uznávaná data. Následně při výpočtu by měly být dodržovány stanovené zásady a požadavky a musí být brán zřetel na daňové zatížení vlastníka.

Posledním typem stanovení hodnoty podniku je pak komplexní přístup **Kolínské školy**. Tento přístup je založen na subjektivním postoji, kdy jeho východiskem je na jedné straně subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně pak hodnota konkrétního kupujícího. Dle Kolínské školy by se ocenění nemělo upravovat v závislosti na jednotlivých podnětech, nýbrž na obecných funkcích. Mezi tyto obecně-základní funkce patří: daňová, poradenská, komunikační, rozhodčí a argumentační. Dle názvu těchto zmíněných funkcí je pak zřejmé, pro jaký účel je ocenění provedeno.

Z hlediska ocenění je taktéž nutné a nezbytné mít dostatek informací. Jak uvádí Dluhošová (2010), lze informační vstupy rozdělit do následujících skupin: interní podnikové

informace obsahující finanční plány, účetní uzávěrku či technicko-ekonomické a vnitropodnikové informace, dále odvětvové informace a prognózy týkající se analýzy trhu, mikroekonomické informace obsahující ratingové ohodnocení a v neposlední řadě makroekonomické informace zahrnující stav a vývoj ekonomiky a finančních trhů.

2.2 Metody oceňování podniku

Metod oceňování podniku existuje celá řada, a to jak z teoretického, tak praktického pojetí. Důležité je správný výběr metody oceňování, který tak rozhodujícím způsobem determinuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba vhodných postupů je navíc určena subjektivním postojem oceňovatele a taktéž účelem ocenění. Jak uvádí *Dluhošová (2010)*, metody oceňování lze primárně rozdělit na: podle konceptu ocenění a za rizika.

Obecně lze stanovit hodnoty kapitálu pomocí výnosových metod jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. U majetkových metod je hodnota celkového kapitálu odvozena z reprodukční ceny aktiv a celkového majetku, jenž je oceňován. V případě komparativních metod je možné hodnotu kapitálu stanovit na základě komparace s takovými výrobními celky, jež mají srovnatelné vlastnosti. Smyslem kombinovaných metod je pak hodnota kapitálu stanovena jako vážený průměr hodnot, které byly určeny pomocí výnosových, majetkových a komparativních metod. Pro účely této diplomové práce budou v následující podkapitole blíže specifikovány metody, které následně budou použity v rámci ocenění podniku v aplikační části práce.

2.2.1 Výnosové metody

Ocenění výnosovými metodami neboli analýzy výnosů je obecně založeno na principu časové hodnoty peněz. Dle těchto metod je hodnota majetku určena jako současná hodnota budoucích užitků, kdy očekávaný užitek může mít podobu zisku, dividend či finančních toků. U těchto metod je důležité stanovení budoucích výnosů, rozpětí časového horizontu a v neposlední řadě pak stanovení nákladu kapitálu. Existují dva základní typy výnosových metod, a to metoda diskontovaných peněžních toků (Discounted Cash Flow) a metoda kapitalizovaných zisků.

Metoda DCF

Tato metoda je považována za nejpoužívanější metodu, zejména pak v USA a Velké Británii. Je založena na odhadech budoucích peněžních toků z podnikatelské činnosti. Peněžní toky jsou tak reálným vyjádřením užitku statku pro jeho držitele. V zásadě platí, když roste peněžní příjem z hospodářské činnosti, roste taktéž i hodnota samotného podniku. Základem

správného stanovení hodnoty podniku je tedy, kromě vymezení budoucích peněžních toků, taky stanovení nákladů kapitálu, kterým jsou následně peněžní toky diskontovány. V rámci ocenění se tato metoda kromě závislosti na tom, jak jsou definovány finanční toky a náklady kapitálu, nebo zdali je oceňován kapitál celkový či pouze vlastní, člení na:

- Metodu DCF-Entity,
- Metodu DCF-Equity,
- Metodu DDM (Dividend Discount Model),
- Metodu DCF APV (Adjusted Present Value).

V případě metody **DCF – Entity** je oceňován celkový kapitál podniku. Cílem této metody je pak tržní ocenění celkového kapitálu. Volné peněžní toky jsou v tomto případě stanoveny jak z pohledu vlastníků, tak i úročených věřitelů. Zmíněné volné peněžní toky jsou následně diskontovány průměrnými váženými náklady kapitálu. Výsledná hodnota podniku může být stanovena jako perpetuita:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.1)$$

kde *FCFF* jsou volné peněžní toky do firmy (*Free Cash Flow to the Firm*), *WACC* představují průměrné vážené náklady kapitálu (*Weighted Average Capital Cost*) a *V* pak značí hodnotu podniku.

Jak uvádí *Mařík (2011)*, v rámci stanovení *FCFF* se vychází především ze dvou hlavních veličin, a to tzv. korigovaného výsledku hospodaření a investic. Při výpočtu je užívána nepřímá metoda, jejímž východiskem je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Následující schéma znázorňuje zjednodušený postup při sestavení *FCFF*:

Tab. 2.1 Výpočet volných peněžních toků FCFF

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

Zdroj: Mařík 2011, vlastní zpracování

Některé publikace uvádějí jako základ pro výpočet FCFF klasický provozní výsledek hospodaření neboli EBIT. Ovšem ten ne zcela odpovídá výsledku hospodaření za provozní činnost. Provozní výsledek hospodaření počítá pouze s výnosy a náklady související s provozně nutnými aktivy v rámci hlavní provozní činnosti podniku. Lze tedy říci, že korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) odpovídá tzv. NOPATu, což je výsledek hospodaření, který je potřebný pro výpočet ekonomické přidané hodnoty, viz. podkapitola 2.2.5. V rámci výpočtu KPVH by měly platit určité zásady, a to: neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál, neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným a rovněž by neměl obsahovat žádné jednorázové položky pravidelně se opakující. Ohledně problematiky týkající se KPVH a provozně nutné činnosti je více uvedeno v podkapitole 2.5, respektive 2.4.

Obecně se pro výpočet metody DCF užívají vícefázové metody, kdy v praxi se pak nejčastěji objevuje a pracuje s dvoufázovou metodou. Smyslem dvoufázové metody je rozdělení finančních toků do dvou fází. V rámci první fáze jsou zahrnuty roky, pro které je reálně možné oceňovatelem vypracovat jistou prognózu budoucích volných peněžních toků. Po první fázi bezpodmínečně následuje druhá fáze, která začíná od posledního roku první fáze a trvá až do nekonečna. Výsledná hodnota je pak stanovena jako:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.2)$$

kdy V_1 značí hodnotu podniku za první fázi a V_2 hodnotou za druhou fázi.

Hodnota podniku pro první fázi, kdy se dají peněžní toky relativně přesně predikovat, se vypočte následujícím způsobem:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCFF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t}, \quad (2.3)$$

kde $FCFF_t$ jsou celkové peněžní toky v roce t , $WACC_1$ jsou celkové náklady kapitálu za první fázi.

Vztah pro výpočet hodnoty podniku za druhou fázi je následující:

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + WACC_1)^T}, \quad (2.4)$$

kde PH značí zmíněno pokračující hodnotu a T je délka první fáze.

Pro zjištění hodnoty podniku za druhou fází je nutné nejprve vypočítat tzv. pokračující hodnotu, kterou lze vypočítat několika způsoby, a to buď na základě tzv. Gordonova vzorce, nebo parametrického vzorce. Vztah pro výpočet pokračující hodnoty na základě Gordonova vzorce je následující:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_2 - g}, \quad (2.5)$$

kde $WACC_2$ jsou náklady kapitálu pro druhou fází, $FCFF_{T+1}$ jsou celkové volné peněžní toky pro první rok druhé fáze a g je tempo růstu.

Výsledná hodnota za celý podnik se dá, v případě rostoucích CF ve druhé fázi, vyjádřit následovně:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T}, \quad (2.6)$$

kde T je délka první fáze, $FCFF_t$ jsou volné peněžní toky do firmy v roce t , PH pak představuje pokračující hodnotu. Pokračující hodnota je hodnota podniku za druhou fází vztažená k počátku druhé.

Metoda DCF Equity

Tato varianta metody DCF se od předchozí liší v zásadě tím, že pracuje přímo a pouze s vlastním kapitálem. Jinými slovy, metoda slouží pro ocenění pouze vlastního kapitálu, čímž je tak vypočtena hodnota pro vlastníky. Pro označení volných peněžních toků pro vlastníky se používá FCFE – (*Free Cash Flow to the Equity*), čímž se obecně myslí jednotlivé podíly na zisku společnosti (dividendy). Diskontní mírou (faktorem) je zde náklad vlastního kapitálu, který v sobě odráží jak provozní, tak finanční riziko, což tak odpovídá zadlužení oceňovaného podniku, jak uvádí *Mařík (2018)*. FCFE lze obecně stanovit následujícím postupem uvedeným v Tab. 2.2.

Tab. 2.2 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE)

Volné peněžní toky do firmy (FCFF)
- Nákladové úroky · (1 – daňová sazba)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Přijetí nového úročeného cizího kapitálu
= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)

Zdroj: *Mařík 2018, s. 22, vlastní zpracování*

Postup pro stanovení celkové hodnoty podniku odpovídá stejnému principu, jak je tomu u DCF – entity. Rozdíl je zde pouze v nákladech kapitálu a volných peněžních tocích, tedy:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + R_{E_1})^t} + \frac{PH}{R_{E_2} \cdot (1 + R_{E_1})^T}, \quad (2.7)$$

kde T je délka první fáze, $FCFE_t$ jsou volné peněžní toky pro vlastníky v roce t , R_{E_1} jsou náklady vlastního kapitálu pro první fázi a R_{E_2} vyjadřují náklady vlastního kapitálu pro druhou fázi. PH je pak pokračující hodnota. V případě konstantních dividend pro vlastníky lze pokračující hodnotu stanovit jako:

$$PH = \frac{FCFE_{T+1}}{R_{E_2}}, \quad (2.8)$$

kde $FCFE_{T+1}$ značí volný peněžní tok pro vlastníky v čase $T + 1$.

Jako výhodu lze u této metody uvést to, že je počítána přímo z shareholder value, a zároveň že tak odráží změny zadlužení a úroků. Dále je tato metoda vhodná pro ocenění finančních institucí. Hlavní její nevýhodou je nemožnost ocenění v rámci dílčích částí podniku z důvodu nezbytné potřeby informací ohledně finanční politiky daného podniku.

Metoda DDM (Dividend Discount Model)

Tato metoda slouží pro účely oceňování vlastního kapitálu. Hodnota podniku se zde vypočítá tak, že peněžní toky, v tomto případě dividendy, jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu. V podstatě se jedná o modifikovanou verzi DCF metody. DDM model se užívá v ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem a dále především u podniků, u kterých dochází ke stabilnímu vykazování zisku, a tudíž i dividend. U této metody se lze setkat s dvěma variantami výpočtu, kdy při výpočtu hodnoty podniku lze počítat s konstantními peněžními toky nebo ve druhém případě pak s peněžními toky konstantně rostoucími:

$$V = \frac{DIV}{R_E}, \quad (2.9)$$

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.10)$$

kde R_E je náklad na vlastní kapitál, DIV představuje dividendu v běžném období a g je očekávané tempo růstu dividend (peněžních toků).

Metoda DCF APV (*Adjusted Present Value*)

Tato metoda, které rovněž říká metoda upravené současné hodnoty, slouží k ocenění celkového kapitálu. Ovšem praxi patří mezi nejméně užívané metody, a to jak v tuzemsku, tak i v zahraničí. Konkrétně u této metody je brutto hodnota podniku vypočtena zvlášť pro nezadlužený a zadlužený podnik. V případě nezadluženého podniku jsou volné peněžní toky (FCFF) diskontovány nezadluženými náklady vlastního kapitálu, a tím je tak získáno ocenění entity. Ovšem to za předpokladu, že všechny provozně nutná stála aktiva a pracovní kapitál jsou kryty pouze vlastními zdroji, což má platit pro nezadlužený podnik. V rámci druhé části ocenění neboli za zadlužený podnik, je výpočet obdobný jako u nezadluženého podniku, avšak je zde nutné připočítat současnou hodnotu daňového štítu, jehož hodnota je diskontována náklady cizího kapitálu. Peněžní toky daňového štítu jsou tak tvořeny v podobě daňových úspor v důsledku nákladových úroků v jednotlivých letech, jejichž celkovou hodnotu lze vyčíslit jako součin úroků a sazeb následovně:

$$RD\check{S} = D_{t-1} \cdot R_D \cdot d, \quad (2.11)$$

kde $RD\check{S}$ je roční daňový štít, $D_{t-1} \cdot R_D$ jsou nákladové úroky v absolutním vyjádření, D_{t-1} je úročený cizí kapitál a d je pak sazba daně z příjmu. Následně brutto hodnota oceňovaného podniku, v případě dvoufázové metody, pak u této metody vypadá následovně:

Výsledná hodnota oceňovaného podniku netto se vypočte stejným způsobem jak u DCF entity, tedy:

$$V_{netto} = V_{brutto} - D_0 \quad (2.12)$$

kde V_{netto} vyjadřuje netto hodnotu podniku, D_0 je úročený cizí kapitál k datu ocenění.

Za hlavní výhody této metody lze uvést skutečnost, že nepracuje s kapitálovou strukturou pouze ve formě podílu cizího a vlastního kapitálu, čímž tak nevznikají chyby v ocenění v důsledku použité nesprávné struktury majetku. Další výhodou je to, že lze zjistit, jaká část hodnoty je tvořena samotným provozem podniku a jakou část pak pomocí daňového štítu. Za hlavní nevýhody lze, kromě její nepraktičnosti, považovat problém při sestavení nákladu vlastního kapitálu (nezadlužené firmy), kdy v podmínkách našeho kapitálového trhu oceňovatel nemůže vycházet přímo z dat oceňovaného podniku, ale musí nejprve použít nezadlužené náklady podobných podniků a ty pak následně přepočítávají na zadlužení oceňovaného podniku.

Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, které v tomto případě odpovídají tzv. trvale udržitelnému zisku. Trvale udržitelný zisk je účetním ziskem, který je upraven o řadu korekcí typu vyloučení nákladových či výnosových položek nesouvisející s hlavní činností podniku, vyloučení skrytých rezerv, mimořádných nákladů a výnosů apod. Tato metoda tak vychází z účetních dat v rozsahu minimálně tří až pěti let. Trvale udržitelný zisk se pak stanoví následujícím způsobem:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.13)$$

kde w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím, Z_t je zisk v předešlých obdobích upravený o dané korekce a T je pak počet let zahrnutých do daného výpočtu.

Hodnota oceněného podniku se potom, za předpokladu trvalého zisku, stanoví jako perpetuita následovně:

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.14)$$

kde Z je trvale udržitelný zisk a R jsou pak náklady kapitálu nebo-li kalkulovaná úroková míra.

$$V_{netto} = \sum_{t=1}^T \frac{Z_t}{(1 + R_{E_1})^t} + \frac{Z_{T+1}}{R_{E_2} \cdot (1 + R_{E_1})^T}, \quad (2.15)$$

kde Z_{T+1} značí hodnotu trvale udržitelného zisku pro druhou fázi.

2.2.2 Majetkové metody ocenění

Základním východiskem u oceňování podniku pomocí majetkových metod je ocenění jednotlivých položek aktiv, dluhů a závazků. Do majetkových metod lze zařadit účetní metodu, substanční metodu a metodu likvidační hodnoty.

Účetní metody jsou postavené na stavových veličinách, které oceňovateli poskytuje rozvaha. Metoda vychází z historických cen, jejichž zdrojem je právě rozvaha. Smyslem metody je nejprve ocenění jednotlivých aktiv zvlášť a jejich následujícím součtem (fixních a oběžných aktiv) je vzápětí zjištěno ocenění celkových aktiv. Hodnota vlastního kapitálu je pak následně vypočítána jako rozdíl celkového ocenění aktiv a hodnotou závazků a dluhů, které jsou uvedeny v nominálních hodnotách. U této metody se lze setkat s řadou nevýhod,

jako např. ocenění aktiv na bázi účetního ocenění, nerespektování tržního ocenění či nezapočítání nehmotných aktiv. Výhodou je zde naopak snadná dostupnost dat a jednoduchý výpočet.

Substanční metoda by měla vycházet z reprodukční pořizovací ceny aktiv, ze kterých je pak nutné odečíst reálné ocenění dluhů a závazků k datu ocenění, přičemž se předpokládá, že daný podnik bude pokračovat ve své činnosti. Výsledkem této metody je tzv. substanční hodnota netto S_n , která odpovídá rozdílu mezi substanční hodnotou brutto S_b a hodnotou závazků a dluhů v reálných cenách. I tato metoda má své výhody a nevýhody. Výhodou je to, že jsou reflektovány tržní podmínky v podobě užití reprodukčních pořizovacích cen. Za nedostatek lze pak považovat opomíjení hodnoty goodwillu či dalších nehmotných aktiv, a že nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu daného podniku.

Posledním typem spadajícím do majetkových metod je **metoda likvidační hodnoty**. Podstatou této metody je zjištění hodnoty majetku k určitému časovému úseku. Dále se předpokládá, že podnik ukončí svoji podnikatelskou činnost a aktiva budou vzápětí rozprodána a následně pak dojde ke splacení všech dluhů, včetně odměny likvidátora. Ocenění touto metodou není vůbec jednoduchou záležitostí a likvidační hodnota obecně tvoří dolní hranici hodnoty podniku.

2.2.3 Metody komparativní

Principem metody je odvození hodnoty aktiv či kapitálu z dat srovnatelných podniků. Probíhá zde tedy jistá komparace. Ocenění podniku pomocí této metody lze pouze v případě, jestliže podíly srovnávacích podniků jsou veřejně obchodovatelné na finančních trzích. Obecně lze stanovit hodnotu následovně:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.16)$$

Důležitým faktorem (prvkem) u této metody je tzv. *multiplikátor srovnatelné firmy*, pomocí kterého jsou zohledněny rozdíly mezi absolutní velikostí určitých vybraných ukazatelů onoho oceňovaného podniku a komparovaných podniků. Multiplikátorem může být pak například poměr tržní a účetní hodnoty podniku či podíl tržní ceny akcie a čistého zisku na akcii. Konkrétně výše zmíněné multiplikátory vypadají následovně:

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akci}} \quad (2.17)$$

$$\text{multiplikátor } MV / BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}}. \quad (2.18)$$

Výsledná celková hodnota se pak stanovuje odlišně, a to podle toho, jaký byl použit způsob výpočtu multiplikátoru. Dle této metody lze hodnotu vypočítat následovně:

$$V_E = \text{multiplikátor } P / E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}}, \quad (2.19)$$

$$V_A = \text{multiplikátor } MV / BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{\text{oceňovaná firma}}, \quad (2.20)$$

kde V_E je hodnota vlastního kapitálu a V_A pak vyjadřuje je hodnotu celkových aktiv.

Opět i tento typ metod má své výhody či nevýhody. Výhodou je jednoduchost výpočtu. Naopak velký problémem je vůbec najít nějaký vhodný podnik pro srovnání a sestavení samotného multiplikátoru.

2.2.4 Kombinované metody

Posledním typem jsou pak kombinované metody. Zde se vychází z průměrované hodnoty přepočtených dle výše zmíněných metod. Obecně lze hodnotu sestavit jako vážený průměr takto:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.21)$$

kde V_i je hodnota propočtená podle předcházejících metod, w_i jsou pak váhy přiřazené jednotlivým metodám, přičemž musí platit: ($w_i \in [0;1]$ a zároveň $\sum_t w_t = 1$).

Nejčastějším způsobem v rámci dosažení ocenění je pak kombinace výnosové a substanční metody. Je to z toho důvodu, že je tak zohledněna výnosová i majetková struktura oceňovaného podniku. V takovém případě pak celková hodnota podniku odpovídá:

$$V = (V_s + V_v) / 2. \quad (2.22)$$

kde V_v je hodnota podniku zjištěná pomocí výnosové metody a V_s je hodnota zjištěná za substanční metodu.

Dále z hlediska výpočtu výsledné hodnoty oceňovaného podniku lze použít vážený aritmetický průměr s užitím výnosové a substanční hodnoty, které byly v tomto případě použity. Konkrétní hodnotu lze pak stanovit jako:

$$V = w_1 \cdot V_s + w_2 \cdot V_v, \quad (2.23)$$

kde w_1 a w_2 jsou příslušné váhy, které jsou přiřazené daným metodám a opět zde musí platit, že $w_1, w_2 \in [0;1]$ a zároveň pak musí platit $w_1 + w_2 = 1$.

Výhodou této metody je to, že jsou zohledněny očekávané výnosy podniku díky užitím substanční metody.

2.2.5 Ocenění pomocí metody EVA

Podle publikace *Damodaran (2018)* lze na ekonomickou přidanou hodnotu (Economic Value Added) pohlížet jako na komplexní nástroj (měřítko), který lze použít jako základ pro finanční analýzu, měření finanční výkonnosti, řízení nebo ocenění podniku. Základním prvkem pro tuto hodnotu je ekonomický zisk, který je podnikem vykazován tehdy, pokud jsou splaceny nejen běžné náklady, ale taktéž náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál a včetně nákladů na vlastní kapitál na rozdíl od účetního zisku. Tento ukazatel vznikl z důvodu odstranění nedostatků klasických ukazatelů měřících finanční výkonnost podniku (ROA, ROE apod.). Za hlavní nedostatky klasických ukazatelů lze považovat to, že není zohledněna časová hodnota peněz nebo riziko, jež jednotliví investoři podstupují. Důsledkem těchto nedostatků je pak to, že tyto ukazatele nekorelují s hodnotami akcií. Ukazatel EVA lze vnímat jako čistý výnos z provozní činnosti podniku po odečtení nákladů kapitálu (cizího a vlastního). Elementární podobu pro výpočet ekonomické přidané hodnoty lze zapsat takto:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.24)$$

kde *NOPAT* je zisk z provozních operací (činností) po dani, *C* je tvořen aktivy, jež slouží k operační činnosti neboli k hlavnímu provozu podniku (v konceptu EVA je nahrazován termínem NOA, což jsou tzv. čistá operační aktiva). *WACC* jsou průměrné náklady kapitálu.

NOPAT podléhá stejnému principu úprav a zásadám, jak tomu bylo u korigovaného výsledku hospodaření u metody DCF. Zahrnuje tedy pouze ty výnosy a náklady související s hlavní činností podniku. V hodnotě *C* jsou vázána aktiva, jež jsou nutná pro dosažení operačního zisku. Musí zde tak platit jistá symetrie, kdy *NOPAT* by měl obsahovat ty výnosy a náklady, které souvisí s aktivy, jež jsou součástí NOA. Výpočet ekonomické přidané hodnoty lze vypočítat dvěma způsoby, a to pomocí vzorce *nákladů na kapitál* nebo *hodnotového rozpětí (Value Spread)*. Podoba těchto dvou způsobů pak vypadá následovně:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2.25)$$

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}, \quad (2.26)$$

kde $\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}}$ je operační rentabilita neboli rentabilita čistých provozně potřebných aktiv.

Ukazatel EVA lze vyjádřit mnoho způsoby. Například na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí či na bázi relativního vyjádření, což je vlastně úprava zúženého hodnotového rozpětí:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.27)$$

$$\frac{EVA}{E} = (ROE - R_E), \quad (2.28)$$

kde $(ROE - R_E)$ představuje tzv. spread, který by měl být co nejvyšší, nebo alespoň minimálně kladný, aby tak vlastníci dosahovali většího bohatství než u jiné alternativy.

Stejně jako u předchozí metody DCF lze i zde uplatnit dvoufázovou metodu, která v případě ekonomické přidané hodnoty má tento tvar:

$$V_{netto} = NOA_0 + \underbrace{\left(\sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} \right)}_{MVA} - D_0 + A_0, \quad (2.29)$$

kde NOA_0 představuje čistá operační aktiva k datu ocenění, A_0 představuje ostatní neoperační aktiva k datu ocenění, D_0 je pak hodnota úročených dluhů k datu ocenění a vyznačená část pak vyjadřuje tržní přidanou hodnotu (MVA). Celkovou hodnotu podniku lze při ocenění pomocí ekonomické přidané hodnoty vyjádřit i následovně:

$$V = NOA_0 + MVA - D_0 + A_0, \quad (2.30)$$

přičemž MVA je tvořena hodnotou za první (V_1) a za druhou (V_2) fází. Konkrétně pak jednotlivé fáze lze rozepsat následujícím způsobem:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC_1)^t}. \quad (2.31)$$

$$V_2 = \frac{PH}{(1+WACC_1)^T}, \quad (2.32)$$

$$PH = \frac{EVA_{T+1}}{WACC_2 - g}, \quad (2.33)$$

kde EVA_{T+1} je EVA za druhou fází, $WACC_2$ jsou náklady celkového kapitálu za druhou fází, g je tempo růstu.

2.3 Postup při oceňování

Obsahem této podkapitoly je popis postupu oceňování podniku. Obecně nelze pohlížet na oceňování jako na neměnný proces, neboť záleží na konkrétních podmínkách, použité metodě, na použití dat či podnětu ocenění. Nicméně v obecné rovině existují jisté doporučené kroky, jak postupovat při oceňování. Těmito kroky jsou: sběr vstupních dat, analýza dat zahrnující především strategickou analýzu, finanční analýzu či rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná aktiva, dále pak sestavení finančního plánu a samotného ocenění dle vybraných metod.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Na začátku je nejprve nutné zvolit si účel samotného ocenění, dále kategorie hodnoty a datum, ke kterému se má daná hodnota stahovat. Poté by mělo dojít ke sběru vstupních dat. Bez dostatku potřebných informací není možné stanovení hodnoty podniku. Potřebné informace by měly zahrnovat především základní údaje týkající se samotného podniku (název společnosti, právní forma, IČO, předmět podnikání, přiřazení dle CZ-NACE apod.), ekonomických dat (podnikové plány, výroční zprávy, zprávy auditorů), informace týkající se relevantního trhu (jeho vymezení a vývoj, segmentace či faktory ovlivňující jeho vývoj), informace o konkurenci (údaje o případných substitučních výrobcích, informace o přímých konkurentech či bariérách vstupů do odvětví), odbytu (strukturu odběratelů či výrobců), marketingu, výrobě a dodavatelů a v neposlední řadě informace týkající se zaměstnanců (situaci na trhu práce, strukturu zaměstnanců, personální náklady).

2.3.2 Analýza dat

V rámci analýzy dat je potřeba provést finanční, strategickou a SWOT analýzu pro zhodnocení stavu daného oceňovaného podniku. Tyto analýzy jsou prováděny za účelem jednak zjištění a posouzení současného finančního zdraví samotného podniku a jeho schopnosti dlouhodobého setrvání v podnikatelské sféře, dále zjištění konkurenceschopnosti podniku, jaké jsou jeho slabé a silné stránky či jeho samotné postavení na trhu. Následně by aktiva měla být v rámci celkové analýzy rozdělena na provozně nutná a nenutná. Poté jsou určeny generátory hodnoty, u kterých je potřebné provést analýzu, včetně jejich predikce do budoucna. V případě, kdy jsou pro účely ocenění podniku použity výnosové metody, je nutné provést komplexní finanční plán. Po analýze dat pak následuje zvolení metody

ocenování, kdy prvním krokem je stanovení hodnoty podniku na základě tzv. principu „going concern“, to znamená, že ocenění je provedeno na základě předpokladu, že v budoucnu nedojde ke sloučení podniku. Nyní bude nejprve v rámci analýzy dat popsána strategická analýza.

a.) Strategická analýza

Strategickou analýzu lze vnímat jako důležitý předpoklad věrohodnosti výsledného ocenění. Jak uvádí *Mařík (2018)*, mělo by se postupovat na základě třech kroků, kdy nejprve by měla být provedena strategická analýza, vzápětí by tato analýza měla být doplněná o finanční analýzu, a nakonec by strategická a finanční analýza by měly být doplněny o finanční plán. Důvodem toho postupu je skutečnost, že vypracování strategické analýzy poukáže na to, zda daný podnik má vůbec nějaký potenciál a zda je schopen obstát s konkurencí a na trhu. Hlavní funkcí strategické analýzy je především vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Výnosový potenciál daného podniku je odvíjen od potenciálu vnějšího a vnitřního.

Postup strategické analýzy

Prvním krokem v rámci strategické analýzy je analýza vnějšího potenciálu nebo-li analýza a prognóza relevantního trhu. Následným krokem je pak analýza vnitřního potenciálu podniku a konkurence. Třetím a zároveň posledním krokem je prognóza tržeb oceňovaného podniku, co je výsledkem předchozích dvou kroků.

Na začátku **analýzy vnějšího prostředí** by měl být jednoznačně vymezen relevantní trh, na kterém se daný oceňovaný podnik pohybuje. Relevantní trh je vymezen z hlediska: produktu, zákazníků, území a konkurentů. Při volbě relevantního trhu je nutné posoudit jeho atraktivitu, aby pak bylo možné zpracování prognózy dalšího vývoje tohoto trhu. Rovněž je nutné z hlediska volby relevantního trhu získat patřičná základní data o daném trhu. Mezi základní data o trhu patří velikost samotného trhu, jeho vývoj v čase (minimálně analýza časových řad v délce pěti let) a v neposlední řadě případná segmentace trhu. Velikost trhu je nejčastěji posuzována na základě velikosti poptávky, tedy na základě celkového prodeje a spotřeby. Prognóza trhu by pak měla být sestavena dle typu ocenění, jež bylo použito. Výstupem analýzy vnějšího potenciálu by tak měla být prognóza vývoje trhu v závislosti na určitých faktorech, jež působí na daný trh. Mezi faktory, jež působící na daný trh, patří faktory národohospodářského charakteru jako např. HDP, údaje o celkové spotřebě, objemu průmyslové výroby či cen jednotlivých surovin v podobě bazických indexů. Výhodou u těchto

faktorů je to, že oceňovatel může tyto informace a konkrétní hodnoty nalézt na webových portálech příslušných veřejných institucí, jako je např. ministerstvo průmyslu a obchodu (MPO). Další skupinou faktorů působící na velikost trhu jsou obecné faktory ovlivňující poptávku. Konkrétně mezi tyto faktory lze zařadit příjmy obyvatel, jejich počet, včetně demografické struktury a ceny. Posledním typem jsou pak specifické faktory pro konkrétní produkty, jako jsou technologické či spotřební zvyklosti apod.

Součástí strategické analýzy je i **analýza vnitřního potencionálu**. V rámci analýzy vnitřního potencionálu je řešena konkurenční síla oceňovaného podniku. Cíl této analýzy odhadnutí vývoje tržních podílů podniku do budoucnosti. I zde je možné uplatnit jistý systém kroků, jak v rámci této analýzy postupovat. Podle *Maříka (2018)* je nutné nejprve stanovit dosavadní tržní podíl oceňovaného podniku. Obecně lze tržní podíl stanovit následujícím způsobem:

$$\text{Tržní podíl} = \text{tržby firmy} / \text{velikost trhu} \quad (2.34)$$

Následně je možné stanovit tempo růstu tržního podílu jako:

$$\text{Tempo růst} = (\text{Tržní podíl}_t - \text{Tržní podíl}_{t-1}) / \text{Tržní podíl}_{t-1}. \quad (2.35)$$

Faktory ovlivňující tržní podíl lze rozdělit do dvou skupin, a to: přímé a nepřímé. Přímými faktory jsou technologická úroveň, distribuce, celkový image podniku či působivost reklamy. Do nepřímých faktorů se pak řadí faktory jako jsou kvalita managementu, výdaje na výzkum a vývoj, systém řízení jakosti apod. Druhým krokem je pak shromáždění informací o jednotlivých konkurentech, včetně jejich struktury. Konkurenceschopnost oceňovaného podniku by měla být odrazem zvyšujícího se tržního podílu oceňovaného podniku. Rovněž je podstatné, v jaké fázi životního cyklu se daný podnik nachází.

Na základě těchto dvou kroků by měla být sestavena prognóza vývoje tržeb. Tempo růstu je pak následně odhadováno na základě součinu růstu trhu, což je výsledkem vnější analýzy a růstu tržního podílu, čehož oceňovatel dosáhne pomocí analýzy vnitřního potencionálu. Zároveň by mělo být odhadnuto průměrné tempo růstu na základě hodnot v minulosti, a potom by měla následovat komparace se zjištěným tempem růstu na základě údajů z zjištěných v rámci vnější a vnitřní analýzy. Vývoj tržeb oceňovaného podniku lze tak vyjádřit pomocí výsledků analýzy vnějšího a vnitřního potencionálu následovně:

$$\Delta T_t = \Delta RT + \Delta TP + \Delta RT \cdot \Delta TP, \quad (2.36)$$

kde ΔRT představuje změnu relevantního trhu, která je určena dle výsledků z analýzy vnějšího potencionálu a ΔTP , která vyjadřuje změnu tržního podílu, stanoveného na základě výsledků analýzy vnitřního potencionálu a ΔT_i je pak změna tržeb stanovena pomocí výsledků obou dvou analýz.

Konečnou finální podobu prognózy tržeb lze pak vyjádřit následujícím vztahem:

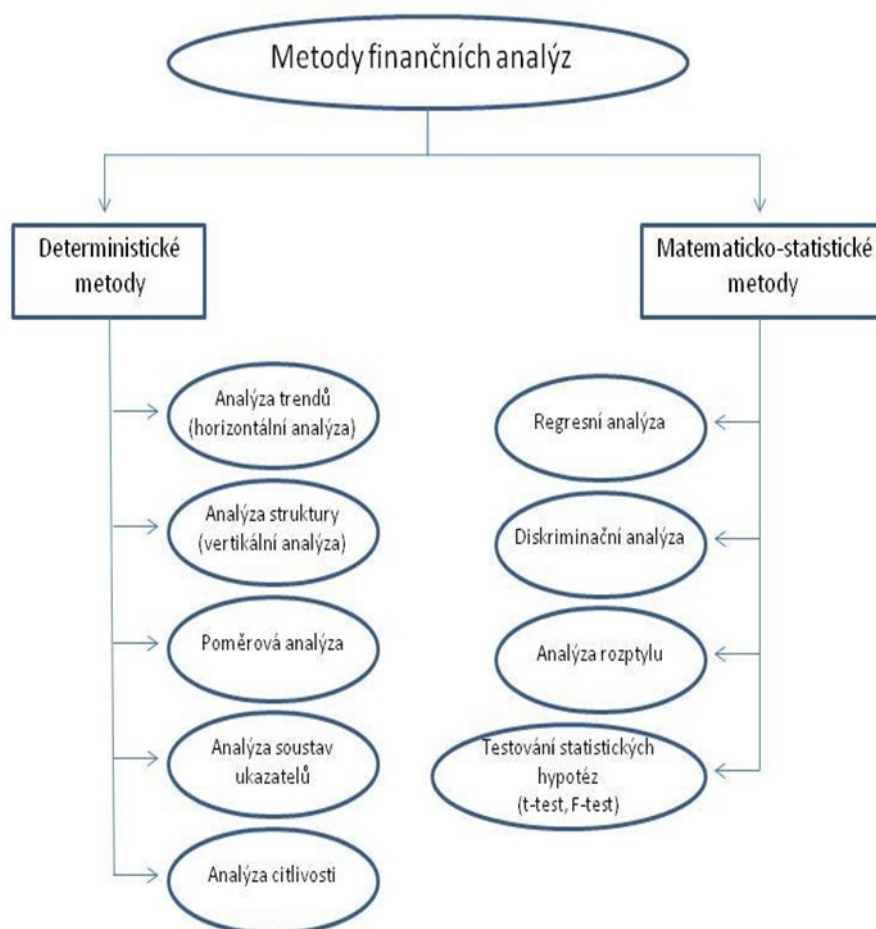
$$\Delta T = \Delta T_i \cdot w_n + \Delta T_j \cdot w_{Tj}, \quad (2.37)$$

kde ΔT_j představuje změnu tržeb, jež je stanovena z analýzy časové řady tržeb oceňované společnosti, w_{Tj} je váha, která je přiřazena ΔT_i a w_{Tj} představuje váhu, jež je přiřazena ΔT_j .

b.) Finanční analýza

Nezbytnou součástí oceňování podniku je i finanční analýza, která je součástí komplexu finančního řízení podniku. Hlavním a podstatným cílem finanční analýzy je posoudit nejen úroveň stávajícího finančního zdraví (finanční kondice) oceňovaného podniku k datu oceňování, ale také posoudit a porovnat vývoj finanční situaci podniku v budoucnu. Výsledek finanční analýzy je tak základem pro nejrůznější budoucí finanční rozhodnutí. Pro zhodnocení finanční situace, výkonnosti a ocenění podniku se používá celá škála vzorců zahrnutých v poměrových ukazatelích. Metody užívané v rámci finanční analýzy lze členit z různých hledisek. Podle základního členění lze jednotlivé metody rozdělit na metody deterministické a matematicko-statistické, viz. Obr. 2.1

Obr. 2.1 Členění metod finanční analýzy



Zdroj: Dluhošová (2010, str. 73), vlastní zpracování

Deterministické metody

Obecně deterministické metody lze zařadit mezi standardní nástroje finanční analýzy, které se používají k analyzování souhrnného vývoje oceňovaného podniku. Do této skupiny metod patří horizontální a vertikální analýza, poměrové ukazatele či analýza citlivosti.

Horizontální analýza neboli analýza vývojových trendů slouží k posouzení vývoje hodnot za určité časové období a vývoje souhrnných ukazatelů, jako např. aktiv, pasiv, zisku apod. Jejich aplikací pak lze získat odpověď na to, o kolik procent se oproti minulému roku (stavu) změnily dané položky či o kolik se jednotlivé položky změnily v absolutním

vyjádření, jak uvádí publikace *Růčková (2017)*. Při interpretaci výsledků tak musí být brány v úvahu, jak relativní, tak absolutní změny. Tyto změny lze vypočítat následujícími vztahy:

$$\text{absolutní změna} = a_t - a_{t-1}, \quad (2.38)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{a_t - a_{t-1}}{a_{t-1}} \quad (2.39)$$

kde a_t je hodnota ukazatele za běžný rok a a_{t-1} je hodnota za rok předešlý.

V případě **vertikální analýzy** neboli analýzy struktury pak dochází ke zjištění, jak velkým podílem se jednotlivé položky účetních výkazů podílely na celkové bilanční sumě za určité časové období. Jako celková bilanční suma jsou zde brána buď celková aktiva nebo pasiva, v případě výkazu zisku a ztrát je pak za bilanční sumu brána velikost tržeb. Podle *Vochozka (2011)* lze však počítat, pracovat s různou variantností bilanční sumy, kdy záleží na tom, co konkrétní oceňovatel či podnik chce analyzovat. Vzorec pro vertikální analýzu obecně vypadá následovně:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.40)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele, $\sum U_i$ je hodnota souhrnného ukazatele.

Samozřejmě je možné použít taktéž způsob kombinace výše zmíněných analýz, kdy lze provést obě dvě analýzy zároveň, tedy **vertikálně-horizontální analýzu**. Tento uvedený způsob má tu výhodu, že je vytvořen komplexní pohled na strukturu v čase a zároveň na vývoj finančních ukazatelů.

Poměrová analýza

Poměrová analýza je, stejně jako dvě předcházející metody, metodou patřící do skupiny deterministických. Obecně poměrová analýza je považována za nejpoužívanější a nejrozšířenější nástroje (metody) finanční analýzy. Poměrová analýza v zásadě poměruje jednotlivé položky účetních výkazů vzájemně mezi sebou a v různých kombinacích. Díky této variabilitě tak existuje celá řada poměrových ukazatelů, které je možné různě členit. V zásadě se v praxi objevuje následující elementární členění: ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a stability, aktivity a ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu.

Ukazatele rentability

Podle publikace *Kislingerová (2010)* ukazatele rentability bývají někdy označovány také jako ukazatele výnosnosti či návratnosti. Při výpočtu rentability se vychází z následující konstrukce, kdy je poměřován zisk k nějaké srovnávací základně, která může být jak na straně aktiv či pasiv anebo, jak je tomu například u rentability tržeb, k jiné bázi. Obecně je interpretace u těchto ukazatelů obdobná, říkají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč položky, uvedené ve jmenovateli. Je žádoucí, aby hodnota rentability v čase rostla. Navíc, jak uvádí publikace *Dluhošová (2010)*, se používají i různé modifikace výsledného efektu (zisku). Za základní ukazatele rentability lze považovat: rentabilitu aktiv – ROA (Return on Assets), rentabilitu vlastního kapitálu – ROE (Return on Equity), rentabilitu dlouhodobých zdrojů – ROCE (Return on Capital Employed) či rentabilitu tržeb – ROS (Return on Sales).

Rentabilita aktiv – ROA (Return on Assets) je považována za klíčový ukazatel rentability, jenž lze v literatuře najít pod názvem ukazatel produkční síly. ROA poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů byla aktiva financována, jestli z vlastních zdrojů, nebo z kapitálu věřitelů. Tento ukazatel je možné v praxi zkonstruovat mnoha způsoby, přičemž v rámci dosažení co největší komplexnosti výsledků je dobré užití vzorce na bázi EBITu, a to i z důvodu abstrahování změny sazby daně zisku v čase či měnící se struktury financování pasiv. Vztah pro výpočet tohoto ukazatele může vypadat následovně:

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}, \quad (2.41)$$

$$ROA = \frac{EAT + úroky \cdot (1 - t)}{Aktiva}, \quad (2.42)$$

kde *EBIT* je zisk před úhradou úroků a daní, *t* je sazba daně.

Rentabilita vlastního kapitálu – ROE (Return on Equity) poměruje čistý zisk s hodnotou vlastního kapitálu. Tím je tak vyjádřena celková výnosnost vlastních zdrojů. Jistým problémem u tohoto ukazatele je to, že výsledná hodnota může vzrůst z několika důvodů, a to jednak z vytvoření většího zisku společnosti, poklesu úrokové míry cizího kapitálu, snížení podílu vlastního kapitálu či kombinací zmíněných důvodů. Pokud však dojde k poklesu hodnot rentability z důvodu navýšení podílu vlastního kapitálu na celkových zdrojích díky kumulace nerozděleného zisku, pak to značí chybnou investiční politiku.

Zároveň by výsledná hodnota ukazatele ROE měla být vyšší než ROA a bezriziková přírážka. A to proto, že je obecně vlastní kapitál společnosti je dražší než cizí. Výpočet je stanoven:

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.43)$$

kde *EAT* vyjadřuje zisk po zdanění.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů – ROCE (Return on Capital Employed)

hodnotí účinek efekt výnosnosti dlouhodobých investic, tedy kolik Kč zisku připadá na 1 Kč investované věřiteli a akcionáři. V zásadě lze říci, že tento ukazatel hodnotí efektivnost financování vlastním i cizím kapitálem. V rámci posouzení finanční výkonnosti patří tento typ rentability mezi nejlepší varianty z účetních ukazatelů. Lze jej taktéž použít pro mezipodnikové srovnávání a vypadá následovně:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + rezervy + dlouhodobé závazky + dlouhodobé úvěry}, \quad (2.44)$$

kde *VK* je vlastní kapitál.

Rentabilita tržeb – ROS (Return on Sales) je rovněž používán k mezipodnikovému srovnání a poskytuje informaci o tom, kolik oceňovaný podnik dokáže vyprodukovat zisku na jednu korunu tržeb. Ukazatel vypovídá o schopnosti podniku produkovat zisk při určité úrovni tržeb. Jak uvádí *Grünwald a Holečková (2008)*, v praxi se rovněž užívá název ziskové rozpětí. Výpočet může být počítán na bázi EBIT či EAT, tedy:

$$ROS = \frac{EBIT}{Tržby}, \quad (2.45)$$

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby}, \quad (2.46)$$

kde položku *tržby* představují tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (případně tržby za prodané zboží).

Ukazatele likvidity

Na základě těchto ukazatelů je zjišťována finanční situace podniku, zejména platební schopnost samotného podniku. Tím je tak zjištěn fakt, zda je podnik schopen dostát svých závazků. V souvislosti s problematikou platební schopnosti podniku je možné se v praxi setkat s pojmy likvidnost a solventnost, jak uvádí *Kislingerová (2010)*. Likvidita obecně

vyjadřuje schopnost přeměny aktiv podniku na peněžní prostředky, jejichž výše jsou v plné kompetenci majitelů firmy. Na konečnou hodnotu likvidity působí, kromě objemu závazků, taky další faktory, např. délka výrobního cyklu, vnější ekonomické prostředí apod. Tato skupina ukazatelů zahrnuje celkovou likviditu, běžnou likviditu, okamžitou likviditu, a navíc i ukazatel čistého pracovního kapitálu, který spadá rovněž do tzv. rozdílových ukazatelů.

Ukazatel celkové likvidity (Current Ratio) udává, kolikrát jsou krátkodobé závazky pokryté oběžnými aktivy nebo-li kolikrát je oceňovaný podnik schopen uspokojit své věřitele, pokud by přeměnil oběžná aktiva v určitém okamžiku na cash. Tento typ likvidity je poměrně dost citlivý na ocenění a strukturu zásob a pohledávek. Další nevýhoda tohoto ukazatele spočívá v tom, že kromě nezohlednění oběžných aktiv, rovněž nezohledňuje strukturu krátkodobých závazků z pohledu jejich splatnosti. Co se týče doporučených hodnot, obecně zde autoři nejsou zcela zajedno, a dokonce někteří jsou zastánci agresivního nebo defenzivního řízení likvidity. Od toho se pak odvíjejí konkrétní doporučované hodnoty. Konkrétně u tohoto typu likvidity je doporučeno rozmezí hodnot od 1,5 do 2,5, přičemž hodnota v zásadě nesmí být nižší než jedna. Tento ukazatel se vypočítá pomocí vzorce:

$$\text{celková likvidita} = \frac{OA}{CZ_{\text{krátkodobé}}}, \quad (2.47)$$

kde OA jsou oběžná aktiva, $CZ_{\text{krátkodobé}}$ jsou cizí zdroje.

Ukazatel pohotové likvidity (Quick Asset Ratio) je zkonstruován tak, aby došlo k eliminaci nedostatku předchozího ukazatele běžné likvidity. Čítatel je zde upraven o nejméně likvidní část oběžných aktiv, a to o zásoby. Dále je vhodné upravit hodnotu čitatele o nedobytné pohledávky. I u tohoto ukazatele je problém ve výši doporučené hodnoty, neboť jak optimální, tak i celková hodnota ukazatele závisí na určitých faktorech jako např. na činnosti podniku, typu odvětví apod. Doporučená hodnota by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5, jak uvádí *Dluhošová (2010)*. Navíc, jako předchozího ukazatele, by i zde měla výsledná hodnota v čase růst. Vypočítá se z následujícího vztahu:

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{CZ_{\text{krátkodobé}}} \quad (2.48)$$

Ukazatel okamžité likvidity (Cash Ratio) vyjadřuje nejužší vymezení likvidity, neboť výpočet tohoto ukazatele počítá pouze s nejlikvidnější složkou oběžných aktiv, a to

peněžními prostředky, ať už v podobě peněz na účtu či pokladně, tak i v podobě směnek a šeků. Vztah pro tento ukazatel je pak následující:

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby} - \text{pohledávky}}{CZ_{\text{krátkodobé}}}. \quad (2.49)$$

Jak uvádí *Růčková (2011)*, hodnota okamžité likvidity by v zásadě neměla nikdy klesnout pod hodnotu 0,2, která bývá považována za kritickou a měla by se pohybovat kolem 0,6.

Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital) je ukazatel, který svým zaměřením spadá do kategorie rozdílových ukazatelů. Nicméně velmi úzce souvisí s likviditou. Obecně se vypočítá jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky nebo taky jako rozdíl mezi dlouhodobými zdroji a fixními aktivy. Čistým pracovním kapitálem je míněna část oběžných aktiv, která se během roku přemění na peněžní prostředky a po uhrazení krátkodobých závazků může být užita k realizaci nejrůznějších podnikatelských záměrů. Výsledná hodnota ukazatele je ovlivňována skladbou bilance podniku a pokud podnik dosahuje kladné hodnoty, tak to znamená, že má zaručenou likviditu.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik užívá k financování svých aktiv kromě vlastních zdrojů, také cizí zdroje. Tím, že podnik užívá k financování svého majetku cizí kapitál, v zásadě ovlivňuje celkovou výnosnost kapitálu a zároveň určité riziko podnikání. Z toho tak vyplývá fakt, že financování činností podniku pomocí cizích zdrojů je relativně levnější způsob než v případě financování vlastními zdroji. Důvodem, proč tomu tak je, je existence tzv. daňového štítu, který vzniká v důsledku započítání úrokových nákladů do daňově uznatelných nákladů. Ukazatele zadluženosti jsou obecně ovlivňovány čtyřmi základními faktory, kromě zmíněných dvou (výnosnosti a rizika) jsou to dále daně a typ aktiv.

Ukazatel celkové zadluženosti (Debt Ratio) představuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům a patří mezi základní ukazatele zadluženosti. V zásadě platí, čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je pak vyšší i riziko samotných věřitelů, kteří tak preferují nízkou hodnotu zadluženosti. Jistá doporučená hodnota, jak uvádí řada autorů publikací, se pohybuje někde v rozmezí od 30 do 60 %, jak uvádí *Knapková (2017)*. Hodnoty tohoto ukazatele zajímají v praxi především banky z hlediska poskytnutí úvěrů daným podnikům.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva}}. \quad (2.50)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (Debt/Equity Ratio) poměřuje cizí kapitál k vlastnímu kapitálu. Zadluženost vlastního kapitálu se obecně odvíjí podle fáze vývoje daného podniku a podle postojů vlastníků k riziku, přičemž u stabilních společností by se hodnota tohoto poměru měla pohybovat někde v pásmu hodnot od 80 % do 120 %, jak uvádí *Dluhošová (2010)*. Konkrétní vztah pro výpočet zadluženosti vypadá následovně:

$$\text{ukazatel zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.51)$$

Ukazatel úrokového krytí (Times Interest Earned Ratio) charakterizuje výši zadluženosti na základě schopnosti oceňovaného podniku splácet nákladové úroky a zároveň tak říká, kolikrát je dosažený zisk vyšší než dané roky. Hodnota ukazatele by neměla nikdy klesnout pod 1, respektive 100 %, protože v takové situaci si podnik nevydělává ani na uhrazení daných úroků. Hodnota by tak měla být ve výši alespoň 1, což pokryje úroky.

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}}. \quad (2.52)$$

Úrokové zatížení je pak v podstatě převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí. Tento ukazatel naopak vyjadřuje, jak velká část vytvořeného zisku připadá na placení nákladových úroků. Výslednou hodnotu tohoto zatížení ovlivňuje především vývoj rentability a potom velikost podílu cizích zdrojů na financování podnikatelské činnosti. V situaci, kdy má daný podnik dlouhodobě nízké úrokové zatížení, si může dovolit mít vyšší podíl cizího kapitálu. Vztah pro výpočet je pak následující:

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}}. \quad (2.53)$$

Stupeň krytí stálých aktiv patří do skupiny ukazatelů finanční stability. Ukazatel poměřuje vlastní kapitál a celková aktiva podniku. Obecně čím ukazatel nabývá větších hodnot, tím to značí lepší finanční stabilitu oceňovaného podniku. Ukazatel by měl nabývat alespoň hodnoty 100 %, což v podstatě znamená, že celková stálá aktiva jsou pokryta dlouhodobým kapitálem. Konkrétně vzorec vypadá následovně:

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}}. \quad (2.54)$$

Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio) je vnímán jako nejdůležitější ukazatel z oblasti ukazatelů hodnotících finanční stabilitu podniku. Tento ukazatel poměruje vlastní kapitál s celkovými aktivy (majetkem) podniku. Vyjadřuje, do jaké míry daný podnik pokrývá vlastní aktiva pomocí vlastních zdrojů. Obecně by hodnota tohoto poměru měla v čase růst, což by signalizovalo upevnění finanční stability podniku. Vztah pro zjištění tohoto podílu je pak následovný:

$$\text{podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}. \quad (2.55)$$

Pokud výsledná hodnota je vyšší než 1, znamená to, že dlouhodobé zdroje slouží ke krytí i oběžných aktiv. Tyto dva ukazatele jsou pak v praxi doplňovány celou škálou ukazatelů, jako např. **podíl oběžných aktiv** či **podíl stálých aktiv**, na základě kterých je hodnocena struktura aktiv. Konkrétní hodnoty pak dále závisí na typu odvětví.

Majetkový koeficient (Equity Multiplier) pak patří mezi poslední významné ukazatele finanční stability. Tento ukazatel bývá taktéž v praxi označován jako ukazatel finanční páky. Poměruje celková aktiva s vlastním kapitálem podniku a je tak v podstatě převrácenou hodnotou předchozího ukazatele, tedy:

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.56)$$

Vyjadřuje tak, kolik korun majetku připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Je žádoucí, aby ukazatel v čase dosahoval stabilních hodnot. Tento ukazatel souvisí se zapojením vlastních zdrojů do financování podniku a je důležitý pro rentabilitu vlastního kapitálu, jehož konkrétní účinek lze vyčíslit a získat u pyramidového rozkladu zmíněné rentability.

Ukazatele aktivity (Activity Ratios)

Tyto ukazatele lze taky označit jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v nejrůznějších formách aktiv. Jak uvádí *Sedláček (2011)*, na základě těchto ukazatelů daný podnik zjišťuje, jestli a jak efektivně vynakládá se svými aktivy. Ukazatelé aktivity pracují jak s položkami výkazu zisku a ztráty, tak s položkami rozvahy. Lze tedy na ně pohlížet jako na rozdílové ukazatele. Rovněž mají opodstatněný vliv na ukazatele rentability, ROA a ROE. Oproti předchozím typům poměrových ukazatelů se u ukazatelů aktivit poměrně dost liší podoba a struktura jednotlivých ukazatelů, a to z důvodu odlišnosti názorů jednotlivých

odborníků. V zásadě se lze setkat se dvěma elementárními typy ukazatelů, a to s dobou obratu a rychlostí obratu.

Obrat celkových aktiv (Total Assets Turnover Ratio) patří mezi komplexní ukazatele měřící efektivnost užívání celkových vložených aktiv do podnikání. Rovněž tento ukazatel může sloužit k mezipodnikovému srovnávání. V podstatě udává, kolikrát se podniková aktiva obrátí za rok neboli jak velká je intenzita daných aktiv, přičemž platí, že čím je hodnota vyšší, tím daný podnik lépe a efektivněji nakládá s vlastním majetkem. Ukazatel by měl dosahovat alespoň hodnoty 1, ovšem taky záleží na typu a charakteru odvětví.

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.57)$$

Doba obratu aktiv naopak vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkového majetku ve vztahu k tržbám, přičemž podnik by měl usilovat, aby tato doba byla co nejkratší. Výslednou hodnotu ukazatele pak ovlivňuje jednak dynamika tržeb, ale taktéž i podíl fixních aktiv. Přitom platí, čím je větší podíl fixních aktiv, tím je hodnota ukazatele vyšší.

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.58)$$

Doba obratu zásob (Inventory Turnover Ratio) udává, kolikrát je jednotlivá položka zásob v průběhu jednoho roku prodána a opět naskladněna. Zde se názory odborníků na konstrukci ukazatele dost rozcházejí. Například podle *Kislingerová (2011)* uvádí, že by bylo vhodné pracovat s průměrnými zásobami, jednotlivými podíly tržeb či dokonce denními náklady místo tržeb. Vztah pro výpočet tohoto ukazatele tak může vypadat následovně:

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.59)$$

Doba obratu závazků (Creditors Payment Period) udává dobu, po kterou jsou závazky podniku neuhrazeny, a tedy jak dlouho podnik užívá bezplatný obchodní úvěr. Tento druh ukazatele tak obecně charakterizuje platební morálku oceňovaného podniku. V zase by v hodnotě čitatele měly být zahrnuty jenom krátkodobé závazky:

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.60)$$

Doba obratu pohledávek (Average Collection Period) naopak měří platební morálku odběratelů podniku a říká, za jak dlouho jsou průměrně hrazeny pohledávky, faktury od odběratele. Z hlediska výpočtu by se mělo počítat s krátkodobými pohledávkami (z obchodního styku), aby byla zajištěna kontinuita výpočtu s dobou obratu závazků. Ukazatel pak vypadá následovně:

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.61)$$

Pravidlo solventnosti je spojeno s předchozími dvěma ukazateli a slouží ke kontrole finanční rovnováhy. Obecně platí pravidlo, že doba obratu pohledávek by měla být kratší než doba obratu závazků, aby tak nebyla ohrožena existence podniku z pohledu splatností závazků a zajištění likvidity. Toto pravidlo lze tedy zapsat jako:

$$\text{doba obratu pohledávek} < \text{doba obratu závazků}.$$

Ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu (Market Value Ratios)

Tento typ ukazatelů je často taky nazýván jako ukazatele tržní hodnoty. Jak už napovídá sám název, tak tyto poměrové ukazatele mají jisté vazby na kapitálový trh a v zásadě vyjadřují, jak investoři či burza oceňují daný podnik z pohledu trhu a případné investice do daného podniku. Tyto ukazatele vycházejí tedy jak z účetních, tak z tržních dat a jsou v podstatě odrazem kombinací všech doposud zmíněných poměrových ukazatelů. Obecně tyto ukazatele tak hodnotí podnik z hlediska návratnosti vloženého kapitálu do podniku z pohledu investora. Mezi ukazatele tržní hodnoty patří ukazatel čistý zisk na akcii, P/E, dividendový výnos, payout ratio, market-to-book ratio či ukazatel účetní hodnoty akcie.

Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Podobně jako výše zmíněné poměrové ukazatele následující souhrnné modely a souhrnné indexy slouží k hodnocení finanční úrovně oceňovaného podniku. Souhrnné modely tak umožňují zhodnocení podniku a jeho silných a slabých stránek pomocí jednoho čísla. Jak uvádí *Růčková (2017)*, tyto souhrnné modely do jisté míry v praxi zavádějící a jejich vypovídací schopnost nemusí být tak přesná jako v případě podrobné analýzy pomocí poměrových ukazatelů. Souhrnný model tak v podstatě zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli, ovšem bez matematické přesnosti. Hlavní úlohou těchto daných modelů je snaha jistého včasného rozpoznání určitých příčin a náznaků nestability, případně signalizovat úpadek či dokonce i bankrot samotného oceňovaného podniku. Z hlediska jejich aplikace je

však nutný předpoklad určitého vývoje, jenž je charakteristický pro ohrožené podniky, a to po nějakou dobu dopředu. Základními nástroji pak z pohledu měření a vyjadřování finanční úrovně jsou rating a pravděpodobnost úpadku. Jak uvádí *Dluhošová (2010)*, predikční modely lze obecně členit na bankrotní a ratingové (bonitní) modely. Přičemž mezi těmito dvěma typy modelů existuje zásadní rozdíl, kdy **bankrotní modely** hodnotí možnost úpadku podniku, zatímco **bonitní modely** hodnotí možnost zhoršení finanční úrovně daného podniku. Mezi bankrotní modely patří: Altmanův model, Taflerův model, Beaverův model či model IN. Mezi ratingové modely lze pak zahrnout: Tamariho model, Kralickův Quick-test či soustavu bilančních analýz dle Rudolfa Douchy.

Analýza soustav ukazatelů

Tato analýza obsahuje rozbor a vývoj syntetických ukazatelů, které jsou ovlivňovány řadou klíčových faktorů. Důležité pro každého oceňovatele je vyčíslit a postihnout faktory, které tyto syntetické (vrcholové) ukazatele ovlivňují, včetně odchylek, které způsobují dané faktory. Na základě takto provedené analýzy lze pak vyvodit následné doporučení a navrhnout opatření pro zlepšení zjištěného stavu. Obecně existují dva základní přístupy v rámci analýzy syntetických ukazatelů. Jedná se o **paralelní soustavu ukazatelů**, jejichž smyslem je charakterizovat vybrané ukazatele bez matematické přesnosti a pak **pyramidová soustava ukazatelů**, v rámci které je možné provést rozbor vrcholového ukazatele s matematickou přesností. Rozbor vrcholového ukazatele pomocí pyramidové soustavy umožňuje odkrytí vzájemných vazeb mezi dílčími ukazateli, přičemž je velmi podstatné, aby daná soustava byla správně a vhodně zkonstruována. Při hledání příčin odchylek vrcholových ukazatelů lze použít několik ukazatelů, například ukazatele rentability ROE a ROA či ukazatele ekonomický ukazatel EVA a další.

2.3.3 Analýza citlivosti a scénářů

V praxi se lze setkat s velkým množstvím dat, která mohou vést k určité variabilitě či neurčitosti predikce, forecastingu. Proto je vhodné provést analýzu citlivosti nějakého vrcholového ukazatele. V případě této diplomové práce bude v rámci analýzy citlivosti zkoumána změna hodnoty podniku v závislosti na změně nějakého ze vstupních parametrů. Vyjádření syntetického ukazatele může mít podobu funkce jeho dílčích ukazatelů, tedy:

$$U = f(F_1, F_2, \dots, F_n), \quad (2.62)$$

kdy se následně citlivost hodnoty ukazatele či oceňovaného podniku na první faktor dá vyjádřit dvěma způsoby, a to jako hodnota při změně daného faktoru:

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, F_3, \dots, F_n], \quad (2.63)$$

nebo jako hodnotový přírůstek vlivem změny parametru:

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, F_3, \dots, F_n] - U, \quad (2.64)$$

kde α značí relativní odchylku, která může nabývat kladných, tak záporných hodnot.

Jestliže se posuzuje v rámci analýzy citlivosti současně více faktorů, pak lze tento určitý scénář vyjádřit podle následujícího vztahu:

$$U_{1\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n], \quad (2.65)$$

$$U_{\alpha, \beta, \gamma} = U_{1+\alpha} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n] - U. \quad (2.66)$$

2.4 Sestavení finančního plánu

Další fází procesu oceňování podniku je sestavení komplexního finančního plánu, který je rovněž součástí podnikového plánu. Tento plán je nutné sestavit především v případě, kdy jsou v rámci ocenění použity výnosové metody. Finanční plán je složen z hlavních finančních výkazů, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a cash flow. Finanční plán úzce souvisí s dalšími plány spadajícími do souhrnného podnikového plánu. Těmi to plány jsou především plán produkce, prodeje, kapacit, plán pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření apod. Oceňovatel by se měl při sestavování finančního plánu podniku vyvarovat automatického přebírání finančního plánu od managementu, a to zejména v případě, kdy je jeho cílem tržní ocenění či objektivizovaná hodnota. Ovšem i přes přejímané podklady od oceňovaného podniku pak za konečnou verzi plánu odpovídá sám oceňovatel. Podle publikace *Mařík (2018)*, je nutné sestavit a vymezit tzv. generátory hodnoty, což jdou v podstatě podnikohospodářské veličiny, které v souhrnu určují a utváří hodnotu oceňovaného podniku. Za generátory hodnoty lze považovat: tržby (obrat) a jejich růst, marže provozního zisku (korigovaného), investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, způsob financování, diskontní míru a dobu, po kterou se předpokládá generování pozitivního peněžního toku. Na základě analýzy a prognózy těchto generátorů hodnoty pak konečně lze sestavit finanční plán, přesněji jednotlivé dílčí plány zmíněných generátorů a dalších stěžejních položek, ovlivňujících jeho hodnotu. Základními položkami, které v podstatě tvoří kostru finančního plánu jsou: tržby z prodeje hlavních produktů, zisková marže, provozní zisk, odhadovaná výše pohledávek, zásob a závazků a v neposlední řadě pak zamyšlené investice do dlouhodobého majetku, jež jsou potřebné pro chod daného podniku. Z hlediska zachování komplexnosti by bylo vhodné finanční plán dále doplnit o plán financování, který zahrnuje jednak předpokládané splátky jednotlivých úvěrů, ale i přijímání

nových úvěrů. Důležitost tohoto plánu spočívá jednak v ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty, ale také slouží jako určitý podklad pro odhad nákladů kapitálu. Rovněž je taky vhodné obohatit finanční plán o méně významné položky, jako např. pohledávky a závazky či některé výnosové nebo nákladové položky apod. Dále by měly být zahrnuty do finančního plánu zahrnuty neprovozní data typu investice do cenných papírů, zisky z prodeje majetku. Tyto položky měly být oceněny zvlášť. Pokud by ale oceňovatel s těmito položkami nepočítal, mohlo by pak dojít i ke zkreslení dat. Je taky nutné do finančního plánu zapracovat plánované výplaty dividend či podílů na zisku vlastníkům, které by měly být ve výši alespoň FCFE, aby pak tyto peněžní prostředky v rozvaze neúměrně narůstaly. Nakonec by mělo být dopočítáno celkové cash flow, ziskové fondy, nerozdělený zisk či hodnota dlouhodobého majetku, pokud už není jeho výše zahrnuta v rámci prognózy investic. Po sestavení finančního plánu je v praxi nutné zpětně se vracet k jednotlivým krokům a plánované hodnoty upravovat tak, aby plán více odpovídal realitě. Tyto úpravy se týkají především výkazu peněžních toků, kdy obecně vznikají přebytky či nedostatky cash flow.

2.4.1 Plán tržeb

Jak uvádí *Mařík (2011)*, projekce budoucích tržeb by se měla odvíjet z výsledků zjištěných ze strategické analýzy, kdy v rámci vnější analýzy vnějšího potenciálu je výstupem vymezení relevantního trhu a v případě analýzy vnitřního potenciálu se pak jedná o výstup v podobě budoucího tržního podílu oceňovaného podniku. Dále mohou být do tohoto odhadu (prognózy) tržeb zahrnuty i kapacitní možnosti daného podniku. Finální podobu plánu lze tedy ještě různě korigovat, a to právě o zmíněné kapacity.

2.4.2 Plán provozní ziskové marže

Tento plán je velmi významný z pohledu výsledného oceňování. Tuto marži je nutné počítat z korigovaných provozních zisků, jako:

$$PMZ = \frac{KPVH}{T}, \quad (2.67)$$

kde T jsou tržby, $KPVH$ je korigovaný provozní výsledek hospodaření a PMZ pak provozní zisková marže. V praxi se taky objevuje a pracuje i s korigovaným provozním výsledkem hospodaření před daněmi a před odpočtem odpisů. Je to z toho důvodu, že oceňovatel v daný moment nemá prognózovány (k dispozici) ostatní veličiny, kdy v podstatě vychází pouze na základě prognózy tržeb či prognózy položek pracovního kapitálu, a tudíž by bylo z těchto důvodů vhodnější užití $KPVH$ před daněmi a odpisy, tedy:

$$\text{Provozní zisková marže před daní a odpisy} = \frac{\text{KPVH před daněmi a odpisy}}{\text{Tržby}}. \quad (2.68)$$

Někdy tedy není zcela na místě, že výsledek hospodaření je stroze predikován jako rozdíl mezi odhadnutým vývojem tržeb a nákladů. Proto by bylo vhodnější zpracovat zároveň dvě nezávislé prognózy ziskové marže. Jedná se o tzv. prognózy shora a zdola, přičemž přístup prognózy shora je obecně brán za základ. Tento přístup vychází z vývoje marže za minulost a pak z na něj pokračujícího zdůvodněného vývoje do budoucna.

2.4.3 Plán pracovního kapitálu

Pro účely oceňování a plánování je nutné klasický ukazatel pracovního kapitálu do jisté míry modifikovat, a to tak, že od klasického vzorce se od oběžných aktiv nebude odečítat celý krátkodobý cizí kapitál, ale pouze neúročený cizí kapitál. Kritériem pak je to, zda bude schopen oceňovatel na tento kapitál stanovit náklady či nikoliv. Což v praxi znamená, že se tak nebudou odečítat závazky v podobě klasických bankovních úvěrů. Výpočet takto upraveného pracovního kapitálu pak může odpovídat součtu zásob, pohledávek a časového rozlišení aktiv a následného odečtu neúročených závazků a časového rozlišení. Druhá modifikace pak spočívá v započítání všech zmíněných položek jen v objemu provozně nutném. Tedy například zásoby peněz bude nutné stanovit, kalkulovat pouze do výše zajišťující hladký průběh podnikatelské činnosti, včetně nějaké účelné rezervy v podobě některých krátkodobých CP. Tuto hranici lze odvodit na základě okamžité likvidity. U ostatních položek oběžných aktiv (OA) a krátkodobých neúročených závazků by se pak měla nejprve zanalyzovat náročnost celkových výkonů na tyto zmíněné položky pracovního kapitálu (PK) v minulých letech. To lze udělat pomocí vybraných ukazatelů (vztahů), v rámci kterých tak oceňovatel získá vazbu mezi výkony a položkami PK. Tímto vybraným ukazatelem může být např. doba obratu ve dnech, tedy:

$$\text{doba obratu ve dnech} = \frac{\text{Položka pracovního kapitálu}}{\frac{\text{Tržby}}{365}}. \quad (2.69)$$

Výpočet jednotlivých položek PK je pak dán vztahem:

$$\text{Položka} = \text{Doba obratu} \cdot \frac{\text{Tržby}}{365}, \quad (2.70)$$

kde pojem položka znamená absolutní hodnotu zásob, pohledávek či závazků. U položek časového rozlišení je pak nutné, v rámci jejich analyzování, zjistit jejich složení, povahu a jejich minulý vývoj ve vztahu k vývoji tržbám.

2.4.4 Plán investic

Plán investice by měl zahrnovat čistě investice do provozně dlouhodobého majetku včetně jeho odpisů, a dále by měl vycházet i z budoucích plánovaných podnikových investičních plánů. Plánování investic lze obecně považovat za nejobtížnější část analýzy generátorů hodnoty, a to z toho důvodu, že obvykle nevyvíjejí plynulým způsobem. I u tohoto plánu je žádoucí, aby východiskem byla analýza minulosti, kdy na základě technologických faktorů, parametrů, technického vývoje a cen lze sestavit závislost investic na výkonech. Takto důkladně provedenou analýzu minulosti je však nutné doplnit o využití kapacit či přecenění majetku. V praxi se lze obecně setkat se třemi variantami přístupu k plánování investic (investiční náročnosti), a to s: globálním přístupem, přístupem podle hlavních položek a přístupem založeným na odpisech. V rámci globálního přístupu, který je obecně považován za nejlepší přístup, existují tři varianty koeficientu, pomocí kterých je možné sestavit plán investic. Prvním z nich je koeficient náročnosti tržeb na investice brutto k_{DMb} , jehož tvar je následující:

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice}_{\text{brutto}} \text{ do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}, \quad (2.71)$$

kdy provozně nutný majetek vyjadřuje majetek, který je spojen s hlavní činností podniku. Tento koeficient by měl být počítán za no nejdelsí období. Druhou variantu tohoto koeficientu je jednodušší způsob v podobě prostého podílu dlouhodobého majetku na tržbách. Tedy:

$$k_{DM} = \frac{\text{Provozně nutný dlouhodobý majetek}}{\text{Tržby}}. \quad (2.72)$$

2.5 SWOT analýza

SWOT analýza či taktéž nazývaná jako situační analýza, slouží ke zkoumání a analyzování silných (Strengths) a slabých (Weaknesses) stránek a příležitostí (Opportunities) a hrozeb (Threats) oceňovaného podniku. Umožňuje najít jistou rovnováhu mezi interními zdroji a kapacitami, neboli mezi interními faktory a externími faktory. SWOT analýzu lze tak rozdělit na interní analýzu a vnější analýzu. Jak uvádí *Matusíková (2017)*, vnitřní analýza zahrnuje rozbor silných a slabých stránek podniku. Obecně jsou to faktory, které daný podnik

může svou činností ovlivnit a kontrolovat je. Těmito faktory jsou např. operační systémy, zdroje, výrobní kapacity, organizační struktura apod. Naopak analýza vnějšího prostředí neboli externí analýza slouží k identifikaci a analýze příležitostí a hrozeb, což jsou v podstatě faktory, které působí na podnik, aniž by je samotný podnik mohl nějak ovlivnit. Obecně externí prostředí je složeno ze sociální, legislativní, ekonomické, politické, technologické a ekologické oblastí (SLEPTE). V rámci této analýzy je taky nutné zaměřit se i na tzv. blízké prostředí podniku, a to především z hlediska odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Z tohoto pohledu podnik ovlivňují faktory (skupiny) jako jsou dodavatelé, odběratelé, konkurence či distributoři. Za účelem jejich identifikace pak může být použit Porterův model pěti sil. Obecně cílem celé SWOT analýzy je maximalizace silných stránek a eliminace slabých stránek podniku.

2.6 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Z hlediska oceňování podniku by mělo u většiny metod obecně platit, že aktiva podniku by měla být rozdělena na provozně nutná (potřebná) a provozně nenutná či taktéž neprovozně nepotřebná. Jako provozně potřebná aktiva lze označit aktiva, která jsou nezbytná pro základní „business“ podniku, všechna zbylá aktiva jsou pak aktivity nenutnými - nepotřebnými. Ostatní aktiva pak nemusí být podnikem vůbec využívána, pokud z nich neplynou žádné, nebo jen minimálními, příjmy spojené s vyšším rizikem. Je tedy potřebné vyčlenit a zjistit aktiva, ze kterých společnosti neplynou žádné příjmy nebo pouze jednorázové příjmy. Provozně nenutná aktiva, která nejsou spojena s hlavní činností podniku, by tak měla být zásadně oceněna samostatně, a to zvláště dle jednotlivých položek. V úvahu, jak ocenit neprovozní majetek, přichází několik způsobů, a to: pro aktiva nesoucí výnos a které je účelné pronajmout se užije běžné metody výnosového ocenění, respektive výnosové ocenění na principu obvyklého nájemného. V ostatních případech je vhodné ostatní aktiva ocenit tržní hodnotou. Takto zjištěná celková hodnota neprovozních aktiv se na konci oceňování přičte k hodnotě provozní části. Mezi nejčastější provozně nenutná aktiva patří: krátkodobé CP a podíly, které odpovídají charakteru určité rezervy, peněžní prostředky, jejichž výše je nad požadovanou úroveň pro chod podniku, dále nemovitosti či pohledávky nesloužící k hlavnímu účelu podnikání, nepotřebné zásoby a rovněž sem patří nejručnější finanční investice (dluhové CP, drahé kovy apod.) u kterých nejsou známy všechny potřebné informace pro zařazení do provozního majetku apod. Po rozčlenění aktiv by měly být souvztažně upraveny, respektive vyřazeny náklady a výnosy, jež mají spojitost (souvztažnost) s provozně nepotřebnými aktivy. Mezi nejčastější vylučované položky z výsledku

hospodaření pak jsou pak tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku či materiálu, odpisy budov nesloužících k účely hlavního podnikání, náklady a výnosy mající mimořádný charakter například smluvní pokuty, úroky z prodlení, dary, manka apod. Následně k tomuto upravenému provoznímu výsledku hospodaření se musí připočítat finanční výnosy a náklady spojené s provozními aktivy. Takto upravený provozní výsledek hospodaření lze označovat jako tzv. **korigovaný provozní výsledek hospodaření**, což je v podstatě výsledek hospodaření, jenž je generovaný provozně nutným investovaným kapitálem. Je nutné si ale ovšem uvědomit, že pro účely výnosového ocenění se musí pracovat s korigovaným výsledkem po dani, proto je tedy nutné ještě odečíst daně.

2.7 Stanovení nákladů kapitálu

Každý podnik má pro účely realizace své podnikatelské činnosti možnost užití jak vlastního, tak cizího kapitálu, přičemž tyto náklady kapitálu lze brát jako cenu, kterou podnik musí zaplatit za jejich získání nebo, z pohledu investora nebo jako požadavek na výnosnost, která musí být oceňovaným podnikem a podnikem obecně generována, aby pro něj nedošlo k poklesu bohatství neboli hodnoty. Jinými slovy náklady kapitálu tak představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu, přičemž jejich stanovení není podstatné pouze pro účely stanovení hodnoty podniku, ale i pro řadu dalších věcí např. pro investiční rozhodování, stanovení optimální kapitálové struktury, výběru zdrojů financování apod. V praxi se lze setkat jednak s celkovými náklady kapitálu ($WACC$), ale i s náklady na cizí kapitál (R_D) a náklady na vlastní kapitál (R_E).

Náklady na celkový kapitál (Weighted Average Cos of Capital, WACC) jsou někdy rovněž označovány jako průměrné náklady kapitálu a v sobě zahrnují v sobě jednak náklady na vlastní, tak i na cizí kapitál, kdy vztah pro jejich výpočet je následující:

$$WACC = \frac{R_D \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.73)$$

kdy R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, D je pak cizí kapitál (Debt), t značí sazbu daně z příjmu R_E jsou náklady na vlastní kapitál (Equity), $D+E$ je pak celkový kapitál (C).

Náklady na cizí kapitál představují úroky, popřípadě kuponové platby, které podnik musí uhradit svým věřitelům za jimi poskytnutý kapitál, kdy jejich výše závisí na očekávané efektivnosti, velikosti dluhu, hodnocení bonity dlužníka a délce úvěru. Tyto náklady lze vypočítat jako úroky snížené o tzv. daňový štít, a to na základě vztahu:

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.74)$$

kdy sazba daně je vyjádřena jako t a úroková míra z dluhu jako i .

Náklady na vlastní kapitál lze získat na bázi tržních přístupů či metod a modelů, jež vycházejí z účetních dat. V zásadě platí, že náklady na vlastní kapitál jsou z pohledu podniku dražší než náklady na cizí kapitál, a to ze dvou důvodů: nejsou na rozdíl o předchozích nákladů daňově uznatelné a za druhé vlastník vkládá svůj majetek do podniku na neurčito a nemá tak jistotu produkovaní výnosu. Jak uvádí *Damodaran (2011)*, v praxi se nejvíce užívanými metodami staly: model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), arbitrážní model oceňování (APM), multifaktorové modely (Deriving a Multifactor model) či pak účetní metody jako stavebnicový model apod.

Model oceňování tržních aktiv (The Capital Asset Pricing Model, CAPM) patří v praxi mezi nejužívanější tržní metodu ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jedná se o rovnovážný jednofaktorový model oceňování kapitálových aktiv za předpokladu rovnováhy na trhu tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je stejný pro všechny investory. Model je založen na funkčním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia a funguje na základě určitých předpokladů, a to že neexistují žádné transakční náklady, investice podniku jsou nekonečně dělitelné, všechna aktiva jsou obchodovatelná apod. Každý z investorů má k dispozici možnost kombinace bezrizikového aktiva a tržního portfolia, přičemž očekávaná výnosnost aktiv je přímo úměrná betě aktiva β_i . Beta zde znamená jediný faktor, jenž se váže k oceňovanému podniku. Očekávaný výnos z aktiva lze vyjádřit následovně:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot [E \cdot (R_m) - R_f], \quad (2.75)$$

kde $E(R_i)$ je očekávaný výnos aktiva i , R_f je bezriziková sazba, $E(R_m)$ je pak očekávaný výnos tržního portfolia, $(E(R_m) - R_f)$ je prémie za systematické tržní riziko a β_i je koeficient citlivosti dodatečného výnosu aktiva na dodatečný výnos tržního portfolia, přičemž odhad hodnoty koeficientu β se provádí pomocí metod regresní analýzy, např. metodou nejmenších čtverců. Koeficient beta vlastního kapitálu lze v případě zadlužené firmy β_L vyjádřit podle následujícího vztahu:

$$\beta^L = \beta^U \left[1 + (1 - d) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.76)$$

kde β^U je beta vlastního kapitálu v případě nulového zadlužení, jehož hodnotu lze převzít z databázi profesora A. Damodarana.

Z účetních metod bude pak bude v aplikační části této diplomové práce použit **stavebnicový model (metoda) INFA** užívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR (MPO), u něhož lze alternativní náklady vlastního kapitálu (R_E) stanovit jako součet bezrizikové sazby a jednotlivých rizikových prémie odvozených z účetních dat podniku. Při výpočtu nákladu na vlastní kapitál tímto způsobem je nutné nejprve vypočítat náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, tzv. $WACC_U$, a to jako:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.77)$$

kde $R_{finstab}$ znamená přírážku za riziko plynoucí z finanční stability, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za podnikatelské riziko, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku a R_F je bezriziková přírážka.

V případě, kdy oceňovaný podnik disponuje cizím úročeným kapitálem např. bankovním úvěrem, pak vztah pro výpočet $WACC_L$ zadluženého podniku vypadá takto:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.78)$$

přičemž t je sazba daně, $WACC_U$ vyjadřují celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy, A jsou celková aktiva a D pak bankovní úvěry a obligace.

Náklady na vlastní kapitál (R_E) lze pak stanovit podle následujícího vztahu:

$$R_E = \frac{\frac{EBIT}{A} \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.79)$$

přičemž platí, že $EBIT \cdot \frac{CZ}{Z} = WACC_U \cdot UZ$. Dále Z vyznačuje hrubý zisk, CZ/Z je daňová redukce, A celková aktiva.

V případě zadlužené firmy lze alternativně náklady na vlastní kapitál stanovit i jako součet všech rizikových přírážek včetně **přírážky za finanční strukturu** (R_{finstr}), což je přírážka, která vyjadřuje zadluženost podniku a lze ji stanovit jako: $R_{finstr} = R_E - WACC_U$. Z důvodu zamezení extrémních případů se doporučuje, pokud

$R_E = WACC_U$, $R_E = WACC_U$, je R_{finstr} rovna 0, dále jestli $R_E - WACC_U > 10\%$, pak $R_{finstr} = 10\%$.

Bezriziková sazba (R_F) nejčastěji odpovídá hodnotě výnosu desetiletých státních dluhopisů do splatnosti, přičemž konkrétní hodnotu lze nalézt v databázích České národní banky.

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}) je určena na základě porovnání celkové výše tzv. úplatných zdrojů (UZ) se stanovenými hodnotami. Pokud jsou $UZ \geq 3$ mld. Kč, pak hodnota R_{LA} je rovna nule. Naopak pokud je $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 5\%$. Ovšem pokud se velikost UZ pohybuje v intervalu od 100 mil. Kč do 3 mld. Kč, pak se pro výpočet této přírážky použije výpočet $R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$.

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity ($R_{finstab}$) je postavena na ukazateli celkové likvidity a jeho následném srovnáním s doporučovými hodnotami.

$$L3 = \frac{OA}{kr. \text{ závazky} + bank. \text{ úvery} + vypořádky - dl. \text{ bank. úvery}}. \quad (2.80)$$

Zjištěná výsledná hodnota je dále pak srovnávána s hodnotami mezních likvidit XL , které jsou individuálně stanoveny pro každé odvětví. Jestliže $L3 \leq XL1$, pak je $R_{finstab}$ rovna 10 %. Pokud $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab} = 0\%$. V případě, jestliže je $XL1 < L3 < XL2$, se pak

výsledná hodnota se zjistí jako $R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1$.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($R_{podnikatelské}$) je založena na komparaci ukazatele $EBIT/A$ a ukazatele $X1$, pomocí kterého je nahrazován úplatný cizí kapitál vlastním kapitálem. Podoba ukazatele $X1$ pak vypadá následovně:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.81)$$

kde UM vyznačuje úrokovou míru a UZ jsou úplatné zdroje (VK, BÚ a obligace). V případě, kdy $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak platí následující, že $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelské \text{ odvětví}}$. Jestliže je naopak

$\frac{EBIT}{A} < 0$, poté $R_{podnikatecké} = 10 \%$. A nakonec jestliže platí, že $0 \leq EBIT/A \leq XI$, pak je

$$R_{podnikatecké} = \left(\frac{XI - EBIT / A}{XI} \right)^2 \cdot 0,1,$$

Obecně zmíněný postup výpočtu R_E pomocí výše popsané stavebnicové metody, užívané ministerstvem průmyslu a obchodu nelze brát za zcela neměnný algoritmu, ale jako jistý princip přístupů, jež se mohou odlišovat podle typu oceňovaných podniků.

3. Strategická analýza podniku

V úvodní části této kapitoly bude nejprve stručně charakterizován vybraný podnik, včetně výčtu jeho podnikatelských činností, dosavadního vývoje, výrobního sortimentu a obchodní činnosti. Následně bude provedena samotná strategická analýza, následovaná rozbořem finanční analýzy, včetně horizontálně-vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Pro účely této diplomové práce byl v rámci oceňování vybrán podnik BONATRANS GROUP, a.s., dále již jen „podnik“.

3.1 Charakteristika podniku BONATRANS Group, a.s.

Oceňovaný podnik BONATRANS GROUP, a.s., který rovněž je znám pod názvem GHH-Bonatrans, je akciovou společností sídlící v Bohumíně zabývající výrobou železničních dvojkolí, což je i hlavním předmětem podnikání. V současné době patří mezi největší výrobce železničních dvojkolí na evropském trhu.

Historie podniku se datuje od roku 1965, kdy v rámci bývalého státního podniku Železáren a drátoven Bohumín byl zřízen Závod železničních dvojkolí. V roce 1970 pak podnik provedl první dodávku pro osobní vlaky. V roce 1999 pak následně vznikl samostatný podnik pod názvem BONATRANS a.s., což je taky původní název současného podniku. Tento název vydržel až do roku 2006, kdy došlo ke vzniku současné BONATRANS GROUP, a.s. Poté v roce 2014 přišla nejvýznamnější události pro podnik, došlo k akvizici společnosti GHH-Radsatz, čímž tak vznikla GHH-BONATRANS. V současné době je podnik součástí velkého konsolidačního celku, do kterého, kromě samotného podniku, patří: Bonatrans Group GmbH, Bonatrans India Private Limited a Bonatrans Asia Limited. Hlavním akcionářem a tedy vlastníkem tohoto konsolidačního celku je pak společnost Bonatrans Enterprises B. V., se sídlem v Amsterdamu.

Výrobní portfolio podniku je složeno v současné době z mnoha výrobků. Podnik se zabývá zejména výrobou dvojkolí a jejich dílů, tj. kol, náprav, kotoučů a obručí pro kolejová vozidla. Kola jsou vyráběna ve dvou variantách. Buď jako celistvá (monobloky) nebo jako skládaná, včetně gumou odpružených kol pro tramvaje, metro vozy apod. Nápravy jsou pak vyráběny jako plné nebo duté. Uplatnění výše zmíněných výrobků je různorodé. Od lokomotiv a hnacích vozů, přes osobní jednopodlažní i patrové vozy, až po nákladní vagony či dokonce pro vozidla sloužící pro údržbu kolejové infrastruktury. Kolejová vozidla, obsahující výrobky podniku BONATRANS GROUP, a.s., jezdí v současné době jezdí ve více

než 80 zemích světa napříč 5 kontinenty. Jsou součástí například kolejových vysokorychlostních jednotek ICE v Německu či TGV ve Francii.

Co se týče **investiční činnosti**, je důležitý, z pohledu oceňovaného podniku, zejména rostoucí asijský trh. Z tohoto důvodu se v roce 2013 podnik rozhodl založit dceřinou společnost Bonatrans India Pvt. Ltd pro výrobu kol, náprav a montáží dvojkolí. V roce 2017 pak ze strany podniku došlo k nákupu divize recyklace od společnosti VIADRUS, a.s., jejíž hlavní činností je výkup a ekologická likvidace šrotu a kovonosných odpadů. Účelem této investice je ucelení materiálového toku oceli, jež má strategický význam pro podnikatelskou činnost podniku. V tomto roce navíc pokračovala modernizace stávajícího strojního vybavení jednotlivých obrobů a byl dokončen centrální sklad určený pro skladování jednotlivých komponentů, spojovacího materiálu, olejů, barev a ostatních provozních materiálů.

Podnik pro **řízení a kontrolu kvality a jakosti** splňuje řadu významných certifikačních, kontrolních či zákaznických auditů, což je nezbytným předpokladem pro dodávky výrobků a jejich bezpečnosti v rámci železničního sektoru. Mezi nejdůležitější certifikace patří ISO/TS 22163:2017, certifikace EN ISO 9001:2015 v nové revizi s platností do roku 2021, ISO 14001, OHSAS 18001. Dále podnik vlastní certifikáty kvality ISO 9001 a IRIS, což mu umožňuje dodávání svých výrobků do řady špičkových evropských vozidel. Podnik navíc pravidelně vykazuje a pracuje na inovační činnosti, například v podobě zlepšení tlumících systémů, s cílem výrazně redukovat hluk. Na řadu svých výrobků užívá ochranou obchodní známku BONASILENCE.

Vize podniku, BONATRANS GROUP, a.s. počítá, i přes neustále vzrůstající konkurenci, s udržení současné pozice na stávajících trzích a plánuje navýšení tržního podílu na svých klíčových trzích, zejména v západní Evropě, v Asii (především v Číně a Indii) a to obecně u prvovýrobce kolejových vozidel. Navíc v rámci investic podnik pořítá s klíčovou investicí v podobě modernizace a generální úpravy stávající válcovny linky kol, čímž by chtěl dokázat svou prorůstovou strategii. Dále podnik plánuje být lídrem v oblasti inovací a jakosti, a tím si zachovat nezbytné kvalitativní požadavky svých zákazníků.

Důležité informace týkající se samotného oceňovaného podniku pak shrnuje následující Tab. 3.1.

Tab. 3.1 Základní údaje o podniku

Datum zápisu:	31.3.2006
Sídlo:	Revoluční 1234, Bohumín, PSČ 735 94
Právní forma:	Akciová společnost
Statutární orgán:	Předseda představenstva: Jitka Cechlová Komárková -
Základní kapitál:	6 000 000 Kč
Akcie:	6 ks kmenových akcií o jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč, v zaknihované podobě
Akcionáři:	Bonatrans EnterpriseS B.V. Strawinskylaan 1143, Amsterdam, Nizozemské království
IČO:	27438678
Spisová značka:	3173 B, Krajský soud v Ostravě
Předmět podnikání:	<ul style="list-style-type: none"> • silniční motorová doprava - nákladní provozovaná vozidly nebo jízdními soupravami • Slévárství • Obráběčství • Vedení spisovny, • podnikání v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady • výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Zdroj: Výpis z obchodního rejstříku, Výroční zprávy BONATRANS Group, a.s.

3.2 Strategická analýza podniku

Cílem této podkapitoly je provedení samotné strategické analýzy, která je považována za základ strategického řízení. Strategická analýza umožňuje zhodnotit minulý vývoj i současný a postihnout faktory ovlivňující i jeho budoucnost. V rámci této analýzy bude nejprve vypracována analýza vnějšího potencionálu pomocí tzv. PEST analýzy. Poté bude analyzován vnitřní potenciál podniku, a to na základě Porterova modelu pěti konkurenčních sil.

3.2.1 Analýza vnějšího potencionálu

Analýza vnějšího potencionálu bude provedena na základě PEST analýzy, jež v sobě zahrnuje politicko-legislativní, ekonomické, sociální a technologické faktory. Každý z těchto faktorů (segmentů) působí různě na daný podnik. Oceňovaný podnik BONATRANS Group, a.s., působí ve zpracovatelském průmyslu. Podnik má své odbytiště jak na domácím, tak i

zahraničním trhu. Jeho výroba je zaměřena na průmyslové podniky, nákladní a především železniční dopravu.

Politické faktory

Oceňovaný podnik, stejně jako ostatní, je ovlivňován politickou situací v České republice, protože poměrně časté střídání politických stran a hnutí, může mít za následek nejrůznější změny v legislativě. O politickém systému ČR se dá říci, že je stabilní. To dokazují i dvě posledně zvolené vlády. ČR tak lze brát jako docela stabilní zemi, která je demokratická a bezpečná, což je podstatné zejména pro zahraniční investory a pro ratingové agentury. I když je ČR jako celek brána jako stabilní země, jednotliví podnikatelé jsou poměrně hodně zatěžováni byrokracií, složitou administrativou a často se měnícími zákony a vyhláškami. Administrativní zátěží trpí nejvíce malé a střední podniky. Byrokracie a legislativa bývají jednotlivými podnikateli často označovány za největší problém, jelikož firmy mnohdy nedokážou pružně a efektivně zareagovat na legislativní změny. V této souvislosti je důležité zmínit, že od 1. ledna 2014 vstoupil v platnost nový Občanský zákoník, který s sebou přinesl řadu změn. Podnik rovněž zajímá a ovlivňuje ho i sazba daně z příjmů právnických osob. Ta je již od roku 2011 stále ve stejné výši, a to 19 %. Případný růst by znamenal pro oceňovaný podnik větší finanční zátěž. Vzhledem k tomu, že podnik BONATRANS Group, a.s. je plátcem daně z přidané hodnoty (DPH), je pro něj důležitý vývoj i této daně. Následující Tab. 3.2 znázorňuje vývoj daně z příjmů právnických osob od roku 2007 do roku 2018.

Tab. 3.2 Vývoj sazby daně z příjmů právnických osob (v %)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sazba daně	24	21	20	19	19	19	19	19	19	19	19

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené Tab. 3.2 lze vyčíst, že během sledovaného období docházelo k poklesu daně z příjmů právnických osob. Od roku 2010 pak čistý zisk podniku je pravidelně a stabilně zdaňován 19ti procenty. Tento zaznamenaný pokles daňové sazby lze brát z pohledu podniku jako pozitivní faktor. Kromě výše uvedených faktorů je podnikatelská činnost podniku taktéž ovlivňována politickou situací v globálním měřítku, což se pak promítne do zpracovatelského průmyslu, konkrétně slévárenského a strojního, a tím tedy i

oceňovaného podniku. V současné době nejvíce světovou politikou, ale i tuzemskou ekonomikou, hýbou protiruské sankce ze strany EU a Spojených států amerických (USA), dále obchodní válka mezi USA a Čínou, odchod Velké Británie z EU (Brexit) apod. Pro podnik je především důležitá celosvětová obchodní politika spojená s trhem s ocelí. Například v roce 2015 a 2016 došlo k vyhocení světové ocelářské krize, která byla vyvolána enormním nadbytkem výrobních kapacit. Tato situace vznikla především díky vysokému a rychlému nárůstu hutí v Číně, což pak způsobilo vysoký propad cen surové oceli, a tím tak mohla být ohrožena existence řady podniků, včetně BONATRANS Group, a.s. Dle odhadů World Steel Association bylo v roce 2016 ve světě přebytných výrobních kapacit o celkovém objemu přes 700 milionu tun. Všechny tyto skutečnosti a ekonomické faktory mají za následek změnu cen vstupů oceňovaného podniku, zejména oceli. Dále taky mají poměrně velký dopad na strukturu zákaznického portfolia a celkového objemu tržeb, a to z toho důvodu, že vysoký podíl z celkových tržeb podniku mají zahraniční tržby, především z Číny či USA.

Ekonomické faktory

Dalším typem faktorů, jejichž vliv nemůže oceňovaný podnik nijak svou činností ovlivnit, jsou ekonomické faktory. Mezi tyto faktory lze bezpochyby zařadit nejrůznější makroekonomické ukazatele, jako je hrubý národní či nadnárodní produkt, míra inflace, objem peněz v ekonomice, úroková míra, směnný kurz apod. Za vývoj a predikci těchto zmíněných ukazatelů (veličin) je odpovědná centrální banka, která je zároveň odpovědná za jejich dodržování. V ČR tuto funkci vykonává Česká národní banka (ČNB).

Jeden z nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů je hrubý domácí produkt ČR (dále jen HDP). Na základě prognóz a údajů uveřejněných na stránkách Ministerstva financí (dále jen MF) by mělo meziroční tempo růstu reálného HDP, což je HDP očištěné o inflaci, postupně v následujících letech klesat. Podle MF má v roce 2018 reálné HDP vzrůst o 2,9 % oproti 4,4 % v roce 2017. Následně v roce 2019 má pak růst reálného HDP ještě více zpomalit, a to na 2,4 %. Jak poukazuje Tab. 3.3 stejné tempo růstu je zatím odhadováno i pro následný rok 2020. Tato prognóza, která je konkrétně sestavována výborem pro rozpočtové prognózy, je jeho šesti členy vnímána jako realistická a dvěma pak jako optimistická.

Tab. 3.3. Vývoj meziročního tempa růstu reálného HDP (v %)

Rok	2018	2019	2020
Tempo růstu HDP	2,9	2,4	2,4

Zdroj: Ministerstvo financí, vlastní zpracování

Predikce nejrůznějších makroekonomických ukazatelů jednotlivých států sestavují rovněž i zahraniční instituce a organizace, které mohou dojít k odlišným výsledkům než v případě českého Ministerstva financí. Jedna z takových organizací je Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD). Podle této organizace je tempo růstu reálného HPD ČR pro nadcházející roky mírně vyšší, jak dokládají i hodnoty uvedené v Tab. 3.4.

Tab. 3.4 Vývoj meziročního tempa růstu reálného HDP dle OECD (v %)

Rok	2018	2019	2020
Tempo růstu HDP	3,00	2,70	2,62

Zdroj: Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj, vlastní zpracování

Další takovou organizací je pak Mezinárodní měnový fond (MMF). Mezinárodní měnový fond je mezinárodní organizací, jejíž cílem je podporovat stabilitu směnných kurzů, usnadňovat měnovou spolupráci a obecná podpora státům zažívajících hospodářské problémy. Oproti OECD a českému MF sestavuje Mezinárodní měnový fond své predikce až na 6 let dopředu, což dokazují i hodnoty v následující Tab. 3.5. Vyhlídka tempa růstu HDP je ještě o něco málo lepší než v předchozích dvou případech.

Tab. 3.5 Vývoj meziročního tempa růstu reálného HDP podle MMF (v %)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tempo růstu HDP	2,9	2,9	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5

Zdroj: MMF, vlastní zpracování

Další ekonomický faktor, který je nutný sledovat a který ovlivňuje cenu podnikových vstupů i výstupů, jakož i celkové HDP, je míra inflace. Inflace během sledovaného období poměrně značně kolísala, přičemž nejnižší byla v roce 2013 a 2014, kdy do jisté míry reálně hrozila deflace. Ovšem, jak naznačují kladné hodnoty v Tab. 3.6, k deflaci nedošlo. V období 2014 a 2015 došlo ke snížení míry inflace zapříčiněné výrazným poklesem cen ropy na světových trzích, a tím i cen pohonných hmot. V roce 2015 byla zaznamenána nejnižší míra inflace. Od roku 2016 pak dochází k postupnému růstu inflace zejména v důsledku zvyšování cen u nealkoholických nápojů a potravin, dále cen stravování a ubytování a rovněž dopravy.

Tab. 3.6 Vývoj míry inflace (v %)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	6,0	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1

Zdroj: ČNB (databáze časových řad ARAD), vlastní zpracování

Jak už bylo zmíněno v podkapitole 3.1, v charakteristice podniku, BONATRANS GROUP, a.s. mnoho svých výrobků vyváží do zahraničí. Zahraniční kontrakty, a z nich pak plynoucí tržby, jsou ovlivňovány směnným kurzem. Směnný kurz udává, kolik peněz je potřebné zaplatit za jednu jednotku cizí měny. Vzhledem k tomu, že zahraniční zákazníci jsou většinou ze zemí EU, je pro podnik důležité sledovat vývoj směnného kurzu eura, který je uvedený v následující Tab. 3.7. Důležité je zmínit, že se jedná o průměrný kurz zjištěný ČSÚ.

Tab. 3.7 Vývoj průměrného kurzu eura (v Kč)

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	24,942	26,445	25,290	24,586	25,143	25,974	27,533	27,283	27,033	26,330

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Během sledovaného období kurz eura vykazoval kolísavý trend. Zejména mezi obdobími 2007 až 2013. Následně průměrný kurz eura vzrostl a ustálil se kolem hodnoty 27 Kč za euro. Příčinou tohoto růstu a následného ustálení hodnoty kurzu byly devizové intervence ČNB, které započaly v listopadu 2013. Devizovými intervencemi se rozumí obchody na devizovém trhu, pomocí kterých pak ČNB ovlivňuje měnový kurz domácí měny. Účelem těchto intervencí bylo podpořit ekonomický růst, exporty, domácí spotřebu a zabránění vzniku deflace. Na konci dubna 2017 pak ČNB upouští od udržování hranice 27 Kč za euro a intervence tak končí, čímž se kurz opět vyvíjí „samovolně“.

Sociální faktory

Za sociální faktory lze obecně považovat nejrůznější změny společenského chování a demografické změny. Tyto faktory mají podstatný vliv jak na poptávku po službách a zboží, tak na jejich nabídku. V posledních letech se sociální situace v české společnosti poměrně zlepšuje a stále tak více konverguje k úrovni společností západních zemí. Za sociální faktory lze považovat například obecnou míru nezaměstnanosti, průměrnou mzdu či minimální mzdu. V následující Tab. 3.8 je znázorněn vývoj zmíněných faktorů za období 2008 až 2018. Jak lze konstatovat z hodnot uvedených v Tab. 3.8, od roku 2008 dochází ke snižování obecné míry nezaměstnanosti, zjišťované českým statistickým úřadem (dále jen ČSÚ). Navíc poslední tři

roky ČR eviduje nejnižší nezaměstnanost v rámci Evropské unie, což dokazují i čísla Evropského statistického úřadu (EUROSTAT). I když je snižování nezaměstnanosti vnímáno jako pozitivní, z pohledu jednotlivých podniků, a tím i BONATRANS GROUP, a.s., to není úplně dobré, neboť se mu mohou obtížněji hledat noví zaměstnanci a do budoucna by tak podnik mohl mít problém s realizací určitých zakázek a projektů. Tím taky vzniká prostor pro konkurenční boj o nové a stávající zaměstnance, přičemž s dlouhodobým hledáním a „přetahováním“ zaměstnanců mohou pak podniku vznikat navíc dodatečné náklady. U průměrné a minimální mzdy naopak docházelo k pozitivnímu trendu, tedy k jejich navyšování. Při pohledu na hodnoty v Tab. 3.8 je zřejmé, že průměrná mzda se za posledních 11 let zvýšila téměř o 11 000 Kč na 31 885 tis. Kč, a to v roce 2018. Růst mezd však pro daný podnik znamená navyšování osobních nákladů, a tím tedy snižování provozního a celkového zisku. Navíc růst celkových osobních nákladů je pak o to větší, o kolik více podnik zaměstnává zaměstnanců či o kolik navýší jejich počet. Pro srovnání s celkovou průměrnou mzdou je v Tab. 3.8 uvedena průměrná měsíční mzda v rámci zpracovatelského průmyslu, kam dle klasifikace CZ-NACE podnik BONATRANS GROUP, a.s. patří. Je patrné, že průměrná mzda za toto odvětví je nižší než celorepublikový průměr, a to i přesto, že se tyto dvě hodnoty od sebe příliš neodlišují. Existuje zde riziko, že někteří zaměstnanci mohou dát přednost vyšší mzdě, než mají právě v daném odvětví. Obecně nejvyšší mzdy jsou evidovány v oboru bankovníctví a pojišťovnictví. BONATRANS GROUP, a.s. k 31.12. 2017 zaměstnává celkem 1 355 zaměstnanců.

Tab. 3.8 Vývoj vybraných sociálních faktorů

Rok	Obecná míra nezaměstnanosti (v %)	Průměrná mzda zpracovatelský průmysl	Celková průměrná mzda
2008	4,70	21 389	22 592
2009	7,60	21 801	23 344
2010	7,00	22 680	23 864
2011	6,6	23 521	24 455
2012	7,2	24 302	25 067
2013	6,8	24 594	25 035
2014	5,9	25 428	25 768
2015	4,5	26 204	26 591
2016	3,6	27 395	27 764
2017	2,4	29 233	29 496
2018	2,2	31 717	31 885

Zdroj: Český statistický úřad, vlastní zpracování

Dalším ekonomickým faktorem, který byl již zmíněn, je minimální mzda. Tato mzda byla dlouho beze změn a odpovídala výši 8000 Kč, jak je patrné z Tab. 3.9. Až vláda Bohuslava Sobotky začala usilovat o její navyšování. V roce 2017 minimální mzda odpovídá 1 2 200 Kč. Přesto, že každým rokem dochází k navyšování průměrné mzdy v ČR, tak tato hodnota odpovídá pouhým 33,64 % průměrné mzdy v Německu. To je často bráno pro účely komparace, a to z důvodu vysokého objemu zahraničního obchodu s Českou republikou.

Tab. 3.9 Vývoj minimální mzdy (v Kč)

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Minimální mzda (v Kč)	8000	8000	8000	8000	8500	9200	9200	9900	11000	12200

Zdroj: Ministerstvo práce a sociálních věcí (MPSV), vlastní zpracování

Kromě výše zmíněných faktorů lze za další faktor, ovlivňující oceňovaný podnik, považovat také demografický vývoj ČR. Jak je patrné z Tab. 3.10 počet obyvatel vykazuje téměř po celou sledovanou dobu rostoucí trend. Podle dat ČSÚ je pozvolný nárůst obyvatel

způsoben především migrací cizinců do ČR, kdy počet přistěhovalých několikanásobně převyšuje hodnotu přirozeného přírůstku (natural increase).

Tab. 3.10 Vývoj počtu obyvatel na území ČR

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	10491	10517	10496	10509	10510	10524	10542	10565	10589	10626
	492	247	672	286	719	783	942	284	526	430

Zdroj: Český statistický úřad (veřejná databáze), vlastní zpracování

Zvyšování počtu obyvatel je z pohledu oceňovaného podniku pozitivním faktorem, který se projevuje tím, že podnik má možnost obsadit stávající volné pracovní pozice novými potenciálními zaměstnanci či vytvářet nová pracovní místa, a tím tak zvýšit celkový výkon v rámci své podnikatelské činnosti.

Technologické faktory

V současné době, v době průmyslu 4.0, je pro podniky podstatná a důležitá aktivní inovační činnost, včetně podpory vědy a výzkumu. aby se tak vyhnuly zaostalosti a zvýšily konkurenceschopnost a zefektivnily podnikatelskou činnost. Tyto technologické změny danému podniku přinesou přidanou hodnotu a zisk v podobě úspory nákladů.

3.3.2 Analýza vnitřního potenciálu

Cílem analýzy vnitřního potenciálu je zanalyzování přímého dopadu blízkého okolí na oceňovaný podnik. V rámci této podkapitoly bude nejprve analyzováno odvětví, ve kterém oceňovaný podnik působí a poté bude podnik popsán dle Porterovy analýzy konkurenčního prostředí neboli Porterova modelu pěti konkurenčních sil. Podstatou této analýzy je popsat faktory, které působí přímo na daný podnik. Mezi tyto faktory patří: konkurence, potenciaální konkurence, dodavatelé, kupující a substituční výrobky.

a.) Charakteristika odvětví

Podnik BONATRANS GROUP, a.s. se podle svého hlavního předmětu podnikání řadí do odvětví zpracovatelského průmyslu. Podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) lze podnik zařadit do dvou základních skupin, a to do výroby strojů a zařízení pro všeobecné účely (CZ-NACE 28.10) a výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely (CZ-NACE 28.20). Tyto dvě skupiny jsou součástí oddílu 28 - Výroba strojů a zařízení.

Výroba strojů a zařízení patří mezi významná odvětví zpracovatelského průmyslu a její podíl na tomto průmyslu je poměrně velký, ať už to z pohledu největších zaměstnavatelů, kam se řadí i oceňovaný podnik, tak i celkových tržeb. V oddíle CZ-NACE 28 měla největší podíl z hlediska tržeb skupina 28.20 – výroba ostatních strojů a zařízení s podílem 39,9 %. Dále to pak byla skupina 28.10 - výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely, jejíž podíl činil 23,5 %. Zároveň skupina 28.20 má i největší procentuální zastoupení z pohledu zaměstnavatelů, a to 61,7 %.

b.) Konkurence v odvětví

Obecně odvětví výroba strojů a zařízení je bráno jako velmi rozsáhlé odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu, kde působí řada velkých firem, včetně oceňovaného podniku. Z důvodu rozsáhlosti tohoto odvětví není zcela možné získat konkrétní informace v rámci výrobců dvojkolí. Nicméně za největší konkurenty podniku BONATRANS GROUP, a.s. lze zařadit například ArcelorMittal Engineering, Lobellix, s.r.o, 4RAIL, a.s., Vítkovice Steel, a.s.

c.) Potencionální konkurence

Strojírenství lze považovat za poměrně rozsáhlé a nepřesycené odvětví (část zpracovatelského průmyslu), ve kterém působí mnoho firem s nejrůznějším zaměřením. Ovšem v části odvětví, zaměřené na kolejovou a železniční dopravu, je situace poněkud odlišná než v případě celkového strojního průmyslu. V rámci železničního průmyslu mohou existovat jisté bariéry potenciálních firem vstupujících do této části odvětví. Jednou z nich může být například získání oprávnění a certifikace pro výrobu dvojkolí.

d.) Kupující

Za zákazníky podniku lze považovat veškeré firmy pohybující se ve strojírenství a zejména v železničním průmyslu. Uplatnění je tak velmi různorodé – od lokomotiv a hnacích vozů, přes osobní jednopodlažní i patrové vozy, metra, tramvaje, až po nákladní vagony. Výrobky společnosti jsou užívány jak pro osobní dopravu v podobě národních či soukromých dopravců, tak i u nákladní železniční dopravy. Kolejová vozidla, zejména vysokorychlostní vlaky, jezdí s výrobky podniku ve více než 80 zemích. V rámci vysokorychlostních vlaků používají dvojkolí a podvozky od společnosti BONATRANS GROUP, a.s. například německé dráhy, francouzské vlaky TGV 2N2, ICE 3 či T350 SRO. U tramvají se pak, kromě tuzemských strojů, objevují výrobky společnosti u tramvají jezdících v Berlíně či Linzu. Dále se výrobky od společnosti objevují u metra v Shanghai, Ismiru či Kochi. V rámci nákladní dopravy se mezi nejvýznamnější zákazníky řadí Tatravagonka, Greenbrier Urope, S.C.Astra

Rail, Axiom Rail či Wabtec. Vzhledem struktury tržeb a zákaznického portfolia podniku lze usoudit, že převážná část koncových zákazníků BONATRANS GROUP, a.s. jsou z převážné části zahraniční zákazníci.

e.) Substituční výrobky

Vzhledem k tomu, že společnost BONATRANS GROUP, a.s. zaujímá velký podíl v oblasti výroby dvojkolí. Toto potvrzuje i fakt, že výrobky od společnosti BONATRAN GROUP, a.s. jsou využívány ve více než 80 zemích světa. Lze tedy říci, že se společnost se nemusí obávat konkurenčních výrobků ze strany své konkurence. To však neznamená, že by se měla spokojit s danou situací a neměla by pracovat na zvýšení konkurenceschopnosti svých výrobků. Jednou z možností, jak zvýšit propagaci a image své značky (výrobků) je mít dobře propracovaný marketing a neustále pracovat na výzkumu a inovaci svých výrobků.

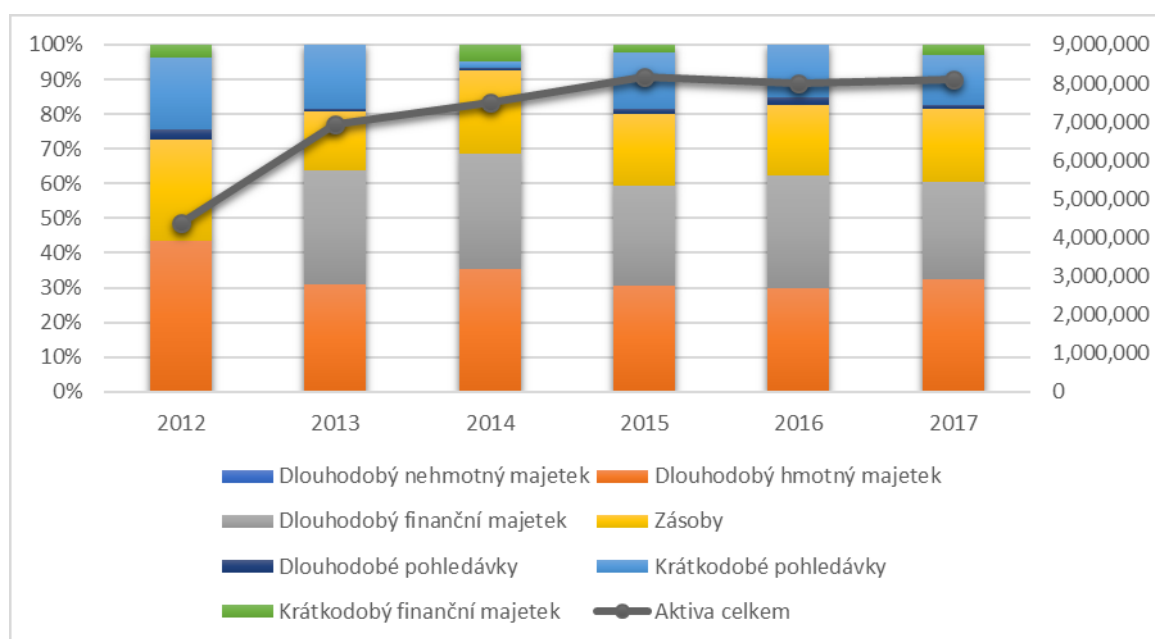
3.3 Finanční analýza oceňovaného podniku

V této stěžejní podkapitole bude provedena finanční analýza oceňovaného podniku, jejichž cílem je zhodnocení současného finančního zdraví daného podniku. Nejprve bude provedena horizontálně-vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztrát, kdy jednotlivé výsledné hodnoty jsou uvedeny v přílohách. Následně pak bude provedena poměrový analýza na základě vybraných ukazatelů z jednotlivých oblastí poměrových ukazatelů.

3.3.1 Horizontálně-vertikální analýza rozvahy

V této podkapitole bude provedena současně horizontálně-vertikální analýza rozvahy, a to za sledované období 2012 až 2017. Cílem analýzy bude popis změn jednotlivých vybraných položek aktiv a pasiv, včetně popisu jejich jednotlivého, tak i celkového vývoje. Nejprve bude provedena **horizontálně-vertikální analýza aktiv** za analyzované období 2012 až 2017, kdy průběh vývoje vybraných položek je znázorněn následujícím grafem 3.1. Veškeré výpočty jsou provedeny dle vzorců (2.38), (2.39) či v případě vertikální analýzy pak pomocí vzorce (2-40). Je nutné zmínit, že od 1.1.2016 došlo změnám u některých položek, včetně jejich uspořádání a obsahu. Horizontální a vertikální všech položek rozvahy je pak součástí Příloh 3 a 4.

Graf 3.1 Vývoj vybraných položek pasiv za analyzované období 2012 až 2017



Zdroj: výroční zprávy podniku, vlastní zpracování

Na základě grafu 3.1 lze vyvodit, že hodnota celkových aktiv až na mírné snížení, zaznamenané v roce 2016, po celou sledovanou dobu rostla. K největší meziroční změně došlo hned na začátku sledovaného období, kdy hodnota celkových aktiv meziročně vzrostla mezi roky 2012 a 2013, a to o 2 550 653 tis. Kč. Za tímto razantním nárůstem v roce 2013 stojí především nárůst dlouhodobého majetku, přesněji dlouhodobého finančního majetku, konkrétně položky půjčky a úvěry ovládající a řídicí osobě, jejíž hodnota meziročně vzrostla o 1 894 039 tis. Kč. Ačkoli současně v roce 2013 vzrostla i oběžná aktiva, jejichž hodnota díky nárůstu pohledávek z obchodních vztahů vyrostla v relativním měřítku vzrostla o 84,49 %. V porovnání s nárůstem dlouhodobého majetku, se jednalo o poměrně velmi málo významné částky (209 210 tis. Kč). V roce 2014 došlo ke zpomalení růstu celkových aktiv, jejichž hodnota vzrostla oproti předchozímu roku o 585 019 tis. Kč. Nicméně rostl jak dlouhodobý majetek, tak i oběžná aktiva. Růst celkové bilanční sumy pokračoval i v následujícím roce 2015, kdy byla za analyzované období zaznamenána vůbec nejvyšší hodnota podnikového majetku za analyzované období. Konkrétně hodnota aktiv v tomto roce dosahovala objemu 8 154 128 tis. Kč. Za touto nejvyšší zaznamenanou hodnotou stojí jak nárůst oběžného majetku, tak především nárůst dlouhodobého majetku, konkrétně podpoložky nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, jehož hodnota meziročně vzrostla o 249 706 tis. Kč. Dále se na růstu dlouhodobého majetku nejvýrazněji podílel růst dlouhodobého finančního majetku, který opětovně vzrostl z důvodu růstu položky půjčky a úvěry ovládající a řídicí osobě, a to o

153 727 tis. Kč. Co se týče oběžných aktiv, tak v roce 2015 se nejvíce na jejich celkovém navýšení o 244 790 tis. Kč nejvíce podílely zejména zásoby, především růst podpoložky „materiál“ (+8,09 %; 126 433 tis. Kč) a zároveň pak růst krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů o 271 248 tis. Kč. Růst oběžných aktiv v roce 2015 mohl být ještě větší, kdyby nedošlo ke snížení krátkodobého finančního majetku o 43,94 %, a to vlivem poklesu peněz na bankovním účtu. V následujícím roce, tj. 2016, došlo k již zmiňovanému poklesu celkových aktiv vlivem snížení oběžných aktiv, které bylo zapříčiněné poklesem zásob a krátkodobých pohledávek. U dlouhodobých aktiv nebyl v tomto roce pokles jejich hodnoty zaznamenán. Ten přišel až v posledním analyzovaném roce (2017), zásluhou snížení dlouhodobého finančního majetku o 207 589 tis. Kč. Klesající trend hodnoty stálých aktiv byl pak vykompenzován růstem oběžných aktiv, kdy opětovně vzrostla hodnota zásob a krátkodobého finančního majetku. Celková aktiva pak v roce 2017 mírně vzrostla, a to na 8 101 512 tis. Kč.

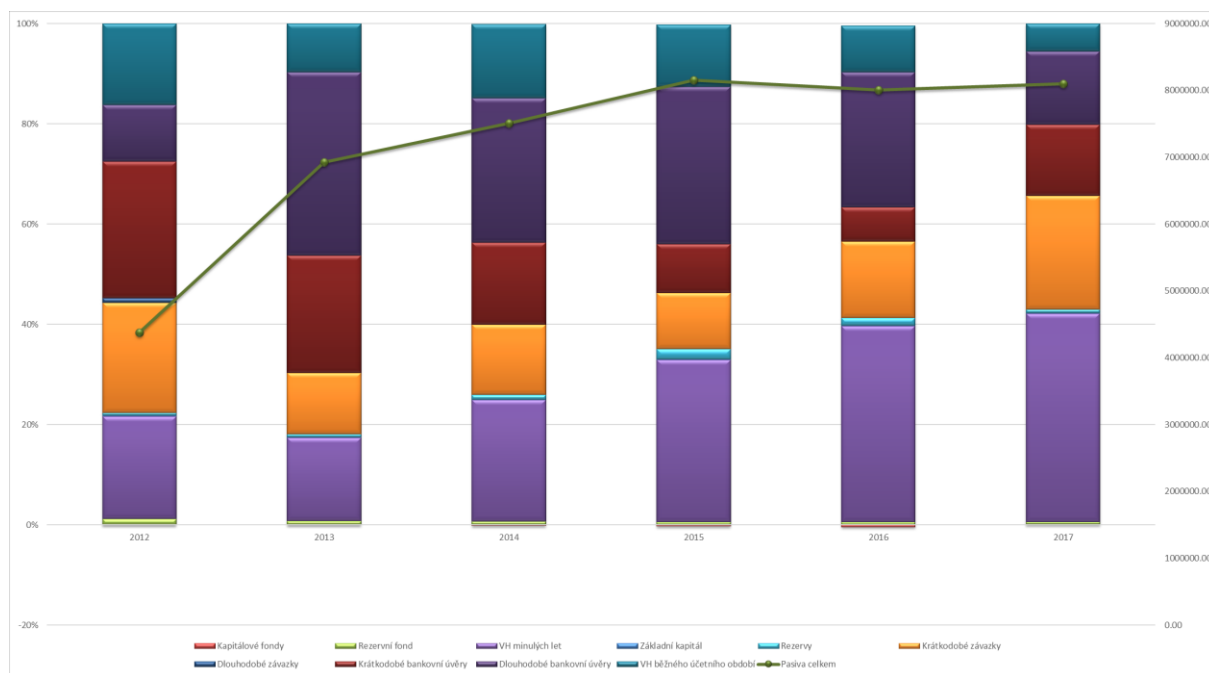
Co se týká složení celkové bilanční sumy, tak převládal po celé analyzované období podíl dlouhodobého majetku, jehož podíl se procentuálně pohyboval od 59,40 % do 61,79 %. Celkový vývoj podílu dlouhodobého majetku pak v čase vykazoval kolísavý průběh, což lze vyčíst z grafu 3.1. Jedinou výjimkou, kdy byl podíl nižší, byl první analyzovaný rok, tj. 2012, a to 43,19 %. Největší zastoupení na dlouhodobém majetku měl po celou dobu dlouhodobý hmotný majetek, což se dalo očekávat vzhledem k sektoru, ve kterém podnik působí, a dále pak dlouhodobý finanční majetek. U dlouhodobého hmotného majetku největší podíl konkrétně připadal na položky „stavby“ a na „samostatné movité věci a soubory movitých věcí“, jejichž podíly se většinou pohybovaly od 10,31 % do 16,77 %, respektive od 13,41 % do 22,46 %. Podíl ostatních položek na celkové sumě dlouhodobého hmotného majetku byl pak zanedbatelný, snad jen ještě podíl pozemků. Co se týče struktury dlouhodobého finančního majetku, tak ten byl tvořen zejména dvěma položkami, a to podíly v ovládaných a řízených osobách, ale především pak půjčkami a úvěry ovládajícím a řízeným osobám. Největší podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech byl pak zaznamenán v roce 2016, kdy činil bezmála 62 %.

Při pohledu na graf 3.1 je na první pohled patrné, že struktura jednotlivých položek a tím i jejich podílů, je daleko rozmanitější u oběžných aktiv, než tomu bylo u stálých aktiv. Oběžná aktiva byla tvořena hned několika položkami, přičemž nejvýraznější zastoupení mají zásoby, jejichž podíl, až na období 2012 a 2013, osciloval kolem 20 %. Nejčastěji jsou zásoby v podniku vázány v podobě nedokončené výroby a v polotovarech, jejich podíl se pohyboval

od 8,22 % do 15,64 %. Druhé největší zastoupení na oběžných aktivech mají krátkodobé pohledávky, jmenovitě pohledávky z obchodních vztahů, jejichž podíl se pohyboval od 9,64 % do 16,42 % a daňové pohledávky, jejichž podíl byl o poznání nižší a pohyboval se maximálně do 3,5 %. Nezanedbatelný podíl měl rovněž krátkodobý finanční majetek, jehož hodnota, jakož i podíl, nebyly za sledované období příliš vysoké, což do jisté míry naznačuje i problém podniku s likviditou. Opodstatněné zastoupení na oběžných aktivech měly i dlouhodobé pohledávky, konkrétně daňové pohledávky. Podnik po celé analyzované období rovněž evidoval tzv. ostatní aktiva v podobě časového rozlišení, která však dosahovala značně nízkých hodnot. Nelze však říct, že tyto položky jsou pro podnik zcela bezvýznamné.

Následující část je věnována **horizontálně-vertikální analýze pasiv**. Tato analýza je provedena opět za období 2012 až 2017, přičemž výsledky v rámci tohoto rozboru jsou vyobrazeny v následujícím grafu 3.2. Kompletní analýza všech položek, včetně nového zanesení a uspořádání daných položek podle účetních předpisů, platných od 1.1. 2016, jsou součástí příloh č.4.

Graf. 3.2 Vývoj vybraných položek pasiv za analyzované období 2012 až 2017



Zdroj: výroční zprávy, vlastní zpracování

Vývoj pasiv je shodný s vývojem celkových aktiv. Mezi rokem 2012 a 2013 došlo k obrovskému nárůstu pasiv vlivem skokového nárůstu bankovních úvěrů, především dlouhodobých, jejichž relativní změna odpovídá 410,91 %, což v absolutním vyjádření činí nárůst o 2 035 877 tis. Kč. Krátkodobé úvěry v tomto roce pak vzrostly „pouze“ o 434 832 tis.

Kč. Na navýšení pasiv v tomto roce se rovněž podílel vlastní kapitál, jehož hodnota se zvýšila o 217 074 tis. Kč zásluhou kumulace zisku v podobě nerozděleného zisku minulých let. V následném roce, tj. 2014, došlo k poklesu cizích zdrojů vlivem částečného splacení bankovních úvěrů ve výši 756 782 tis. Kč a současně k růstu vlastního kapitálu (VK) z důvodu navýšení čistého zisku o 432 339 tis. Kč a VH minulých let o 668 274 tis. Kč. V roce 2015 podnik zaznamenal opětovný nárůst kapitálu, kdy došlo k navýšení vlastních zdrojů zásluhou položky nerozděleného zisku, jehož relativní změna odpovídala + 45,27 %. Mezi obdobím let 2015 až 2016 došlo, stejně jak u aktiv, k poklesu pasiv. Toto bylo zapříčiněno snížením hlavně cizích zdrojů o 660 847 tis. Kč, konkrétně bankovních úvěrů a dále rezerv, které se snížily relativně o 21,07 %. Naopak u ostatních položek, jmenovitě u krátkodobých závazků, došlo k odlišnému, opačnému vývoji, kdy hodnota krátkodobých závazků z obchodních vztahů vzrostla o 408 267 tis. Kč. V posledním analyzovaném roce, tj. 2017, pak došlo k mírnému navýšení celkových pasiv. Stejně, jako ve všech předchozích letech, i tentokrát se hodnota vlastního kapitálu zvýšila na 4 496 115 tis. Kč, což odpovídá relativní změně ve výši 6,95 %. Důvody navýšení byly stále stejné, tedy díky kumulaci zisku z předchozích období. Nicméně druhé období za sebou podnik klesl čistý zisk. Co se týče ostatních položek VK, došlo k nepatrnému navýšení kapitálových fondů. Rezervní fondy pak byly až na první dva roky stále ve stejné výši, a to 50 000 tis. Kč.

Jak lze vyčíst z grafu 3.2 v prvních čtyřech analyzovaných obdobích bylo financování majetku podniku vlastními zdroji menší, jejich podíl se pohyboval od 27,11 % do 45,22 % a kromě roku 2013 se financování majetku pomocí vlastních zdrojů neustále navyšovalo. Nejvíce se vlastní kapitál podílel na financování majetkové struktury podniku v posledním roce, kdy tento podíl dosahoval 55,50 %. Na postupném zvyšování podílu VK mají největší zásluhy dvě jeho složky, a to VH běžného období, a především pak VH minulých let, jejichž podíly se pohybovaly od 6,42 % do 16,18 %, respektive od 16,65 % do 48,32 %. Co se týče složek vlastního kapitálu, tak jejich podíly jsou poměrně nízké. Například podíl rezervního fondu, který podnik měl po analyzované období téměř ve stejné výši, odpovídal zhruba 0,60 %. Podíl statutárních fondů byl pak ještě nižší a, z důvodu přecenění majetku na reálnou hodnotu, i záporný. Základní kapitál, který je tvořený 6 kmenovými akciemi o jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč, byl stále ve stejné výši a podílel se průměrně 0,08 %.

Podíl cizích zdrojů na financování majetku, jak vyplývá z rostoucího vývoje vlastního kapitálu, postupně od roku 2013 postupně klesal, konkrétně z 72,82 % v roce 2013

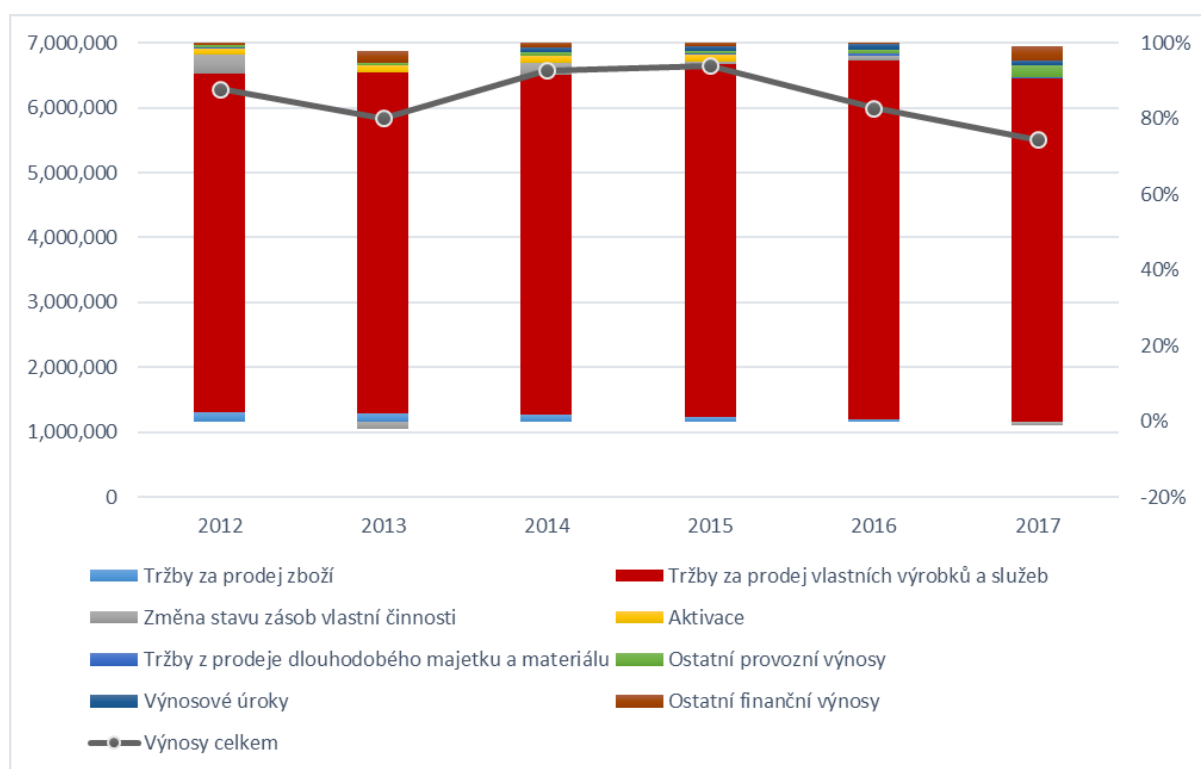
¹na 44,31 % v roce 2017. Došlo tak k zrcadlovému vývoji u cizích zdrojů. Postupné snižování podílu cizích zdrojů bylo způsobeno z několika důvodů. Jednak poklesem krátkodobých závazků, konkrétně závazků z obchodních vztahů, ale zejména poklesem podílu dlouhodobých bankovních úvěrů, jejichž podíl se konkrétně pohyboval od 11,33 % do 36,56 % a současně poklesem podílu krátkodobých bankovních úvěrů z 27,20 % v roce 2012 na 7,46 % v roce 2016. V roce 2017 pak došlo k navýšení podílu krátkodobých bankovních úvěrů z 7,46 % na 17,05 %. Je důležité je připomenout, že z důvodu zachování srovnatelnosti posledních dvou analyzovaných období se zbylými roky, byly hodnoty bankovních úvěrů ponechány v položce bankovní úvěry a výpomoci, a ne dle nového rozdělení, kdy jsou jejich hodnoty zaneseny do zdrojů podle délky splatnosti (dlouhodobé a krátkodobé cizí zdroje). Podíl dlouhodobých závazků na celkových cizích zdrojích tak podle toho byl zaznamenán pouze v roce 2012, a to ve výši 0,96 % v podobě dohadných účtů pasivních. Podíl rezerv se pak pohyboval od 0,51 % do 2,09 %. Podíl ostatních pasiv v rámci časového rozlišení, je stejně jako u ostatních aktiv, zanedbatelný svou velikostí.

3.3.2 Horizontálně-vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Nyní bude provedena **vertikálně-horizontální analýza výkazu zisku a ztráty**, kterému se také říká „**výsledovka**“, za analyzované období až 2017. Na začátku je nutné zmínit, že i tohoto výkazu se dotkla řada významných změn, platných od 1.1. 2016. V rámci změn u účetních výkazů vznikl Účetní standard pro podnikatele č. 024¹, který srovnává starou podobu výkazů s novou, v rámci kterého je obsažen tzv. přechodový můstek pro účely úprav jednotlivých položek daných výkazů mezi roky 2015 a 2016. V rámci horizontálně-vertikální analýzy výsledovky budou zachyceny pouze největší a nejdůležitější položky nákladů a výnosů. Při procentuálním rozboru těchto vybraných položek byly jejich podíly vztaženy k tržbám z prodeje vlastních výrobků a služeb, které posloužily k účelu srovnávací základny. Součástí těchto tržeb jsou, dle informací z výročních zpráv, tržby z recyklace kovového odpadu. V následujícím grafu 3.3 je zachycen vývoj vybraných výnosů k objemu celkových výnosů. Kompletní horizontálně-vertikální rozbor všech položek, včetně dle nového uspořádání, jsou součástí Příloh 5 a 6.

¹ Viz. <http://www.sagit.cz/info/uz.asp?cd=5&typ=r&det=&levelid=918515>

Graf 3.3 Vývoj vybraných položek výnosů za analyzované období 2012 až 2017



Zdroj: výroční zprávy podniku, vlastní zpracování

Na první pohled je z grafu 3.3 patrné, že celkové výnosy se za analyzované období vyvíjely proměnlivým způsobem, kdy v roce 2013 nejprve klesly, a poté až do roku 2015 jejich objem meziročně rostl. Vzápětí pak od roku 2016 opět klesaly. V roce 2013 byl pokles celkových výnosů zapříčiněn zejména poklesem tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, a to o 144 683 tis. Kč a dále pak snížením změnu stavu zásob vlastní činnosti ve výši 443 791 tis. Kč. Ke zmírnění poklesu výnosů přispělo navýšení ostatních finančních výnosů, jejichž hodnota vzrostla o 154 330 tis. Kč. Pokles ostatních výnosů byl potom v absolutním vyjádření zanedbatelný. V roce 2014 pak podnik zaznamenal nárůst svých hlavních provozních výnosů, tedy tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb a to o 427 873 tis. Kč z důvodu navýšení zahraniční poptávky ze strany asijského trhu. Dále k navýšení celkových výnosů přispělo jednak navýšení výnosové položky změny stavu zásob vlastní činnosti v podobě navýšení rozpracovaných výrobků vlastní výroby, ale i nárůst výnosových úroků. Výnosové úroky vzrostly v roce 2014 o 86 846 tis. Kč. Tato meziroční změna v relativním vyjádření činila nárůst v řádu 180 929,17 %. V roce 2015 došlo ještě k mírnému navýšení výnosů, a to díky růstu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb o 279 189 tis. Kč. Vzápětí ale od roku 2016, jak už bylo naznačeno, docházelo k jejich stabilnímu poklesu. Za poklesem výnosů v roce 2016 a 2017 stojí jednak fakt, že položky aktivace a změna stavu zásob vlastní činnosti, které

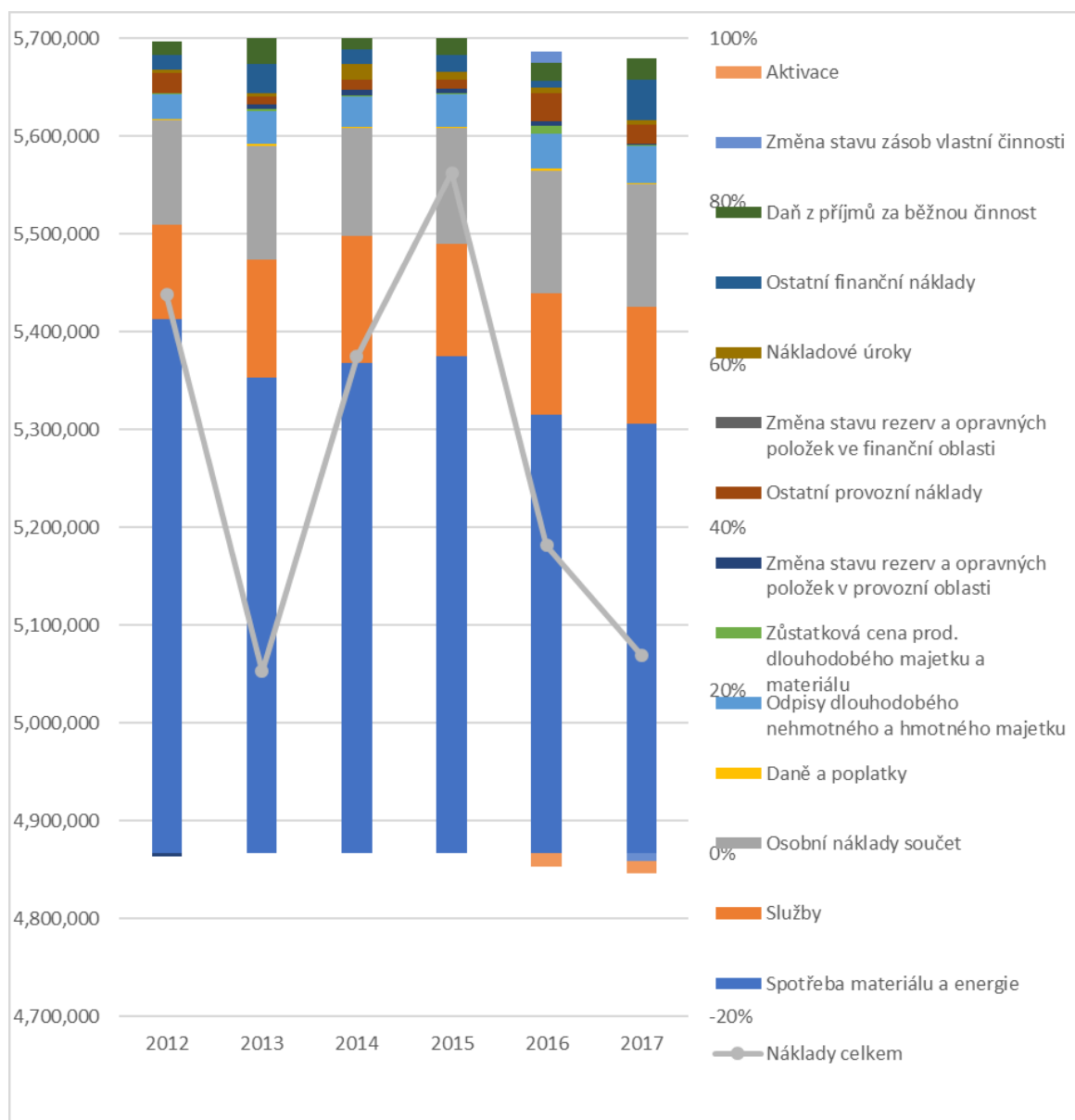
byly doposud brány jako výnosové položky, jsou od roku 2016 součástí nákladů. Dalším důvodem poklesu hodnoty celkových výnosů bylo zhoršení situace na trhu a tím i poptávky po výrobcích podniku. Nejcitelnější pokles poptávky byl pak zaznamenán na trhu USA. Snížení celkové poptávky tak zapříčinil pokles hlavních provozních tržeb o 500 968 tis. Kč. Rovněž v roce 2016 klesla i druhá nejobjemnější výnosová položka, tedy tržby za prodej zboží. Ty zaznamenaly pokles v relativním vyjádření o 51,49 %. Taktéž klesla hodnota ostatních finančních výnosů, a to o 38 061 tis. Kč. V roce 2017 se pak pokles celkových výnosů prohluboval, kdy tržby za prodej vlastních výrobků klesly o 585 379 tis. Kč a tržby za prodej zboží klesly o 39 553 tis. Kč. Navíc došlo k mírnému poklesu u výnosových úroků a tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu o objemu 40 164 tis. Kč.

Z hlediska struktury dosahovaných výnosů je evidentní, že oceňovaný podnik má výrazně výrobní charakter, neboť celkové tržby jsou z drtivé části tvořeny tržbami z prodeje vlastních výrobků a služeb, jejichž podíl se během analyzovaného období pohyboval od 89,42 % do 95,81 %, přičemž největší podíl byl zaznamenán v roce 2015. Druhý největší podíl byl zaznamenán u položky změna stavu zásob vlastní činnosti, jejichž podíl se pohyboval v rozmezí od 0,75 % do 4,92 %. V roce 2013 a 2017 došlo u podniku ke snížení rozpracovanosti zásob, a tedy k poklesu této výnosové položky, a zároveň i jejího podílu na celkových výnosech. Třetí největší vliv na celkových výnosech pak měly tržby z prodeje zboží, u kterých byl zaznamenán pozvolný klesající trend, kdy jejich podíl na výnosech z původních 2,41 % v roce 2012 klesl až na 0,01 %. Z tohoto jednoznačně vyplývá, že BONATRANS GROUP, a.s. je hlavně výrobním podnikem. O něco málo nižší byl pak podíl položky aktivace. Zde je důležité připomenout, že z důvodu účetních změn se pak položky aktivace a změna stavu zásob shodně objevují (vykazují) jako nákladové položky. Podíl zbylých výnosových položek na celkových výnosech byl zcela zanedbatelný.

Následující graf 3.3 zachycuje vývoj a strukturu vybraných položek nákladů za sledované období 2012 až 2017, přičemž křivka spojující jednotlivé sloupce grafu vyjadřuje hodnotu celkových nákladů. Na první pohled je zřejmé, že celkové náklady nabývaly dosahovaly daleko větších výkyvů než celkový výnosy. Nicméně kolísavý trend je ve srovnání s vývojem výnosů zachován. V roce 2014 došlo ke snížení nákladů především z jednoho důvodu, a to kvůli poklesu výkonové spotřebě, zahrnující hlavní provozní náklady, o 541 920 tis. Kč, z důvodu snížení spotřeby materiálu a energií. Ostatní nákladové položky, až na osobní náklady a odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, buď nezaznamenaly nějaké významné snížení hodnoty, či dokonce naopak jejich objem vzrostl,

někdy i výrazně. Například objem nákladových úroků v roce 2014 vzrostl o 81 052 tis. Kč, což bylo zapříčiněno přijetím dlouhodobého bankovního úvěru od ČSOB. Nicméně i přes nárůst některých nákladových položek byl pokles výkonové spotřeby výrazně větší. V roce 2015 již pak byl zaznamenán nárůst celkových nákladů o 322 056 tis. Kč. Nejvýrazněji k tomuto růstu přispěl nárůst výkonové spotřeby v řádu 93 156 tis. Kč a nárůst u položky osobních nákladů, jejichž relativní změna činila 10,36 %. V roce 2016 pak došlo k enormnímu snížení objemu celkových nákladů, o velikosti 1 889 8967 tis. Kč. Důvodem takového poklesu byl pokles položek výkonové spotřeby, tedy i nákladů vynaložené na prodej zboží.

Graf. 3.3 Vývoj vybraných položek nákladů za analyzované období 2012 až 2017



Zdroj: výroční zprávy podniku, vlastní zpracování

3.3.3 Poměrová analýza oceňovaného podniku

Jako dalším krokem v rámci finanční analýzy je nutné provést poměrovou analýzu, která je obsahem této podkapitoly. Poměrová analýza podniku BONATRANS Group, a.s. je provedena za sledované období 2012 až 2017, a to na základě vybraných poměrových ukazatelů spadajících do jednotlivých skupin ukazatelů. Těmito skupinami jsou: ukazatele rentability, finanční stability a zadluženosti, likvidity a aktivity. U každé skupiny ukazatelů bude stručně zmíněna jejich charakteristika, včetně stanovení jejich doporučených hodnot a trendů vývoje. První skupinou ukazatelů budou ukazatele rentability.

Ukazatele Rentability

Ukazatele rentability slouží k posouzení výnosnosti a návratnosti vloženého kapitálu. Obecně tyto ukazatele poměřují určitou kategorii zisku a jiné veličiny (položky) z rozvahy, nebo případně z výkazu zisku a ztráty. Slouží tak ke komplexnímu zhodnocení efektivnosti podnikatelské činnosti oceňovaného podniku. V následující Tab. 3.11 jsou znázorněny konkrétní hodnoty vybraných ukazatelů rentability, jejichž hodnoty vykazují pozitivní kladné hodnoty a měly by dosahovat doporučený rostoucí trend. Lze tedy konstatovat, že podnik generuje zisk.

Tab. 3.11 Ukazatelé rentability za sledované období 2012 až 2017 (v %)

Ukazatel/období	Vzorec	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE	(2.43)	42,62 %	35,54 %	37,12 %	27,35 %	19,04 %	11,56 %
ROA	(2.41)	18,73 %	12,14 %	17,07 %	14,40 %	11,93 %	8,50 %
ROCE	(2.44)	36,91 %	18,90 %	24,65 %	18,28 %	14,32 %	11,57 %
ROS (EAT)	(2.45)	12,58 %	12,18 %	18,62 %	16,31 %	14,08 %	10,19 %
ROS (EBIT)	(2.46)	14,57 %	15,35 %	21,70 %	18,99 %	16,81 %	13,50 %

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je na první pohled z Tab. 3.1 patrné, vývoj výsledných hodnot **rentability aktiv (ROA)** je v analyzovaném čase klesající, a to až na rok 2014, kdy došlo k nárůstu na 17,07 % z předchozích 12,14 %. Tento nárůst byl ovlivněn meziročním nárůstem zisku před úroky a daněmi (EBIT), především tržbami z prodeje vlastních výrobků a služeb a dále pak nákladovými úroky, jejichž objem vzrostl o 91 546 tis. Kč. Nejnižší hodnota rentability aktiv pak byla zaznamenána v posledním roce, a to 8,50 %. Za touto hodnotou stojí snížení objemu zisku a nárůstu celkové hodnoty aktiv daného podniku.

Druhým analyzovaným ukazatelem je **rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**, který podává informace o zhodnocení vlastních zdrojů podniku, což je podstatné pro vlastníky podniku. V prvních třech letech sledovaného období ukazatel nabývá poměrně vysokých hodnot, kdy se hodnoty pohybovaly od 42,62 % v roce 2012 do 37,12 % v roce 2014. To je zapříčiněno relativně vysokou hodnotou poměru čistého zisku (EATu) k objemu vlastního kapitálu. Ovšem, stejně jak tomu bylo u předchozího ukazatele, vývoj hodnot, až na rok 2015, zaznamenává klesající tendenci, což je v rozporu s doporučovaným vývojem, kdy by měly hodnoty obou dvou ukazatelů v čase růst. Za tímto negativním trendem stojí enormní navyšování celkové hodnoty vlastního kapitálu z důvodu kumulace nerozděleného zisku z předchozích let. Nicméně oceňovaný podnik po celou dobu splňuje pravidlo, že ROE má být vyšší než ROA.

Dalším ukazatelem, který se často užívá pro mezipodnikové srovnání v rámci finanční výkonnosti podniku je rentabilita **dlouhodobých zdrojů (ROCE)**. Tento ukazatel hodnotí dlouhodobé investování, a to za pomoci jak vlastních, tak cizích zdrojů bez ohledu na původ kapitálu. Při výpočtu byly mezi dlouhodobé zdroje zahrnuty: vlastní kapitál, rezervy, dlouhodobé závazky a úvěry. I zde u tohoto ukazatele je možné si na základě hodnot z Tab. 3.1 povšimnout, že je zachován stejný vývoj hodnot v čase, jak tomu bylo v předchozích dvou případech. Avšak meziroční rozdíly výsledných hodnot rentability nejsou tak velké jako v případě ROA či ROE. K největšímu zhodnocení investovaných zdrojů došlo v roce 2012, kdy hodnota rentability dosahovala 36,91 %. Pak následovala největší meziroční změna, a to konkrétně o 18,01 procentuálních bodů (p.b.). Snížení hodnoty rentability bylo způsobeno enormním nárůstem dlouhodobých zdrojů, konkrétně bankovních úvěrů, jejichž suma vzrostla o 2 035 877 tis. Kč na 2 531 328 tis. Kč.

Posledním analyzovaným ukazatelem v rámci této skupiny ukazatelů je **rentabilita tržeb (ROS)**. Tento ukazatel hodnotí stupeň ziskovosti a jeho výpočet bude proveden ve dvou podobách, a to na bázi EBITu (provozně zisková rentabilita) a na bázi čistého zisku. Při výpočtu byly pod položkou tržby použity pouze tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Na první pohled je zřejmý jistý odlišný vývoj tohoto ukazatele a určitý rostoucí trend za první 3 analyzovaná období oproti předchozím ukazatelům. Obecně za navýšením hodnoty v těchto prvních obdobích stojí růst zisku, který byl vyvolán nárůstem tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, který byl vyšší než v případě nákladů. Nejvyšší hodnota ukazatele byla shodně zaznamenána v roce 2014, kdy rentabilita tržeb na bázi EBITu dosahovala výše 21,70

%, respektive 18,62 % na bázi EAT. Tyto hodnoty říkají, že na jednu korunu tržeb připadalo 0,2170 respektive 0,1862 haléřů zisku.

Ukazatele likvidity

Pomocí ukazatelů likvidity lze hodnotit platební schopnost oceňovaného podniku. V rámci analýzy ukazatelů likvidity je důležité vymezení pojmu likvidita, což představuje schopnost oceňovaného podniku získat finanční zdroje pro účely úhrady vlastních závazků. V případě, kdyby daný podnik neměl zajištěnou likviditu, mohl by se v budoucnu dostat do existenčních problémů. Pro účely této analýzy byly zvoleny následující tři ukazatele, jež jsou uvedené v následující Tab. 3.12.

Tab. 3.12 Ukazatelé likvidity za sledované období 2012 až 2017 (v %)

Ukazatel/období	vzorec	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Likvidita celková	(2.47)	1,15	1,08	1,32	1,91	1,58	0,92
Likvidita pohotová	(2.48)	0,55	0,62	0,65	0,94	0,77	0,43
Likvidita okamžitá	(2.49)	0,08	0,11	0,14	0,10	0,09	0,07

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel **celkové likvidity** vyjadřuje, kolikrát jsou krátkodobé závazky oceňovaného podniku pokryty oběžnými aktivy. Vývoj hodnot v čase by měl být stabilní, což ale nelze říct na základě zjištěných hodnot uvedených v Tab. 3.2. Navíc, jak uvádí publikace *Dluhošová (2010)*, by se hodnoty tohoto ukazatele měly pohybovat v rozpětí od 1,5 do 2,5. Toto pravidlo však podnik splňuje pouze v letech 2015 a 2016, kdy hodnota celkové likvidity dosahovala úrovně 1,91, respektive 1,58. Za navýšením běžné likvidity se podepsal nejen nárůst krátkodobých zásob a pohledávek, ale i snížení krátkodobých bankovních úvěrů. Zbylé roky pak běžná likvidita doporučených hodnot nedosahovala, přičemž v roce 2017 situace byla nejhorší, protože významně vzrostl objem krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a hodnota likvidity klesla na 0,92.

Ukazatel **pohotové likvidity**, na rozdíl od předchozího ukazatele celkové likvidity, ve svém výpočtu nezahrnuje nejméně likvidní část oběžných aktiv, jimiž jsou zásoby. Ale i přes odstranění tohoto jistého nedostatku, se společnosti nedařilo zajistit hodnotu likvidity v rámci doporučeného pásma hodnot. Navíc ani v jednom roce dané hodnoty nedosahují doporučeného rozmezí hodnot. Pouze v roce 2015, kdy pohotová likvidita dosahovala hodnoty 0,94, se její hodnota přibližovala ke spodní hranici doporučeného rozmezí hodnot. Výrazně nižší hodnoty tohoto ukazatele tak poukazují na nadměrnou váhu zásob v oběžných aktivech, což dokládá i hodnota za rok 2015, kdy podnik právě v tomto roce evidoval největší

objem zásob za sledované období. Nicméně alespoň do roku 2015 ukazatel vykazuje doporučený rostoucí trend.

V případě ukazatele **okamžité likvidity** jsou poměřována ta nejlídnější aktiva vzhledem ke krátkodobým závazkům, kdy odpadá problém s méně likvidními položkami oběžného majetku. Rovněž hodnoty ukazatele by měly mít rostoucí tendenci a zároveň by se měly pohybovat v optimálním rozpětí hodnot. Kromě tohoto by zároveň měly být dosažené hodnoty vyšší než 0,2. Ovšem, jak lze vypořovat z Tab. 3.2, ani v jednom roce tomu tak není a hodnoty oscilují kolem 0,1. Hlavní příčinou takto rapidně nízkých hodnot zjištěné likvidity je nízká úroveň peněžních prostředků ve vztahu k objemu krátkodobých závazků. Největší nepoměr je společností zaznamenan v posledním analyzovaném roce, kdy likvidita nabývala hodnot 0,07, což bylo způsobeno především nárůstem hodnoty u bankovního úvěru o 741 297 tis. Kč. Tyto poměrně nízké hodnoty tak značí jistou omezenou schopnost podniku v krátkém horizontu okamžitě uhradit své vlastní závazky.

S analýzou likvidity bývá často spojován ukazatel **čistého pracovního kapitálu**, který lze zařadit mezi rozdílové ukazatele. Svou konstrukcí má nejbliže k ukazateli běžné likvidity. ČPK představuje část OA podniku, která po přeměně na peněžní prostředky a následném uhrazení krátkodobých závazků může být firmou použita pro její provoz. Vyjadřuje tak „finanční polštář“, jehož objem měl kolísavý trend, nicméně dosažené hodnoty jsou poměrně dosti vysoké. Nejvyšší hodnota byla zaznamenána v roce 2015, a to 1 560 275 tis. Kč. V posledním roce však podnik neměl, alespoň podle tohoto ukazatele, zajištěnou likviditu, neboť se mu nepodařilo vytvořit žádný budget a hodnota ukazatele byla záporná. To znamená, že dlouhodobá aktiva byla v tomto roce kryta krátkodobými zdroji.

Obecně nízké hodnoty ukazatelů likvidity však nemusí automaticky znamenat nějakou zvýšenou pravděpodobnost velkých finančních problémů. Vše se totiž odvíjí od rozhodnutí managementu firmy a od strategie kterou zvolí. Zda tedy preferuje vysoký výnos nebo nízké riziko. Podnik BONATRANS Group, a.s. tak upřednostňuje a uplatňuje spíše agresivní způsob financování.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Tyto dvě skupiny ukazatelů slouží k analyzování a hodnocení vztahu mezi vlastními a cizími zdroji. Výsledkem by pak mělo být nalezení optimální kapitálové struktury. V následující Tab. 3.13 jsou opět shrnuty výsledky zjištěné v rámci jednotlivých ukazatelů. Prvním ukazatelem hodnotící finanční stabilitu podniku je ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech.

Tab. 3.13 Ukazatelé finanční stability a zadluženosti za sledované období 2012 až 2017

Ukazatel/období	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Podíl VK/A (v %)	37,95	27,11	39,44	45,22	52,49	55,50
Stupeň krytí stálých aktiv	1,18	1,06	1,18	1,33	1,35	1,22
Celková zadluženost (v %)	62,01	72,82	60,23	54,55	47,29	44,31
Zadluženost VK (v %)	163,39	268,61	152,69	120,61	90,08	79,85
Úrokové krytí	38,36	50,81	11,86	21,90	24,78	21,60
Úrokové zatížení	2,61	1,97	8,43	4,57	4,04	4,63
Finanční páka	2,63	3,69	2,54	2,21	1,90	1,80

Zdroj: vlastní zpracování

Stupeň krytí stálých aktiv je ukazatelem sloužící k porovnání dlouhodobého kapitálu ke stálým aktivům. Jak uvádí publikace *Kislingerová (2011)*, výsledná hodnota by měla nabývat alespoň hodnoty 1 neboli 100 %, poté by tak stálá aktiva byla kryta pouze dlouhodobým kapitálem. Po celé analyzované období zjištěné hodnoty splňovaly dané kritérium 100 % a dosahovaly i vyšších hodnot. To vypovídá o tom, že podnik jeví známky překapitalizování, a tudíž stálá aktiva a část oběžných aktiv jsou kryty dlouhodobými zdroji. Vzhledem k tomu, že daný podnik eviduje poměrně velký objem zásob, plynoucí z podstaty jeho odvětvového zaměření, jsou tak výsledné hodnoty dobré a do jisté míry tak žádoucí. A to i přes skutečnost, že by v čase měly růst, čehož však nebylo zcela dodrženo.

Ukazatel **podílu vlastního kapitálu na aktivech** patří mezi jedny z nejdůležitějších ukazatelů hodnotících finanční stabilitu (nezávislost) podniku. Zároveň slouží jako doplňkový ukazatel celkové zadluženosti, jejichž hodnoty by měly dát v součtu 1. Hodnoty tohoto ukazatele by měly mít rostoucí tendenci, a až na rok 2013, tomu tak bylo. Za nízkou hodnotou 27,11 % v roce 2013 stojí enormní navýšení podílu cizích zdrojů. Došlo tak ke snížení podílu vlastního kapitálu na celkových aktivech, a to i přes to, že hodnota vlastního kapitálu vzrostla, ale v porovnání s cizími zdroji nepatrně. Ze zjištěných hodnot lze dále usoudit, že podnik financuje svá aktiva z větší části cizími zdroji, což nemusí být z pohledu věřitelů příjemné. Nicméně finanční nezávislost podniku se postupem času zvyšovala a aktiva na konci sledovaného období byla již z větší části kryta vlastními zdroji.

Ukazatel **celkové zadluženosti** lze zařadit mezi klíčové ukazatele a poměruje kapitál věřitelů s kapitálem podniku, akcionářů. Obecně zadluženost nemusí být vnímána jako negativní charakteristika, neboť podnik svou činnost nemusí zásadně financovat pouze z vlastních zdrojů. Což je právě případ společnosti BONATRANS Group, a.s., u které byla do jisté míry zjištěna vyšší zadluženost. Zejména v roce 2013 užívala k financování cizí zdroje

nejvíce a zadluženost tak byla v tomto roce nejvyšší za celé analyzované období. Konkrétně byla ve výši 72,82 %. U tohoto ukazatele je žádoucí, aby jeho hodnoty meziročně klesaly, k čemu až právě na zmiňovaný rok 2013 docházelo. Klesající hodnoty obecně ocení hlavně věřitelé kapitálu, především banky. Ovšem, dle informací, zjištěných z výročních zpráv podniku, byly podniku připsány bankovní úvěry, lze tedy usoudit, že celková zadluženost je tedy přijatelná a podnik se jeví jako věrohodný plátec svých dluhů.

Ukazatel **zadluženosti vlastního kapitálu** vypovídá o zadluženosti VK. U tohoto ukazatele je podstatné, jaký je postoj vlastníků k riziku a v jaké fázi vývoje se samotný podnik nachází. Jak uvádí *Dluhošová (2010)*, u stabilních společností by se hodnota ukazatele měla pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %. Jak ale naznačují zjištěné hodnoty, není tomu tak. V prvních třech obdobích byla zadluženost vyšší než doporučené rozpětí hodnot. Zejména pak v roce 2013 byla zadluženost VK poměrně vysoká, a to 268,61 %. Důvodem této vysoké hodnoty je velký objem cizích zdrojů, především bankovních úvěrů, konkrétně dlouhodobých, jejichž výše v tomto roce činila 2 531 328 tis. Kč.

Majetkový koeficient neboli **finanční páka** je ukazatelem, který poměřuje celkovou hodnotu aktiv s vlastním kapitálem. Je tedy převrácenou hodnotou ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech. Tento ukazatel je významný pro rentabilitu vlastního kapitálu, na kterou má velký vliv. Hodnoty finanční páky se měly vyvíjet stabilním tempem, k čemuž však nedocházelo, a hodnoty poměrně kolísaly.

Ukazatel **úrokového krytí** udává, kolikrát je daným podnikem zajištěno placení úroků pomocí provozního zisku. Oproti předchozímu ukazateli je u tohoto ukazatele žádoucí rostoucí trend, ovšem podniku se to za analyzovanou dobu ne zcela dařilo. Hodnoty ukazatele zaznamenaly kolísavý průběh, přičemž v roce 2014 došlo k největšímu nežádoucímu poklesu hodnoty, a to na 11,86, což byla vůbec nejnižší zaznamenaná hodnota. Tato hodnota říká, že úroky jsou 11,86 (krát) pokryty ziskem. Za tímto poklesem stojí nárůst položky nákladových úroků o 91 546 tis. Kč oproti roku 2013. I když se podniku u tohoto ukazatele nedařilo držet rostoucí trend, tak po celou sledovanou dobu se hodnoty pohybovaly nad kritickou hodnotou 1.

Posledním ukazatelem z této skupiny ukazatelů je pak ukazatel **úrokového zatížení**, což je v podstatě obrácená hodnota předchozího ukazatele. Je patné, že největší hodnota byla zaznamenaná v roce 2014, kdy na nákladové úroky bylo odčerpáno 8,43 dosaženého efektu.

Zároveň z toho vyplývá, že by u tohoto ukazatele měl být žádoucí rostoucí trend. Nejnižší část zisku byla na úroky odčerpána v roce 2013, a to konkrétně 1,96.

Ukazatele aktivity

Informují o stupni využití jednotlivých forem majetku daného podniku. Tyto ukazatelé jsou užívány zejména pro řízení aktiv. Podstata těchto ukazatelů je významná z hlediska efektivnosti a vlivu na ukazatele ROA, ROE, ale rovněž i ukazatele likvidity. V zásadě existují dva základní typy ukazatelů, a to v podobě obratu či doby obratu. Největším úskalím tohoto typu ukazatelů pak bývá jejich konstrukce, kdy se názory a pohledy jednotlivých autorů odlišují. Hodnoty za jednotlivé ukazatele znázorňuje následující Tab. 3.14. Při výpočtu byly jako tržby brány v úvahu pouze tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Tab. 3.14 Vývoj ukazatelů aktivity za analyzované období 2012 až 2017

Ukazatel/období	vzorec	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat aktiv	(2.57)	1,29	0,79	0,79	0,76	0,71	0,63
Doba obratu aktiv	(2.58)	280,07	455,10	457,79	474,63	507,22	572,05
Doba obratu zásob	(2.59)	81,91	74,90	93,89	97,01	97,86	119,84
Doba obratu závazků	(2.60)	49,78	48,09	55,84	45,15	35,44	47,12
Doba obratu pohledávek	(2.61)	46,00	57,40	46,88	60,55	57,72	55,14

Zdroj: vlastní zpracování

Za hlavní ukazatel lze bezpochyby považovat ukazatel **obratu celkových aktiv** neboli obrátku aktiv. Měří efektivnost užívání celkových aktiv podniku za dané období. U tohoto ukazatele je žádoucí rostoucí trend, což by tak znamenalo lepší využívání majetku podniku. Realita u podniku BONATRANS Group, a.s. je ovšem jiná, protože efektivnost vyžití majetku se od roku 2012 konstantně snižovala. Navíc se obrat aktiv, až na první sledovaný rok, pohyboval pod minimální stanovenou hranicí 1. Za touto pozitivní hodnotou v roce 2012 stojí nižší objem podnikových aktiv ve vztahu k celkovým tržbám. Podle tohoto ukazatele podnik svá aktiva nejhůře využíval v posledním roce, kdy se propad obratu zastavil až na hodnotě 0,63, a to z důvodu snížení tržeb.

Doba obratu aktiv je převrácenou hodnotou obrátky aktiv a vyjadřuje, za jak dlouho se celková aktiva obrátí ve vztahu k tržbám. Doba obratu celkových aktiv vykazovala

meziročně vzrůstající negativní trend. Za negativním navyšováním doby obratu aktiv stojí neustále se zvyšující podíl stálých aktiv na celkových aktivech. Nejvyšší doba obratu aktiv byla zaznamenaná v posledním analyzovaném roce, a to 572,05 dne. K meziročnímu navýšení oproti hodnotě 507,22 dne z roku 2016 došlo z důvodu nejvyššího zaznamenaného poklesu tržeb z prodeje vlastních výrobků o 500 968 tis. Kč za celé sledované období.

Doba obratu zásob vyjadřuje počet dní, po které jsou podnikové zásoby vázány v daném podniku do doby jejich spotřeby nebo v případě hotových výrobků do doby jejich prodeje. U tohoto ukazatele je žádoucí, aby v časovém horizontu jeho hodnota postupně klesala. Nicméně, dle zjištěných hodnot uvedených v Tab. 3.14, není tomu tak. Vázanost zásob v podniku se, až na rok 2013, kdy činila doba obratu „pouze“ 74,90 dní, meziročně zvyšovala. Za tímto pozitivním snížením hodnoty ukazatele stojí jednak snížení objemu zásob o 139 603 tis. Kč, jednak snížení tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb o 144 683 tis. Kč. Vývoj tohoto ukazatele dále souvisí s vývojem běžné likvidity, který má téměř identický průběh v čase, a to až na poslední rok, kdy ukazatel likvidity zaznamenal snížení z důvodu snížení krátkodobých závazků.

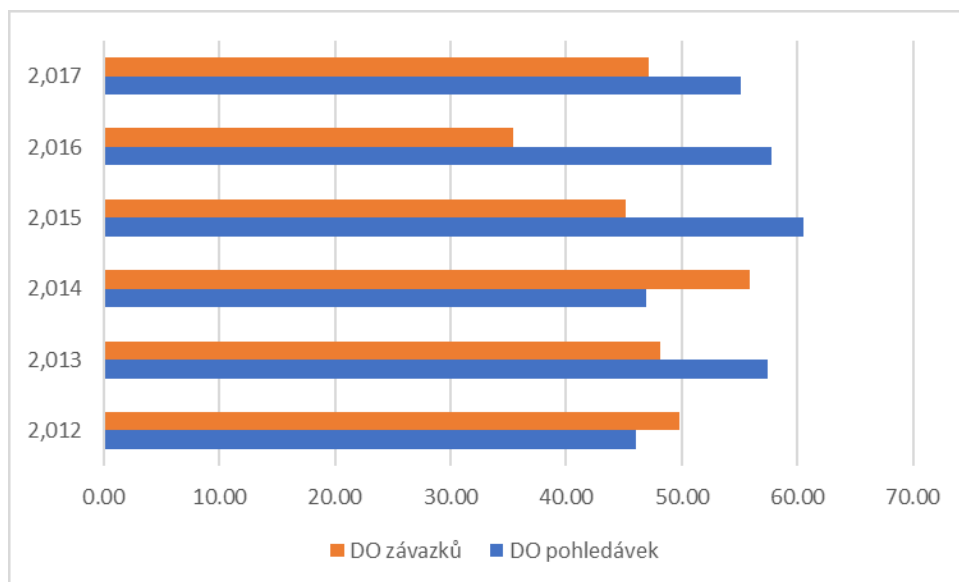
Doba obratu pohledávek vypovídá o tom, jak dlouho jsou danému podniku placeny faktury, neboli jak dlouho trvá uhrazení pohledávek jeho odběrateli. V rámci analýzy byly brány v úvahu pouze krátkodobé pohledávky z obchodního styku, neboť podnik neeviduje žádné dlouhodobé pohledávky z obchodního styku. To tedy znamená, že podnik nemá žádné nedobytné pohledávky, což tak značí dobrou strategii řízení pohledávek. Celkem dobrou platební morálku svých odběratelům do jisté míry dokládají i hodnoty uvedené v Tab. 3.14, kdy nejdelší obchodní úvěr podnik poskytl v roce 2015, a to ve výši 60,55 dne. Právě v tomto roce zaznamenal podnik největší objem pohledávek, a to ve výši 1 040 230 tis. Kč.

Doba obratu závazků je opakem předchozího ukazatele a poukazuje tak na platební disciplínu oceňovacího podniku z pohledu hrazení vlastních závazků. Z pohledu kompatibility je vhodné si tento ukazatel dát do souvislosti s dobou obratu pohledávek. Zároveň by měl být zachován stejný postup výpočtu, tedy mělo by být počítáno pouze se závazky z obchodního styku. Obecně by mělo platit, že hodnota tohoto ukazatele by měla být po celou dobu vyšší než doba obratu pohledávek, čímž by tak byla dosažena stabilita společnosti. Tohoto pravidla se však podnik držel pouze v roce 2012 a 2014, kdy čerpal obchodní úvěr od svých dodavatelů po dobu 49,78 dne, respektive 55,84 dne.

Pravidlo solventnosti souvisí s předchozími dvěma ukazateli, kdy by mělo platit, že doba úhrady závazků by měla být delší než doba úhrady pohledávek. Jak už ale bylo

naznačeno v komentářích předchozích ukazatelů a zároveň jak naznačuje následující graf 3.1, bylo tomu pouze v roce 2012 a 2014.

Graf 3.5 Pravidlo solventnosti za analyzované období 2012 až 2017 (ve dnech)



Zdroj: vlastní zpracování

Největší rozdíl mezi jednotlivými dobami obratu byl zaznamenán v předposledním sledovaném roce 2016, kdy obchodní úvěr, který podnik poskytnul svým odběratelům, byl o 22,28 dne delší než v případě úhrady vlastních závazků.

4. Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku

Cílem této části diplomové práce je stanovení odhadu tržní a účetní hodnoty podniku BONATRANS GROUP, a.s. k 31.12.2017, a to na základě dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků DCF – Entity a metody ekonomické přidané hodnoty EVA. V obou případech je použita dvoufázová metoda.

4.1 Prognóza tržeb

Pro stanovení prognózy tržeb je použit vzorec (2.37), respektive (2.36) z podkapitoly 2.3.2 Prvním krokem k dosažení prognózy tržeb je stanovení změny relevantního trhu, a to jako průměrného tempa růstu daného trhu, kterým je, podle klasifikace CZ-NACE, **výroba strojů a jejich zařízení**. Průměrné tempo růstu relevantního trhu je stanoveno jako pětiměsíční klouzavý průměr. Vzápětí je vypočtena změna tržního podílu jako průměrné tempo růstu tržního podílu oceňovaného podniku, a to ve výši 3,55 %. Následující Tab. 4.1 pak znázorňuje vstupní parametry pro stanovení finální prognózy celkových tržeb oceňovaného podniku, jejichž hodnota je pak uvedena v Tab. 4.2.

Tab. 4.1 Vstupní parametry pro výpočet prognózy celkových tržeb oceňovaného podniku

Položka / Období	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za odvětví celkem (v tis. Kč)	140861719.8	141199519.80	147567958.79	166097028.91	185421762.64	192195868.43
Tempo růstu relevantního trhu		0.24	4.51	12.56	11.63	3.65
Průměrné tempo růstu relevantního trhu			8.15			
Tržby BONATRANS GROUP, a.s.	5 622 349	5 477 666	5 905 539	6 184 728	5 683 760	5 098 381
Tempo růstu tržeb BONATRANS Group, a.s.		-2.57	7.81	4.73	-8.10	-10.
Tržní podíl BONATRANS GROUP, a.s.	3.99	3.88	4.00	3.72	3.07	2.65
Tempo růstu tržního podílu		-2.81	3.16	-6.96	-17.68	-13.46
Průměrné tempo růstu tržního podílu			4.26			
Průměrné tempo růstu tržeb BONATRANS GROUP ,a.s.			-2.11			

Zdroj: FA MPO, vlastní zpracování

V Tab. 4.1 je, kromě výše zmíněných parametrů, taktéž uvedeno průměrné tempo růstu tržeb oceňovaného podniku, které je rovněž podstatné pro stanovení finální hodnoty tržeb. Průměrné tempo růstu celkových tržeb oceňovaného podniku je stanoveno pomocí pětíměsíčního klouzavého průměru. Za celkové tržby jsou brány pouze tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, neboť tržby za prodej zboží jsou po celé analyzované období, ve srovnání s těmito tržbami, poměrně nízké. I v případě tržeb, a to i za celkové odvětví, jsou brány v úvahu pouze tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Tím je tak zachován stejný postup výpočtu. Konečná prognóza tržeb je jak vypočítána na základě vzorce (2.37) kdy změně relevantního trhu je přiřazena váha 0,4 a predikovanému průměrnému tempu růstu tržeb pak odpovídá váha ve výši 0,6. Vyšší váha u predikovaného průměrného tempa růstu tržeb je z důvodu nedostatku podrobnějších dat za odvětví, ve kterém oceňovaný podnik působí. Navíc na základě informací, týkajících se plánovaného vývoje v oblasti železničního průmyslu, což je cílový segment oceňovaného podniku, byly navíc připočteny 3 %¹.

Následující Tab. 4.2 pak obsahuje konečnou finální prognózu tržeb oceňovaného podniku na období 2018 až 2020.

Tab. 4.2 Konečná prognóza tržeb podniku BONATRANS GROUP, a.s. na období 2018 až 2022 (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Prognóza tržeb v tis. Kč	5374218	5585822	5755680	5919054	6158599,77

Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Prognóza čistého pracovního kapitálu

Nyní, na základě zjištěných hodnot v rámci prognózy tržeb, je možné stanovit prognózu čistého pracovního kapitálu (ČPK) a jeho jednotlivých dílčích položek. Všechny dílčí položky jsou vypočteny pomocí metody průměrného podílu jednotlivých položek ČPK na celkových tržbách oceňovaného podniku za analyzované období 2012 až 2017. V rámci prognózy celkového ČPK tak není použit pětíměsíční klouzavý průměr, jak tomu bylo u prognózy tržeb. Plánované položky ČPK jsou prognózovány na období 2018 až 2022 a výsledné hodnoty jsou uvedeny v tisících Kč. Z Tab. 4.3 lze vyčíst, že hodnota celkového upraveného ČPK v čase postupně narůstá.

Tab. 4.3 Prognóza celkových odpisů na období 2018 až 2022 (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Prognóza tržeb v tis. Kč	5 374 218	5 585 822	5755680	5 919054	6 158600
Zásoby	1 406 784	1 182 884	988 627	839 117	811 491
Krátkodobé pohledávky	1 085 959	1,017,001	961 591	929 695	905 734
Krátkodobý finanční majetek	210 780	219 079	225 741	232 148	241,544
Časové rozlišení (ostatní aktiva)	34 566	35 927	37 019	38 070	39 611
Krátkodobé závazky celkem	1 916 973	1 908 665	1 909148	1 904148	1919 624
Časové rozlišení (ostatní pasiva)	13 041	13 555	13 967	14 364	14 945
Upravený ČPK	808 074	532 671	289 863	120 519	63 811

Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Prognóza investic a odpisů

Pro odhad korigovaného výsledku hospodaření je rovněž podstatná a důležitá prognóza odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku a plánovaných investic. V následující Tab. 4.4 jsou zachyceny hodnoty týkající se odhadovaných odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku na období 2018 až 2022. Při výpočtu je opět použita metoda průměrného podílu této položky na celkových tržbách oceňovaného podniku, přičemž průměrný podíl činil 3,77 %. Vzhledem k tomu, že se do budoucna počítá s navyšováním hodnoty celkového majetku (v podobě investic), a tím i samotných odpisů, proto jsou k průměrnému podílu (3,77 %) nadále připočítána 2 % jako postupné navyšování hodnoty DHM.

Tab. 4.4 Prognóza celkových odpisů na období 2018 až 2022 (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Plán odpisů celkem	310 192	322 406	332 210	341 639	355 466

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení hodnoty investic do dlouhodobého majetku se vychází z tzv. globálního přístupu, konkrétně pak koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto $k_{DMb.}$, viz. vzorec (2,71). Na základě podkladů od oceňovaného podniku a odhadu vývoje dlouhodobého majetku, u kterého docházelo k průměrnému navyšování hodnoty řádově v objemu kolem půl miliardy korun, byl stanoven koeficient náročnosti tržeb na investice brutto ve výši 5 %. Tato hodnota byla zjištěna na základě průměru jednotlivých meziročních změn hodnotu brutto u dlouhodobého majetku. Výsledný plán plánovaných investic do dlouhodobého majetku je

opět stanoven na období 2018 až 2022, jehož hodnoty, které jsou uvedeny v tis. Kč, jsou obsaženy v následující Tab. 4.5.

Tab. 4.5 Prognóza celkových investic do dlouhodobého majetku na období 2018 až 2022 (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Prognóza investic	268 711	279 291	287 784	295 953	307 930

Zdroj: vlastní zpracování

4.4 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

V následující Tab. 4.6 je obsažen plánovaný výkaz zisku a ztráty na období 2018 až 2022, přičemž veškeré hodnoty, uvedené v tabulce, jsou zachyceny v tis. Kč. Jednotlivé dílčí složky tohoto výkazu byly získány následujícím způsobem.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb odpovídají hodnotě prognózovaných tržeb. Tržby za prodané zboží pak jsou vypočítány pomocí průměrného podílu z celkových tržeb za období 2012 až 2017. Další položkou, která v sobě zahrnuje hlavní provozní náklady a je tak nejdůležitější položkou v rámci nákladů, je výkonová spotřeba. Hodnota výkonové spotřeby je stanovena prostřednictvím metody průměrného podílu této položky na celkových tržbách podniku za období 2012 až 2017, přičemž tento podíl činí 65 %. Dále jsou, kromě hlavních provozních nákladů, ve výkonové spotřebě zahrnuty i náklady vynaložené na prodané zboží, jejichž průměr je stanoven rovněž jako průměrný podíl těchto nákladů na celkových tržbách oceňovaného podniku za období 2012 až 2017, jejichž podíl odpovídá velikosti 1,40 %. Celková hodnota výkonové spotřeby je tak stanovena ze dvou průměrných podílů nákladových položek. Daně a poplatky jsou taktéž stanoveny dle jejich průměrného podílu na celkových tržbách podniku za období 2012 až 2017. U osobních nákladů je použit trošku odlišný způsob, který ovšem vychází opět z průměrného podílu této položky na celkových tržbách, jenž byl vymezen v hodnotě 13,34 %. Vzhledem k předpokládanému dobrému celkovému ekonomickému vývoji a vývoji samotného oceňovaného podniku, se s rostoucími tržbami počítá i s navyšováním počtem zaměstnanců. Z tohoto důvodu jsou ke zmiňovaným 13,34 % připočteny 1,66 % vyjadřující růst počtu zaměstnanců a s ním souvisejících nákladů. Tato hodnota byla sestavena dle průměrného počtu zaměstnanců a jim odpovídajícím osobním nákladům za období 2012 až 2017. Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku byly převzaty z prognózy celkových odpisů na období 2018 až 2022. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jim odpovídající náklady v podobě

zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu jsou predikovány shodným způsobem. Tedy jako průměrný podíl těchto položek k celkovým tržbám podniku za období 2012 až 2017, kdy v případě tržeb tento průměrný podíl činil 0,40 % a u nákladů pak 0,34 %. Následně jsou predikovány položky jako změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období, ostatní provozní náklady a ostatní provozní výnosy. Tyto dvě zmíněné, nákladová a výnosová položka, jsou opětovně predikovány prostřednictvím metody průměrného podílu dané položky na celkových tržbách, kdy podíl první nákladové položky činí 0,30 %. U provozních nákladů činí průměrný podíl 1,21 % a v případě ostatních provozních výnosů pak podíl činí 0,30 %.

Co se týče nákladových a výnosových položek za finanční oblast, tak postup k zjištění jejich hodnot na období 2018 až 2022 je stejný, jak tomu bylo u provozních položek, tedy na základě průměrných podílů jednotlivých položek na celkových tržbách podniku za období 2012 až 2017. Hodnota za celkový finanční výsledek hospodaření je tak stanovena na základě průměrných podílů jednotlivých položek (výnosových, nákladových úroků a ostatních finančních výnosů a nákladů).

Tab. 4.6 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období 2018 až 2022 (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROK	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby za prodané zboží	80 953	84 140	86 699	89 160	92 768
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 374 218	5 585 822	5 755 680	5 919 054	6 158 600
Výkonová spotřeba	3 568 687	3 709 201	3 821 993	3 930 479	4 089 547
Daně a poplatky	8 632	8 972	9 245	9 507	9 892
Osobní náklady	806 133	837 873	863 352	887 858	923 790
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	21 620	22 471	23 155	23 812	24 776
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	18 462	19 189	19 772	20 334	21 157
Odpisy z DNM a DHM	310 192	322 406	332 210	341 639	355 466
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	15 953	21 381	22 032	22 657	23 574
Ostatní provozní výnosy	64 862	67 416	69 466	71 438	74 329
Ostatní provozní náklady	88 842	92 341	95 148	97 849	101 809
Provozní VH	805 705	832 628	857 947	882 300	918 007
Finanční výsledek hospodaření	-82 646	-85 900	-88 512	-91 024	-94 708
Výsledek hospodaření před zdaněním	723 059	746 728	769 435	791 275	823 299
Daň (19 %)	137 381	141 878	146 193	150 342	156 427
Výsledek hospodaření za účetní období	585 678	604 850	623 243	640 933	666 872

Zdroj: vlastní zpracování

Sumou provozního a finančního výsledku hospodaření je pak následně získán výsledek hospodaření před zdaněním (EBT). Z něj je následně vypočítána daň, která na základě údajů ze strategické analýzy, činí 19 %. Po odečtení této daně je pak konečně získán výsledek hospodaření za účetní období, tedy čistý zisk neboli EAT, jehož hodnota je poté dosazena do plánované rozvahy, konkrétně do vlastního kapitálu.

4.5 Plánovaný výkaz cash flow

Tato podkapitola je věnovaná predikci peněžních toků oceňovaného podniku. V následující Tab. 4.7 je zachycen plánovaný vývoj jednotlivých položek za tento výkaz, přičemž dané hodnoty jsou stejně, jak tomu bylo u výkazu zisku a ztráty, predikovány na období 2018 až 2022 a vyjádřeny v tis. Kč. V rámci sestavování tohoto výkazu byl nejprve převzat konečný stav finančního majetku z rozvahy k datu 31.12.2017 ve výši 228 728 tis. Kč, jenž sloužil jako počáteční stav peněžních prostředků k 1.1. 2018. Následně výsledek

hospodaření za účetní období byl převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Hodnota odpisů, stejně jako hodnota investic na období 2018 až 2022, byly přejaty z jejich plánovaných prognóz uvedených v podkapitole 4.3. Změna stavu jednotlivých položek oběžného majetku, tedy zásob, pohledávek, krátkodobých závazků (včetně krátkodobého závazku ke státnímu rozpočtu v podobě plánované daňové povinnosti), jsou vypočteny na základě prognózy čistého pracovního kapitálu, uvedeného v podkapitole 4.2 a změny daných položek mezi roky 2017 a 2018. Co se týče dividend či jiných podílů na zisku, tak na základě informací zjištěných z výročních zpráv podniku, nedocházelo k jejich vyplácení. Z tohoto důvodu je tak výše položky podílu nulová. Konečné stavy krátkodobého finančního majetku za jednotlivé roky pak slouží jako počáteční stavy nadcházejícího období. Tyto konečné stavy jsou pak dále zachyceny v oběžných aktivech plánované rozvahy.

Tab. 4.7 Plánovaný výkaz cash flow na období 2018 až 2022 (v tis. Kč.)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Počáteční stav KFM	228 728	278 054	441 757	602 220	711 940
Výsledek hospodaření za účetní období	585 678	604 850	623 243	640,933	666 872
Odpisy	310 192	322 406	332 210	341 639	355 466
Δ Zásob	-290 433	-223 900	-194 257	-149 510	-27 627
Δ Krátkodobých pohledávek	-74 101	-68 958	-55 409	-31 896	-23 961
Δ Krátkodobých závazků	-179 287	-8 308	483	-5 000	15 476
Δ Rezerv	15 953	21 381	22 032	22 657	23 574
Cash flow z provozní činnosti	1097070	1233187	1227 634	1181635	1112974
Investice	268 711	279 291	287 784	295 953	307 930
Cash flow z investiční činnosti	-268 711	-279 291	-287 784	-295 953	-307 930
Δ Bankovních úvěrů a výpomocí	-259 272	-233 799	-210 828	-190 114	-171,435
Δ Nerozděleného zisku z minulých let	519 761	556 394	568 559	585 848	602 477
Cach flow z finanční činnosti	-779 033	-790 193	-779 387	-775 962	-773 912
Cash flow celkem	49 326	163 703	160 463	109 721	31 132
Dividendy	0	0	0	0	0
Konečný stav KFM	278 054	441 757	602 220	711 940	743 072

Zdroj: vlastní zpracování

4.6 Plánovaná rozvaha

Posledním z plánovaných výkazů je rozvaha, která je uvedena v Tab. 4.8. Tento výkaz je, stejně jako oba dva předchozí výkazy, sestavován na období 2018 až 2022 a jednotlivé položky jsou uvedeny v jednotkách tis. Kč. V rámci plánované rozvahy jsou predikovány pouze hlavní položky, jejichž výše je prognózována na základě určitých

podmínek a trendů. V případě celkového dlouhodobého majetku, který je složen z dlouhodobého nehmotného, hmotného a dále finančního majetku, je plánovaný rostoucí vývoj. Nicméně u konkrétních položek je predikce trochu odlišná. Predikce dlouhodobého nehmotného majetku vychází z hodnoty minulého roku, kdy pro rok 2018 byla převzata hodnota 2017 a k této výši byl připočítán každoročně deseti procentní nárůst. V případě dlouhodobého hmotného majetku je vycházeno z plánu odpisů a investic a z korekce dle minulého vývoje. U dlouhodobého finančního majetku se předpokládá pozvolné snižování v průměru 5 %, přičemž princip výpočtu je stejný, jak tomu je u dlouhodobého nehmotného majetku. Co se týče odhadu hodnot položek oběžných aktiv a časového rozlišení aktiv, tak ty byly převzaty z prognózy čistého pracovního kapitálu. Následně základní kapitál byl zachován ve stejné výši, jako za období 2012 až 2017, tedy ve výši 6000 tis. Kč. Výše kapitálových fondů se v čase vyvíjela poměrně nerovnoměrně a zároveň nepravidelně, kdy ve třech obdobích dokonce podnik nevykazoval žádnou hodnotu. Navíc jejich podíl byl na celkových pasivech poměrně zanedbatelný. Z tohoto důvodu se tak jejich výše nebude na rok 2018–2022 plánovat. V případě rezervních fondů se jejich výše za analyzované období téměř nezměnila a od roku 2014 se pohybovaly stabilně ve výši 50 000 tis. Kč. Proto jejich hodnota je ponechána na této úrovni, tedy ve výši 50 000 tis. Kč. V případě rezerv je jejich výše převzata z plánovaného výkazu cash flow. Výsledek hospodaření běžného účetního období je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Na základě tohoto výsledku hospodaření, tedy čistého zisku, je pak sestavena hodnota výsledku hospodaření minulých let. Vzhledem k tomu, že oceňovaný podnik za sledované období 2012 až 2017 nevyplácel žádné dividendy či jiné podíly na zisku, pak je hodnota výsledku hospodaření minulých let získána pouze jako součet hodnoty nerozděleného zisku z roku 2017 a plánovaného výsledku hospodaření běžného období. Výše dlouhodobých závazků, obsahující především úvěry, je stanovena na základě predikce známé z výkazu cash flow a zároveň z hodnot minulého vývoje. Pro 2018 tak odhad těchto závazků vychází z jejich hodnoty z roku 2017 plus plánovaná změna převzatá z plánovaného CF. Poslední položkami v rámci predikce jsou pak krátkodobé závazky a časové rozlišení pasiv, jejichž výše jsou převzaty z prognózy čistého pracovního kapitálu.

Tab. 4.8 Plánovaná rozvaha na období 2018 až 2022

AKTIVA CELKEM	8143872	8512557	8926518	9373359	9885769
Dlouhodobý majetek	5201940	5688020	6186318	6700098	7223264
Dlouhodobý nehmotný majetek	297935	32772,8 5	36050,1 4	39655,1 5	43620,6 6
Dlouhodobý hmotný majetek	2880275	3477969	4081854	4695450	5312900
Dlouhodobý finanční majetek	2291871	2177278	2068414	1964993	1866743
Oběžná aktiva	2907367	2788611	2703180	2635191	2622894
Zásoby	1406784	1182884	988627	839117	811491
Dlouhodobé pohledávky	136570	146969	150742	154438	162597
Krátkodobé pohledávky	1085959	1017001	961591	929695	905734
Peněžní prostředky	2780534	441757	602220	711940	743072
Časové rozlišení	345656	359267	37019	3806970	39610,7
PASIVA CELKEM	8143872	8512557	8926518	9373359	9885769
Vlastní kapitál	5075933	5680783	6304025	6944958	7611830
Základní kapitál	6000	6000	6000	6000	6000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	50000	50000	50000	50000	50000
Výsledek hospodaření minulých let	4434255	5019933	5624783	6248025	6888958
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	585678	6048450	623243	640933	666872
Cizí zdroje	3054898	2818220	2608525	2414037	2258994
Rezervy	15953	21382	22032	22657	23574
Dlouhodobé závazky	1121972	888173	677346	487231	315796
Krátkodobé závazky	1916973	1908665	1909148	1904148	1919624
Časové rozlišení	13041,4 9	13555	13967	14364	14945

Zdroj: vlastní zpracování

4.7 Stanovení nákladů na vlastní kapitál (R_E)

Dalším krokem, v rámci zjištění celkové hodnoty oceňovaného podniku, je stanovení diskontní míry, přičemž nejprve je nutné vypočítat hodnoty nákladů na vlastní kapitál (R_E). Pro účely stanovení nákladů na vlastní kapitál je použit model na bázi tržního přístupu, konkrétně model oceňování kapitálových aktiv (*CAMP*), viz. vzorec (2.75). Z hlediska výpočtu těchto nákladů je nejprve nutné stanovit hodnotu bezrizikové sazby (R_F). Ta je vypočítána jako průměrný výnos desetiletých státních dluhopisů, kdy informace, týkající se výnosů z těchto státních dluhopisů, jsou převzaty z databáze ČNB, konkrétně ze systému časových řad ARAD. Průměrný výnos byl pak stanoven ve výši 2,59 %. Koeficient beta nezadluženého podniku (β_U) je převzat z osobní databáze profesora A. Damodarana, přičemž

pro obor *Machinery* odpovídá hodnotě 0,97. Poté je hodnota tohoto koeficientu použita pro výpočet beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy (β_L), jehož hodnota je získána dle vztahu (2.76) Poslední vstupní veličinou pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je pak tržní riziková prémie, tzv. Risk Premium. Její hodnota je opět převzata z databáze profesora A. Damodarana a pro Českou republiku činí 6,94 %. V následující Tab. 4.9 jsou pak souhrnně zachyceny veškeré vstupní veličiny pro získání nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 4.9 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
R_f	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%
β_U	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
β_L	0.97	0.97	0.92	0.88	0.84
Tržní riziková prémie	6.69%	6.69%	6.69%	6.69%	6.69%
R_e	9.06%	9.09%	8.74%	8.45%	8.23%

Zdroj: databáze České národní banky – ARAD a databáze profesora A. Damodarana, vlastní zpracování

4.8 Stanovení diskontní míry

Podle výše uvedených a zjištěných výpočtů lze nyní stanovit diskontní míru, pomocí které budou následně diskontovány volné peněžní toky oceňovaného podniku. Vzhledem k tomu, že se v rámci této práce počítá s celkovým oceněním daného podniku, diskontní míra bude mít podobu vážených průměrných nákladů kapitálu (*WACC*), jejichž výše je získána prostřednictvím vzorce (2.73). Cizí úročený kapitál je složen z predikovaných hodnot dlouhodobých a krátkodobých bankovních úvěrů, jejichž hodnota byla převzata, a to v případě dlouhodobých bankovních úvěrů, z plánovaného výkazu cash flow a hodnota krátkodobých bankovních úvěrů na základě jejich odhadovaného podílu na celkových pasivech, vycházejících z analýzy časové řady jejich objemu za období 2012 až 2017. Následně celkový kapitál je vypočten jako součet vlastního kapitálu a cizího úročeného kapitálu. Náklady na cizí kapitál jsou pak následně vypočteny jako podíl predikovaných nákladových úroků, známých z plánovaného výkazu zisku a ztráty a úročeného cizího kapitálu. V následující Tab. 4.10 jsou pak uvedeny konečné hodnoty nákladů na celkový kapitál, tedy diskontní míry na období 2018 až 2022.

Tab. 4.10 Stanovení průměrných vážených nákladů na celkový kapitál (WACC)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Celkový investovaný kapitál (C) (v tis. Kč)	6 719 463	7 017 056	7 296 054	7 619 437	8 071 157
Vlastní kapitál (E) (v tis. Kč)	5 075 933	5 680 783	6 304 025	6 944 958	7 611 830
Úročený cizí kapitál (D) (v tis. Kč)	1 643 530	1 336 273	992 029	674 478	459 327
Náklady na vlastní kapitál	9.06%	9.09%	8.74%	8.45%	8.23%
Náklady na cizí kapitál	2.55%	3.26%	4.53%	6.85%	10.47%
WACC	7.47%	7.98%	8.16%	8.31%	8.35%

Zdroj: vlastní zpracování

4.9 Stanovení volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF)

V rámci stanovení plánovaných celkových peněžních toků, tedy jak z pohledu vlastníků, tak věřitelů (FCFF), byl použit výsledek hospodaření z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Tento plánovaný hospodářský výsledek je následně nutné dle obecných zásad, uvedených v publikaci *Mařík (2018)*, upravit o položky, které nespádají do hlavní podnikatelské činnosti oceňovaného podniku. První položkou, kterou je nutné vyřadit z provozního výsledku hospodaření, jsou tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Souvztažně pak musí být odečtena jejich nákladová položka v podobě zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Dále by měly být vyřazeny mimořádné výnosy a s tím související mimořádné náklady, jejichž hodnoty se nově od roku 2016 nacházejí v ostatních provozních výnosech, respektive nákladech. Z údajů z výkazu zisku a ztráty podniku za období 2012 až 2017 je patrné, že oceňovaný podnik nevykazoval žádné položky mimořádného charakteru. Lze tak usoudit, že veškeré hodnoty uvedené v tomto výkazu jsou spojeny s hlavní tedy provozní činností oceňovaného podniku. Toto tvrzení navíc dokládají poskytnuté a zasláné informace ze strany podniku. Tato podoba upraveného výsledku hospodaření s ohledem na omezené informace, je tak konečná. Poté je nutné odečíst daň, jejíž výše zůstává nezměněná, tedy 19 %. Následně je nutné od takto sestaveného korigovaného výsledku hospodaření po dani přičíst hodnotu odpisů, jejichž výše je převzata z plánovaného výkazu zisku a ztráty a následně je potřeba odečíst hodnotu investic brutto, tedy provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, s jejichž podobou bylo v rámci této práce již kalkulováno. Na základě veškerých úprav a skutečností, jsou pak stanoveny

plánované toky pro vlastníky a věřitele, viz. Tab. 4. 11, z jejichž hodnoty se následně bude vycházet v rámci stanovení konečné hodnoty podniku BONATRANS GROUP, a.s.

Tab. 4.11 Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele – FCFF (v tis. Kč.)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní VH	805 705	832628	857947	882 300	918 007
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	21 620	22 471	23 155	23 812	24 776
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	18 462	19 189	19 772	20 334	21 157
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy	765 623	790 968	815 020	838 154	872 074
daň	145 468	150 284	154 854	159 249	165 694
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	620 154	640 684	660 166	678 905	706 380
Odpisy z DNM a DHM	319 496	324 815	330 223	335 721	341 311
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po odpisech	939 650	965 499	990 389	1 014 626	1 047 691
Investice	268 711	279 291	287 784	295 953	307 930
FCFF	670 940	686 208	702 605	718 673	739 761

Zdroj: vlastní zpracování

4. 10 Stanovení hodnoty oceňovaného podniku pomocí dvoufázové metody DCF-Entity

Nyní bude následovat nejdůležitější a stěžejní podkapitola této diplomové práce, tedy samotné stanovení hodnoty oceňovaného podniku. Pomocí výše provedených propočtů jednotlivých vstupních veličin je nyní už možné stanovení hodnoty podniku. V rámci ocenění budou použity metody na bázi tržního přístupu. Konkrétně bude použita dvoufázová metoda DCF-Entity a dvoufázová metoda EVA. Budoucí období je rozděleno do dvou fází, přičemž první fáze je stanovena na období, pro které byly predikovány plánované výkazy, tedy na období 2018 až 2022. Po skončení prvního období pak bezprostředně následuje druhé období, které je tedy započato rokem 23 a pokračuje až do „nekonečna“. V následující Tab. 4.12 je nejprve zachycena hodnota podniku BONATRANS GROUP, a.s. zjištěná prostřednictvím metody DCF-Entity.

Tab. 4.12 Hodnota podniku za 1. fázi (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022
FCFF	670 940	686 208	702 605	718 673	739 761
WACC	7.47 %	7.98 %	8.16 %	8.31%	8.35 %
Diskontované CF	624 331	588 496	555 224	522 296	495 295
Hodnota podniku v 1. fázi	2 785 642				

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota podniku za první fázi pak činí 2 785 642 tis. Kč. Poté je vypočítána hodnota podniku za druhou fázi, přičemž v rámci zjištění hodnoty za tuto fázi, se musí pokračující hodnota vypočítat pomocí Gordonova vzorce s konstantním tempem růstu, viz. vzorec (2.5). Tempo růstu (g) je pak stanoveno na základě průměrného tempa růstu z plánovaných tržeb podniku na období 2018-2022. Jeho hodnota, jak napovídá následující Tab. 4.13, činí 3,47 %.

Tab. 4.13 Hodnota podniku za 2. fázi (v tis. Kč.)

POLOŽKA	
FCFF	758 339
WACC	8.35%
Tempo růstu (g)	3.47%
Pokračující hodnota (PH)	15 513 635
Hodnota podniku v 2. fázi	10 386 894

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní tedy byla zjištěna hodnota za druhou fázi, která odpovídá hodnotě ve výši 10 386 894 tis. Kč. Následným sečtením současné hodnoty obou fází je získána tzv. celková brutto hodnota podniku, viz vzorec (2.6). Po odečtení výše úročeného cizího kapitálu, což je hodnota za dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry k datu ocenění, tedy 31.12.2017, získáme tzv. netto hodnotu. Tato hodnota, jak napovídá následující Tab. 4.14, činí 10 452 526 tis. Kč.

Tab. 4.14 Výpočet netto hodnoty oceňovaného podniku (v tis. Kč)

Současná hodnota podniku v 1. fázi	2 785 642
Současná hodnota podniku v 2. Fázi	10 386 894
Hodnota podniku brutto	13 172 536
Úročený cizí kapitál	2 720 010
Hodnota podniku netto	10 452 526

Zdroj: vlastní zpracování

4. 11 Stanovení hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody EVA

V rámci ověření výsledků oceňování zjištěných metodou diskontovaných peněžních toků (DCF-Entity) je použita dvoufázová metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA). Vstupní parametry jsou uvedeny v následující Tab. 4.15.

Tab. 4.15 Výpočet hodnoty podniku pro 1. fázi (v tis. Kč)

POLOŽKA/ROKY	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOA	6 719 463	7 017 056	7 296 054	7 619 437	8 071 157	8 522 878
NOPAT	620 154	640 684	660 166	678 905	706 380	752 854
WACC (v %)	7.47%	7.98%	8.16%	8.31%	8.35%	8.45%
EVA	181 391	104 258	87 323	72 872	69 841	70 841
EVA diskontovaná	168 790	89 413	69 006	52 960	46 761	
Hodnota podniku v 1. fázi	426 929					

Zdroj: vlastní zpracování

Jak si lze povšimnout, tyto vstupní parametry odpovídají vstupním hodnotám použitých u předchozí metody oceňování, viz. výše. Čistá operační aktiva (*NOA*) tak v zásadě odpovídají veličině provozně nutného investovaného kapitálu (*C*) u metody DCF-Entity. Dále operační provozní výsledek hospodaření (*NOPAT*) odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani, jehož hodnota je taky známá. Náklady kapitálu neboli diskontní míra odpovídá úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, jak je tomu u metody DCF-Entity. Tímto je tak dosažena možnost vzájemného srovnání výsledků hodnot podniku v rámci těchto dvou metod. Hodnota ekonomické přidané hodnoty (*EVA*) je pro jednotlivé roky vyčíslena pomocí vzorce (2.25). Následně jsou tyto dílčí ekonomické přidané hodnoty diskontovány a sečteny, čímž je tak stanovena hodnota podniku za první fázi, která je plánovaná na období 2018 až 2022.

Pro výpočet hodnoty podniku za druhou fázi je opět nutné nejprve nutné stanovení tzv. pokračující hodnoty (*PH*), jak tomu bylo v případě metody DCF-Entity. Znovu byl tedy použit Gordonův vzorec, jehož podobu značí vzorec (2.33). Avšak místo volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (*FCFF*) je použita hodnota EVA. Tempo růstu odpovídá stejné výši jako u předchozí metody, tedy 3,47 %. Současná hodnota podniku pro druhou fázi je pak získána tak, že pokračující hodnota se diskontuje pomocí průměrných vážených nákladů na kapitál. Poté je sečtena hodnota za první a druhou fázi, čímž je stanovena tržní hodnota (*MVA*), ke které jsou následně přičtena operativní aktiva k datu ocenění, tedy 31.12.2017. Tímto postupem je pak zjištěna výše provozní hodnoty podniku brutto. Po odečtení úročeného

cizího kapitálu k datu ocenění, je pak zjištěna konečná hodnota hodnoty za oceňovaný podnik BONATRANS GROUP, a.s. k 31.12.2017, a to ve výši 3 399 285 tis. Kč. (viz. Tab. 4.16). Tato hodnota netto byla vypočítána konkrétně dle vzorce (2.29).

Tab. 4.16 Výpočet netto hodnoty BONATRANS GROUP, a.s. dle metody EVA (v tis. Kč)

Současná hodnota podniku v 1. fázi	426 929
Pokračující hodnota dle Gordona	1 449 226
Současná hodnota podniku v 2. fázi	970 305
MVA	1 397 234
NOA k 31.12.2017	5 877 359
Provozní hodnota brutto	7 274 593
Úročený cizí kapitál	2 720 010
Provozní hodnota netto	4 554 583
Neoperační aktiva k 31. 12. 2017	1 155 298
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	3 399 285

Zdroj: vlastní zpracování

5. Zhodnocení dosažených výsledků a návrhy a doporučení pro navýšení hodnoty

Nejlepším a nejvhodnějším způsobem při ocenění podniku je použití více metod či jejich kombinací. Pro účely této diplomové práce byly použity metody charakterizující tržní přístup oceňování. V prvním případě byla aplikována dvoufázová metoda DCF-Entity a ve druhém pak metoda EVA. Výsledné hodnoty jsou uvedené v následující Tab. 4.17. Prostřednictvím metody DCF-Entity byla výsledná hodnota k 31.12.2017 vyčíslena ve výši 10 452 526 tis. Kč. Dle metody EVA je podnik oceněn, ke stejnému datu ocenění, na hodnotu 3 399 285 tis. Kč. Účetní hodnota společnosti k 31.12.2017 činí 4 496 115 tis. Kč, její výše je pouze informativní a tvoří spodní hranici výsledného ocenění podniku.

Tab. 4.17 Souhrnné hodnocení ocenění podniku (v tis. Kč)

Položka/Metoda	Účetní hodnota	Substanční hodnota	Metoda DCF-Entity	Metoda EVA
Výsledná hodnota podniku (netto)	4 496 115	4 627 739	10 452 526	3 399 285

Zdroj: vlastní pracování

Na základě zjištěných výsledků, uvedených v Tab. 4.17, je patrné, že se výsledné hodnoty ocenění společnosti BONATRANS GROUP, a.s. použitím obou metod poměrně značně odlišují, což není úplně žádoucí. Důvodem, proč se zjištěné výsledky tak odlišují je ten, že v případě metody EVA klesá výnosnost rychleji, než je růst hodnoty diskontní míry, tedy hodnoty WACC. Naopak u metody DCF-Entity volné peněžní toky (*FCFF*) rostou rychleji než diskontní míra. Další důvod odlišnosti výsledků je skryt ve výpočtu samotné hodnoty EVA. Tento rozdíl může obecně plynout v odlišnosti výpočtu, kdy při ocenění metodou EVA je silnější požadavek převodu účetních dat na ekonomická data. Vzhledem k odlišnosti výsledků byla pro srovnání a zajímavost zjištěna hodnota podniku pomocí substanční metody, na základě které hodnota podniku vychází k datu ocenění (31.12.2017) na 4 627 739 tis. Kč. Vzápětí tak lze dodatečně vypočítat hodnotu i prostřednictvím kombinované metody, (viz vzorec 2.22), jejíž hodnota bude v tomto případě bude kombinací hodnot zjištěných pomocí výnosové metody DCF-Entity a dodatečně zjištěné hodnoty dle substanční metody. Výsledná hodnota podniku pak pomocí kombinací zmíněných metod vychází na 7 540 133 tis. Kč. Tento výsledek pak potvrzuje fakt, že je podnik nadhodnocen, neboť takto zjištěná výsledná hodnota je vyšší než účetní hodnota podniku.

Vzhledem k tomu, že použité modely pro stanovení hodnoty podniku, zejména v případě metody EVA, mají dynamický charakter, mohlo by být na základě dodatečných informací, zejména ze strany podniku, dosaženo daleko vyšších hodnot. Použité modely vycházely z dostupných údajů z odvětví a historických údajů podniku. Z pohledu modelu DCF je vývoj hodnoty oceňovaného podniku příznivý. Naopak v případě modelu EVA vývoj hodnoty není moc příznivý.

Jedním ze způsobů, jak může podnik dospět ke zvýšení hodnoty, je zvyšování efektivity výroby, a to především zvyšováním celkových tržeb. V rámci zvýšení tržeb by se měl podnik zaměřit na nové trhy a na stávající, zejména asijský, konkrétně čínský a indický, kde založil svoji dceřinou společnost, pomocí níž by tak do budoucna mohl rapidně zvýšit zisk z důvodu jeho velkého potencialu. Podnik by měl rovněž pokračovat v navyšování svých investic, ať už do dlouhodobého majetku nebo do nových technologií, které tak mohou přispět ke zlepšení a zvýšení efektivity výroby, což by se mělo kladně promítnout do jeho hodnoty. Pokud by ze strany podniku byly dostupné dodatečné informace týkající se plánovaného odbytu a poptávky po výrobcích, a to zejména na klíčových trzích jako je Čína, Indie, mohl by být model aktualizován, čímž by tak výsledná hodnota mohla být daleko příznivější, přesnější. Zejména pak v rámci ohodnocení pomocí metody EVA.

6. Závěr

Cílem diplomové práce bylo ocenění společnosti z odvětví zpracovatelského průmyslu vybranými metodami za účelem možného případného prodeje společnosti, s tím však podnik nepočítá. Konkrétně po účely této diplomové práce byl oceněn podnik BONATRANS GROUP, a.s., přičemž jeho ocenění proběhlo k 31.12.2017. V rámci stanovení hodnoty byly použity dvě metody, a to dvoufázová metoda DCF-Entity a dvoufázová metoda EVA.

Diplomová práce byla koncipována, vedle úvodu a závěru, do tří hlavních částí. Obsahem první, teoretické části, byl popis teoretických východisek postupů a jednotlivých metod oceňování. V rámci této teoretické kapitoly byly nejprve definovány a charakterizovány kategorie hodnoty podniku pro účely samotného ocenění a následně pak metody oceňování společností. Poté byl nastíněn a popsán postup při samotném oceňování, kdy byl na začátku popsán sběr vstupních dat, analýza dat a nakonec pak sestavení finančního plánu. V samotném závěru této části práce pak byla ve stručnosti popsána analýza citlivosti.

Ve druhé, již aplikační části, byl ve stručnosti představen oceňovaný podnik, včetně jeho historie, výrobního portfolia a dalších základních údajů. Následně byla podrobně provedena strategická analýza, jejíž náplní byla analýza vnitřního a vnějšího potencionálu podniku. Na strategickou analýzu pak navazovalo posouzení momentální situace oceňovaného podniku pomocí finanční analýzy, přičemž byly použity jak poměrové ukazatele, tak i horizontální a vertikální analýza. Na základě výsledků horizontálně vertikální analýzy bylo zjištěno, že majetková struktura je složena z větší části z dlouhodobého majetku, jehož podíl se pohyboval okolo 60 %. Největší zastoupení pak měl dlouhodobý hmotný majetek, jehož hodnota po celé analyzované období stabilně rostla. U zdrojů financování naopak taková jednoznačná situace zaznamenána nebyla. V prvních třech sledovaných obdobích byl podíl cizích zdrojů na celkových pasivech daleko vyšší než podíl vlastního kapitálu, zejména pak roce v 2013, kdy podíl cizích zdrojů činil bezmála 73 %. Horizontálně-vertikální analýza výkazu zisku a ztráty poodhalila, že po celou dobu byly jednoznačně nejobjemnější výnosovou položkou tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, jejichž podíl na celkových výnosech dosahoval v průměru 92 %. U nákladů pak převážnou část tvořila výkonová spotřeba, osobní náklady, odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku a náklady vynaložené na prodej zboží. V rámci poměrových ukazatelů byla nejprve provedena analýza za oblast ukazatelů rentability, podle které se oceňovaný podnik jeví jako rentabilní.

Nicméně hodnoty veškerých ukazatelů, až na rentabilitu služeb, vykazovaly spíše klesající tendenci. Tato situace byla ovlivněna zejména klesající čistým ziskem či případně provozním výsledkem hospodaření. Z pohledu vlastníků je nezajímavější a nejpozitivnější hodnota rentability vlastního kapitálu, která po celou dobu dosahovala vyšších hodnot než rentabilita celkových aktiv. Daleko méně příznivějších hodnot bylo dosaženo u ukazatelů likvidity, alespoň ve srovnání s doporučovanými hodnotami jednotlivých odborníků. Nízké hodnoty likvidity tak mohou znamenat jisté problémy či omezenou schopnost podniku splácet v krátkém horizontu své vlastní závazky. Nejhorší hodnoty pak vykazovala okamžitá likvidita, jejíž hodnota nedosahovala ani spodní hranice 0,2. Jistou omezenou likviditu pak dokazuje i ukazatel čistého pracovního kapitálu, který plní funkci doplňujícího ukazatele ukazatelům likvidity. I když jsou zjištěné hodnoty likvidity nízké, tak pro podnik, uplatňující agresivnější způsob financování, to jsou normální hodnoty. Co se týče výsledků ukazatelů zadluženosti a stability, tak oceňovaný podnik dosahuje poměrně vysokých hodnot, čímž se tak obecně zvyšuje věřitelské riziko. Největší zadluženost byla zaznamenána v roce 2013, kdy dosahovala hodnoty 72,82 %. I když je zadluženost vysoká, tak společnost bez problémů dosáhla na dlouhodobý bankovní úvěr. Z tohoto důvodu tak lze vnímat společnost BONATRANS GROUP, a.s. jako stabilní, což dokazuje i pozvolně rostoucí hodnota u ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech. Dle výsledků ukazatelů aktivity by podnik mohl do budoucna zapracovat na platební morálce vlastních odběratelů, neboť doba obratu byla, a to po většinu času, vyšší než doba obratu závazků. Dále by podnik mohl lépe a efektivněji využívat svá podniková aktiva, čímž by tak zvýšil obrat aktiv. Ovšem porovnáním s hodnotami za odvětví, nízké hodnoty obratu aktiv jsou normální.

Obsahem třetí části pak bylo stanovení hodnoty podniku. Nejprve byly prognózovány tržby, čistý pracovní kapitál, odpisy a na závěr pak investice, aby byly použity jako vstupní veličiny pro stanovení prognózy plánovaných účetních výkazů rozvahy, výkazu cash flow a výkazu zisku a ztráty. Následně byly vypočteny náklady na vlastní kapitál, u kterých byl použit tržní přístup výpočtu pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (*CAPM*). Diskontní míra byla stanovena v podobě průměrných vážených nákladů na kapitál (*WACC*). Na základě těchto informací a údajů pak byly stanoveny volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (*FCFF*). Poté byla stanovena hodnota podniku netto, tedy vlastního kapitálu. Nejprve prostřednictvím dvoufázové metody DCF-Entity a následně pak pomocí metody EVA. V případě metody DCF-Entity byl podnik k 31.12.2017 oceněn ve výši 10 452 526 tis. Kč a v případě metody EVA na 3 399 285 tis. Kč.

V předposlední kapitole pak byly zhodnoceny dosažené výsledky a byla stanovena doporučení pro navýšení hodnoty podniku. Bylo zjištěno, že výsledné hodnoty se od sebe odlišovaly. V případě hodnoty DCF-Entity a dodatečně vypočítané hodnoty kombinovanou metodou převyšovala hodnota účetní hodnotu podniku, což tak vypovídá o tom, že dle této metody je společnost nadhodnocena. V případě metody EVA je pak podhodnocena. Na základě kladných výsledků finanční a strategické analýzy se tato skutečnost dala předvídat. Doporučením pro tento podnik by mohlo být zvyšování efektivnosti výroby, a to především zvyšováním celkových tržeb. Rovněž by podnik měl pokračovat a navyšovat své investice, ať už do dlouhodobého majetku nebo do nových technologií, které tak mohou přispět ke zlepšení a zvýšení efektivity výroby, což by se mělo kladně promítnout do jeho hodnoty.

Seznam použité literatury

Knížní publikace

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Study guide for Damodaran on valuation, security analysis for investment and corporate finance*. New York: John Wiley & Sons, 1994. ISBN 0-471-10897-9.
- [2] DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2012. ISBN 978-118-20654-6.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [4] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování: New approaches and financial instruments in financial decision-making*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2004. ISBN 80-248.0669-X.
- [5] EHRBAR, Al. *EVA: the real key to creating wealth*. New York: Wiley, c1998. ISBN 0-471-29860-3.
- [6] GRÜNWARD, Rolf. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000. ISBN 80-245-0032-9.
- [7] GRÜNWARD, Rolf, Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2006. 182 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
- [8] GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [9] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [10] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [11] KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 9788024733494.

- [12] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. 232 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.
- [13] KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.
- [14] LANDA, Martin. *Finanční plánování a likvidita*. Brno: Computer Press, c2007. ISBN 978-80-251-1492-6.
- [15] MALLYA, Thaddeus. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1911-5.
- [16] MATUSIKOVÁ, Lucja, Terezie KRESTOVÁ, Martin ČERNEK, Marie MIKUŠOVÁ, Marcela PAPALOVÁ, Petr ŠNAPKA a Kateřina ZELINKOVÁ. *Strategický management*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, 2014. ISBN 978-80-248-3605-8.
- [17] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přepřac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [18] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [19] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [20] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [21] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.
- [22] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, c2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8
- [23] RŮČKOVÁ, Petra a Michaela ROUBÍČKOVÁ. *Finanční management*. Praha: Grada, 2012. 296 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-4047-8.
- [24] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

- [25] SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. *Podniková ekonomika*. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-336-3.
- [26] ŠPIČKA, Jindřich. Finanční analýza organizace z pohledu zájmových skupin. V Praze: C.H. Beck, 2017. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-664-7.
- [27] VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
- [28] YOUNG, S. David a Stephen F. O'BYRNE. *EVA and value based management: a practical guide to implementation*. New York: McGraw Hill, c2001. ISBN 0-07-136439-0.

Elektronické zdroje

- [29] ARAD-SYSTÉM ČASOVÝCH ŘAD. *HDP* [online]. © Česká národní banka, 2003-2019 [cit. 2019-04-11]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29930&p_strid=ACL&p_lang=CS
- [30] ARAD-SYSTÉM ČASOVÝCH ŘAD. *Míra inflace* [online]. © Česká národní banka, 2003–2019 [cit. 2019-04-11]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29930&p_strid=ACL&p_lang=CS
- [30] BERGER, Roland. Win some, lose some. *Railway Gazette International* [online]. 2018, 174(9), 115-116 [cit. 2019-04-26]. ISSN 03735346. Dostupné z:
<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bsu&an=131743614&scope=site>
- [31] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. © Česká národní banka, 2003-2019 [cit. 2019-02-01]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza#inflace
- [32] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výnos desetiletého státního dluhopisu (maastrichtské kritérium)* [online]. © Česká národní banka, 2003-2019 [cit. 2019-04-11].

- https://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_sestuid=375&p_lang=CS
- [33] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSU. *Hlavní makroekonomické ukazatele ze dne 02. dubna 2019*. [online]. 17.04.2019 [cit. 2019-04-11]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
- [34] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSU: *Obyvatelstvo ze dne 31. prosince 2018* [online]. ČSU [26. 04. 2019]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/obyvatelstvo_lide
- [35] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSU: *Mzdy, náklady práce – časové řady ze dne 08. března 2019* [online]. ČSU [27. 3. 2019]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/pmz_cr
- [36] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSU: *Průměrná hrubá měsíční mzda v letech 2000-2019* [online]. ČSU [01. 12. 2018]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/prumerna-hruba-mesicni-mzda-graf>
- [37] DAMODARA, Aswath. *Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe - Macihnerly*. [online]. 1.1.2019 [cit. 2019-04-11]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
- [38] DAMODARA, Aswath. *Risk Premiums for Other Markets*. [online]. 1.1.2019 [cit. 2019-04-11]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [39] GHH-BONATRANS. *Reference*. [online]. 26.3.2019 [cit. 2019-04-11]. Dostupné z: <https://www.ghh-bonatrans.com/cs/reference>
- [40] Ocelářská unie. *Výroba oceli v Česku loni vzrostla o desetinu, ale dovoz rostl ještě rychleji* [online]. 26.3.2019 [cit. 2019-04-11]. Dostupné z: <https://www.ocelarskaunie.cz/vyroba-oceli-v-cesku-loni-vzrostla-o-desetinu/>
- [41] JUSTICE.CZ. *Výpis platných listin BONATRANS GROUP a.s.* [cit. 2019-04-11]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=715682&typ=PLATNY>
- [42] JUSTICE.CZ. *Sbírka listin BONATRANS GROUP a.s.* [cit. 2019-04-11]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=715682>

Seznam zkratek

A	celková aktiva
A_0	ostatní neoperační aktiva k datu ocenění
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β_L	koeficient beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy
β_U	koeficient beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
C	celkový investovaný kapitál
$CAPM$	model oceňování kapitálových aktiv
CL	celková likvidita
CN	celkové náklady
$CZ\ kr.$	cizí kapitál krátkodobý
$\Delta\check{C}PK$	změna čistého pracovního kapitálu
D	cizí úročený kapitál
d	sazba daně z příjmů právnických osob
D_0	cizí úročený kapitál k datu ocenění
$DCF-Entity$	metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele
$DCF-Equity$	metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky
dD	dlouhodobé dluhy
DIV	dividenda v běžném období
$dl. Kap.$	Dlouhodobý kapitál
d_t	daňová sazba předpokládaná pro rok t
D_{t-1}	úročený cizí kapitál k počátku roku t
$D_{t-1} \cdot R_D$	nákladové úroky v absolutním vyjádření

E	vlastní kapitál
EAT	zisk po zdanění, neboli čistý zisk
$EBIT$	zisk před zdaněním a úroky
EBT	zisk před zdaněním
$E(R_E)$	očekávaný (střední hodnota) výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
$[E(R_M) - R_F]$	prémie za systematické tržní riziko
EVA	ekonomická přidaná hodnota
$FCFE_t$	volné peněžní toky pro vlastníky v roce t
$FCFE_{T+1}$	hodnota volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele v čase
$FCFF$	$T+1$ volné peněžní toky do firmy
g	předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze
$I_{n(t)}$	netto investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu v roce t
INV	investice
$KPVH_t$	korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce t
K_t	provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t
K_{t-1}	provozně nutný investovaný kapitál k předchozímu roku
$multiplikátor_{sf}$	multiplikátor srovnatelné firmy
MVA	tržní přidaná hodnota
$NBOUr$	náklady bez odpisů a úroků

NOA	čistá operační aktiva
NOA_0	čistá operační aktiva k datu ocenění
$NOPAT$	čistý výnos z provozní činnosti po dani
$\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}}$	operační rentabilita (rentabilita čistých provozně potřebných aktiv)
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
OL	okamžitá likvidita
PH	pokračující hodnota
PL	pohotová likvidita
PPP	pohotové platební prostředky
R_D	náklady na úročený cizí kapitál
R_{D_t}	náklady cizího kapitálu v roce t
$RD\check{S}$	roční daňový štít
R_E	náklady vlastního kapitálu při určitém zadlužení
R_{E_1}	náklady vlastního kapitálu v první fázi
R_{E_2}	náklady na vlastní kapitál ve druhé fázi
$R_{E(U)i}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení pro rok i
R_F	bezriziková sazba
ROA	rentabilita aktiv (<i>Return on Assets</i>)
$ROCE$	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (<i>Return on Capital Employed</i>)
ROE	rentabilita vlastního kapitálu (<i>Return on Equity</i>)

ROS	rentabilita tržeb (<i>Return on Sales</i>)
RN	rentabilita nákladů
ΔRT	změna relevantního trhu, která je určena z výsledků analýzy vnějšího potenciálu firmy
SA	stálá aktiva
t	jednotlivé roky
T	délka první fáze v letech
ΔT_i	změna tržeb stanovena pomocí výsledků analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňovaného podniku
ΔT_j	změna tržeb, jež je stanovena z analýzy časové řady tržeb
ΔTP	změna tržního podílu
U_i	hodnota dílčího ukazatele
$\sum U_i$	hodnota absolutního ukazatele
$ukazatel_{of}$	ukazatel oceňované společnosti
Ur	úroky
U_t	hodnota ukazatele v čase t
V	hodnota podniku
V_A	hodnota aktiv (pokud je použit jako multiplikátor ukazatel MV/BV)
V_{brutto}	hodnota podniku brutto
V_E	hodnota vlastního kapitálu (pokud je použit jako multiplikátor ukazatel P/E)
V_i	hodnoty podniku použitých metod ocenění

V_{netto}	netto hodnota podniku (přeceněná hodnota vlastního kapitálu)
V_S	hodnota podniku vypočtená pomocí substanční metody
V_v	hodnota podniku dle výnosového ocenění váha, která je
w_1	přiřazena jednotlivým metodám
w_2	váha, která je přiřazena jednotlivým metodám
$WACC$	průměrné vážené náklady kapitálu (<i>Weighted Average Capital Cost</i>)
w_i	váha přiřazena jednotlivým metodám
w_t	váhy přiřazené jednotlivým obdobím
w_{Ti}	váha, která je přiřazena ΔT_i
w_{Tj}	váha, jež je přiřazena ΔT_j
Z	trvale udržitelný zisk
$Zá.$	zásoby
Z_t	zisk v minulých obdobích upravený o korekce
Z_{T+1}	hodnota trvale udržitelného zisku ve druhé fázi

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26.4.2019


.....
Jméno a příjmení

Seznam příloh

- Příloha 1 Rozvaha za období 2012 – 2017 (v tis. Kč)
- Příloha 2 Výkaz zisku a ztráty za období 2012 – 2017 (v tis. Kč)

Rozvaha za období 2012 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	4 373 997	6 924 650	7 509 669	8 154 128	8 008 149	8 101 512
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	1 889 335	4 215 492	4 420 303	4 843 242	4 948 071	4 870 638
Dlouhodobý majetek nehmotný	3 686	5 994	11 769	15 615	34 075	27 085
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	137	228	139
Software	2542	798	8924	9817	24 861	18 757
Ocenitelná práva	252	568	365	208	1070	971
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	542	247	69	681	7 411	5 426
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	270	4342	2 393	4 769	492	1 481
Poskytnuté zálohy na DNHM	80	39	18	3	13	311
Dlouhodobý hmotný majetek	1 883 414	2 032 088	2 268 556	2 489 437	2 465 543	2 602 689
Pozemky	73 403	73 141	91 550	91 630	86 183	103 280
Stavby	733 657	713 979	878 618	900 429	989 473	1 045 184
Samostatné movité věci a soubory movit. věci	982 558	936 505	1 210 755	1 093 182	1 097 239	1 180 017
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	7 024	7 343	2 650	3 862	4 164	5 763
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	11 244	224 304	27 993	277 699	166 976	143 171
Poskytnuté zálohy na DHM	61 819	70 941	56 990	122 635	121 508	64 926
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	13 709	5 875	0	0	0	60 348
Dlouhodobý finanční majetek	2 235	2 177 410	2 139 978	2 338 190	2 448 453	2 240 864
Podíly v ovládaných a řízených osobách	2 000	283 115	301 616	346 101	378 461	357 731
Podíly v účetních jednotkách pod podstat. vlivem	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Půjčky a úvěry- ovládající a řídicí osoba, pod. v	0	1 894 039	1 838 362	1 992 089	2 069 992	1 883 133
Jiný dlouhodobý finanční majetek	235	256	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý fin. majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	2 465 083	2 674 293	3 025 319	3 270 109	3 026 170	3 203 653
Zásoby	1 279 235	1 139 632	1 540 180	1 666 613	1 545 113	1 697 217
Materiál	397 614	383 987	564 259	645 687	595 939	706 126
Nedokončená výroba a polotovary	684 140	568 961	794 438	761 477	712 069	752 726
Výrobky	186 253	174 888	170 584	247 147	224 747	226 769
Zvířata	0	0	0	0	0	0
Zboží	11 228	11 796	10 899	12 302	12 358	11 596
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	131 474	46 627	51 624	110 635	162 266	117 648
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
Pohledávky-ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a..	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	5	5	5	4	5	5
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	321	321	0	0	5	5
Odložená daňová pohledávka	131 148	46 301	51 619	110 631	162 261	117 643
Krátkodobé pohledávky	886 046	1 212 930	1 122 382	1 318 433	1 151 629	1 160 060
Pohledávky z obchodních vztahů	718 429	873 440	768 985	1 040 233	911 271	780 958
Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	210 449	212 751	207 379	148 610	162 633
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	91 748	216 469
Pohledávky za společníky, členy družstva a..	0	0	0	0	0	0
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	154 679	103 475	132 273	49 629	45 640	116 664
Krátkodobé poskytnuté zálohy	7 803	1 856	3 195	6 893	27 606	28 337
Dohadné účty aktivní	4 864	23 562	5 124	10 794	5 311	47 182
Jiné pohledávky	271	148	54	3 505	13 191	24 286
Krátkodobý finanční majetek	168 328	275 104	311 133	174 428	167 162	228 728
Peníze	374	617	412	438	254	413
Účty v bankách	167 954	274 487	310 721	173 990	166 908	228 315
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	19 579	34 865	64 047	40 777	33 908	27 221
Náklady příštích období	19 569	34 745	64 045	40 777	33 711	27 072
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	10	120	2	0	197	149

Rozvaha za období 2012 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	2 012	2 013	2 014	2 015	2016	2017
Pasiva celkem	4 372 488	6 919 383	7 484 683	8 135 351	7 990 704	8 086 248
Vlastní kapitál	1 660 100	1 877 174	2 961 964	3 687 600	4 203 800	4 496 115
Základní kapitál	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	-14 623	-22 537	-36 694	5 860
Emisní azio	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Oceněnovací rozdíly z přecenění majetku a záva	0	0	-14 623	-22 537	-36 694	5 860
Oceněnovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0
Rozdíly z přeměn společností	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy	51 200	51 200	50 000	50 000	50 000	50 000
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	1200	1200	0	0	0	0
Statutární a ostatní fondy	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Výsledek hospodaření minulých let	895 358	1 152 900	1 821 174	2 645 587	3 384 136	3 914 494
Nerozdělený zisk minulých let	895 358	1 152 900	1 821 174	2 645 587	3 384 136	3 914 494
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	707 542	667 074	1 099 413	1 008 550	800 358	519 761
Cizí zdroje	2 712 388	5 042 209	4 522 719	4 447 751	3 786 904	3 590 133
Rezervy	22 374	41 297	72 102	170 542	134 602	70 151
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	3 683	94 187	38 473	0
Ostatní rezervy	22 374	41 297	68 419	76 355	96 129	70 151
Dlouhodobé závazky	42 110	0	0	0	0	0
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a..	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	42 110	0	0	0	0	0
Jiné závazky	0	0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	962 813	845 112	1 051 599	909 834	720 632	757 494
Závazky z obchodních vztahů	777 459	731 681	916 018	775 670	559 555	667 282
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a..	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	40 382	35 772	34 144	36 883	41 266	36 723
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	18 996	18 822	19 573	20 548	24 003	21 051
Stát - daňové závazky a dotace	8 201	6 301	6 048	6 557	7 702	6 403
Krátkodobé přijaté zálohy	6 405	12 061	10 059	10 798	8 537	32 195
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	110 110	39 667	46 379	29 357	19 084	34 795
Jiné závazky	1 260	808	19 378	30 021	60 485	1 523
Bankovní úvěry a výpomoci	1 685 091	4 155 800	3 399 018	3 367 375	2 931 670	2 720 010
Bankovní úvěry dlouhodobé	495 451	2 531 328	2 165 323	2 567 375	2 334 201	1 381 244
Krátkodobé bankovní úvěry	1 189 640	1 624 472	1 233 695	800 000	597 469	1 338 766
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	1 509	5 267	24 986	18 777	17 445	15 264
Výdaje příštích období	1 228	1 984	2 838	206	55	123
Výnosy příštích období	281	3 283	22 148	18 571	17 390	15 141

Výkaz zisku a ztráty 2012 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	151 609	129 894	113 660	82 448
Náklady vynaložené na prodané zboží	142 377	118 086	103 327	78 345
Obchodní marže	9 232	11 808	10 333	4 103
Výkony	6 037 195	5 470 022	6 233 766	6 372 032
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 622 349	5 477 666	5 905 539	6 184 728
Změna stavu zásob vlastní činnosti	309 644	-124 147	219 064	50 021
Aktivace	105 202	116 503	109 163	137 283
Výkonová spotřeba	4 226 141	3 684 221	4 070 094	4 163 250
Spotřeba materiálu a energie	3 588 989	2 949 472	3 236 187	3 395 546
Služby	637 152	734 749	833 907	767 704
Přidaná hodnota	1 820 286	1 797 609	2 174 005	2 212 885
Osobní náklady součet	705 596	701 336	713 420	787 345
Mzdové náklady	515 380	508 925	516 613	568 123
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	13 494	10 320	12 687	13 440
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	165 045	169 851	171 492	192 219
Sociální náklady	11 677	12 240	12 628	13 563
Daně a poplatky	7 249	11 936	11 578	5 141
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	163 453	204 791	200 575	229 024
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	13 258	10 085	16 069	19 267
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3 503	3 156	5 722	80
Tržby z prodeje materiálu	9 755	6 929	10 347	19 187
Zůstatková cena prod. dlouhodobého majetku a materiálu	9 956	13 914	4 730	8 668
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	2 949	9 780	262	0
Prodaný materiál	7 004	4 134	4 468	8 668
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-19 540	27 010	36 307	23 674
Ostatní provozní výnosy	39 757	27 932	44 221	40 284
Ostatní provozní náklady	131 770	53 202	64 350	63 236
Převod provozních výnosů	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	874 820	823 435	1 203 335	1 155 348
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	824
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0		
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	120	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	2 000	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0
Výnosové úroky	273	48	86 894	79 407
Nákladové úroky	21 359	16 551	108 097	53 641
Ostatní finanční výnosy	45 651	199 981	82 986	57 501
Ostatní finanční náklady	101 502	182 554	91 471	116 533
Převod finančních výnosů	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	-76 817	924	-29 688	-34 442
Daň z příjmů za běžnou činnost	90 461	157 285	74 234	112 356
- splatná	74 262	72 438	76 122	169 511
- odložená	16 109	84 847	-1 888	-57 155
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	707 542	667 074	1 099 413	1 008 550
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
- splatná	0	0	0	0
- odložená	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	707 542	667 074	1 099 413	1 008 550
Výsledek hospodaření před zdaněním	798 003	824 359	1 173 647	1 120 906

Výkaz zisku a ztráty 2012 – 2017 (v tis. Kč)

Položka	2016	2017
Tržby za prodej výrobků a služeb	5 683 760	5 098 381
Tržby za prodej zboží	39 994	441,00
Výkonová spotřeba	3714982,00	3571830,00
Náklady vynaložené na prodané zboží	30 331	761,00
Spotřeba materiálu a energie	2 881 387	2 808 266
Služby	803 264	762 803
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	70 122	-54514,00
Aktivace (-)	-88744,00	-74424,00
Osobní náklady	804 167	803 005
Mzdové náklady	593 612	592 745
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a ostatní náklady	210 555	210 260
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	197 231	197 256
Ostatní náklady	13 324	13 004
Úpravy hodnot v provozní činnosti	262 131	250 122
Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	233 361	243 407
Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	233 361	243 407
Úpravy hodnot zásob	10 490	13 833
Úpravy hodnot pohledávek	18 280	-7118,00
Ostatní provozní výnosy	121 613	198 576
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	43 895	3 731
Tržby z prodeje materiálu	19 065	11 692
Jiné provozní výnosy	58 653	183 153
Ostatní provozní náklady	184 225	126 213
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	43 895	3 731
Zůstatková cena prodaného materiálu	19 065	11 692
Daně a poplatky v provozní oblasti	14542,00	4172,00
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady	19 774	-24978,00
Jiné provozní náklady	100 905	138 491
Provozní výsledek hospodaření	898 484	675 166
Výnosové úroky a podobné výnosy	83 970	77269,00
Výnosové úroky a podobné výnosy-ovládaná nebo ovládající osoba	83 963	77 269
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	7,00	0,00
Nákladové úroky a podobné náklady	38 564	31 878
Ostatní finanční výnosy	19 440	201 613
Ostatní finanční náklady	46 183	265 633
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	18 663	-18629,00
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	917 147	656 537
Daň z příjmů	116 789	136 776
Daň z příjmů splatná	165 099	102 139
Daň z příjmů odložená (+/-)	-48310,00	34 637
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	800 358	519 761
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	800 358	519 761
Čistý obrat za účetní období	5 948 777	5 576 280

Horizontální analýza rozvahy 2012 - 2017

Položka	2012 až 2013		2013 až 2014		2014 až 2015		2015 až 2016		2016 až 2017	
	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %
Pasiva celkem	2,550,653	58.31	585019	8.45	644459	8.58	-145979	-1.79	93363	1.17
Vlastní kapitál	217,074	13.08	1084790	57.79	725636	24.50	516200	14.00	292315	6.95
Základní kapitál	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Změny základního kapitálu	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Kapitálové fondy	0	0.00	-14623	0.00	-7914	54.12	-14157	62.82	42554	-115.97
Emisní ažio	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Ostatní kapitálové fondy	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Oceněnovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0.00	-14,623	0.00	-7914	54.12	-14157	62.82	42554	-115.97
Oceněnovací rozdíly z přecenění při přeměně	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Rozdíly z přeměn společností	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy	0	0.00	-1200	-2.34	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	0	0.00	-1200	-100.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Statutární a ostatní fondy	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Výsledek hospodaření minulých let	257,542	28.76	668274	57.96	824413	45.27	738549	27.92	530358	15.67
Nerozdělený zisk minulých let	257,542	28.76	668274	57.96	824413	45.27	738549	27.92	530358	15.67
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-40,468	-5.72	432339	64.81	-90863	-8.26	-208192	-20.64	-280597	-35.06
Cizí zdroje	2,329,821	85.90	-519490	-10.30	-74968	-1.66	-660847	-14.86	-196771	-5.20
Rezervy	18,923	84.58	30805	74.59	98440	136.53	-35940	-21.07	-64451	-47.88
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	#####
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	#####
Rezerva na daň z příjmů	0	0.00	3683	0.00	90504	2457.34	-55714	-59.15	-38473	-100.00
Ostatní rezervy	18,923	84.58	27122	65.68	7936	11.60	19774	25.90	-25978	-27.02
Dlouhodobé závazky	-42,110	-100.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Závazky z obchodních vztahů	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Závazky - ovládající a fiducí osoba	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Závazky - podstatný vliv	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Závazky ke společníkům, členům družstva a..	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Vydané dluhopisy	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Dohadné účty pasivní	-42,110	-100.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Jiné závazky	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Odložený daňový závazek	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Krátkodobé závazky	-117,701	-12.22	206487	24.43	-141765	-13.48	-189202	-20.80	36862	5.12
Závazky z obchodních vztahů	-45,778	-5.89	184337	25.19	-140348	-15.32	-216115	-27.86	107727	19.25
Závazky - ovládající a fiducí osoba	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Závazky - podstatný vliv	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Závazky ke společníkům, členům družstva a..	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Závazky k zaměstnancům	-4,610	-11.42	-1628	-4.55	2739	8.02	4383	11.88	-4543	-11.01
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-174	-0.92	751	3.99	975	4.98	3455	16.81	-2952	-12.30
Stát - daňové závazky a dotace	-1,900	-23.17	-253	-4.02	509	8.42	1145	17.46	-1299	-16.87
Krátkodobé přijaté zálohy	5,656	88.31	-2002	-16.60	739	7.35	-2261	-20.94	23658	277.12
Vydané dluhopisy	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Dohadné účty pasivní	-70,443	-63.98	6712	16.92	-17022	-36.70	-10273	-34.99	15711	82.33
Jiné závazky	-452	-35.87	18570	2298.27	10643	54.92	30464	101.48	-58962	-97.48
Bankovní úvěry a výpomoci	2,470,709	146.62	-756782	-18.21	-31643	-0.93	-435705	-12.94	-211660	-7.22
Bankovní úvěry dlouhodobé	2,035,877	410.91	-366005	-14.46	402052	18.57	-233174	-9.08	-952957	-40.83
Krátkodobé bankovní úvěry	434,832	36.55	-390777	-24.06	-433695	-35.15	-202531	-25.32	741297	124.07
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Časové rozlišení	3,758	249.04	19719	374.39	-6209	-24.85	-1332	-7.09	-2181	-12.50
Výdaje příštích období	756	61.56	854	43.04	-2632	-92.74	-151	-73.30	68	123.64
Výnosy příštích období	3,002	1068.33	18865	574.63	-3577	-16.15	-1181	-6.36	-2249	-12.93

Vertikální analýza rozvahy 2012 - 2017

Položka	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	v %	v %	v %	v %	v %	v %
Aktiva celkem	100	100	100	100	100	100
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dlouhodobý majetek	43.19%	60.88%	58.86%	59.40%	61.79%	60.12%
Dlouhodobý majetek nehmotný	0.08%	0.09%	0.16%	0.19%	0.43%	0.33%
Zřizovací výdaje	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Software	0.06%	0.01%	0.12%	0.12%	0.31%	0.23%
Ocenitelná práva	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
Goodwill	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.09%	0.07%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0.01%	0.06%	0.03%	0.06%	0.01%	0.02%
Poskytnuté zálohy na DNHM	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dlouhodobý hmotný majetek	43.06%	29.35%	30.21%	30.53%	30.79%	32.13%
Pozemky	1.68%	1.06%	1.22%	1.12%	1.08%	1.27%
Stavby	16.77%	10.31%	11.70%	11.04%	12.36%	12.90%
Samostatné movité věci a soubory movit. věcí	22.46%	13.52%	16.12%	13.41%	13.70%	14.57%
Pěstitelské celky trvalých porostů	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0.16%	0.11%	0.04%	0.05%	0.05%	0.07%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0.26%	3.24%	0.37%	3.41%	2.09%	1.77%
Poskytnuté zálohy na DHM	1.41%	1.02%	0.76%	1.50%	1.52%	0.80%
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0.31%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.74%
Dlouhodobý finanční majetek	0.05%	31.44%	28.50%	28.67%	30.57%	27.66%
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0.05%	4.09%	4.02%	4.24%	4.73%	4.42%
Podíly v účetních jednotkách pod podstat. vlivem	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Půjčky a úvěry- ovládající a řídicí osoba, pod. v	0.00%	27.35%	24.48%	24.43%	25.85%	23.24%
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý fin. majetek	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Oběžná aktiva	56.36%	38.62%	40.29%	40.10%	37.79%	39.54%
Zásoby	29.25%	16.46%	20.51%	20.44%	19.29%	20.95%
Materiál	9.09%	5.55%	7.51%	7.92%	7.44%	8.72%
Nedokončená výroba a polotovary	15.64%	8.22%	10.58%	9.34%	8.89%	9.29%
Výrobky	4.26%	2.53%	2.27%	3.03%	2.81%	2.80%
Zvířata	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Zboží	0.26%	0.17%	0.15%	0.15%	0.15%	0.14%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dlouhodobé pohledávky	3.01%	0.67%	0.69%	1.36%	2.03%	1.45%
Pohledávky z obchodních vztahů	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pohledávky-ovládající a řídicí osoba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pohledávky - podstatný vliv	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pohledávky za společníky, členy družstva a..	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dohadné účty aktivní	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Jiné pohledávky	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Odložená daňová pohledávka	3.00%	0.67%	0.69%	1.36%	2.03%	1.45%
Krátkodobé pohledávky	20.26%	17.52%	14.95%	16.17%	14.38%	14.32%
Pohledávky z obchodních vztahů	16.42%	12.61%	10.24%	12.76%	11.38%	9.64%
Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0.00%	3.04%	2.83%	2.54%	1.86%	2.01%
Pohledávky - podstatný vliv	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.15%	2.67%
Pohledávky za společníky, členy družstva a..	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Stát - daňové pohledávky	3.54%	1.49%	1.76%	0.61%	0.57%	1.44%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0.18%	0.03%	0.04%	0.08%	0.34%	0.35%
Dohadné účty aktivní	0.11%	0.34%	0.07%	0.13%	0.07%	0.58%
Jiné pohledávky	0.01%	0.00%	0.00%	0.04%	0.16%	0.30%
Krátkodobý finanční majetek	3.85%	3.97%	4.14%	2.14%	2.09%	2.82%
Peníze	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.01%
Účty v bankách	3.84%	3.96%	4.14%	2.13%	2.08%	2.82%
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Časové rozlišení	0.45%	0.50%	0.85%	0.50%	0.42%	0.34%
Náklady příštích období	0.45%	0.50%	0.85%	0.50%	0.42%	0.33%
Komplexní náklady příštích období	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Příjmy příštích období	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Vertikální analýza rozvahy 2012 - 2017

Položka	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	v %	v %	v %	v %	v %	v %
Pasiva celkem	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Vlastní kapitál	37.95%	27.11%	39.44%	45.22%	52.49%	55.50%
Základní kapitál	0.14%	0.09%	0.08%	0.07%	0.07%	0.07%
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Změny základního kapitálu	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Kapitálové fondy	0.00%	0.00%	-0.19%	-0.28%	-0.46%	0.07%
Emisní ažio	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ostatní kapitálové fondy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Oceněnovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0.00%	0.00%	-0.19%	-0.28%	-0.46%	0.07%
Oceněnovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Rozdíly z přeměn společností	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1.17%	0.74%	0.67%	0.61%	0.62%	0.62%
Zákonný rezervní fond/nedělitelný fond	0.03%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Statutární a ostatní fondy	1.14%	0.72%	0.67%	0.61%	0.62%	0.62%
Výsledek hospodaření minulých let	20.47%	16.65%	24.25%	32.44%	42.26%	48.32%
Nerozdělený zisk minulých let	20.47%	16.65%	24.25%	32.44%	42.26%	48.32%
Neuhrazená ztráta minulých let	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	16.18%	9.63%	14.64%	12.37%	9.99%	6.42%
Cizí zdroje	62.01%	72.82%	60.23%	54.55%	47.29%	44.31%
Rezervy	0.51%	0.60%	0.96%	2.09%	1.68%	0.87%
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Rezerva na důchody a podobné závazky	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Rezerva na daň z příjmů	0.00%	0.00%	0.05%	1.16%	0.48%	0.00%
Ostatní rezervy	0.51%	0.60%	0.91%	0.94%	1.20%	0.87%
Dlouhodobé závazky	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Závazky z obchodních vztahů	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Závazky - podstatný vliv	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Závazky ke společníkům, členům družstva a..	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dlouhodobé přijaté zálohy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Vydané dluhopisy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dlouhodobé směnky k úhradě	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dohadné účty pasivní	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Jiné závazky	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Odložený daňový závazek	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Krátkodobé závazky	22.01%	12.20%	14.00%	11.16%	9.00%	9.35%
Závazky z obchodních vztahů	17.77%	10.57%	12.20%	9.51%	6.99%	8.24%
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Závazky - podstatný vliv	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Závazky ke společníkům, členům družstva a..	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Závazky k zaměstnancům	0.92%	0.52%	0.45%	0.45%	0.52%	0.45%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0.43%	0.27%	0.26%	0.25%	0.30%	0.26%
Stát - daňové závazky a dotace	0.19%	0.09%	0.08%	0.08%	0.10%	0.08%
Krátkodobé přijaté zálohy	0.15%	0.17%	0.13%	0.13%	0.11%	0.40%
Vydané dluhopisy	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dohadné účty pasivní	2.52%	0.57%	0.62%	0.36%	0.24%	0.43%
Jiné závazky	0.03%	0.01%	0.26%	0.37%	0.76%	0.02%
Bankovní úvěry a výpomoci	38.53%	60.01%	45.26%	41.30%	36.61%	33.57%
Bankovní úvěry dlouhodobé	11.33%	36.56%	28.83%	31.49%	29.15%	17.05%
Krátkodobé bankovní úvěry	27.20%	23.46%	16.43%	9.81%	7.46%	16.52%
Krátkodobé finanční výpomoci	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Časové rozlišení	0.03%	0.08%	0.33%	0.23%	0.22%	0.19%
Výdaje příštích období	0.03%	0.03%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%
Výnosy příštích období	0.01%	0.05%	0.29%	0.23%	0.22%	0.19%

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty 2012 - 2017

Položka	2012 až 2013		2013 až 2014		2014 až 2015	
	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %	absolutní Δ	relativní Δ v %
Tržby za prodej zboží	-21,715	-14.32	-16,234	-12.50	-31,212	-27.46
Náklady vynaložené na prodané zboží	-24,291	-17.06	-14,759	-12.50	-24,982	-24.18
Obchodní marže	2,576	27.90	-1,475	-12.49	-6,230	-60.29
Výkony	-567,173	-9.39	763,744	13.96	138,266	2.22
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-144,683	-2.57	427,873	7.81	279,189	4.73
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-433,791	-140.09	343,211	-276.46	-169,043	-77.17
Aktivace	11,301	10.74	-7,340	-6.30	28,120	25.76
Výkonová spotřeba	-541,920	-12.82	385,873	10.47	93,156	2.29
Spotřeba materiálu a energie	-639,517	-17.82	286,715	9.72	159,359	4.92
Služby	97,597	15.32	99,158	13.50	-66,203	-7.94
Přidaná hodnota	-22,677	-1.25	376,396	20.94	38,880	1.79
Osobní náklady součet	-4,260	-0.60	12,084	1.72	73,925	10.36
Mzdové náklady	-6,455	-1.25	7,688	1.51	51,510	9.97
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	-3,174	-23.52	2,367	22.94	753	5.94
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	4,806	2.91	1,641	0.97	20,727	12.09
Sociální náklady	563	4.82	388	3.17	935	7.40
Daně a poplatky	4,687	64.66	-358	-3.00	-6,437	-55.60
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	41,338	25.29	-4,216	-2.06	28,449	14.18
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-3,173	-23.93	5,984	59.34	3,198	19.90
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-347	-9.91	2,566	81.31	-5,642	-98.60
Tržby z prodeje materiálu	-2,826	-28.97	3,418	49.33	8,840	85.44
Zůstatková cena prod. dlouhodobého majetku a materiálu	3,958	39.75	-9,184	-66.01	3,938	83.26
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	6,831	231.64	-9,518	-97.32	-262	-100.00
Prodaný materiál	-2,870	-40.98	334	8.08	4,200	94.00
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	46,550	-238.23	9,297	34.42	-12,633	-34.79
Ostatní provozní výnosy	-11,825	-29.74	16,289	58.32	-3,937	-8.90
Ostatní provozní náklady	-78,568	-59.63	11,148	20.95	-1,114	-1.73
Převod provozních výnosů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Převod provozních nákladů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Provozní výsledek hospodaření	-51,385	-5.87	379,900	46.14	-47,987	-3.99
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Prodané cenné papíry a podíly	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0.00	0	0.00	824	0.00
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0.00	0	0.00	824	0.00
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	-120	-100.00	0	0.00	0	0.00
Náklady z finančního majetku	0	0.00	2,000	0.00	-2,000	-100.00
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Výnosové úroky	-225	-82.42	86,846	180929.17	-7,487	-8.62
Nákladové úroky	-4,808	-22.51	91,546	553.11	-54,456	-50.38
Ostatní finanční výnosy	154,330	338.06	-116,995	-58.50	-25,485	-30.71
Ostatní finanční náklady	81,052	79.85	-91,083	-49.89	25,062	27.40
Převod finančních výnosů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Převod finančních nákladů	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Finanční výsledek hospodaření	77,741	-101.20	-30,612	-3312.99	-4,754	16.01
Daň z příjmů za běžnou činnost	66,824	73.87	-83,051	-52.80	38,122	51.35
- splatná	-1,824	-2.46	3,684	5.09	93,389	122.68
- odložená	68,738	426.71	-86,735	-102.23	-55,267	2927.28
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-40,468	-5.72	432,339	64.81	-90,863	-8.26
Mimořádné výnosy	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Mimořádné náklady	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0.00	0	0.00	0	0.00
- splatná	0	0.00	0	0.00	0	0.00
- odložená	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-40,468	-5.72	432,339	64.81	-90,863	-8.26
Výsledek hospodaření před zdaněním	26,356	3.30	349,288	42.37	-52,741	-4.49

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty 2012 - 2017

Položka	2012	2013	2014	2015
	v %	v %	v %	v %
Tržby za prodej zboží	2.41	2.22	1.73	1.24
Náklady vynaložené na prodané zboží	2.26	2.02	1.57	1.18
Obchodní marže	0.15	0.20	0.16	0.06
Výkony	96.02	93.70	94.77	95.81
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	89.42	93.83	89.78	92.99
Změna stavu zásob vlastní činnosti	4.92	-2.13	3.33	0.75
Aktivace	1.67	2.00	1.66	2.06
Výkonová spotřeba	67.21	63.11	61.88	62.60
Spotřeba materiálu a energie	57.08	50.52	49.20	51.05
Služby	10.13	12.59	12.68	11.54
Přidaná hodnota	28.95	30.79	33.05	33.27
Osobní náklady součet	11.22	12.01	10.85	11.84
Mzdové náklady	8.20	8.72	7.85	8.54
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0.21	0.18	0.19	0.20
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2.62	2.91	2.61	2.89
Sociální náklady	0.19	0.21	0.19	0.20
Daně a poplatky	0.12	0.20	0.18	0.08
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2.60	3.51	3.05	3.44
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0.21	0.17	0.24	0.29
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0.06	0.05	0.09	0.00
Tržby z prodeje materiálu	0.16	0.12	0.16	0.29
Zůstatková cena prod. dlouhodobého majetku a materiálu	0.16	0.24	0.07	0.13
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0.05	0.17	0.00	0.00
Prodaný materiál	0.11	0.07	0.07	0.13
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-0.31	0.46	0.55	0.36
Ostatní provozní výnosy	0.63	0.48	0.67	0.61
Ostatní provozní náklady	2.10	0.91	0.98	0.95
Převod provozních výnosů	0.00	0.00	0.00	0.00
Převod provozních nákladů	0.00	0.00	0.00	0.00
Provozní výsledek hospodaření	13.91	14.10	18.29	17.37
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0.00	0.00	0.00	0.00
Prodané cenné papíry a podíly	0.00	0.00	0.00	0.00
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0.00	0.00	0.00	0.01
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0.00	0.00	0.00	0.00
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0.00	0.00	0.00	0.00
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0.00	0.00	0.00	0.00
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0.00	0.00	0.00	0.00
Náklady z finančního majetku	0.00	0.00	0.03	0.00
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0.00	0.00	0.00	0.00
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0.00	0.00	0.00	0.00
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0.00	0.00	0.00	0.00
Výnosové úroky	0.00	0.00	1.32	1.19
Nákladové úroky	0.34	0.28	1.64	0.81
Ostatní finanční výnosy	0.73	3.43	1.26	0.86
Ostatní finanční náklady	1.61	3.13	1.39	1.75
Převod finančních výnosů	0.00	0.00	0.00	0.00
Převod finančních nákladů	0.00	0.00	0.00	0.00
Finanční výsledek hospodaření	-1.22	0.02	-0.45	-0.52
Daň z příjmů za běžnou činnost	1.44	2.69	1.13	1.69
- splatná	1.18	1.24	1.16	2.55
- odložená	0.26	1.45	-0.03	-0.86
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	11.25	11.43	16.71	15.16
Mimořádné výnosy	0.00	0.00	0.00	0.00
Mimořádné náklady	0.00	0.00	0.00	0.00
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0.00	0.00	0.00	0.00
- splatná	0.00	0.00	0.00	0.00
- odložená	0.00	0.00	0.00	0.00
Mimořádný výsledek hospodaření	0.00	0.00	0.00	0.00
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0.00	0.00	0.00	0.00
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	11.25	11.43	16.71	15.16
Výsledek hospodaření před zdaněním	12.69	14.12	17.84	16.85