

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Stanovení hodnoty podniku zpracovatelského průmyslu vybranými metodami
Determination of the value of the company of industrial sector by selected methods

Student: Bc. Markéta Langová

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2010

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci i přílohu č. 5 vypracovala samostatně. Uvedené přílohy č. 1 až č. 4 mi byly poskytnuty ke zpracování. K vyhotovení práce jsem použila literaturu uvedenou v seznamu.“

v Ostravě dne

.....
podpis

Obsah

1	Úvod	1
2	Přístupy a metody stanovení hodnoty podniku	2
2.1	Hodnota podniku	2
2.1.1	Kategorie hodnoty	3
2.2	Důvody pro ocenění	4
2.3	Postup při oceňování podniku	5
2.4	Metody oceňování	8
2.4.1	Výnosové metody	9
	Metody diskontovaných peněžních toků	9
	Vymezení peněžních toků	11
	Stanovení nákladů kapitálu	12
	Metoda kapitalizovaných zisků	15
	Metoda ekonomické přidané hodnoty	16
2.4.2	Fázové metody	17
2.5	Metodologie a význam finanční analýzy	19
2.5.1	Zdroje informací pro finanční analýzu	19
2.5.2	Metody finanční analýzy	20
2.5.3	Poměrové ukazatele	22
	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	22
	Ukazatele likvidity	24
	Ukazatele aktivity	25
	Ukazatele rentability	26
3	Aplikace vybraných metod ocenění	29
3.1	Sběr vstupních dat	29
3.1.1	Základní údaje o podniku	29
3.1.2	Předmět podnikání	30
3.1.3	Pozice firmy na trhu	31
3.2	Strategická analýza	32
3.2.1	Analýza makroprostředí	32
3.2.2	Analýza mikroprostředí	37
3.3	Finanční analýza vybraného subjektu	42
3.3.1	Analýza majetku a závazků (rozvaha)	42
3.3.2	Analýza výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztráty)	45
3.3.3	Analýza cash flow (peněžních toků)	47
3.3.4	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	48
3.3.5	Ukazatele likvidity	49
3.3.6	Ukazatele aktivity	50
3.3.7	Ukazatele rentability	51
3.4	SWOT analýza	52
3.5	Dlouhodobý finanční plán	55
3.5.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	55
3.5.2	Plán peněžních toků	56
3.5.3	Plánovaná rozvaha	57
3.6	Výpočet nákladů kapitálu	58
3.7	Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity	60
3.7.1	Analýza citlivosti FCFF	61
3.8	Stanovení hodnoty společnosti metodou EVA-Entity	63
3.8.1	Analýza citlivosti EVA	64
4	Zhodnocení a zdůvodnění dosažených výsledků	67
5	Závěr	71
	Seznam použité literatury	73
	Seznam zkratk	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 Úvod

Stanovení hodnoty podniku patří mezi důležité nástroje řízení podniku, neboť otázka hodnoty podniku je významným kritériem při taktickém řízení společnosti a pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu. V současnosti je zřejmý posun ve využívání tržního pojetí určování hodnoty podniků a ustupuje se od účetních přístupů. Problematika oceňování je velmi obsáhlá a podléhá neustálému vývoji, proto je nezbytné věnovat jí neustálou pozornost. Problémem je, že nelze hodnotu zjistit jako u zboží, neboť každé aktivum je jedinečné. Podniková sféra je v současné době ovlivňována globalizačními trendy, kdy dochází k zostřování konkurence, otevírání nových trhů, akvizicemi a fúze. Stanovení hodnoty je pro podnik velmi významnou událostí, která je spojena s dalším chodem podniku.

Cílem práce je stanovení tržní hodnoty vybraného podniku k 1. 1. 2010 s využitím dvoufázových výnosových metod DCF a EVA na bázi entity. Ocenění je provedeno na základě subjektivního ocenění pro potřeby případného prodeje podniku.

Práce je rozdělena do tří kapitol, přičemž první část je teoreticko-metodologickým základem pro stanovení hodnoty podniku. První kapitola obsahuje pět podkapitol, které jsou zaměřeny na objasnění základních pojmů, které se vážou s oceňováním podniku. Dále jsou zde uvedeny důvody, které vedou ke stanovení hodnoty podniku včetně postupu celého procesu oceňování. Důraz je mimo jiné kladen i na výběr metody, pomocí níž je ocenění provedeno. Z tohoto důvodu první kapitola obsahuje také výčet metod se zaměřením na výnosové metody, jenž jsou využity pro praktickou aplikaci. Součástí procesu oceňování je finanční analýza, jejíž teoretické předpoklady zaujímají jednu podkapitolu v první části práce.

Druhá část této práce je aplikačně-ověřovací, jejímž účelem je na reálná data společnosti zpracovatelského průmyslu KOVOS, a. s. aplikovat zvolené metody oceňování. Tato část obsahuje osm podkapitol, přičemž první je zaměřena na sběr základních údajů o analyzovaném podniku. Další podkapitolou je tzv. Strategická analýza, jejíž součástí je analýza ekonomického prostředí, ve kterém se podnik nachází. Finanční analýza podniku je náplní další podkapitoly a zahrnuje jak vertikální a horizontální analýzu, tak i poměrovou analýzu v oblastech finanční stability a zadluženosti, likvidity, aktivity a rentability. Samostatná podkapitola je také věnována dlouhodobému finančnímu plánu, který je nezbytný pro aplikaci výnosových metod. Samotné stanovení hodnoty podniku je náplní posledních dvou podkapitol. Ve třetí kapitole je celkové zhodnocení a zdůvodnění dosažených výsledků.

2 Přístupy a metody stanovení hodnoty podniku

Kapitola obsahuje teoretický základ pro stanovení hodnoty podniku. Jsou zde vysvětleny základní pojmy, které se oceňováním souvisí, jako je např. podnik, vymezení hodnoty podniku a její kategorie. Dále jsou zde popsány důvody pro ocenění podniku, které jsou východiskem pro výběr metody oceňování. Charakteristika jednotlivých metod oceňování je rovněž součástí této kapitoly. Velmi důležitou podkapitolou je postup při oceňování podniku, jenž zahrnuje dílčí kroky stanovení hodnoty firmy, jedná se zejména o sběr dat, analýzu dat a sestavení finančního plánu. Tyto kroky jsou nezbytné ke konečnému ocenění konkrétního podniku.

2.1 Hodnota podniku

Pro oceňování je důležité nejprve si vymezit pojem podnik, pro oceňovatele je nejvýznamnější definice uvedená v obchodním zákoníku, která definuje podnik jako:

„soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání; k podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit; podnik je věc hromadná“.¹

Výše uvedený pohled na podnik jako objekt ocenění je pohledem právním, je však potřeba neopomenout, že podnik je současně i hospodářským celkem se svými sociálními, ekonomickými, technickými a dalšími aspekty. Podnik je tedy funkčním celkem – entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti a právě určité uspořádání a kombinace jednotlivých prvků vytváří předpoklad užitečnosti. **Užitná hodnota** je subjektivní, individuální pro konkrétního vlastníka podniku. Oproti tomu směnná hodnota by měla být výsledkem střetu nabídek kupujících a prodávajících, tj. **objektivní hodnota**, která vede k tržní ceně. Objektivní hodnota je však relativní pojem, protože ve své podstatě neexistuje.

Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Hodnota podniku není totožná s cenou, jak je tomu obvykle u jiného zboží, hodnota a cena se rovnají jen výjimečně. Cenou se rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik

¹ § 5 odst. 1 obchodního zákoníku.

v daném čase a místě a hodnotou podniku se rozumí částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu, hodnota tedy vyjadřuje částku, okolo níž by se měla pohybovat cena. Viz [2], [4].

2.1.1 Kategorie hodnoty

Můžeme rozlišit několik základních kategorií hodnoty podniku, a z těchto hledisek se postupně vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Stanovení **tržní hodnoty** je založeno na předpokladu, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Předmětem odhadu je pak potencionální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota. Definice tržní hodnoty² je pak následující:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Problém, se kterým se lze setkat při stanovení tržní hodnoty je existence fungujícího trhu s podniky.

Řada teoretiků se při oceňování přiklání k názoru, že na hodnotu podniku je třeba pohlížet jako na jev veskrze jedinečný. Prioritou je v tomto případě individuální názor účastníků transakce. Hodnota je pak dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka apod. Potom lze definovat **investiční hodnotu** jako hodnotu majetku pro konkrétního investora, nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva a tento pojem by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku. Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

Pro odhadce je výhodnější vycházet z představy objektivní, případně alespoň **objektivizovanější hodnoty**, kterou je schopen určit jen profesionál. Podle běžně

² Definice dle International Valuation Standards 2005, viz [5].

zastoupených názorů by tato hodnota měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky, kterými jsou např. udržení substance (majetkové podstaty podniku) a s tím související problematika volného zisku, další zásadou je, že by se mělo oddělit ocenění provozně nezbytného a ostatního majetku, dále se předpokládá pokračování podniku v rámci dosavadního konceptu, metoda by měla být jasná a jednoznačná a měla by zohlednit také vliv managementu a zdanění. Otázkou je také vztah objektivizované hodnoty a tržní hodnoty. Tržní hodnotu můžeme chápat jako určitou formu objektivizace a objektivizaci můžeme rozumět postup založený na datech, která jsou nezávislá na konkrétním znalci nebo investorovi a na obecně přijímaných metodách.

O určitou syntézu předchozích postupů se pokouší **Kolínská škola**, ta je založena na subjektivním postoji konkrétního prodávajícího a kupujícího a zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele, jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Ve funkci poradenské poskytuje oceňování tzv. hraniční hodnoty, které vymezují prostor pro vlastní cenové jednání. Ve funkci rozhodčí se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele, rozhodčího. Ve funkci argumentační hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání. Při funkci daňové je cílem poskytnout podklady pro daňové účely a při funkci komunikační jde o poskytnutí podkladu pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami.

2.2 Důvody pro ocenění

Existuje celá řada důvodů pro oceňování. Tyto důvody mohou vycházet buď z vůle vlastníka, nebo mohou být na vůli vlastníka nezávislé. Nejčastějšími důvody pro ocenění jsou ocenění v důsledku vlastnických změn, jako je například koupě nebo prodej podniku, fúze nebo rozdělení podniku, dále pak při rozhodování o emisi akcií, uvádění podniku na burzu apod. Dalšími důvody jsou důvody jiné než vlastnické změny, jsou to např. změna právní formy podnikání, pro potřeby poskytnutí úvěru, či ocenění v souvislosti se sanací či likvidací společnosti.

V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.

V souvislosti s použitím subjektivního ocenění se bude jednat o hodnotu podniku pro konkrétní subjekt a ocenění bude založeno převážně na budoucnosti, do které se promítnou individuální očekávání daného subjektu. Subjektivní přístup bude vhodný zejména v situaci koupě a prodeje podniku nebo v situaci rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. Tržní hodnota a objektivizované ocenění jsou vhodné naopak v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu. Odlišnost mezi těmito přístupy spočívá v tom, že objektivizované ocenění je založeno převážně na nesporných faktech a na současnosti, zatímco tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti. Z toho vyplývá, že tržní hodnota by se měla použít zejména při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji podniku, zatímco objektivizované ocenění je potřeba například při poskytování úvěru, nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku. Kolínská škola a zejména rozhodčí hodnota pak může mít rozhodující význam tam, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran v konkrétním případě, patří sem především podstatná část podnikových transformací, ale i prodej podniku.

2.3 Postup při oceňování podniku

Při oceňování podniku zpracovatel stojí před velmi náročným úkolem, v rámci kterého řeší celou řadu problémů dříve, než dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku. Stanovení hodnoty podniku není možné bez dostatečných informačních vstupů, pro kvalitní ocenění je nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale rovněž o prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroekonomickém prostředí a o odvětví, tedy mikroprostředí, do kterého podnik patří.

Jedním z hlavních problémů je vymezit účel, pro který se ocenění zpracovává, objekt oceňování, tedy vstupy, výstupy a hranice oceňovaného systému. Dále je nutné určit, z pohledu jakého subjektu má být ocenění vykonáno, zda má být oceněný celkový kapitál, či má být oceněný vlastní kapitál podniku.

Na fázi shromažďování dat navazuje fáze analytická, která zpravidla obsahuje strategickou analýzu a finanční analýzu podniku. Na analýzy navazuje část aplikace modelů, jejichž výběr se řídí cílem práce. Užitečné je, aby bylo aplikováno několik modelů, a to

s cílem ověření správnosti výsledku práce. V případě, že bude použita některá ze standardních výnosových metod, je třeba zpracovat kompletní finanční plán.

Nechť už je zvolený jakýkoliv přístup i metody ocenění, je možné na základě teoretických východisek i praktických zkušeností doporučit obecný postup, který by měl vždy obsahovat strategickou a finanční analýzu podniku, na základě kterých je možné posoudit celkový stav podniku, postavení na trhu, konkurenční sílu a také schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Na základě této analýzy by se měla zvolit vhodná metoda ocenění a stanovit hodnota podniku. Nezbytné je na závěr stanovit výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění.

Proces oceňování probíhá v jednotlivých krocích, kterými jsou:

1. specifikace cíle ocenění,
2. sběr vstupních dat,
3. analýza dat (strategická a finanční analýza),
4. sestavení finančního plánu,
5. ocenění.

Cíl ocenění

Specifikace cílu práce je jedním z hlavních problémů, protože tento cíl se stává určujícím pro výběr přístupu modelů, s kterými se následně pracuje. Cíl ocenění je specifikován již v úvodu této práce. Ocenění podniku je prováděno na základě subjektivního ocenění pro potřeby případného prodeje podniku.

Sběr vstupních dat

Pro kvalitní ocenění je důležité získat co nejvyšší informace, které se týkají samotného podniku, informací o prostředí, ve kterém se podnik nachází, i o makroekonomickém vývoji. Je důležitá úzká spolupráce mezi podnikem a oceňovatelem zejména pro poskytnutí dat, kterými jsou základní data o společnosti (právní forma, předmět podnikání), ekonomická data (účetní výkazy, výroční zprávy, podnikové plány atd.), dále pak informace o relevantním trhu a konkurenci a v neposlední řadě informace o odbytu, marketingu, výrobě a dodavatelích a údaje o pracovnících.

Analýza dat

V tomto kroku dochází k analýze shromážděných dat, které jsme získali v předchozím kroku. Patří zde především strategická a finanční analýza. Teoretický základ

finanční analýze je v samostatné podkapitole a rovněž obě tyto analýzy jsou provedeny v praktické části této práce.

Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál lze vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí oceňovaného podniku, kdežto vnitřní potenciál je souhrnem silných a slabých stránek podniku.

Účelem strategické analýzy je zejména zodpovědět otázky ohledně perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska, vývoje podnikových tržeb a rizika, se kterým je podnik spojen.

Finanční analýza

V rámci oceňování podniku by měla finanční analýza plnit dvě základní funkce, jedná se o prověření finančního zdraví podniku a vytvoření základu pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová hodnota. Komplexnímu teoretickému základu finanční analýzy je věnována samostatná podkapitola, neboť se jedná o obsáhlejší problematiku.

Sestavení finančního plánu

V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu. Finanční plán by měl vycházet z cílů podniku, z jeho vize a jasné strategie. Východiskem pro finanční plánování je analýza finanční situace podniku za časové období 3 – 5 let. Plán se skládá ze sestavení plánovaných účetních výkazů, jedná se o výkaz zisku a ztráty, rozvahy a výkazů o peněžních tocích. Sestavení finančního plánu je obzvláště důležité při použití výnosových metod oceňování. Pro jeho sestavení je důležité určení předpokládaného vývoje tržeb z hlavní činnosti podniku, výši pohledávek, zásob, závazků, předpokládané investice do dlouhodobého majetku a na to navazující výši odpisů a splácení úvěrů, apod.

Ocenění

Posledním krokem je samotné ocenění podniku. Jak už je uvedeno v podkapitole 2.1, existují různé kategorie hodnot, ve kterých může být podnik oceněn, mezi dvě základní hodnoty patří hodnota brutto, kdy se jedná o hodnotu podniku jako celku, zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele, oceňuje se celkový kapitál. Druhou hladinou je hodnota netto,

touto hodnotou se rozumí ocenění podniku na úrovni vlastníků, jedná se o ocenění vlastního kapitálu.

Nejprve dochází k výběru vhodné metody a následně k ocenění podniku, kdy musíme brát ohled na definovaný cíl ocenění. Výsledkem je hodnota podniku k určitému datu. V případě, že by došlo ke změně některého ze vstupních předpokladů, je potřebné tuto změnu ve výsledné hodnotě zohlednit. Viz [6].

2.4 Metody oceňování

Skutečnost je taková, že převážná většina podniků je do nějaké míry zadlužena a typickým rysem je tedy zadluženost, metody oceňování jsou zpravidla určeny pro oceňování zadlužených podniků.

Existuje mnoho metod využívaných pro oceňování podniku. Volba správné metody rozhodujícím způsobem determinuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba metod je také silně ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Jednotlivé přístupy k oceňování lze členit dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění rizika.

Podle metodického konceptu ocenění existují následující metody, jedná se o výnosové metody, majetkové metody, komparativní metody a metody kombinované. Mezi výnosové metody lze zařadit metody diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných čistých výnosů a metodu ekonomické přidané hodnoty.

Mezi představitele majetkových metod patří účetní hodnota, likvidační hodnota a substanční hodnota. Způsob ocenění u majetkových metod spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou často označujeme jako substanci neboli substanční hodnotu. Tento princip ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný, majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku a od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků.

Pro stanovení výsledné tržní hodnoty lze využít i metody, jež jsou kombinací, nebo jsou odvozené od metod výnosových a substančních, nazývají se metody kombinované. Patří zde např. Schmalenbachova metoda, metoda vážené střední hodnoty a další.

Již zmíněné metody komparativní se též označují jako metody relativního oceňování, nebo metody tržního srovnání. Podstatou těchto metod je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Oceňování na základě srovnání

s podobnými podniky se nejčastěji provádí u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. Výhodou těchto metod je jednoduchost výpočtu a rychlost získání hodnoty. Využití komparativních metod závisí na četnosti prodeje obdobných subjektů, v ČR je zatím velmi malá a také je velmi obtížné nalézt srovnatelný podnik, neboť každý je specifický strukturou činností, typem podniku, fází vývoje apod.

Výsledná hodnota závisí na zvolené metodě, ale také na dalších podnětech, jako jsou zkušenosti odhadců, množství a kvalita informací a časová dimenze zpracování.

2.4.1 Výnosové metody

Výnosové metody oceňování jsou založeny na stanovení hodnoty kapitálu (celkového, vlastního) jako současno hodnoty budoucích peněžních toků. Tyto metody jsou tedy založeny na poznatku, že hodnota hospodářských statků je v zásadě určena současnou hodnotou budoucích výnosů z tohoto statku. Hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, u podniku jsou tímto užitekem budoucí ekonomické efekty, jako například zisk, dividendy, finanční toky. Hodnota u těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Proces zjišťování hodnoty podniku pomocí výnosové metody je stejně jako rozhodovací proces vedení firmy zaměřen do budoucna. V této práci budeme tyto metody aplikovat na zvolený ekonomický subjekt.

Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků (*DCF - Discounted Cash Flow*) patří v současnosti k metodám, které mají největší užití. Těchto metod existuje velké množství. Jejich společným znakem je, že hodnotu společnosti odvozují od budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti, s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy.

U všech těchto metod jde v podstatě o tři základní úkoly, a to jak budou vymezeny budoucí peněžní toky, jak budou diskontovány peněžní toky (stanovení nákladu kapitálu), a zdali bude oceňován celkový nebo pouze vlastní kapitál.

Podle toho lze rozlišovat čtyři základní metody:

- DCF – Entity,
- DCF – Equity,
- dividendový diskontní model (DDM),
- APV (Adjusted Present Value).

DCF – Entity

Pomocí této metody je oceňován celkový kapitál podniku. Volný peněžní tok má formu *FCFF*, tedy formu volného peněžního toku pro vlastníky i věřitele. Tento peněžní tok je diskontován nákladem celkového kapitálu *WACC*. Výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Cílem této metody je tržní ocenění celkového kapitálu podniku. Propoččet hodnoty jako perpetuity vypadá následovně,

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

DCF – Equity

V případě této metody je oceňován pouze vlastní kapitál, volné peněžní toky se tedy vztahují pouze k vlastnímu kapitálu *FCFE* a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Zde hodnota podniku jako perpetuity vypadá následovně,

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.2)$$

Dividendový diskontní model

V tomto případě je oceňován vlastní kapitál. Peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy, jež je peněžní tok pro vlastníky, jedná se v podstatě o modifikaci modelu *DCF*. Existuje verze s konstantními *FCF* a s konstantně rostoucími *FCF*, což je tzv. Gordonův model. Tato metoda se používá zejména v tržních ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem. Propoččet vypadá následovně,

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.3)$$

kde *DIV* je dividendy v běžném období, R_E je náklad na vlastní kapitál, *g* je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Metoda APV

Tato metoda slouží k oceňování celkového kapitálu, kde finanční toky tvoří toky nezádlužené firmy, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezádlužené firmy, a proto získáme hodnotu nezádluženého podniku. V případě zadluženého podniku je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, který diskontujeme náklady dluhu.

Vymezení peněžních toků

Pokud si pro oceňování vybereme metody *DCF*, pak musíme přesně stanovit, co budeme diskontovat. Metody *DCF* mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Z hlediska specifikace peněžního toku rozlišujeme následující možnosti podle toho, pro koho je peněžní tok určen, jedná se o tyto druhy peněžních toků:

- Peněžní toky pro věřitele a pro akcionáře (*FCFF* – free cash flow to the firm),
- Peněžní toky pro akcionáře (*FCFE* – free cash flow to the equity),
- Dividenda, která je zvláštním případem peněžního toku pro akcionáře,
- *EVA*, která představuje peněžní tok, která převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství.

Peněžní toky do firmy, tedy toky celkového kapitálu *FCFF* lze určit podle následujícího vztahu (2.4),

$$FCFF = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK + úroky(1-t) - INV, \quad (2.4)$$

kde *EAT* je čistý zisk, *ODP* jsou odpisy, $\Delta\check{C}PK$ je změna čistého pracovního kapitálu, *t* je daňová sazba a *INV* představují investice.

U peněžních toků pro vlastníky *FCFE* zjišťujeme hodnotu následovně,

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + S, \quad (2.5)$$

kde *S* je saldo čerpání úvěrů v daném roce S^C a splátek úvěrů v daném roce S^S , tedy $S = S^C - S^S$.

Peněžní toky *FCFF* a *FCFE* tedy představují čistý peněžní tok, který zůstává ve společnosti po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího fungování firmy (investice, pracovní kapitál). Pokud za těchto okolností zůstává peněžní tok kladný, pak to znamená, že firma generuje zdroje navíc, které v případě, že se jedná o trvalý jev, mohou být důvodem pro založení dividendové politiky, nebo může být pro firmu signálem, že právě tyto volné zdroje

Lze umístit do alternativních investičních příležitostí, kde mohou být tyto zdroje adekvátně zhodnoceny.

Dividenda představuje příjem akcionáře, který je výsledkem dividendové politiky v podniku. Dividenda může být rozdělována v případě, kdy podnik jednak vyprodukuje zisk a jednak jestliže o výplatě dividend rozhodne valná hromada. Diskontní dividendové modely jsou v praxi využívány všude tam, kde je obtížné stanovit budoucí *FCFE* a kde se prakticky blíží vyplaceným dividendám.

Posledním tvarem peněžního toku je *EVA* – economic value added, neboli ekonomická přidaná hodnota. Ekonomická přidaná hodnota představuje rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění *NOPAT* a hodnotou odvozenou od součinu vážených nákladů kapitálu *WACC* a velikostí investovaného kapitálu *C*. Propočet rovnice lze zapsat takto,

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.6)$$

příčemž platí, že je-li *EVA* kladná, pak podnik je schopen vyprodukovat hodnotu pro akcionáře, je-li rovna nule, pak nedochází ke zhodnocení investice a v případě záporného výsledku výkonnost podniku nestačí ani k pokrytí nákladů spojených s užitím kapitálu a dochází tak ke znehodnocení bohatství pro akcionáře. Viz [2], [4].

Stanovení nákladů kapitálu

Peněžní toky jsme si již vymezili, nyní přistoupíme k vymezení toho, čím tyto toky diskontovat, abychom je mohli převést na současnou hodnotu. Stojíme tedy před úkolem vymezení nákladů kapitálu, tedy jmenovatele, kterým budeme diskontovat peněžní toky. Pod pojmem náklady kapitálu se rozumí náklad podniku na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu, jedná se o minimální požadovanou míru výnosnosti. Náklady jednotlivých složek kapitálu jsou různé a podléhají vývoji v čase a můžeme je chápat ze dvou pohledů, z pohledu investora a z pohledu podniku. Obecně velikost nákladů kapitálu závisí na riziku jednotlivých aktiv a skládá se z bezrizikové sazby R_F a rizikové premie R_P .

Rozlišujeme náklady na celkový kapitál *WACC*, tyto jsou kombinací nákladů různých forem kapitálu. Náklady tohoto druhu zahrnují dvě složky, náklady na cizí a náklady na vlastní kapitál. Náklady cizího kapitálu lze vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům a základní úroková míra je dána situací na finančním trhu. Druhou složkou nákladů na celkový kapitál jsou náklady na vlastní kapitál, o nichž lze obecně tvrdit, že jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí. Určení nákladů na vlastní kapitál

je složitější otázkou, a lze to provést buď na bázi tržních přístupů, nebo metod a modelů vycházejících z účetních dat. Uplatnění metod závisí zejména na dostupnosti dat, což je spojeno s tržními podmínkami a vyspělostí finančních trhů. Základní metody, které se používají pro odhad nákladů vlastního kapitálu jsou následující:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM,
- arbitrážní model oceňování – APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Jelikož se stavebnicové modely využívají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, využijeme tohoto postupu stanovení nákladů kapitálu v této práci, neboť budeme v praktické části této práce oceňovat podnik, který se vyskytuje na takovémto trhu. Jedná se o takový případ, kdy nelze využít model *CAPM* a arbitrážní model z důvodu obtíží při stanovení koeficientu β^3 , zvláště u společností, jejichž akcie nejsou obchodovány na kapitálovém trhu. Při použití stavebnicové metody lze alternativní náklad vlastního kapitálu R_E stanovit jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových prémie, kdy rizikové prémie se neodvozují z kapitálového trhu, ale z podnikových účetních dat.

Stavebnicových modelů existuje celá řada, v této práci použijeme model, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu. Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ jsou stanoveny pomocí stavebnicové metody následovně,

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.7)$$

kde R_F je bezriziková sazba, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko a $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability.

Rizikové přírážky jsou nezbytně nutné pro určení nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy. V následujícím textu je popsáno stanovení jednotlivých rizikových přírážek.

³ Beta je koeficientem citlivosti investice vůči trhu. Tímto koeficientem se měří tržní riziko. Odhad tohoto koeficientu v podmínkách České republiky se provádí metodami regresní analýzy např. metodou nejmenších čtverců nebo metodou maximální věrohodnosti. Viz [2].

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu $R_{\text{podnikatelské}}$

Riziková přírážka je závislá ne ukazateli $EBIT/A$, který je porovnáván s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Vztah v tomto případě vypadá následovně,

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O},$$

$$\text{kde } \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O} = X1.$$

$$\text{Je-li } \frac{EBIT}{A} > X1 \Rightarrow R_{\text{podnikatelské}} = 0,00 \%,$$

$$\text{je-li } \frac{EBIT}{A} < 0 \Rightarrow R_{\text{podnikatelské}} = 10,00 \%.$$

$$\text{je-li } \frac{EBIT}{A} \geq 0 \text{ a zároveň } \frac{EBIT}{A} \leq X1 \Rightarrow R_{\text{podnikatelské}} = (X1 - EBIT/A)^2 / (10 \cdot X1^2). \quad (2.8)$$

Riziková přírážka finanční stability R_{finstab}

V tomto případě se posuzuje vztah mezi celkovou likviditou a průměrnou hodnotou celkové likvidity v odvětví průmyslu, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity XL .

$$\text{je-li celková likvidita podniku} > XL \Rightarrow R_{\text{finstab}} = 0,00 \%,$$

$$\text{je-li celková likvidita podniku} < 1 \Rightarrow R_{\text{finstab}} = 10,00 \%,$$

je-li celková likvidita podniku > 1 a zároveň $< XL$ propočte se R_{finstab} takto:

$$R_{\text{finstab}} = \frac{(XL - \text{celková likvidita})^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}. \quad (2.9)$$

Pokud průměr průmyslu je nižší než 1,25, pak horní hranice $XL = 1,25$, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak XL je roven průměru průmyslu.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA}

$$\text{Je-li } UZ > 3 \text{ mld. Kč, pak } R_{LA} = 0 \%.$$

$$\text{Je-li } UZ < 100 \text{ mil. Kč, pak } R_{LA} = 5 \%.$$

Je-li $UZ > 100$ mil, Kč a zároveň < 3 mld. Kč, použije se následující výpočet,

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.10)$$

Podle tohoto modelu jsou celkové náklady zadlužené firmy určeny podle následujícího vzorce.

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot t\right), \quad (2.11)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, A jsou aktiva a t je daňová sazba.

Náklady vlastního kapitálu se pak dají určit následovně,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.12)$$

kde $UZ=BU+OBL$, jsou úplatné zdroje, A jsou aktiva, \dot{U} jsou úroky, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace a VK je vlastní kapitál.

Využívání modelů *DCF* je založeno na určitých zjednodušujících předpokladech a jediné tehdy lze s těmito modely pracovat. Mezi zjednodušující předpoklady patří předpoklad, že kapitálové trhy jsou efektivní, kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním jměním a dluhem, existuje pouze daň z příjmů, peněžní toky jsou perpetuitou. Viz [2], [7].

Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda, někdy též metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, kdy zisky jsou odhadovány z historických dat. Východiskem jsou údaje z bilance a výkazu zisku a ztráty za období tří až pěti let, kdy stěžejním údajem je tzv. trvale udržitelný zisk, který představuje účetní zisk, jenž je podroben řadě korekcí. Tyto korekce mohou být například úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů, nebo těch položek výnosů a nákladů, které nesouvisí s hlavní činností podniku, dále jde o průměrování nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv aj. Model kapitalizace zisku představuje nejjednodušší a základní model, prostřednictvím kterého lze přímo stanovit hodnotu podniku, v praxi však naráží na řadu těžkostí. Propočítání odhadovaného trvale udržitelného zisku Z je následující,

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

kde Z_t je zisk v minulých obdobích upravený o korekce, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím, T je počet let zahrnutých do výpočtu.

Odhad hodnoty podniku na bázi trvalého zisku pak v případě perpetuity lze spočítat jako,

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

kde R jsou náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra).

Metoda ekonomické přidané hodnoty

V případě výnosových metod lze stanovit hodnotu kapitálu podniku pomocí ukazatele *EVA*. Ukazatel *EVA* (economic value added) je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Konkrétně lze výpočet ekonomické přidané hodnoty provádět dvěma způsoby, které by měly vést ke stejnému výsledku. Prvním z nich je výpočet na bázi provozního zisku a druhý na bázi hodnotového rozpětí. V této práci se zaměříme na první způsob výpočtu, někdy také označován jako *EVA-Entity*, který je vyjádřen vztahem (2.15).

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.15)$$

kde *NOPAT* je čistý provozní zisk po zdanění, C představuje hodnotu celkového firemního kapitálu a *WACC* jsou náklady na celkový kapitál.

Pro potřeby oceňování se využívá tržní přidaná hodnota *MVA* a vztah mezi *MVA* a *EVA* je takový, že *EVA* měří úspěch společnosti během minulého roku a *MVA* je pohled do budoucnosti. Tržní přidanou hodnotu můžeme vypočítat jako současnou hodnotu budoucích *EVA*, jak je naznačeno ve vztahu (2.16).

$$MVA = PV(EVA) = \sum_t \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}. \quad (2.16)$$

Na základě předchozích předpokladů lze stanovit hodnotu podniku pomocí metody založené na *EVA*. Pro stanovení hodnoty podniku V se vychází z výchozí hodnoty investovaného kapitálu C_0 a tržní přidané hodnoty *MVA*, což lze vyjádřit následující rovnicí (2.17).

$$V = C_0 + MVA. \quad (2.17)$$

Stejně jako u metod *DCF* je možné používat různé varianty pro stanovení hodnoty podniku i u metod založených na *EVA*, jedná se o modifikace *EVA Entity*, *Equity* a *APV*. Výše uvedené rovnice jsou stanovení hodnoty podniku pro vlastníky, tedy na bázi *Entity*. Další podobnost s metodami *DCF* je ve využití dvoufázové metody, kterou lze aplikovat i modelu

EVA, kdy druhá fáze je počítána jako věčná renta ze stabilní *EVA* do nekonečna, avšak je možné počítat i s tempem růstu.

Použití metody pracující s ukazatelem *EVA* se jeví jako velmi perspektivní, a to především proto, že dobře ilustruje hlavní faktory tvorby hodnoty. V podmínkách ČR je nedostatkem především problém s naplněním všech předpokladů pro bezproblémové stanovení jednotlivých součástí modelu, jak je tomu ve vyspělých tržních ekonomikách. Viz [2],[4].

2.4.2 Fázové metody

U metod oceňování se vychází z odhadu plánu a projekce ekonomických efektů do budoucna. Těmito efekty myslíme zisk nebo volné finanční toky. Klíčovým prvkem je tedy odhad těchto veličin, přičemž se v podnikatelské praxi předpokládá trvání podniku v neomezeném časovém horizontu⁴. Nejběžnějším příkladem uplatnění těchto metod jsou metody *DCF*, které jsou popsány v rámci výnosových metod této práce, i když postup může být uplatněn i na dalších metodách, které vycházejí z odhadu budoucích ekonomických veličin. V této práci bude využito fázových metod nejen u *DCF*, ale i u metody ekonomické přidané hodnoty. Ocenění podniku metodami *DCF* je založeno na současné hodnotě volných peněžních toků *FCF* a obecný zápis pro výpočet hodnoty firmy by pak vypadal takto,

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.18)$$

kde V je hodnota firmy, FCF jsou volné peněžní toky, R je náklad kapitálu, t jsou jednotlivé roky.

Podle toho, kolik fází se určuje při oceňování podniku, se metody rozlišují na jednofázové, dvoufázové a obecně vícefázové metody.

Jednofázová metoda – perpetuita

Jedná se o takovou metodu, v níž se předpokládá stejné chování po celé období, přičemž trvání firmy je neomezeno. Jde o nejjednodušší případ. Hodnota firmy při konstantních *FCF* je určena jako perpetuita takto,

$$V = \frac{FCF}{R}. \quad (2.19)$$

⁴ Neomezený časový horizont se někdy také označuje *going concern*. Viz [2].

Dvoufázová metoda

Vychází z jednoduché představy, že budoucí období trvání firmy lze rozdělit na dvě fáze. První fáze je zpravidla plánována na 4 – 6 let, kdy je situace ve firmě lépe předvídatelná a FCF z podnikové činnosti se dají plánovat poměrně přesně. Po ukončení první fáze následuje bezprostředně fáze druhá, která trvá do nekonečna. V této fázi lze odhadnout pouze trend finančních toků. Hodnotu firmy souhrnně za obě fáze pak lze určit následovně,

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.20)$$

kde V_1 je hodnota firmy za první fázi a V_2 je hodnota firmy za druhou fázi. V_1 se vypočítá jako,

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}. \quad (2.21)$$

V druhé fázi V_2 se pracuje s tzv. pokračující hodnotou PH , což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze, je nutné pokračující hodnotu diskontovat k momentu ocenění. Vztah lze vyjádřit následujícím způsobem,

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.22)$$

kde PH je pokračující hodnota, R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi a T je délka trvání první fáze.

Za předpokladu konstantních finančních toků v druhé fázi je pokračující hodnota stanovena následovně,

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.23)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu v druhé fázi a tato hodnota by měla být větší než R_1 .

Hodnota podniku může být ve výsledku vyjádřena následujícím způsobem,

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.24)$$

nebo u konstantních FCF v druhé fázi takto,

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.25)$$

Viz [2].

2.5 Metodologie a význam finanční analýzy

Finanční analýza je oblastí, která představuje významnou součást finančního řízení a rozhodování. K hodnocení finanční situace a výkonnosti podniků se využívá celá řada poměrových ukazatelů. V souvislosti s oceňováním je smyslem využití ukazatelů posoudit a zhodnotit finanční situaci podniku a formulovat doporučení pro jeho další vývoj, jenž je základem pro sestavení finančního plánu, ze kterého je pak vyvozována výnosová hodnota.

Úkolem finanční analýzy je komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku. Finanční situace podniku je zpravidla souhrnné vyjádření úrovně všech podnikových aktivit, kterými se podnik na trhu prezentuje. Finanční situaci je tedy nutno chápat jako komplexní vícekriteriální model skládající se z mnoha dílčích charakteristik a jejich vazeb.

Vlastní postup finanční analýzy v rámci oceňování lze shrnout do několika kroků:

- Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
- Sestavení analýzy základních účetních výkazů,
- Propočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů,
- Zpracování souhrnného zhodnocení dosažených výsledků.

Důležitým zdrojem informací o podniku jsou finanční údaje, které odrážejí úroveň podniku a jeho konkurenceschopnost. Potřebu finančních informací mají také jednotlivé zainteresované strany, jako jsou z pohledu zdrojů finančních prostředků vlastníci (investoři), věřitelé (banky) a také dodavatelé. Informace o podniku jsou také důležité pro vlastníky podniku, management, vnitropodnikové hospodářské jednotky dále potom zaměstnanci, obchodní dodavatelé, kteří se podílejí na výstupech. Rozhodující je, do jaké míry jsou čísla v účetních výkazech průkazná a úplná, oceňovatel se při ocenění většinou spoléhá na závěry auditora.

2.5.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Výchozím a základním zdrojem informací pro finanční analýzu jsou především účetní data a údaje jako jsou například výkazy finančního účetnictví. Ty lze označit jako externí výkazy, protože poskytují informace zejména externím uživatelům. Podávají přehled o stavu a struktuře majetku a zdrojích jeho krytí k určitému okamžiku (rozvaha), o výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztráty) a o pohybu peněžních toků (výkaz Cash flow). Dále nám

poskytují informace výkazy vnitropodnikového účetnictví, ty si každý podnik vytváří, podle svých potřeb, mají interní charakter a nejsou veřejně dostupnými informacemi. Patří sem zejména výkazy zobrazující vynakládání a spotřebu podnikových nákladů a jejich členění. Zdroji dat pro finanční analýzu mohou být také prognózy finančních analytiků a vedení firmy a samozřejmě i burzovní informace.

Mezi další zdroje informací se využívají kvantifikovatelné nefinanční informace, které obsahují firemní statistiky produkce, zaměstnanosti, prospekty, normy spotřeby, interní směrnice. Podnik využívá také další nekvantifikovatelné informace jako např. zprávy vedoucích pracovníků jednotlivých útvarů firmy, komentáře manažerů, nezávislá hodnocení a prognózy.

Můžeme použít různé způsoby srovnávání výsledků finanční analýzy, mezi nejdůležitější patří srovnávání v čase (analýzy trendu), srovnání v prostoru (mezipodnikové srovnávání), srovnání skutečnosti s plánem, a také srovnání na základě expertních zkušeností, neboli odborných odhadů.

2.5.2 Metody finanční analýzy

Můžeme používat různé metody členění ve finančních analýzách. Základní členění je na metody deterministické a matematicko-statistické.

Metody deterministické se používají převážně pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období a jsou standardními nástroji pro běžné finanční analýzy v podniku. Analýza citlivosti slouží k posouzení nejistoty při analýze finančních výsledků podniků. Matematicko-statistické metody vycházejí z údajů delších časových řad, založeny na exaktních metodách, včetně vyhodnocení statistické spolehlivosti výsledků.

Pro potřeby rozboru účetních výkazů lze použít základní metodické postupy, a to horizontální a vertikální analýzu nebo poměrové ukazatele. Jako základ finanční analýzy se považuje užití poměrových ukazatelů, které se počítají jako poměr jednoho nebo několika údajů k jiné položce nebo skupině z účetních výkazů, přičemž absolutní a rozdílové ukazatele hrají určitou doplňkovou úlohu.

V případě horizontální analýzy se sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, nejčastěji ve vztahu k nějakému minulému účetnímu období. Pro kvantifikaci meziročních změn lze využít různé index či difference (rozdíly) a zjistit tak o kolik procent se jednotlivé položky bilance oproti minulému roku změnil. Interpretace změn musí být prováděna obezřetně a

kompletně, musí se brát do úvahy jak změny absolutní, tj. rozdíly (2.26), tak relativní, tj. indexy (2.27).

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.26)$$

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.27)$$

kde U_t je hodnota ukazatele, t je běžný rok, $t-1$ je předchozí rok.

Absolutní změnu používáme v situaci, že nelze vypočítat index, např. dělitel je roven nule, nebo v situaci, kdy položka v minulém období byla velmi malá a v následujícím období vzrostla.

Analýza struktury (vertikální analýza, procentní rozbor komponent) slouží k posouzení významu dílčích složek a jejich složení vybraného souhrnného absolutního ukazatele. Obecný vzorec (2.28) vypadá takto,

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.28)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele, $\sum U_i$ je velikost absolutního ukazatele.

Procentní rozbor uvádí podíly jednotlivých položek rozvahy na celkových aktivech (pasivech), nebo podíl jednotlivých údajů výsledovky k tržbám. Provádí se tzv. vertikální analýza, tedy procentní rozbor komponent. Při použití této metody pro rozbor rozvahy se považuje za základ 100% částka aktiv (pasiv) celkem, tedy celková bilanční suma, ostatní položky se vyjádří ve vztahu k této základně. Při rozboru výkazu zisku a ztráty se berou za základ celkové výnosy (Tržby). Výhodou je, že lze porovnávat výkazy v rámci vnitropodnikových útvarů a také srovnávat výsledky podniku v rámci oboru jako celku. Nevýhodou procentního rozboru může být to, že neukazuje příčiny změn a absolutní základna pro výpočet se mění. Vykazované údaje mohou být obsahově nesrovnatelné.

U poměrové analýzy jsou systematicky analyzovány soustavy vybraných poměrových ukazatelů. Přitom poměrové ukazatele lze podle informačních zdrojů konstruovat pouze z údajů výkazu zisku a ztráty, pouze z údajů rozvahy, kombinací údajů z výkazu zisku a ztráty a z rozvahy (např. ukazatele rentability kapitálu), kombinací z účetních a tržních dat. Poměrové ukazatele sloužící k finanční analýze firmy tvoří zpravidla určitou soustavu, která obsahuje u malých soustav 10 až 12 ukazatelů u rozsáhlejších soustav až několik desítek ukazatelů.

2.5.3 Poměrové ukazatele

Za dlouhou dobu používání poměrových ukazatelů jako metodického nástroje analýzy finančního stavu podniku bylo navrženo velké množství, řádově desítky ukazatelů, z nichž některé se navzájem liší pouze drobnými modifikacemi. Je velice užitečné si systém poměrových ukazatelů dekomponovat do několika základních oblastí. Základními oblastmi ukazatelů finanční analýzy jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity (obratu), ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu.

Za výhody poměrových ukazatelů můžeme považovat, že umožňují srovnání podniku za více období, tzv. analýza časového vývoje, umožňují porovnání výsledků podniku s výsledky v oboru, tzv. oborová analýza, také lze porovnávat finanční situace podniku s finanční situací podobných podniků, tzv. průřezová analýza. Podstatné je, že umožňují konstrukci finančních modelů. Při konstrukci ukazatelů poměrové analýzy je důležité, jakou úroveň zisku bereme v úvahu. Můžeme se setkat s různými modifikacemi vyjádření zisku.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita společnosti je charakterizována strukturou zdrojů financování. Finanční stabilitu je možno hodnotit na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí (pasiv). Ukazatele zadluženosti sledují vztah mezi cizími zdroji a vlastními zdroji. Zadluženost, byť i vysoká, nemusí být ještě negativní charakteristikou firmy a v dobře fungující firmě může naopak vysoká finanční páka pozitivně přispívat k rentabilitě vlastního kapitálu.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech

$$\frac{VK}{A}, \quad (2.29)$$

kde VK je vlastní kapitál, A jsou celková aktiva

Tento ukazatel charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu. Signalizuje, jak je podnik schopen krýt své prostředky, tedy majetek, vlastními zdroji, jaká je tedy jeho finanční samostatnost. U tohoto ukazatele platí, že při jeho zvyšování se upevňuje finanční stabilita

společnosti. Neúměrně vysoký ukazatel může vést k poklesu výnosnosti vložených prostředků, které jsou nejdražší.

Majetkový koeficient (finanční páka)

$$\frac{A}{VK} \quad (2.30)$$

Interpretace finanční páky je složitější než u ostatních ukazatelů finanční situace, je spojen se zadlužeností. Představuje, kolik majetku podniku připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Z dlouhodobého hlediska by měl být tento ukazatel konstantní, nebo ne příliš rychle klesající.

Celková zadluženost (ukazatel věřitelského rizika)

$$\frac{CK}{A} \quad (2.31)$$

kde CK je cizí kapitál.

Celková zadluženost představuje podíl celkových dluhů (závazků) k celkovým aktivům, vyjadřuje tak podíl věřitelů na celkovém kapitálu, ze kterého je financován majetek firmy. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů, zadluženost podniku ovlivňuje výnosnost podniku.

Zadluženost vlastního kapitálu

$$\frac{CK}{VK} \quad (2.32)$$

Jak již z názvu vyplývá, tento ukazatel má informativní charakter o zadluženosti vlastního kapitálu, neboli jaké množství cizího kapitálu nám připadá na jednu jednotku vlastního kapitálu. Pokud je zadluženost větší než 50%, ukazatel ve větší než jedna.

Úrokové krytí

$$\frac{EBIT}{\text{úroky}_{\text{nákladové}}}, \quad (2.33)$$

kde $EBIT$ je zisk před úhradou úroků a daní.

Vypovídá o tom, kolikrát jsou nákladové úroky kryty vytvořeným efektem, čím vyšší hodnota, tím je příznivější. Tento ukazatel poukazuje na to, jak je velký bezpečnostní polštář pro věřitele a využívá primárně jako zdroj dat výkaz zisku a ztráty. Všeobecně se doporučuje, aby nákladové úroky byly ziskem kryty minimálně třikrát.

Obrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je ukazatel úrokového zatížení, který ukazuje, jak velkou část vytvořeného efektu odčerpávají nákladové úroky. Interpretace tohoto ukazatele je jednoduchá, je však nutno jej prezentovat s vývojem ukazatelů rentability.

Úrokové zatížení

$$\frac{\text{úroky}_{\text{nákladové}}}{EBIT} \quad (2.34)$$

Ukazatele likvidity

Slouží k zjištění, zda podnik bude nebo nebude mít potíže se splácením závazků, které budou splatné v blízké budoucnosti. Pod pojmem likvidita chápeme obecnou schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Likvidita tedy závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky.

Celková likvidita

$$\frac{OA}{\text{závazky}_{\text{krd.}}}, \quad (2.35)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva, tedy aktiva, která lze do jednoho roku přeměnit na peníze.

Pro úspěšnou činnost podniku je rozhodující, aby krátkodobé dluhy v době jejich splatnosti podnik kryl z takových složek majetku, které jsou pro tento účel určeny. Krátkodobými závazky rozumíme všechny povinnosti splatné do jednoho roku. Za žádoucí výši tohoto ukazatele je považováno rozmezí od 1,5 do 2,5. Důležité je srovnání s podniky s obdobným charakterem činnosti.

Pohotová likvidita

$$\frac{OA - \text{zásoby}}{\text{závazky}_{\text{krd.}}} \quad (2.36)$$

Při vyjádření tohoto podílu se berou v úvahu pouze pohotové prostředky, jsou tedy vyloučeny zásoby. Doporučená hodnota je v rozmezí od 1,0 do 1,5. Opět je zde závislost na typu činnosti podniku.

Okamžitá likvidita

$$\frac{PP}{závazky_{krd.}}, \quad (2.37)$$

kde PP jsou pohotové platební prostředky. Pohotové platební prostředky jsou nejlikvidnější aktiva, tvoří je především peníze na účtech, v hotovosti a šeky.

Doporučená hranice tohoto ukazatele je 0,9 – 1,1 a je poměrně nestabilní, slouží pro dokreslování úrovně likvidity podniku.

Do této oblasti finanční analýzy lze zařadit rozdílové ukazatele sloužící k analýze a řízení finanční situace podniku. Můžeme zde zařadit čistý pracovní kapitál ($\check{C}PK$), který představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů.

Čistý pracovní kapitál

$$OA - závazky_{krd.}. \quad (2.38)$$

Výše $\check{C}PK$ je určena skladbou bilance podniku, pokud má mít podnik zajištěnou likviditu, pak krátkodobá aktiv mají být vyšší než krátkodobé závazky. Jestliže dlouhodobým kapitále financuje krátkodobý oběžný majetek, hovoříme o překapitalizování podniku. Opačně, jestliže krátkodobý cizí kapitál se podílí na krytí dlouhodobého fixního majetku, hovoříme o podkapitalizování podniku, tento jev je mnohem nebezpečnější. Je tedy zřejmé, že $\check{C}PK$ má bezprostřední vliv na likviditu podniku.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity jsou souhrnně označovány jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Jedná se o ukazatele typu doby obratu, jsou využívány pro řízení aktiv. Sledujeme rychlost obratu (násobky – za období) a dobu obratu (ve dnech). Tyto výpočty můžeme použít v oblasti aktiv, pohledávek, zásob i závazků.

Obrat celkových aktiv (RO_A)

$$\frac{TR}{A}, \quad (2.39)$$

kde TR jsou tržby.

Tento ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv měří obrat neboli intenzitu využití celkového majetku. Používá se pro mezipodnikové srovnávání, čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím efektivněji podnik využívá majetek.

Doba obratu aktiv

$$\frac{360}{RO_A}. \quad (2.40)$$

Vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv. Vychází se z výpočtu rychlosti obratu aktiv, který je poměřován s počtem dní v daném cyklu (za rok).

Ukazatele rentability

Rentabilita představuje výnosnost vloženého kapitálu, nebo také schopnost vytvářet nové zdroje. Základním kritériem hodnocení rentability (výnosnosti, míry zisku) je rentabilita vloženého kapitálu, obecně to můžeme definovat jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Vložený kapitál se používá zpravidla ve třech různých formách, rozlišujeme tedy ukazatele rentabilita aktiv, vlastního kapitálu a dlouhodobě investovaného kapitálu. V oblasti rentability je velice důležité, jakou úroveň zisku bereme v úvahu. Můžeme použít jak *EBIT*, tak *EBT*, či *EAT*⁵. *EBIT* používáme pro výpočet některých ukazatelů rentability, neboť jeho vývoj není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb ani změnou struktury finančních zdrojů. Trendem je růst těchto ukazatelů v podniku v čase.

Rentabilita aktiv – ROA

$$\frac{EBIT}{A}. \quad (2.41)$$

⁵ EBIT je zisk před úroky a zdaněním, pokud od něj odečteme úroky, tak získáme EBT. EAT představuje čistý zisk, tedy zisk po zaplacení úroků a daní, ve výkazu zisku a ztráty je označován jako výsledek hospodaření za běžné účetní období po zdanění, viz [2].

Ukazatel *ROA* bývá považován za klíčové měřítko rentability, protože poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

Následující ukazatele měří všeobecnou efektivnost kapitálu bez ohledu na to, odkud kapitál pochází.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů - ROCE

$$\frac{EBIT}{VK + dluhy_{dl.}} \quad (2.42)$$

Tento ukazatel rentability vyjadřuje efekt z dlouhodobých investic, pomocí něj se hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji, tzn. zvýšení potenciálu vlastníka podniku využitím dlouhodobého cizího kapitálu. Jedná se o ukazatel, který je často využíván k mezipodnikovému srovnávání.

Rentabilita vlastního kapitálu – ROE

$$\frac{EAT}{VK} \quad (2.43)$$

kde *EAT* je čistý zisk.

U tohoto poměrového ukazatele můžeme sledovat míru zhodnocení kapitálu, který byl do firmy vložen jejími vlastníky. Úroveň rentability vlastního kapitálu je závislá na rentabilitě celkového kapitálu a úrokové míře cizího kapitálu. Je zde několik faktorů, které mohou způsobit nárůst ukazatele *ROE*, je to především vytvořený zisk společnosti, pokles úrokové míry cizího kapitálu, snížení podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu, a také možnost kombinace těchto faktorů.

Rentabilita tržeb – ROS

$$\frac{EBT}{TR} \quad (2.44)$$

kde *EBT* je hrubý zisk, před úhradou daní.

Tento ukazatel je vhodný pro srovnání v čase a mezi podnikové porovnání. Vycházíme z pojetí hrubého zisku *EBT*, které je vhodné pro vnitropodnikové řízení firmy. V případě, že chceme využít tento ukazatel k porovnání více firem, je vhodné vyjádřit zisk ve formě hrubého zisku před zdaněním a před promítnutím nákladových úroků, tedy jako *EBIT*. Je to běžně sledovaný ukazatel, jeho nízká úroveň může signalizovat chybné řízení firmy, střední úroveň dokumentuje dobrou práci managementu podniku a vysoká úroveň vypovídá o nadprůměrném podniku.

Při zhodnocení výsledků poměrových ukazatelů je potřeba poznamenat, že izolované hodnocení jednotlivých ukazatelů může vést k scestným závěrům. Rozhodující není, aby každý ukazatel odpovídal nějakému průměru, ale rozhodující je celkový výsledek. Pokud např. podnik hospodaří tak, že dosahuje vysoké rentability, aniž by vznikala neúměrná rizika, pak hospodaří dobře. Skutečnost, že nějaký ukazatel se jeví jako horší, může být cenou za lepší výsledky v jiných oblastech a celkový výsledek je lepší. Je tedy téměř vyloučené, aby podnik byl mimořádně dobrý ve všech ukazatelích. Viz [2], [5].

3 Aplikace vybraných metod ocenění

Náplní této části práce je aplikace vybraných metod ocenění na vybraný subjekt, kterým je společnost KOVOS, a. s. podnikající v oblasti zpracovatelského průmyslu. Jak je již zřejmé z teoretické části této práce, stanovení hodnoty podniku není možné bez dostatečných informací, a to nejen informace z podniku, ale rovněž o prostředí, ve kterém podnik funguje. Je nutné se informovat o základních ukazatelích celé ekonomiky, tak o dílčím odvětví, ve kterém se subjekt nachází. Z teoretické části této práce již víme, že prvotním krokem je sběr dat, což představuje shromáždění podstatných informací o společnosti. Na fázi shromažďování dat navazuje fáze analytická, která obsahuje strategickou analýzu, jedná se charakteristiku vývoje makroekonomických ukazatelů včetně jejich komentářů a analýzu zpracovatelského průmyslu, neboť je to odvětví, ve kterém podnik působí. Nepostradatelnou součástí je finanční analýza podniku, která je provedena v oblasti zadluženosti a stability, likvidity, aktivity a rentability. Na tyto analýzy navážeme aplikací vybraných modelů oceňování, jedná se o výnosové metody, u kterých je zapotřebí zpracovat kompletní finanční plán.

3.1 Sběr vstupních dat

Tato podkapitola je zaměřena na charakteristiku analyzovaného subjektu, kterým je společnost KOVOS, a. s., jejíž předmět podnikání spadá do zpracovatelského průmyslu. Jsou zde uvedeny základní údaje o této společnosti včetně předmětu podnikání a pozice na trhu.

3.1.1 Základní údaje o podniku

Společnost vznikla 20. 11. 2005, jméno má KOVOS, a. s., právní formou je tedy akciová společnost. Základní kapitál činí 45 390 tis. Kč a tvoří ho 290 ks akcií na jméno a 162 ks na majitele v nominální hodnotě 100 tis. Kč. Dále potom 2 ks akcií na jméno v nominální hodnotě 95 tis. Kč. Sídlo společnosti je v Kravařích a v Dolním Benešově. Předmětem činnosti je kovovýroba, dále pak zprostředkovatelská činnost a koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje. Aktuální počet zaměstnanců je 266 osob.

Management lze hodnotit jako kvalitní a stabilní, s vysokou mírou odborných znalostí. Aktivita společnosti, jejich řízení a odpovědnost za ně jsou rozděleny mezi výkonné akcionáře a další členy vedení.

3.1.2 Předmět podnikání

Na počátku vzniku se akciová společnost specializovala na výrobu drobnějších stavebních prvků, manipulační techniky a zahradních souprav. Od svého vzniku v listopadu roku 1995 vykazuje společnost velmi dynamický rozvoj, před dvanácti lety začínala s nabídkou pěti produktů a ke konci roku 2008 se její portfolio rozrostlo na více než 190 druhů výrobků.

Společnost svou činnost uskutečňovala do května roku 2008 na dvou provozovnách:

- Kravaře (vedení společnosti, výrobní haly, lakovací linka),
- Dolní Benešov (lakovací linka, skladovací prostory).

V květnu roku 2008 byla lakovací linka z Dolního Benešova přemístěna na provozovnu do Kravař a spolu s ní byla rovněž přestěhována poměrná část skladovacích zásob. Výrobky jsou lakovány práškovými barvami na dvou vlastních lakovacích linkách. Společnost patří k nejvýznamnějším subjektům na středoevropském trhu s kovodělnými výrobky s povrchovou úpravou. O jejím významu a profesionalitě svědčí nejen technologická náročnost její produkce a dlouhodobě budované vztahy s domácími a především zahraničními partnery, ale zároveň také vysoká kvalita nabízených výrobků a vysoká úroveň poskytovaných doprovodných služeb.

Firma se od svého vzniku v roce 1995 zabývá výrobou regálů, polic, manipulační techniky jako jsou transportní vozíky, kolečka, rudly. Dále potom vyrábí stavební stojany a dalších kovových výrobků. Společnost se orientuje na přímé zahraniční odběratele (sítě řetězců). Vzhledem k objemu výroby využívá ve výrobním procesu složitější technologické celky financované převážně formou úvěru a leasingu. Hlavním odbytištěm jsou země EU, jedná se především o Německo a Velkou Británii. Ve Francii, Rakousku a Polsku má firma přímá zastoupení. Výrobky jsou atestované o vhodnosti použití zkušebnou TÜV NORD CERT GmbH v Německu a rozhodující část výrobků má vlastní certifikát TÜV. Servis výrobků je zabezpečován ve vlastní režii, a to dle normy ČSN EN ISO 9002. Od září 1999 je ve společnosti zaveden systém řízení jakosti podle normy ČSN EN ISO 9002. Systém jakosti

zahrnuje všechny fáze od identifikace požadavků zákazníka na výrobu, marketing, nákup materiálů, technickou přípravu výroby, výrobu, kontrolu a zkoušení, manipulaci, skladování, balení až po prodej výrobků a poprodejní servis.

Záměrem společnosti je pokračovat v dosavadním předmětu činnosti při zachování dlouhodobých dodavatelsko-odběratelských vazeb a zároveň ve vývoji a rozšiřování druhů nabízených výrobků a současně s tímto reagovat na jakýkoliv podnět ze strany odběratelů a uspokojit jejich poptávky. Technologie používané ve firmě splňují ekologické požadavky, odpady se likvidují prostřednictvím odborných firem externě.

Společnost podniká ve vlastním výrobním areálu o rozloze 3 500 m² a zaměstnává 265 pracovníků (průměrný počet v roce 2007 byl 309 zaměstnanců a v roce 2008 je jednalo o 266 zaměstnanců).

3.1.3 Pozice firmy na trhu

Vzhledem k vysoké orientaci podniku na export do zemí EU, kam směřuje kolem 90 až 95% produkce, nejsou jeho produkty na domácím trhu příliš známy. Nejvýznamnějšími odběratelskými teritorii jsou Německo, Velká Británie, Holandsko a Francie. V dalších letech se také počítá s rozšířením exportu do Švédska, Izraele, Ruska, Kanady a USA. Společnost se zaměřuje přímo na velké zahraniční řetězce, ale také zprostředkovatelské obchodní společnosti. Podnik má poměrně slušně diverzifikované odběratelské riziko, v roce 2008 byl největším zahraničním obchodním partnerem Metalkas, který odebíral 15,5% produkce a v roce 2009 6,4%, následovali BIGDUG 9,4%, Fashion by CD 14%, Bahag AG 4%, Adeo Services 6%, Leroy Merlin. Společnost se však snaží proniknout také na český trh, v roce 2008 spolupracoval především s firmami, jako jsou Makro ČR 4,25%, Global Stores 1%, OBI ČR 1,2%, Hornbach 0,5%, jejich podíl je ovšem ve srovnání se zahraničím zanedbatelný. Přeprava výrobků je zabezpečována externími odběrateli nebo domácími regionálními dopravci. Společnost má do budoucna v úmyslu rozšířit spolupráci s hlavním odběratelem firmou Metalkas, která zprostředkovává prodej výrobků na Ukrajinu a Rusko a také počítá s růstem dodávek pro CD Fashion, která má aktivity především v Německu. Zároveň chce rozšířit svůj podíl na českém trhu, tzn. prohloubit spolupráci s firmami Makro, OBI a Hornbach, kde spatřuje značný obrátový potenciál.

V souvislosti s dodavateli se v minulosti z 85 až 90% jednalo o tuzemské firmy, proto byla většina nákladů hrazena v CZK, což představovalo značnou disproporci měnových

vstupů a výstupů. Od roku 2007 podnik vyvíjí značné aktivity ke zlepšení tohoto poměru, což vyústilo v dohodu s některými českými dodavateli o platbách v *EUR* a zvýšení podílů zahraničních dodavatelů. V roce 2008 již bylo realizováno 80% nákladů v *EUR*. Mezi hlavní tuzemské dodavatele patří stolařství MaJaMi 3,5% (dřevotříska), Alfun a.s. 4,05% (pásová ocel), Jotun Powder coatings 2,9% (komaxitová barva), Otčenášek 2,6% a další. Hlavními zahraničními dodavateli jsou NOLTE 6% (dřevotříska), Soccer Invest 3,5% (pásová ocel), ASPO 2,7% (pásová ocel).

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza navazuje na fázi shromažďování dat o vybraném subjektu a zahrnuje analýzu makroprostředí a analýzu odvětví, ve kterém se podnik nachází, jedná se o zpracovatelský průmysl. Na úvod je nutné poznamenat, že strategická analýza je velmi důležitou součástí oceňovacího procesu. Funkcí strategické analýzy v rámci oceňovacího procesu je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku.

3.2.1 Analýza makroprostředí

Vývoj makroekonomického prostředí, ve kterém podniky fungují, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Je důležité posouzení podmínek vývoje, ve kterých podnik působil v minulosti, ve kterých funguje v současnosti a nezbytná je i prognóza vývoje do budoucna, tyto aspekty pomáhají při stanovení hodnoty podniku. Strategická analýza obsahuje různé analytické techniky využívané pro identifikaci vztahu mezi okolím podniku, které zahrnuje makroprostředí, odvětví, konkurenční síly, trh a konkurenci. Otázkou je, jaké jednotlivé ukazatele v tomto kontextu sledovat. Mezi základní ukazatele, které se v rámci ekonomického prostředí sledují, patří především vývoj HDP, inflace, vývoj úrokových sazeb, devizových kurzů, míry nezaměstnanosti, dále pak saldo obchodní bilance a úroveň daňového zatížení.

Obecná charakteristika aktuální ekonomické situace

Zahraniční makroekonomický vývoj byl v roce 2008 a v prvních měsících roku 2009 zásadně ovlivněn přímými i nepřímými dopady finanční krize. V důsledku silného poklesu poptávky světová ekonomika začala postupně sklouzávat do recese. Na pozadí tohoto vývoje docházelo k prudkým výkyvům cen aktiv, úrokových sazeb a měnových kurzů. Prognózy vývoje ekonomické aktivity pro roky 2009 a 2010 byly i v 1. čtvrtletí letošního roku nadále

postupně revidovány směrem dolů a převládala vysoká míra nejistoty ohledně horizontu skončení recese a rozsahu následného oživení. Období několika následujících let lze označit za období výjimečně silných rizik. Hlavním rizikem však nadále zůstává pokračování a prohlubování finanční krize a recese v západních ekonomikách.

Česká ekonomika v roce 2008 finanční krizí přímo zasažena nebyla. Ve 2. polovině roku 2008 se však začaly prosazovat její nepřímé dopady. Současný výhled vývoje české ekonomiky pro následující dva roky je poměrně negativní. Po propadu HDP v roce 2009 by mělo přijít jen slabé oživení v roce 2010. Výrazným vedlejším důsledkem vývoje ve světové ekonomice byly prudké výkyvy kurzu koruny, která po silném zhodnocení od 2. poloviny roku 2007 začala ve 2. polovině roku 2008 značně oslabovat. I když lze předpokládat, že kurzové výkyvy budou mít určitý negativní dopad na exportující podniky, návrat měnového kurzu ke slabším hodnotám, které více odpovídají fundamentálním faktorům, by měl mít v delším období na ekonomiku pozitivní dopad.

Hrubý domácí produkt

Indikátor HDP je jednou z nejsledovanějších a nejdůležitějších makroekonomických veličin. Je to komplexní kritérium úspěchu či neúspěchu hospodářství. Podle stavu a vývoje HDP je možné posoudit vitalitu, životaschopnost společnosti. Je to suma peněžních hodnot finálních (konečných) výrobků a služeb vyprodukovaných během jednoho roku výrobními faktory umístěnými v dané zemi a bez ohledu na to, kdo dané faktory vlastní.

HDP v České republice kolísá, ale od roku 2003 dochází k jeho růstu, což je příznivé pro celou ekonomiku. V roce 2007 se tento ukazatel snížil, ale jeho hodnota je stále příznivá na úrovni 6%. HDP ve 4. čtvrtletí roku 2008 poklesl ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 0,6%, oproti poslednímu čtvrtletí 2007 naopak vzrostl o 1%. V úhrnu za celý rok 2008 HDP vzrostl ve srovnání s rokem 2007 reálně o 3,5% při nárůstu zaměstnanosti v průměru o 1,7%. Zvýšení tedy bylo zhruba stejnou měrou zajišťováno růstem produktivity práce i zaměstnaností. Výrazné meziroční zpomalení růstu a mezičtvrtletní pokles reálného HDP v posledním čtvrtletí roku 2007 byl ovlivněn několika okolnostmi, například tím, že Česká ekonomika se již zhruba od poloviny roku 2007 nachází v sestupné fázi hospodářského cyklu, což se projevovalo zpomalováním růstu HDP. Dalším vlivem je globální finanční krize, která sice Českou republiku v zásadě nezasáhla, ale vyvolala však v celosvětovém měřítku nezanedbatelný pokles poptávky po zboží a službách, z toho můžou plynout odbytové potíže, které souvisejí i s opatrnějším přístupem komerčních bank k poskytování úvěrových produktů podnikatelské sféře i obyvatelstvu. Při srovnávání poklesu HDP v roce 2008 s posledním

čtvrtletím roku 2007 se mohl projevit důsledek administrativních opatření platných od ledna 2008 (např. zavedení poplatků ve zdravotnictví, zvýšení DPH z 5% na 9% a růst spotřební daně u tabákových výrobků) a s tím spojené „předzásobení“ veřejnosti zbožím i službami. V úhrnu za celý rok 2009 hrubý domácí produkt klesl ve srovnání s předchozím rokem reálně o 4,3% při poklesu zaměstnanosti v průměru o 1,3 %. Pro vývoj HDP ve zmíněném roce byl určující výrazný mezičtvrtletní pokles v 1. čtvrtletí následovaný nevýrazným růstem hrubé přidané hodnoty v následujících čtvrtletích. Údaje o vývoji hrubého domácího produktu zobrazuje Tab. 3.1.

Důležitá je také prognóza HDP i dalších makroekonomických údajů pro následující roky, uvádí ji na svých internetových stránkách ČNB. Ta předpokládá, že se v roce 2010 meziročně zvýší velikost reálného HDP o 0,3% a v roce 2011 meziročně vzroste tento ukazatel o 2,4%. Předpokládá tedy, že se postupně ekonomika dostane v roce 2009 na dno a následně bude zvolna růst, což by mohlo vést i ke zlepšení odbytové situace podniků.

Vývoj inflace

Existuje zde předpoklad, že akcie jsou instrumentem kapitálových trhů, který dobře jistí držitele proti inflačnímu znehodnocení, jsou tedy neutrální k růstu inflace. Přesto analýza inflace a cenových hladin do globální analýzy patří.

V Tab. 3.1 je vývoj míry inflace vyjádřený přírůstkem spotřebitelských cen, vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních 12 měsíců oproti průměru 12-ti předchozích měsíců.

Meziročně vzrostly spotřebitelské ceny v prosinci 2008 o 3,6%, což je o 0,8 procentního bodu méně než v listopadu. Byl to nejnižší meziroční růst cen od září 2007. Zpomalení cenového růstu ovlivnily hlavně ceny v oddíle doprava, kde se pokles cen pohonných hmot prohloubil z 12,1% v listopadu na 22,0% v prosinci. Ceny automobilů byly nižší o 12,2%. Obrat v cenovém vývoji nastal v oddíle potraviny a nealkoholické nápoje, kde ceny z růstu o 0,9% v listopadu přešly v prosinci v pokles o 0,8%. Důvodem byl jejich výrazný cenový vzestup na konci roku 2007. Na meziroční růst cen nadále nejvíce působily ceny v oddíle bydlení, kde vzrostly ceny zemního plynu o 33,9%, elektřiny o 9,5%, tepla a teplé vody o 14,4%, tuhých paliv o 13,8%. Ceny tabákových výrobků vzrostly o 14,5%. Ceny zboží úhrnem vzrostly o 1,3% a ceny služeb o 7,7%. Úhrnný index spotřebitelských cen bez započtení hypotetického nájemného byl meziročně vyšší o 3,5%.

Průměrná míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen v roce 2008 proti průměru roku 2007 byla 6,3%, což je hodnota výrazně vyšší než loni, kdy byla 2,8%.

Byla to nejvyšší průměrná roční míra inflace za posledních deset let, když v roce 1998 dosáhla více než deseti procent. Tento vývoj ovlivnila řada faktorů, mezi které patřil zejména citelný vzestup cen potravin, zvýšení sazby DPH z 5% na 9% u některého zboží a služeb, zvýšení spotřební daně u tabákových výrobků, zvýšení cen energií, regulovaného nájemného a zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví. V roce 2009 naopak došlo ke snížení průměrné míry inflace na úroveň 1,0% a šlo o druhou nejnižší hodnotu od roku 1989 (2003 0,1%). Faktory, které se podílely na tomto snížení, jsou např. pokles cen potravin a nealkoholických nápojů o 3,9%, pohonných hmot o 11,8% a automobilů o 9,2%.

Úrokové sazby

Zvýšení úrokových sazeb ČNB zmírňuje spotřebu (půjčení peněz se stává dražší, dochází ke snížení poptávky po zboží) a snižuje inflaci, od těchto sazeb se přímo dovíjejí úrokové sazby půjček a hypoték. Ke konci roku 2008 se 2T repo pohybovala na úrovni 2,25%, Diskont na úrovni 1,25% a Lombard ČNB stanovila na velikost 3,25%. V roce 2009 došlo ke snížení těchto sazeb. K počátku roku 2009 došlo ke snížení těchto sazeb o 0,5%, což mělo vést ke stabilizaci ekonomiky a snížení sazeb komerčních bank, to by působilo pozitivně pro podniky, které by měly levnější úvěry u komerčních bank.

Postavení koruny

V České republice byl do počátku roku 1996 kurs zafixován vůči koši měn, poté byl prakticky uvolněn výrazným rozšířením flukтуаčního pásma a nyní se česká ekonomika nachází v režimu tzv. řízeného plovoucího kurzu, tzn., že kurz je plovoucí, ale centrální banka může přistoupit k intervencím, aby zabránila jeho extrémním výkyvům. Výkyvy měnových kurzů mají dopad zejména na zahraniční obchod a domácí cenovou hladinu.

Vývoj kurzu koruny v roce 2008 je rozkolísaný, v první polovině roku koruna silně posílila a prolomila hranici 23 CZK/EUR a 14,5 CZK/USD. V roce 2009 koruna oslabila až nad 29 CZK/EUR a 23 CZK/USD. Pohyby koruny zajímají investory, kterým se v portfoliu objevují cenné papíry nakupované v eurech či dolarech. I když lze předpokládat, že prudké kurzové výkyvy a zvýšená volatilita budou mít určitý negativní dopad na exportující podniky, oslabení kurzu by se mělo v delším období v ekonomické aktivitě a ziskovosti firem projevit pozitivně.

Prognózování vývoje kurzu je velmi složité, neboť závisí na mnoha faktorech. Kurzové riziko je velmi obávaným zejména pro společnosti s velkým podílem vývozu.

Nezaměstnanost

Míra nezaměstnanosti je dalším důležitým faktorem, který má vliv na činnost podniku. Jak je vidět v Tab. 3.1, míra nezaměstnanosti v České republice ve vymezeném období kolísala okolo 8 %, v roce 2007 se výrazněji snížila.

Počet nezaměstnaných osob dosáhl v roce 2007 252,8 tis. Kč, což je nejnižší úroveň od poloviny roku 1997. V porovnání se 4. čtvrtletím roku 2006 se celkový počet nezaměstnaných snížil o 86,5 tis. Kč a meziročně poklesl o více než čtvrtinu (o 25,5%). Obecně se nezaměstnanost rychleji snižovala u osob v mladším a středním produktivním věku. Počet nezaměstnaných osob dosáhl v roce 2008 230,8 tis. Kč a v porovnání se 4. čtvrtletím roku 2007 se celkový počet nezaměstnaných snížil o 22,1 tis. Kč, v relativním vyjádření o 8,7%, přičemž v minulém čtvrtletí činil meziroční pokles 15,8%.

Obecná míra nezaměstnanosti dosáhla ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008 hodnoty 4,4%, což je stále jedna z nejnižších měr v posledním desetiletí. Oproti tomu rok 2009 se vyznačuje prudkým vzestupem úrovně nezaměstnanosti. Obecná míra nezaměstnanosti dosáhla ve 4. čtvrtletí 7,3%, proti 4. čtvrtletí 2008 se zvýšila o 2,9 procentního bodu.

Saldo obchodní bilance

Představuje rozdíl mezi vývozem a dovozem zboží a služeb určité země za období. Snaha o přebytek běžného účtu platební bilance patří mezi hlavní cíle politiky vlády (jeden z cílů magického čtyřúhelníku). Deficit běžného účtu platební bilance obvykle vede k tlakům na devalvací měny. Se zvyšujícím se HDP se obvykle zvyšuje deficit obchodní bilance.

Saldo výkonové bilance bylo v roce 2006 aktivní ve výši 3,2% HDP. Růst výnosů z přímých a portfoliových investic poukázaných do zahraničí a přechod bilance transferů do pasiva měl za následek meziroční nárůst deficitu běžného účtu na 3,1% HDP.

Obchodní bilance v metodice platební bilance dosáhla v roce 2007 přebytku ve výši 117,5 mld. Kč, který se proti roku 2006 zvýšil. Podle statistiky zahraničního obchodu ČSÚ zaujímá v teritoriální struktuře rozhodující podíl obchod se zeměmi EU. Do zemí EU směřovalo přes 85% vývozu a pocházelo odtud 71% dovozu.

Obchodní bilance se zbožím skončila ve čtvrtém čtvrtletí 2008 deficitem 6,8 mld. Kč, což představuje meziroční zhoršení o 33,8 mld. Kč.

Daňové zatížení

Od 1. 1. 2008 byly provedeny změny u přímých a nepřímých daní. Namísto čtyř progresivních daní s nejvyšší 35% daní byla zavedena 15% lineární sazba daně z příjmů

fyzických osob, která se u příjmů ze zaměstnání aplikuje na tzv. superhrubý základ (hrubý základ daně zvýšený o pojistné) daně z příjmů. Daň z příjmu právnických osob byla snížena z 24% na 21% a její snížení se předpokládá až na 19% do roku 2010. Rovněž byly zpřísněny požadavky na daňovou uznatelnost úroků z půjček a úvěrů a to jak mezi ekonomicky tak neekonomicky spojenými osobami. Dále došlo ke zvýšení snížené sazby DPH z 5% na 9%, k dalšímu zvýšení sazeb DPH by mělo dojít v roce 2010 a to na 10% a 20% u zvýšené sazby. Přechodné období pro implementaci spotřebních daní z cigaret a jiných tabákových výrobků skončilo v roce 2007.

Současným trendem je spolu v souladu s EU snižování daňového zatížení a zamezení dvojího zdanění, což je příznivé pro podniky, ale vede to ke snížení příjmů státního rozpočtu.

Tab. 3.1 Makroekonomické ukazatele v letech 2003 – 2012

Ukazatel / Rok	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	minulost							prognóza		
<i>Růst reálného HDP (v %)</i>	3,6	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	-2,7	0,3	2,4	3,2
<i>Inflace měřená v CPI (%)</i>	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	0,1	2,1	2,0
<i>CZK/EUR</i>	31,84	31,90	29,78	28,34	27,76	24,94	26,45	25,5	25,2	X
<i>CZK/USD</i>	28,23	25,70	23,95	22,61	20,31	17,04	19,06	Není k dispozici		
<i>Míra nezaměstnanosti (v %)</i>	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	8,5	8,1	6,9

Zdroj: ČSÚ, prognóza MF

3.2.2 Analýza mikroprostředí

Přiřazení podniku k určitému odvětví je velmi důležité a v případě oceňování má tato analýza mimořádný význam, jedná se v podstatě o vymezení dvou základních okruhů problémů, a to identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje odvětví. Vybraný podnik spadá do odvětví OKEČ 28 – výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků (CZ-NACE 25)⁶, v rámci zpracovatelského průmyslu. Proto je provedená stručná charakteristika zpracovatelského průmyslu a blíže se zaměříme na hlavní

⁶ Odvětvová klasifikace ekonomických činností (OKEČ) poskytuje základnu pro přípravu statistických údajů o různých vstupech, výstupech, tvorbě kapitálu a finančních transakcích ekonomických subjektů. Klasifikace OKEČ byla zavedena do statistické praxe v roce 1994. S účinností od 1. ledna 2008 však byla OKEČ nahrazena novou klasifikací ekonomických činností (CZ-NACE). Klasifikace CZ-NACE zohledňuje technologický rozvoj a strukturální změny hospodářství za posledních 15 let, je relevantnější s ohledem na hospodářskou realitu a lépe srovnatelná s jinými mezinárodními klasifikacemi než byla klasifikace OKEČ. Dostupný z WWW: <<http://www.businessinfo.cz>> [online]. [cit. 2010-2-19].

charakteristiky konkrétní části zpracovatelského průmyslu, ve kterém se podnik nachází. V době zpracovávání této práce byla k dispozici data do konce roku 2008.

Charakteristika zpracovatelského průmyslu

V souladu s odvětvovou klasifikací ekonomických činností, která byla používána do roku 2008, se zpracovatelský průmysl dělí na čtrnáct sektorů (subsekcí - dvoumístný písmenný segment) a 23 oddílů (odvětví - dvoumístný číselný *OKEČ*).

Zpracovatelský průmysl je v České republice jedním z rozhodujících zdrojů tvorby hrubého domácího produktu. V roce 2008 jeho podíl na tvorbě hrubé přidané hodnoty činil 25,1%, což bylo o 1,4 procentního bodu (p.b.) méně než v roce 2007. Podíl zpracovatelského průmyslu na celkových tržbách (v b.c.) průmyslu se v roce 2008 snížil na 89,2% (v roce 2007 byl 92,6%), při nárůstu podílu těžby nerostných surovin na 2,7% (v roce 2007 činil 1,9%) a podílu výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody na 8,1% (v roce 2007 to bylo 5,5%).

Tempo růstu tržeb (v b.c.) se v roce 2008 u zpracovatelského průmyslu citelně zpomalilo (z 9,4% v roce 2007 na pouhých 0,8% v roce 2008). Jako hlavní důvod lze uvést globální krizi v automobilovém průmyslu, kdy byl zaznamenán výrazný meziroční pokles tržeb v subsekcí *DM* (pokles o 7,4%), jehož podíl na celkových tržbách zpracovatelského průmyslu dosahuje kolem 18-19%. Došlo také ke stagnaci v další klíčové subsekcí *DJ* výrobě základních kovů, hutních a kovodělných výrobků. Naopak solidní dynamiku tržeb vykázala v roce 2008 výroba elektrických a optických přístrojů (subsekcí *DL*) - meziroční nárůst o 5,3% a především dvě chemické subsekcí *DF* (nárůst tržeb o 52,8%) a *DG* (nárůst tržeb o 17,1%).

Nejvyšší podíl na vytvořené účetní přidané hodnotě *ZP* si i nadále udržela výroba základních kovů, hutních a kovodělných výrobků (subsekcí *DJ* - podíl 15,9% a subsekcí *DM* s podílem 15,6%).

Útlum české ekonomiky, ale i samotného *ZP* ČR, se projevil také stagnací přílivu přímých zahraničních investic do ČR. Ten dosáhl v roce 2008 objemu 182,8 mld. Kč, což představuje meziroční pokles o téměř 1,5%. Do základního kapitálu z tohoto objemu směřovalo 50,7 mld. Kč, v tom do samotného zpracovatelského průmyslu přiteklo 24,4 mld. Kč, což bylo meziročně o téměř 10 mld. korun více než v roce předcházejícím. Reinvestovaný zisk činil celkem 125 mld. Kč, zatímco v roce 2007 to bylo 140,5 mld. Zpracovatelský průmysl se na tomto objemu podílel poklesem z 65,3 mld. Kč na 29,3 mld. Kč. Celková hodnota *PZI* plynoucích z ČR do zahraničí v roce 2008 dosáhla 32,4 mld. Kč, zatímco v roce 2007 tento odliv představoval 27,1 mld. Kč. Nejvíce investic směřovalo z ČR do Nizozemska (9,3 mld. Kč), na Kypr (4,4 mld. Kč) a do SRN.

Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků (kromě strojů a zařízení) *OKEČ* 28 je charakteristická různorodostí svých výrobků, proto se rozvoj a perspektiva jednotlivých oborů v odvětví značně odlišuje. Výrobní činnost odvětví je sledována v těchto 7 oborech,

- 28.1 - výroba kovových konstrukcí a prefabrikátů,
- 28.2 - výroba kovových nádrží, zásobníků a kontejnerů,
- 28.3 - výroba parních kotlů,
- 28.4 - kování, lisování a další tváření kovů,
- 28.5 - povrchová úprava a zušlechťování kovů,
- 28.6 - výroba nožírských výrobků, nástrojů a železářských výrobků,
- 28.7 - výroba ostatních kovových výrobků.

Přes různorodost výrobků odvětví je ale pro všechny obory v odvětví sjednocující charakteristikou skutečnost, že původním materiálovým vstupem do odvětví jsou tradiční kovové polotovary vyrobené v odvětví *OKEČ* 27 (výroba a zpracování kovů). Vzhledem k širší činnosti, spadajících do tohoto odvětví, je výrobek buď finální anebo dále vstupuje do zpracování v dalších odvětvích, především do strojírenské a elektrotechnické výroby, stavebnictví a automobilového průmyslu. Při bližší analýze produkce jednotlivých výrobních podniků, zařazených do odvětví kovovýroby *OKEČ* 28, je u mnohých podniků patrná snaha o další zvyšování přidané hodnoty svých výrobků tím, že se zabývají i navazující kompletací svých kovodělných výrobků do strojírenských zařízení. Tyto podniky pak získávají v daleko větší míře charakter strojírenské výroby.

Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků má trvale významné místo ve sféře celého zpracovatelského průmyslu. Především pro strojírenský a automobilový průmysl je toto odvětví jedním z nejdůležitějších dodavatelů komponentů pro kompletaci konečných výrobků a zařízení. Toto odvětví se v roce 2008 řadí na čtvrté místo podílem téměř než 7,5% na tržbách za vlastní výrobky a služby v rámci zpracovatelského průmyslu. Na průměrném počtu zaměstnanců zpracovatelského průmyslu se *OKEČ* 28 podílel 11,7%. Velmi významnou roli hraje odvětví *OKEČ* 28 svým podílem cca 9,5% na celkové účetní přidané hodnotě celého zpracovatelského průmyslu.

Základní produkční charakteristiky

Jako základní produkční charakteristiky jsou uvedeny tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, účetní přidaná hodnota a počet zaměstnaných osob, údaje jsou pro roky 2006-2008, které jsou zobrazeny v Tab. 3.2.

Přestože se hlavně v průběhu 2. pololetí roku 2008 začal projevovat vliv narůstající celosvětové hospodářské krize, nevykazují jednotlivé obory u jmenovaných ukazatelů výrazné výkyvy. Jedním z hlavních důvodů je skutečnost, že byly realizovány dlouhodobě nekontražované zakázky převážně investičního charakteru.

Přesto, že je odvětví energeticky málo náročné (podíl energií činí přibližně 5% nákladů), je cena vstupních materiálů ovlivněna i zhmotnělou energií a její cenový vývoj na světových trzích se tak nepřímým způsobem promítá do nákladových složek výrobců v odvětví. Rovněž vývoj světových cen surovin má na celkové náklady vliv. Dle Tab. 3.2 vzrostly v období let 2006-2008 celkové náklady (v b.c.) jen o necelých 7,6%. Při růstu tržeb za vlastní výrobky a služby (v b.c.) o 11,9% a účetní přidané hodnoty o téměř shodnou hodnotu (11,1%) je vývoj celkových nákladů příznivý.

Produktivita práce z účetní přidané hodnoty je ovlivňována řadou faktorů. Je obtížné vzájemně porovnávat jednotlivé obory, kdy např. produkce oboru 28.3 (parní kotle a jaderné reaktory) je většinou součástí investičních celků. Produktivita práce z přidané hodnoty (v b.c.) u ostatních oborů, na jejíž výši má silnější vliv strojní vybavení, vykazuje většinou trvalý růst, daný ustálenou poptávkou po výrobcích či efektivním využívání strojního zařízení a lidských zdrojů. Efektivní využívání strojního zařízení a lidských zdrojů je nejvíce patrné u oboru 28.6 (výroba nožářských výrobků, nástrojů a železářských výrobků), kde produktivita práce z účetní přidané hodnoty v b.c. stoupla mezi léty 2006 a 2007 o 2,5% při současném poklesu počtu zaměstnaných osob o 12,1%.

Po již uskutečněných restrukturalizačních a vlastnických změnách je odvětví stabilizováno a za normálních podmínek by byl reálný předpoklad příznivého vývoje i v budoucím období. Přetrvávající recese však neumožňuje spolehlivou predikci.

Tab. 3.2 Základní údaje o odvětví OKEČ 28 (v tis. Kč není – li uvedeno jinak)

Položka / Rok	2006	2007	2008
<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c.</i>	215 642 999	245 298 449	241 356 261
<i>Účetní přidaná hodnota v b.c.</i>	62 425 988	70 671 735	69 396 443
<i>Počet zaměstnaných osob (osoby)</i>	125 164	133 064	135 121
<i>Náklady celkem v b.c.</i>	239 474 929	273 631 288	257 648 530
<i>Osobní náklady v b.c.</i>	38 261 504	43 619 156	48 811 959
<i>Produktivita práce z účetní přidané hodnoty v b.c.</i>	498,8	531,1	513,6

Zahraniční obchod

Produkce se podle vykázaných údajů o zahraničním obchodě vyvíjí příznivě. Dovoz do České republiky se v roce 2008 oproti roku 2007 snížil o 2,3%. U vývozu výrobků došlo k meziročnímu zvýšení jen o 1,7%. Saldo zahraničního obchodu bylo v roce 2008 kladné, ve výši 50 877,4 mil. Kč. Trend dovozu i vývozu je vzrůstající, bez závažných výkyvů v jednotlivých letech. Ve srovnání s rokem 2000 se dovoz (přes snížení v posledním roce) zvýšil o 75,7 % a vývoz o 75,4 %. Saldo v jednotlivých letech bylo vždy ve prospěch vývozu. Pokud bychom však sledovali jednotlivé obory, jsou zde v časové řadě od roku 2000 do roku 2008 zjevné výkyvy jak v dovozu, tak vývozu.

Jedním z faktorů výrazně ovlivňujících saldo zahraničního obchodu na straně vývozu i dovozu je vývoj kurzu koruny s dlouhodobou tendencí k posilování. Rostoucí výkonnost a konkurenceschopnost jednotlivých oborů se příznivě projevuje na výsledcích vývozu a dovozu s výjimkou skupiny výrobků 28.3 (parní kotle a jaderné reaktory).

Přímé zahraniční investice

Velmi mnoho investičních pobídek v předchozích letech bylo uděleno společnostem, které charakterem výroby spadají pod činnosti odvětví, avšak protože jejich výrobky jsou subdodávkami pro automobilový průmysl, jsou často vykazovány jinde. Celkový počet vydaných rozhodnutí o investičních pobídkách pro společnosti, zahrnuté jednoznačně do odvětví, v letech 2001 až 2007 je 40. Průběh roku 2007 zaznamenal vysoký nárůst rozhodnutí o příslibu investičních pobídek, kterých bylo vydáno celkem 13 a která představují celkovou investici 5 048,4 mil. Kč. Je reálný předpoklad, že takto velký počet udělených pobídek v jednom roce oproti předchozím letům se výrazně projeví ve výsledcích odvětví v následujících letech.

Pozitivní vývoj přímých zahraničních investic v odvětví OKEČ 28 v posledních třech letech silně ovlivňuje dynamicky se rozvíjející automobilový průmysl, který dává možnost odbytu též zahraničním společnostem uplatnit se na trhu jako dodavatelé dílů finálním výrobcům motorových vozidel.

Shrnutí a perspektivy odvětví

Kovodělná výroba má v České republice, stejně jako strojírenská výroba, dlouhodobou tradici. Potřeba užití kovů ve výrobě komponentů pro kompletaci konečných výrobků a při výrobě výrobků stoupá. Důvodem jsou užitné vlastnosti kovů. S rozvojem strojírenského průmyslu a s podporou především automobilového průmyslu v České republice

dále vzrostla poptávka po kovových komponentech do těchto odvětví. Dalším velkým odběratelem produkce odvětví kovovýroby je stavebnictví. Kovové konstrukce a prefabrikáty získávají ve stavebnictví stále větší oblibu, i když ne vždy vyhrávají v soupeření s betonem. S růstem životní úrovně, různorodosti nabídky a kvality finálních výrobků v České republice se zvýšil i odbyt kovové produkce pro běžné spotřebitele.

V globálním konkurenčním prostředí se daří, především v posledních letech, znovu získávat zakázky většího či menšího rozsahu i v rámci investičních celků. Mnoho společností si trhy udrželo a dále úspěšně expandují.

Odvětví nepatří mezi výrazné znečišťovatele životního prostředí a podniky mají odpady a jejich zpracování zvládnuty v souladu s platnou legislativou.

Rozvoj odvětví je podporován i formou investičních pobídek pro výrobce s důrazem na užití high technologií. Vznikající a podporovaná technologická centra a jiné formy podpory dále pomáhají zvyšovat kvalitu finálních produktů v odvětví nebo možnost odbytu jak v tuzemsku, tak především na zahraničních trzích. Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků v České republice má proto, po překonání dosud trvající recese, velmi dobré vyhlídky na další rozvoj v náročném konkurenčním prostředí.

3.3 Finanční analýza vybraného subjektu

V této části práce je provedeno zhodnocení finanční situace vybrané společnosti prostřednictvím finanční analýzy, a to jak pomocí vertikální a horizontální analýzy, tak s využitím poměrových ukazatelů v oblasti finanční stability a zadluženosti, likvidity, aktivity a rentability. Finanční analýza je zhodnocen za období 2005-2009 s tím, že za poslední analyzovaný rok jsou využity údaje, které ještě nepodlehly auditu. Účetní výkazy, ze kterých se vycházelo jsou uvedeny v příloze č. 1 až 3. Poměrové ukazatele jsou přehledně vyčísleny v příloze č. 5 Poměrové ukazatele, v rámci této práce.

3.3.1 Analýza majetku a závazků (rozvaha)

V roce 2006 se zvýšila **aktiva** oproti roku 2005 o 10,2 mil. Kč, což je oproti roku minulému zhruba o 6,1%. V roce 2007 se zvýšila aktiva oproti předchozímu roku o 4,1 mil. Kč, což je v porovnání s rokem minulým o zhruba 2,3%. V roce 2008 se aktiva taktéž zvýšila oproti roku 2007 o 24,6 mil. Kč, což je v porovnání s rokem minulým o zhruba 13%.

K nejrazantnějšímu nárůstu aktiv však došlo v roce 2009, a to o 18% oproti předchozímu roku, jedná se téměř o 38 mil. Kč.

Stálá aktiva jsou tvořena především nemovitostmi, jedná se o výrobní areály v Kravařích a v Dolním Benešově. V roce 2008 však celá výroba byla převedena do Kravař, čímž došlo k částečnému omezení provozních nákladů. Celý areál je ve výborném stavu, některé nemovitosti jsou poměrně nové a ostatní byly v průběhu let 2005-2008 rekonstruovány, takže nevyžadují žádné okamžité investice a také kapacita je dostačující, přesto došlo ještě koncem roku 2009 k nákupu dvou nových strojů, jedná se o vysekávací centrum (250 tis. EUR) a CNC ohýbač trubek (124 tis. EUR). Pořízení těchto nových zařízení umožní zvýšení kapacity, přesnější vysekávání a především nižší materiálovou náročnost. Ovšem hlavním důvodem proč se společnost rozhodla tuto investici nyní realizovat je velmi výhodná cena (akční nabídka), kdy běžná cena těchto zařízení je o cca 30% vyšší. Stálá aktiva se v jednotlivých letech zvyšovala, v roce 2006 se zvýšila o 4,7 mil. Kč, kdy rozhodující vliv měl nárůst staveb. V roce 2007 oproti předchozímu roku došlo ke zvýšení o 1,4 mil. Kč a rozhodující vliv měl nárůst movitých věcí (profilovací linky, serveru aj.). V roce 2008 došlo ke zvýšení v důsledku nárůstu movitých věcí o 21,4 mil. Kč. V souvislosti s movitým majetkem byly realizovány investice do rozšíření a modernizace výrobních linek v hodnotě 21 mil. Kč a 12 mil. Kč bylo investováno do pořízení nových automobilů, jedná se o drahá auta, která byla v minulosti pořizována na leasing a poslední budou splaceny počátkem roku 2009, proto je společnost nahradila novými. Ke změnám došlo také u nedokončeného dlouhodobého majetku, jedná se o rozšíření skladovací haly, pořízení pily a dalšího movitého majetku. Také v roce 2009 byl pořízen luxusní automobil ve výši 7,7 mil. Kč a nahrazuje vůz, který byl prodán ve stejném roce. Kromě této investice bylo také zrekonstruováno schodiště administrativní budovy v Kravařích ve výši 2,2 mil. Kč, jednalo se však o pojistnou událost. Současně byl pořízen movitý majetek ve výši 1 mil. Kč. Vysokou položkou v roce 2009 je také Nedokončený dlouhodobý majetek ve výši cca 15 mil. Kč, jde o přístavbu skladovací haly a pily za 8,3 mil. Kč, oplocení a technické zhodnocení používaných strojů v hodnotě okolo 4 mil. Kč. Vše je již však dokončeno, takže dojde k odpočítání osobních nákladů a bude převedeno do stálých aktiv.

Oběžná aktiva stoupla v roce 2006 o 4,3 mil. Kč vlivem nárůstu nedokončené výroby a polotovarů. V následujícím roce došlo ke zvýšení o 3,5 mil. Kč, a to vlivem nárůstu hotové výroby. Ze stejného důvodu došlo opět k nárůstu i v roce 2008 o 5,2 mil. Kč. Hodnota oběžných aktiv razantně stoupla v roce 2009, a to o 24 mil. Kč v důsledku nárůstu

krátkodobých pohledávek. Zásoby se v minulosti pohybovaly stabilně v rozmezí 45-50 mil. Kč, což přetrvává až do současnosti.

Co se týče **krátkodobých pohledávek**, tak tyto v roce 2006 klesly o 2,1 mil. Kč, přičemž největší vliv měl pokles jiných pohledávek o téměř 5 mil. Kč a daňových pohledávek o 360 tis. Kč oproti předchozímu období. V roce 2007 došlo k nárůstu pohledávek o 3,1 mil. Kč, z čehož pohledávky z obchodního styku stouply téměř o 1,6 mil. Kč, taktéž daňové pohledávky vůči státu. V následujícím roce došlo k opětovnému nárůstu krátkodobých pohledávek, a to o 10,1 mil. Kč. Největší podíl na tom měl markantní nárůst pohledávek z obchodního styku o 9 mil. Kč. Stouply také daňové pohledávky vůči státu o 700 tis. Kč. Největší nárůst krátkodobých pohledávek je zaznamenán v roce 2009 o 35% zejména díky růstu pohledávek z obchodního styku a daňových pohledávek.

Finanční majetek je evidován na účtech v bankách, přičemž ke konci roku 2008 je zůstatek 2,4 mil. Kč. Ke konci roku 2009 podnik eviduje na účtech v bankách okolo 4,6 mil. Kč.

Významnou položkou časového rozlišení jsou **náklady příštích období** a ty představují především nerozpuštěné akontace předmětů leasingu, od roku 2007 mají klesající tendenci.

Na straně **pasiv** je nutné zmínit **vlastní kapitál**, který je tvořen především základním kapitálem. **Základní kapitál** je po sledované období na konstantní úrovni 45 390 tis. Kč, tvoří ho 454 ks akcií na jméno v listinné podobě. Generované zisky společnosti nejsou odčerpávány.

V souvislosti s pasivy je třeba dále zmínit bankovní úvěry, které v roce 2008 razantně stouply o 32,9 mil. Kč. Jedná se o **bankovní úvěry** u Raiffeisenbanky, které jsou řádně spláceny. Ke zvýšení došlo z důvodu nahrazení klasických leasingových operací formou úvěru. Raiffeisenbanka poskytla společnosti dlouhodobý investiční úvěr, který byl využit na výstavbu nové skladové haly v Kravařích, do které byla přestěhována lakovací linka z provozovny Dolní Benešov, dále pak na modernizaci haly pro vysokoplošnou pilu na řezání dřevo-třísky. Zbylé investiční prostředky z úvěru pak byly použity na zakoupení nových technologií. U tohoto úvěru má společnost dohodnutou možnost předčasného splácení v případě prodeje provozovny v Dolním Benešově. Společnost také využívá revolvingový úvěr na pohledávky, zásoby a factoring. Krátkodobé finanční výpomoci představují vklady akcionářů, na které není sjednaný splátkový kalendář, v případě potřeby jsou navyšovány.

V souvislosti s **podrozvahovými závazky** je aktuálně platných 15 leasingových smluv uzavřených v letech 2006-2007 a jejich splatnost je 2009-2010. Roční závazek se

postupně snižuje, v roce 2007 byl ve výši 17 891 tis. Kč., v roce 2008 ve výši 17 461 tis. Kč, pro rok 2009 je 9 704 tis. Kč a v roce 2010 se plánuje na 1 572 tis. Kč.

3.3.2 Analýza výsledku hospodaření (výkaz zisku a ztráty)

Základní informací výkazu zisku a ztráty je struktura tržeb a nákladů v zahraničních měnách (EUR, CZK), která byla ke konci roku 2008 následující. Podíl na tržbách v měně EUR byl 93% a v CZK 7%. Podíl nákladů v měně EUR na celkových nákladech byl 68% v měně EUR, 30% CZK a ostatní náklady byly v USD.

Základem výkazu zisku a ztráty je **obrat**, který ve sledovaném období spolu s **výkony** neustále roste, v letech 2006 a 2007 se jednalo o nárůst o 19%, což při dosahovaných výkonech společnosti představovalo v roce 2007 částku 92 mil. Kč. Také v roce 2008 společnost prodala větší množství zboží, avšak prodej probíhal v měně EUR a silná koruna způsobila pokles obratu přepočtený na Kč o téměř 5%, což představuje částku 27,5 mil. Kč. V měně EUR došlo ke zvýšení obratu mezi léty 2007 a 2008 o 6%, což představuje částku 1,3 mil. Kč. Společnost, dle předpokladů, i přes probíhající ekonomickou krizi nevykazuje pokles obratu v roce 2009, vyvinula totiž nové typy regálů, které byly zaslány jako testovací vzorky novým zákazníkům a nyní se s úspěchem prodávají. Obrat se v roce 2009 zvýšil téměř o 56 mil. Kč oproti předchozímu roku. Zároveň je zvyšováno obchodování s hlavním odběratelem, kterým je firma Metalkas, která zprostředkovává prodej výrobků na Ukrajinu, Rusko. Dále také počítá s růstem dodávek pro CD Fashion, která má aktivity především v Německu.

V době zpracování této analýzy již byly k dispozici aktuální data o prodeji od začátku roku 2009 do konce října téhož roku ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku. Ve zmíněném období roku 2008 se prodalo 716 853 ks regálů, v roce 2009 to bylo 812 398 ks z čehož je patrný pozitivní vývoj z hlediska prodaných kusů zhruba o 13%. Uzavřené dlouhodobé kontrakty, stávající objednávky a probíhající jednání s dlouhodobými odběrateli napovídají, že by obrat neměl klesnout ani v následujícím období.

V souvislosti s **přidanou hodnotou** je zaznamenán pozitivní vývoj ve sledovaném období. V roce 2006 se jednalo o nárůst okolo 6% v důsledku výkonové spotřeby, v roce 2007 v důsledku nárůstu tržeb a v roce 2008 byl nárůst přes 12%. Důvodem však nebylo obchodování s vyšším oběžným majetkem, ale změna účtování odběratelských provizí, ty se ještě v roce 2007 objevovaly především ve službách, v roce 2008 se již účtovaly v ostatních

finančních nákladech. Největší nárůst přidané hodnoty je zaznamenán v roce 2009 (o 50% oproti roku 2008) v důsledku materiálové úspory a investicím do nových strojů, důležitým důvodem je také pokles leasingové zátěže téměř o 7,8 mil. Kč.

U **osobních nákladů** je v roce 2008 zaznamenán pokles o 2,3% z důvodu značných investic do automatizace výrobních strojů, čímž došlo k poklesu obsluhy, jednalo se především o dělnické profese. Osobní náklady v roce 2009 vzrostly zejména z důvodu vyplacení mimořádně prémie ze zisku (20 mil. Kč), kterou si firma může dovolit vzhledem k pozitivnímu vývoji. Počet zaměstnanců se ve srovnání s rokem 2008 téměř nezměnil.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku jsou převážně z prodeje materiálu, tedy odpadu, který vzniká z výroby profilů, trubek, dále potom z prodeje pozemku a automobilu.

Vzhledem ke změně účtování bonusů a provizí nelze porovnat hodnoty **provozního výsledku hospodaření** mezi léty 2007 a 2008. Ke konci roku 2009 je však vykázán nejlepší výsledek v historii firmy. U **nákladových úroků** se kromě bankovních úroků jedná o úroky factoringu. **Ostatní finanční výnosy** v roce 2008 představuje především kurzový zisk ve výši 13 693 tis. Kč, dále potom pojistná plnění 1 758 tis. Kč. **Ostatní finanční náklady** tvoří kurzová ztráta v hodnotě 14 706 tis. Kč, dále pak skonta a odběratelské bonusy v částce 19 423 tis. Kč, a pojištění v hodnotě 2 338 tis. Kč. **Finanční výsledek hospodaření** vykazuje negativní vývoj díky růstu odběratelských provizí a bonusů. Ztráta z finančních operací je v roce 2007 v porovnání s rokem minulým o 4,2 mil. vyšší, což má za následek silný kurz koruny vůči EUR, ke konci roku 2009 se tento výsledek snížil o téměř 8 mil. Kč oproti předchozímu období.

Společnost vytvořila v roce 2006 zisk ve výši 1 674 tis. Kč a použila jej na tvorbu rezervního fondu, v dalších letech pokračovala v ziskovém hospodaření a v roce 2007 vytvořila **hospodářský výsledek** ve výši 2 664 tis. Kč po zdanění, bude použit na pokrytí ztráty z roku 1998. Generovaný zisk 2008 ve výši 362 tis. Kč je z historického hlediska nejnižší, musíme však zohlednit, že rok 2007 byl pozitivně ovlivněn mimořádným výnosem, a to ziskem z prodeje dlouhodobého majetku ve výši 5 138 tis. Kč, jednalo se o prodej profilovací linky, který se již v roce 2008 neopakoval. Generovaný zisk z roku 2008 bude použit na uhrazení ztráty z roku 1998. Společnost v minulých letech realizovala značné investice jak do strojního zařízení, tak do výstavby a rekonstrukcí nemovitostí. Tyto investice byly většinou nad rámec jeho účtovaných odpisů. V roce 2009 byl generován značný zisk, který byl nejvyšší v historii a jeho výše bezproblémově pokryje roční dluhovou službu společnosti, která činí 7 488 tis. Kč (při kurzu 36 CZK/EUR). Zároveň je důležité poznamenat, že společnost nepočítá ani s novými leasingy, takže snižující se leasingové

závazky (17 460 tis. Kč v roce 2008 a 9 704 tis. Kč v roce 2009) by se měly pozitivně projevit ve vývoji rentability.

Tab. 3.3 zobrazuje rozdělení činností podle druhu a podíl obratu a je z ní patrné, že ve všech letech se podíl exportu pohybuje nad úrovní 90%, proto ve společnosti sehrává velmi důležitou roli vývoj kurzu koruny, což výrazně ovlivňuje výši tržeb.

Tab. 3.3 Rozdělení činností podle druhu a podíl obratu (v %)

Činnost / Rok	2004	2005	2006	2007	2008
<i>Kovovýroba</i>	96	97,19	96,98	96,96	97,83
<i>Služby</i>	4	2,81	3,02	3,04	2,17
<i>Podíl exportu na tržbách</i>	91,72	92,79	94,32	92,81	90,37

Zdroj: Výroční zpráva 2008

3.3.3 Analýza cash flow (peněžních toků)

V Tab. 3.4 je zobrazen přehled peněžních prostředků na začátku a na konci účetního období roku 2009. Jsou zde rovněž uvedeny hodnoty peněžních toků z jednotlivých činností.

Tab. 3.4 Cash flow v roce 2008

<i>Stav peněžních prostředků na začátku účetního období (k 1.1.2009)</i>	2 437 tis. Kč
<i>Cash flow z provozní činnosti</i>	37 448 tis. Kč
<i>Cash flow z investiční činnosti</i>	-32 449 tis. Kč
<i>Cash flow z finanční činnosti</i>	-2 063 tis. Kč
<i>Stav peněžních prostředků na konci účetního období (k 31.12.2009)</i>	5 323 tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Cash flow z provozní činnosti je významně ovlivněno hodnotou generovaného zisku, který je na historicky nejvyšší úrovni (5 762 tis. Kč), účtovanými odpisy (15 068 tis. Kč) a saldem změny potřeby pracovního kapitálu (14 144 tis. Kč). Negativně je tok z této činnosti ovlivněn především saldem změn stavu pohledávek (-19 564 tis. Kč), naopak pozitivní vliv ještě měla změna stavu krátkodobých závazků (34 015 tis. Kč). Negativně bylo provozní CF ovlivněno rovněž výdaji z plateb úroků a zaplacenou daní.

V průběhu roku 2008 docházelo k významným investicím nad rámec odpisů, zejména rozšíření výrobních linek a rekonstrukce haly (21 mil. Kč). V roce 2009 opět došlo k investicím, ovšem jejich realizace již nepřekročila rámec odpisů, jak tomu bylo v předchozích letech. Jednalo se především o nákup nového vozu a rekonstrukci schodiště. Na **investiční CF** má největší vliv výdaje spojené s nabytím stálých aktiv (-42 378 tis. Kč), které

výrazně překročily příjmy z této činnosti. Společnost dlouhodobě vynakládala významné prostředky do pořizování nových investic nad rámec odpisů, nyní proto disponuje dostatečným množstvím výrobních zařízení i skladovacích a výrobních ploch, které nevyžadují žádné nezbytné investice a aktuální prioritou je stabilizace ekonomiky. V horizontu 2 let tedy nehodlá realizovat další významné investice, ale spíše maximálně využít stávající kapacitu. Modernizace výrobních linek v roce 2008 s sebou přinesla úsporu ve výši 40 pracovníků, která se plně promítne do snížení osobních nákladů až v následujícím roce.

Tab. 3.5 Investice v jednotlivých letech (v mil. Kč)

Rok	Investice	Odpisy + Zisk	Typ investice
2004	16	14,8	Dostavba haly
2005	6,7	14,9	Stroje
2006	15	12,8	Přístavba haly, stroje
2007	11,2	13,7	Velkoplošná pila
2008	32,7	12,2	Rozšíření výrobních linek, rekonstrukce haly, nová auta (12 mil. Kč)
2009	14	28,5	Nový automobil, rekonstrukce schodiště

Zdroj: Vlastní zpracování, údaje výroční zpráva

Celkové cash flow je kladné po celé sledované období od roku 2005 do roku 2009, přičemž nejvyšší hodnoty je dosaženo právě v roce 2009 (5 323 mil. Kč), což je velmi perspektivní hodnota.

3.3.4 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Z vertikální analýzy rozvahy je zjištěno, že firma operuje s úročeným cizím kapitálem. **Podíl vlastních zdrojů** na aktivech se pohybuje na stabilní úrovni 23-28% ve sledovaném období, což je podíl majetku, který je financován z vlastních zdrojů. Tento podíl je na přijatelné úrovni, neboť příliš vysoká hodnota tohoto ukazatele vede k poklesu výnosnosti vložených prostředků, které jsou nejdražší.

Vývoj **majetkového koeficientu** je na úrovni od 3,6 do 4. Z tohoto můžeme vyvodit závěr, že na 1 Kč vlastního kapitálu připadá 3,6 - 4 majetku firmy. Tento ukazatel je ve sledovaném období mírně rostoucí, což je žádoucí.

Celková zadluženost je na úrovni 69% na konci roku 2005 a ve sledovaném období se pohybuje na stabilní úrovni okolo 70%. Tento ukazatel nám říká, že každá koruna uložená v majetku podniku je financována z cca 70% z cizích zdrojů. Hodnota cizího kapitálu je

ovlivněna především výší krátkodobých závazků z obchodního styku, což je pro odvětví podniku typické.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu nás informuje o tom, že 2,5 cizího kapitálu nám připadá na jednu jednotku vlastního kapitálu na konci roku 2005. Tento ukazatel je ve sledovaném období větší než jedna, zadluženost vlastního kapitálu je tedy větší než 50%. Pozitivní je konstantní vývoj tohoto ukazatele v čase.

Dle **ukazatele úrokového krytí** jsme zjistili, že nákladové úroky jsou kryty 2,55 násobkem vytvořeného efektu, tedy zisku, v roce 2005. Všeobecně se doporučuje, aby nákladové úroky byly kryty ziskem minimálně třikrát, což je splněno v roce 2009. **Úrokové zatížení** je ve sledovaném období poměrně vysoké, z celkového efektu (zisku) je odčerpáno ve formě nákladových úroků okolo 40%, avšak v roce 2008 se tato hodnota zvýšila na 89,62%, což je velmi vysoká hodnota. Tato hodnota souvisí s přijetím dlouhodobého bankovního úvěru, což zvýšilo nákladové úroky, které musí společnost hradit a současně s využitím leasingu na luxusní automobily. V posledním sledovaném roce se však hodnota razantně snížila na úroveň 32%, což je velmi pozitivní.

3.3.5 Ukazatele likvidity

Ukazatel celkové likvidity nám signalizuje, že na 1 Kč krátkodobých závazků nám připadá cca 0,9 Kč v majetku nejvíce likvidním ve sledovaném období. Krátkodobé závazky jsou financovány revolvingovým úvěrem u banky. Při vyloučení zásob u ukazatele **pohotové likvidity** se ukazatel pohybuje na stabilní úrovni s mírným rostoucím trendem, což je hodnoceno kladně, i když je hodnota na nízké úrovni vzhledem k průměru odvětví, ve kterém podnik působí.

Krátkodobé pohledávky mohou být různě bonitní a s různou dobou splatnosti, proto je důležité sledovat likviditu společnosti bez vlivu pohledávek pouze jako poměr krátkodobého finančního majetku ke krátkodobým závazkům, což je případ **okamžité likvidity**. U ukazatelů je vykazován stabilní trend, což je pozitivní signál, ale je důležité porovnat hodnoty konkurencí či odvětvím. Při srovnání s odvětvím je výsledná hodnota ukazatelů likvidity nižší, než je hodnota charakteristická pro odvětví, ve kterém podnik působí.

Společnost dlouhodobě pracuje se zápornou hodnotou **ČPK** v souvislosti s pravidelnými investicemi. Vzhledem ke zvýšení bankovních úvěrů v roce 2008 by se dalo

očekávat určité narovnání tohoto ukazatele, ovšem společnost investovala dalších 12 mil. Kč do automobilů, proto nedošlo ke zlepšení. Pozitivní je snížení oproti předchozímu roku 2007. Záporné je ČPK je vykazováno také v roce 2009 v souvislosti s dalšími realizovanými investicemi.

3.3.6 Ukazatele aktivity

Obrat celkových aktiv je na dobré úrovni, ke konci roku 2007 se aktiva přemění dokonce násobkem 3,13 na peněžní prostředky. V analyzovaném období však dochází ke snížení, což se projevilo u ukazatelů rentability. Je jasné, že pokud se snižuje obrátkovost aktiv, musí se adekvátně zvyšovat průměrný počet dní obratu aktiv, což se projevilo ve sledovaném období.

Časová struktura pohledávek je stabilně dobrá, pohledávky nad 90 dnů po lhůtě splatnosti tvoří dlouhodobě max. 5% celkové výše a ke konci roku 2008 je tento podíl pouze 2%. Koncem roku 2009 společnost eviduje výši těchto pohledávek na úrovni 834 tis. Kč, což je vzhledem k hodnotě generovaného zisku poměrně nízká hodnota. Tomu odpovídá také bezproblémová **doba obratu pohledávek** pohybující se kolem hodnoty 30 - 48 dnů, což je pod spodní hranicí rozmezí splatností odběratelských faktur 30 - 60 dnů a vypovídá o dobré platební disciplíně odběratelů. Hodnota se sice v časovém horizontu zvyšuje, avšak s růstem doby obratu závazků. Přestože se u pohledávek nad 90 dnů po lhůtě splatnosti jedná o dobytne pohledávky, má společnost vytvořeny opravné položky ve výši 95% těchto pohledávek.

Doba obratu zásob vychází okolo 30 dní, je to akceptovatelná hodnota vzhledem k tomu, že zásoby jsou poměrně významnou položkou v rámci bilance.

Doba obratu krátkodobých závazků je v rozmezí 50 – 60 dní, délka splatnosti přijímaných faktur je v rozmezí 30 – 60 dnů, doba obratu odpovídá struktuře závazků, která je velmi dobrá. Jak je vidět z dodavatelsko-odběratelských vztahů, společnost se dodavatelsky úvěruje, tomu odpovídá rozdíl mezi dobou obratu závazků (83 dnů) a dobou obratu pohledávek (48 dnů). Společnost platí dodavatelům průměrně s 10-15 denním zpožděním, které jí obchodní partneři bez výhrad tolerují, je patrné, že firma využívá krátkodobých závazků. Koncem roku 2007 došlo k významnému poklesu podílu závazků nad 90 dnů po lhůtě splatnosti (ve srovnání s roky 2005 a 2006) a tento pozitivní vývoj pokračoval také v roce 2008, mezi nejvýznamnější patří Gerichtkasse Darmstadt (18 tis. Kč) a IMPEXTA

(226 tis. Kč). Pozitivní vývoj pokračuje i v roce 2009, kdy podnik již neeviduje žádný závazek nad 90 dnů po lhůtě splatnosti.

3.3.7 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability v čase rostou, s výjimkou roku 2008, kde se již projevil efekt finanční krize, ale vzhledem k výrobnímu odvětví se pohybují na nižších hodnotách, tento pokles souvisí s konkurencí v odvětví.

Z pohledu **rentability aktiv** lze konstatovat, že každá koruna, investovaná do majetku byla zhodnocena 2,15% k poslednímu dni roku 2008. Jde o výnos celkového kapitálu (vlastního i cizího). Kladně lze hodnotit růst ve sledovaném období, s výjimkou roku 2008, růst je v souvislosti s růstem rentability tržeb. Negativně na *ROA* zapůsobila obrátkovost, kdy došlo k razantnímu poklesu vzhledem k roku 2007. Tento průběh je dán především neustálými investicemi v minulých letech, čímž se zvyšuje objem celkových aktiv, ale vytváří se růstový potenciál do budoucna, jak je ve společnosti předpokládáno.

Z výpočtu ukazatele **rentability vlastního kapitálu** se dá vyvodit, že každá koruna, kterou do podniku vložili její vlastníci, byla zhodnocena 0,17% ke konci roku 2008, tato hodnota se snížila oproti předchozímu období, v roce 2007 byl totiž zisk na vyšší úrovni z důvodu výnosů z prodeje dlouhodobého majetku. V roce 2008 došlo ke snížení zisku. Pozitivní je nárůst tohoto ukazatele v posledním analyzovaném roce na úroveň 1,89%, a to především razantním nárůstem zisku.

Jak je zřejmé z výpočtů, do vzorce **rentability tržeb** je možno použít různé úrovně zisku, pro srovnání jsme vypočetli tři možné varianty. Při použití modifikovaných hrubých zisků jsou výpočty téměř na stejné úrovni, liší se pouze při použití čistého zisku *EAT*. Při použití této úrovně zisku jsou hodnoty nižší, neboť tento zisk už je očištěn od úroků a daní. Množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb je k 31. 12. 2008 na úrovni 0,07%. Rentabilita tržeb v roce 2008 je ve srovnání s předchozím rokem nižší, a to opět z důvodu výnosu z prodeje majetku ve výši 5 mil. Kč. Nejvyšších hodnot je dosahováno opět v posledním analyzovaném roce, což je velmi pozitivní signál.

Investice realizované v minulých letech jsou hlavním důvodem pozitivního vývoje v roce 2009. Nabídka nových výrobků, nižší materiálová náročnost a perfektní servis, to jsou hlavní příčiny růstu výkonů i přidané hodnoty a následně generovaných zdrojů. Na rozdíl od minulosti podnik aktuálně k pokrytí investičních nákladů preferuje spíše bankovní zdroje před

leasingovými, což se odráží v poklesu služeb, růstu zisku, ale navýšení dluhové služby. Ovšem tvorba zdrojů je v posledním roce nadprůměrná, a i po plánovaném snížení (optimalizaci), bude významně překračovat roční splátkovou povinnost vyplývající z přijatých investičních úvěrů, která činí 7,5 mil. Kč.

Při zhodnocení celkové finanční situace společnosti lze konstatovat, že je podnik stabilní s větší zadlužeností, která však vyplývá z druhu podnikání. Ukazatele aktivity jsou na velmi dobré úrovni a velkým pozitivem jsou velmi dobré dodavatelsko-odběratelské vztahy a především rozdíl mezi dobou obratu pohledávek a závazků lze hodnotit kladně. Společnost má však nižší úroveň likvidity ve srovnání s odvětvím, ve kterém působí a také rentabilita je na velmi nízké úrovni, která je však pro podnik typická, přestože je historicky v průběhu roku vykazován vyšší zisk, ke konci roku vlivem optimalizačních opatření se jeho hodnota snižuje. Společnost vykazuje zlepšení ve všech analyzovaných oblastech v posledním roce, což je vzhledem ke stávající ekonomické krizi obdivuhodné a svědčí to o perspektivě podniku.

Záměrem společnosti je pokračovat v dosavadním předmětu činnosti při zachování dlouhodobých dodavatelsko-odběratelských vazeb. Z účetních výkazů a následné finanční analýzy lze pozorovat, že společnost nebyla zasažena probíhající hospodářskou krizí, což je v dnešní době opravdu ojedinělé. Hlavní důvody pozitivního vývoje jsou především výborný servis, jenž je hlavní konkurenční výhodou a krátké dodací lhůty. Pozitivní je také snížení materiálových nákladů v souvislosti s každoročními investicemi do obnovy strojního parku a rovněž vývoj nových typů regálů, které se s úspěchem prodávají.

3.4 SWOT analýza

Silné stránky

- Dlouhodobý růst obratu. I v roce 2008 rostl obrat v *EUR* o 6%, avšak posílením české měny vykazuje ve výkazu zisku a ztráty pokles, také v roce 2009 obrat roste téměř o 11% v Kč, což je v období probíhající ekonomické krize ojedinělé,
- pozitivní vývoj rentability a růst přidané hodnoty z důvodu nižší materiálové náročnosti díky realizovaným investicím, pokles leasingového zatížení,
- značná tvorba zisku ke konci roku 2009 (4 640 tis. Kč), jedná se o hodnotu dostačující k bezproblémovému cash flow,
- striktní mzdová politika a plně automatizovaná strojní zařízení, která ovlivnila pokles mzdových nákladů, který by se měl promítnout až v roce 2009,

- vlastní nemovitosti, které slouží k podnikání a nevyžadují okamžité investice (v roce 2009 sice bylo vybudováno nové schodiště v administrativní části budovy ve výši 2,2 mil. Kč, ovšem jednalo se o pojistnou událost,
- nízká úvěrová angažovanost podniku ve vztahu k celkovým výkonům a objemu bilanční sumy,
- stabilní a diverzifikované dodavatelsko-odběratelské vztahy a výborná platební disciplína odběratelů,
- společnosti se podařilo snížit disproporci měnových vstupů a výstupů, takže je odolnější vůči kurzovým vlivům,
- všechny investiční úvěry řádně spláceny,
- stálý a zkušený management.

Slabé stránky

- Nízká rentabilita v předchozích letech, pro společnost typická, přestože je historicky v průběhu roku vykazován vyšší zisk, ke konci roku vlivem optimalizačních opatření jejich hodnotu významně snižuje, v roce 2009 však dochází ke zlepšení i přes stávající ekonomickou krizi,
- dlouhodobě záporné ČPK, vývoj v roce 2008 souvisí s investicí do drahých aut za 12 mil. Kč, avšak hodnota se postupem času narovnává,
- na výrobní firmy vlastníci významná stálá aktiva jsou kladeny značné nároky na obnovu investic, společnost má však nemovitosti opravené a kapacitně vyhovují, to samé platí i o výrobních prostředcích, proto společnost neplánuje v nadcházejících dvou letech významné investice.

Příležitosti

- Podnik působí na velkém trhu se stabilním růstem,
- orientace na export (EU), mnoho tržních příležitostí, nezávislost na domácích spotřebitelích,
- expanze prodeje v současnosti i v ČR, rozšíření spolupráce s největšími odběrateli na českém trhu,
- možnost vytlačení malých prodejců,
- působení na trhu, který má v ČR tradici a expanduje v souvislosti s růstem životní úrovně,

- vývoj a rozšíření nabízených výrobků a operativnost v souvislosti s požadavky odběratelů.

Hrozby

- Další expanze nadnárodních řetězců a s tím související nárůst konkurence,
- změny nákupních zvyklostí,
- kurzové riziko v souvislosti s prodeji a nákupy v *EUR*.

3.5 Dlouhodobý finanční plán

Aby bylo možné použití výnosových metod, je nutné a obzvlášť důležité sestavení dlouhodobého finančního plánu. Jeho podstatou je sestavení plánovaných účetních výkazů, a to plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovaný výkaz o peněžních tocích a plánovanou rozvahu. V této práci se jedná o plán na období 2010-2014. Základním východiskem pro tvorbu finančního plánu jsou účetní data z konce roku 2009 avšak hlavním indikátorem určujícím jednotlivé položky plánovaných účetních výkazů jsou hodnoty předpokládané vedením společnosti, jejíž hodnotu budeme určovat.

3.5.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Jak už bylo zmíněno v předchozím odstavci, při plánování výkazu zisku a ztráty byly zohledněny předpokládané hodnoty a jejich změny vedením společnosti a vycházelo se z účetních dat k 31. 12. 2009. V plánovaném období 2010-2014 se vycházelo z následujících předpokladů:

- Meziroční růst výkonů o 10%, což odpovídá představám vedení podniku,
- výkonová spotřeba tvoří 70% výkonů, vycházelo se z vývoje v minulých letech, jenž činil v průměru 77% na výkonech, avšak vzhledem k již proběhlým modernizacím bude výkonová spotřeba stanovena na již zmíněných 70%,
- meziroční růst osobních nákladů se předpokládá na úrovni 13%,
- daně a poplatky porostou meziročně o 10%,
- odpisy budou stanoveny na konstantní úrovni 14 mil. Kč po celé predikované období, taktéž tržby z prodeje dlouhodobého majetku jsou konstantní při hodnotě 6 mil. Kč a rovněž i zůstatková cena dlouhodobého majetku je neměnná na úrovni 6,2 mil. Kč,
- podnik nepočítá s žádnými výnosovými úroky a nákladové úroky budou stanoveny pevným podílem na výkonech ve výši 0,5%,
- ostatní finanční výnosy meziročně poklesnou o 5% a ostatní finanční náklady meziročně porostou o 3%,
- daň z příjmu je stanovena na 19% po celé predikované období.

Konkrétní hodnoty jednotlivých položek výkazu zisku a ztráty ve zkráceném tvaru v predikovaných letech 2010-2014 jsou zobrazeny v následující Tab. 3.6.

Tab. 3.6 Dlouhodobý výkaz zisku a ztráty na plánované období 2010-2014 (v tis. Kč)

Položka / Rok	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Výkony</i>	662 182	728 401	801 241	881 365	969 501
<i>Výkonová spotřeba</i>	463 528	509 880	560 868	616 955	678 651
<i>Přidaná hodnota</i>	198 655	218 520	240 372	264 409	290 850
<i>Osobní náklady</i>	131 617	148 727	168 061	189 909	214 598
<i>Daně a poplatky</i>	268	295	325	357	393
<i>Odpisy</i>	14 000	14 000	14 000	14 000	14 000
<i>Tržby z prodeje dld.maj.</i>	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
<i>Zůstatková cena dld.maj.</i>	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200
<i>Ostatní provozní výnosy</i>	82	88	94	101	108
<i>Ostatní provozní náklady</i>	7 012	6 802	6 598	6 400	6 208
<i>Provozní výsledek hospodaření</i>	45 640	48 584	51 283	53 644	55 560
<i>Úroky_{výnosové}</i>	0	0	0	0	0
<i>Úroky_{nákladové}</i>	3 311	3 642	4 006	4 407	4 848
<i>Ostatní finanční výnosy</i>	16 475	15 651	14 869	14 125	13 419
<i>Ostatní finanční náklady</i>	48 615	50 073	51 576	53 123	54 717
<i>Finanční výsledek hospodaření</i>	-35 451	-38 064	-40 713	-43 405	-46 145
<i>Daň z příjmu za běžnou činnost</i>	1 936	1 999	2 008	1 945	1 789
<i>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</i>	8 253	8 521	8 561	8 294	7 626
<i>Výsledek hospodaření za účetní období</i>	8 253	8 521	8 561	8 294	7 626
<i>Výsledek hospodaření před zdaněním</i>	10 189	10 520	10 569	10 239	9 415

Zdroj: vlastní zpracování

3.5.2 Plán peněžních toků

Součástí komplexního finančního plánu je také plán peněžních toků, který je potřebný pro stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami uplatněnými v této práci. V následující Tab. 3.7 jsou hodnoty jednotlivých položek zkráceného tvaru výkazu cash flow.

Při sestavování dlouhodobého plánu o peněžních tocích se vycházelo z předpokladů vedení podniku. Vedení společnost předpokládá, že výdaje na obnovovací investice budou v predikovaných letech ve výši plánovaných odpisů. Aktuálně společnost disponuje dostatečným množstvím výrobních zařízení i skladovacích a výrobních ploch, které nevyžadují žádné nezbytné investice. Společnost nevyplácí podíl na zisku, což je strategií firmy, jedná se pouze o dva akcionáře. Plánované splátky úvěrů jsou dle splátkového kalendáře úvěrové banky. V současné době společnost splácí tři investiční úvěry, z nich dva jsou splatné v roce 2012 a jeden v roce 2011. Společnost plánuje v predikovaném období využít ještě dva investiční úvěry, každý ve výši 10,4 mil. Kč, první v roce 2010 a druhý v roce

2013 se splatností 3 roky. Podnik také využívá krátkodobé bankovní úvěry, které však nejsou ve splátkách úvěrů zahrnuty.

Tab. 3.7 plán peněžních toků na období 2010-2014 (v tis. Kč)

Položka / Rok	2010	2011	2012	2013	2014
<i>EAT</i>	8 253	8 521	8 561	8 294	7 626
<i>Odpisy</i>	14 000	14 000	14 000	14 000	14 000
<i>CF ze samofinancování</i>	22 253	22 521	22 561	22 294	21 626
<i>Obnovovací investice</i>	14 000	14 000	14 000	14 000	14 000
<i>Rozvojové investice</i>	0	0	0	0	0
<i>ΔČPK</i>	1 894	4 883	2 603	4 962	4 228
<i>- Δ Oběžných aktiv</i>	5 241	6 047	8 284	7 535	6 921
<i>- Δ Závazků krátkodobých</i>	3 347	1 164	5 681	2 573	2 693
<i>CF z investiční činnosti</i>	15 894	18 883	16 603	18 962	18 228
<i>Splátky úvěrů</i>	15 249	15 363	7 412	3 467	3 467
<i>CF z finanční činnosti</i>	15 249	15 363	7 412	3 467	3 467
<i>Celkové plánované výdaje</i>	31 144	34 245	24 015	22 429	21 695
<i>CF celkové</i>	-8 891	-11 724	-1 453	-135	-69
<i>Zapojené CZ (stav Bankovních úvěrů)</i>	38 554	34 699	31 229	28 106	25 295
<i>Nové úvěry dlouhodobé</i>	10 400	0	0	10 400	0

Zdroj: vlastní zpracování

3.5.3 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha na období 2010-2014 je uvedena ve zkráceném tvaru a zahrnuje položky, se kterými podnik účtoval již v minulých letech. Konkrétní hodnoty jsou uvedeny v následující tab. 3.8 a při jejich konstrukci se vycházelo z následujících předpokladů:

- Výše stálých aktiv je součtem hodnoty této položky z předchozího roku a investic v běžném období a od tohoto součtu je odečtena výše odpisů v běžném roce,
- zásoby meziročně porostou o 5% a rovněž se očekává růst krátkodobých pohledávek, ale jen o 4%,
- základní kapitál i zákonný rezervní fond zůstanou na stejné úrovni jako v roce 2009,
- Neuhrazená ztráta by měla být v následujících třech letech rozpuštěna, v každém roce přibližně ve výši jedné třetiny neuhrazené ztráty z roku 2009,
- rezervy představují odložený daňový závazek a nejsou plánovány,
- bankovní úvěry se budou meziročně snižovat o 10% v souvislosti s již proběhlou modernizací,
- krátkodobé závazky by se měly meziročně zvyšovat přibližně o 2%, což koresponduje s vývojem v minulých letech.

Tab. 3.8 Dlouhodobá rozvaha na období 2010-2014 (v tis. Kč)

Položka / Rok	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Stálá aktiva</i>	111 969	111 969	111 969	111 969	111 969
<i>Oběžná aktiva</i>	138 629	144 676	152 960	160 495	167 417
- <i>Zásoby</i>	49 621	52 102	54 707	57 442	60 315
- <i>Krd. pohledávky</i>	84 039	87 401	92 897	97 533	101 434
- <i>Finanční majetek</i>	4 969	5 173	5 356	5 520	5 668
<i>Ostatní aktiva</i>	600	651	980	921	840
<i>Aktiva celkem</i>	251 198	257 296	265 909	273 385	280 226
<i>Vlastní kapitál</i>	68 010	76 799	85 401	93 427	100 385
- <i>Základní kapitál</i>	45 390	45 390	45 390	45 390	45 390
- <i>Zákonný rezervní fond</i>	10 650	10 650	10 650	10 650	10 650
- <i>VH minulých let</i>	3 717	12 237	20 800	29 093	36 719
- <i>Nerozdělený zisk minulých let</i>	6 982	13 870	20 800	29 093	36 719
- <i>Neuhrazená ztráta minulých let</i>	-3 265	-1 633	0	0	0
- <i>VH běžného účetního období</i>	8 253	8 521	8 561	8 294	7 626
<i>Cizí zdroje</i>	180 988	178 297	180 508	179 958	179 840
- <i>Odložený daňový závazek</i>	0	0	0	0	0
- <i>Závazky_{krátkodobé}</i>	142 434	143 598	149 279	151 852	154 545
- <i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	38 554	34 699	31 229	28 106	25 295
<i>Ostatní pasiva</i>	2 200	2 200	0	0	0
<i>Pasiva celkem</i>	251 198	257 295	265 909	273 385	280 226

Zdroj: vlastní zpracování

Při sestavování plánovaných účetních výkazů se vycházelo z předpokladů vedení společnosti a z jejich struktury v minulých letech. Je nutné poznamenat, že podnik v minulosti neplánoval na takto dlouhé období, proto stanovení hodnot jednotlivých položek bylo velmi složité a jedná se o hrubé odhady. Na řízení podniku se podílí pouze dva akcionáři, jedná se o fyzické osoby, a rozhodování se přizpůsobuje především aktuálním potřebám podniku a není kladen velký důraz na dlouhodobé plánování.

3.6 Výpočet nákladů kapitálu

Důležitou součástí stanovení hodnoty podniku je výpočet nákladů kapitálu, tedy toho, čím budeme peněžní toky diskontovat a převádět je tak na současnou hodnotu. Diskontní míra tvoří významný prvek konstrukce výnosových metod oceňování a vedle vymezení budoucího výnosu významnou měrou ovlivňuje výslednou hodnotu firmy. Zásadně platí, že u výnosových metod v závislosti na volbě metody a tím i peněžních toků musí být odpovídajícím způsobem stanoven jmenovatel, tedy diskontní faktor.

Stanovení nákladů kapitálu je provedeno využitím stavebnicového modelu, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu. V první řadě je nutné přistoupit ke stanovení

nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_u$ dle vzorce (2.7) uvedeného v teoretické části práce. Prvním krokem je vyčíslení jednotlivých přírážek pro výpočet nákladů celkového kapitálu, které jsou vyčísleny v tab. 3.9.

Tab. 3.9 Přírážky pro výpočet nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy (v %)

Přírážky / Roky	2010	2011	2012	2013	2014
R_F	6,40	6,55	3,55	3,70	3,80
R_{LA}	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
$R_{podnikatelské}$	0,00	0,00	0,01	0,54	1,66
$R_{finstab}$	10,00	9,62	8,78	7,29	6,18

Zdroj: vlastní zpracování

Minimální riziko neboli bezriziková přírážka R_F je dána výnosem do splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů, které jsou splatné právě v jednotlivých letech⁷. Přírážka R_{LA} je ve všech predikovaných letech na úrovni 5,00% z důvodu výše úplatných zdrojů pod úrovní 100 mil. Kč. $R_{podnikatelské}$ je stanoveno na 0,00% do roku 2011, od roku 2012 bylo nutné přistoupit k propočtu dle vzorce (2.8). Přírážka $R_{finstab}$ je stanovena na 10,00% v prvním predikovaném roce, v dalších letech je přepočten proveden dle vzorce (2.9). Při stanovení uvedených přírážek se postupovalo dle teoretického předpokladu uvedeného v části této práce nazvané Stanovení nákladů kapitálu a potřebné ukazatele jsou vyčísleny v následující Tab. 3.10.

Tab. 3.10 Ukazatele pro výpočet přírážek

Položky / Roky	2010	2011	2012	2013	2014
$VK+BÚ+O$ (tis. Kč)	106 564	111 497	116 630	121 533	125 681
$EBIT/Aktiva$ (%)	5,37	5,50	5,48	5,36	5,09
XI (%)	3,64	4,55	5,63	6,97	8,59
<i>Celková likvidita podniku</i>	0,97	1,01	1,02	1,06	1,08
XL – průměr průmyslu	1,39	1,39	1,39	1,39	1,39
$UZ=BÚ+OBL$ (tis. Kč)	38 554	34 699	31 229	28 106	25 295

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrná likvidita průmyslu byla stanovena subjektivně dle vývoje v minulých letech (období 2005-2008). V jednotlivých letech se hodnota pohybovala v rozmezí od 1,28 do 1,55, přičemž nebyl vykazován ani rostoucí ani klesající trend, proto je tedy hodnota ukazatele XL stanovena jako průměr skutečných hodnot, a to 1,39.

⁷ Čerpáno z: <http://www.patria.cz/kurzy/online/dluhopisy.html> on line dne 8.3.2010.

V následující Tab. 3.11 jsou na základě přírážek uvedených v Tab. 3.9 vypočteny hodnoty nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ v jednotlivých letech dle vzorce (2.7). Díky zjištění těchto hodnot bylo možné přistoupit ke stanovení nákladů celkového kapitálu zadlužené firmy $WACC_L$ v jednotlivých letech podle vzorce (2.11).

Tab. 3.11 Náklady celkového kapitálu firmy (v %)

Náklady / Roky	2010	2011	2012	2013	2014
$WACC_U$	21,40	21,17	17,33	16,53	16,65
$WACC_L$	20,78	20,63	16,95	16,21	16,36

Zdroj: vlastní zpracování

3.7 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity

V této podkapitole bude stanovena hodnota společnosti s využitím výnosové metody *DCF-Entity* s dvoufázovým přepočtem. Stanovení hodnoty podniku je počítáno pro potřeby případného prodeje podniku. Doba trvání první fáze je stanovena na čtyři roky (2010-2013), druhá fáze začíná pátým plánovaným rokem (2014) a předpokládá se nekonečné trvání společnosti.

V první řadě je nutné stanovit volné peněžní toky celkového kapitálu dle vzorce (2.4) teoretické části této práce. V následující Tab. 3.12 jsou uvedeny hodnoty pro výpočet volných peněžních toků celkového kapitálu analyzované společnosti. Data jsou přebrána z plánovaného výkazu o peněžních tocích uvedeného v Tab. 3.7. Při konstrukci *FCFF* bereme v úvahu investice do provozně nutného dlouhodobého majetku, které se vypočítají jako rozdíl stálých aktiv v roce t a $t-1$ a k tomuto rozdílu jsou připočteny odpisy.

Tab. 3.12 Stanovení peněžních toků *FCFF* na období 2010-2014 (v tis. Kč)

Položka / Rok	2010	2011	2012	2013	2014
<i>EBIT</i> (+)	13 500	14 162	14 576	14 646	14 262
<i>Odpisy</i> (+)	14 000	14 000	14 000	14 000	14 000
$\Delta\text{ČPK}$ (-)	1 894	4 883	2 603	4 962	4 228
<i>Investice</i> (-)	14 000	14 000	14 000	14 000	14 000
<i>FCFF</i>	11 606	9 280	11 972	9 684	10 034

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní již známe všechny okolnosti pro stanovení hodnoty společnosti metodou *DCF-Entity*, můžeme tedy v dalším kroku přistoupit k samotnému výpočtu, jehož postup je přehledně uveden v Tab. 3.13.

Tab. 3.13 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity (v tis. Kč)

Položky / Roky	2010	2011	2012	2013	2014
<i>FCFF</i>	11 606	9 280	11 972	9 684	10 034
<i>WACC_L</i>	0,2078	0,2063	0,1695	0,1621	0,1636
<i>Diskontní faktor</i>	0,8280	0,6864	0,5869	0,5051	0,4341
<i>dcFCFF</i>	9 609	6 369	7 027	4 891	4 355
<i>SH 1. fáze</i>	27 897,005				
<i>Pokračující hodnota</i>	61 321,764				
<i>SH 2. fáze</i>	30 972,608				
<i>Hodnota podniku</i>	58 869,614				

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je již zmíněno výše, u metody *DCF-Entity* je využit dvoufázový přepočít pro reálnější stanovení finančních toků. Z výsledků je zřejmé, že hodnota firmy na bázi entity stanovená dvoufázovou výnosovou metodou činí 58 869 614 Kč, přičemž hodnota první fáze je 27 897 005 Kč a druhé fáze 30 972 608 Kč.

Hodnota společnosti za první fázi je sumou hodnot v jednotlivých letech 2010-2013 dle vzorce (2.18) v teoretické části. V tomto vzorci násobíme peněžní toky *FCFF* diskontním faktorem v jednotlivých letech a tím získáme diskontované peněžní toky *dcFCFF* pro jednotlivá predikovaná léta první fáze (2010-2013). Pro stanovení hodnoty společnosti v druhé fázi je nutné nejprve přistoupit k výpočtu pokračující hodnoty dle vzorce (2.20). Ukázalo se, že pokračující hodnota udávající hodnotu firmy za druhou fázi k počátku druhé fáze činí 61 321 764 Kč. Současná hodnota společnosti v druhé fázi je určena podle vzorce (2.19), což je diskontování pokračující hodnoty k datu ocenění (1. 1. 2010).

3.7.1 Analýza citlivosti FCFF

Analýza citlivosti *FCFF* vyjadřuje, jaká hodnota podniku by vyšla, pokud by se změnily peněžní toky *FCFF* o určité procento.

Tab. 3.14 Hodnota podniku při změně FCFF o parametr α (v tis. Kč)

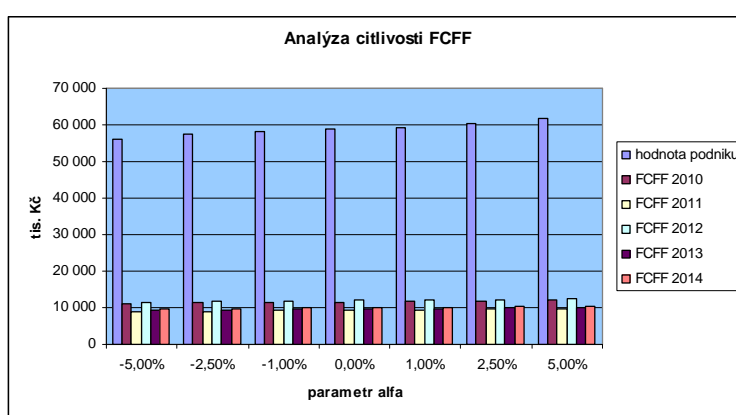
Parametr α	-5,00%	-2,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,50%	5,00%
<i>FCFF 2010</i>	11 025	11 315	11 490	11 606	11 722	11 896	12 186
<i>FCFF 2011</i>	8 816	9 048	9 187	9 280	9 372	9 512	9 744
<i>FCFF 2012</i>	11 374	11 673	11 853	11 972	12 092	12 272	12 571
<i>FCFF 2013</i>	9 200	9 442	9 587	9 684	9 781	9 926	10 168
<i>FCFF 2014</i>	9 532	9 783	9 934	10 034	10 134	10 285	10 536
<i>Hodnota podniku</i>	55 926,133	57 397,873	58 280,918	58 869,614	59 458,310	60 341,354	61 813,094
<i>Velikost změny (%)</i>	-5,00%	-2,50%	-1,00%	X	1,00%	2,50%	5,00%

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.14 jsou uvedeny hodnoty *FCFF* pro jednotlivé roky při změně o parametr α . V případě, že by došlo ke změně o $\pm 5\%$, hodnota *FCFF* by se zvýšila, příp. snížila o 581 tis. Kč v roce 2010. V tabulce jsou rovněž uvedeny hodnoty podniku při změně *FCFF* o parametr α . V případě, že by došlo ke změně peněžních toků v jednotlivých letech o $\pm 5\%$, hodnota podniku by se snížila, příp. zvýšila o rovněž o $\pm 5\%$.

V následujícím Obr. 3.1 jsou graficky zobrazeny hodnoty podniku při změně peněžních toků o parametr α . Jsou zde rovněž uvedeny hodnoty *FCFF* při změně o určité procento.

Obr. 3.1 Hodnota podniku při změně *FCFF* o parametr α



Analýza citlivosti je rovněž provedena při změně diskontního faktoru, kterým jsou náklady kapitálu *WACC*. Zjišťujeme tedy, jaká hodnota podniku by vyšla, pokud by se náklady celkového kapitálu změnilo o parametr β .

Tab. 3.15 Hodnota podniku při změně *WACC* o parametr β (v tis. Kč)

Parametr β	-5,00%	-2,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,50%	5,00%
<i>WACC 2010</i>	19,74%	20,26%	20,57%	20,78%	20,98%	21,30%	21,81%
<i>WACC 2011</i>	19,60%	20,11%	20,42%	20,63%	20,83%	21,14%	21,66%
<i>WACC 2012</i>	16,10%	16,52%	16,78%	16,95%	17,11%	17,37%	17,79%
<i>WACC 2013</i>	15,40%	15,80%	16,04%	16,21%	16,37%	16,61%	17,02%
<i>WACC 2014</i>	15,54%	15,95%	16,20%	16,36%	16,53%	16,77%	17,18%
Hodnota podniku	62 067,656	60 427,331	59 483,189	58 869,614	58 268,281	57 388,452	55 978,368
<i>Velikost změny (%)</i>	5,43%	2,65%	1,04%	X	-1,02%	-2,52%	-4,91%

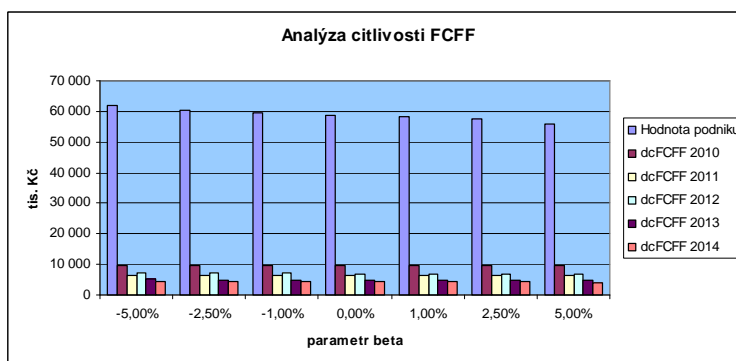
Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.15 jsou uvedeny hodnoty nákladů kapitálu při změnách o parametr β . Rovněž jsou v tabulce uvedeny hodnoty podniku při změnách *WACC* o určité procento,

včetně vyčíslení konkrétní změny. V případě, že by došlo ke zvýšení *WACC* o 5%, hodnota podniku by se snížila o 4,91%.

V následujícím Obr. 3.2 jsou graficky zobrazeny hodnoty podniku při změně nákladů kapitálu *WACC* o parametr β . V grafu je také pozorovat vývoj peněžních toků, které byly diskontovány prostřednictvím nákladů kapitálu.

Obr. 3.2 Hodnota podniku při změně *WACC* o parametr α



Z provedených výpočtů je zřejmé, že vyšších hodnot podniku je dosaženo při změnách nákladů na kapitál. Změna zisku a nákladů mají opačný vliv na hodnotu podniku. Při snížení *FCFF* o 5% by se hodnota podniku snížila rovněž o 5%, kdežto při snížení nákladů na kapitál *WACC* o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 5,43%. Při zvýšení *FCFF* o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 5% a při zvýšení *WACC* o 5% by se hodnota podniku snížila jen o 4,91%.

3.8 Stanovení hodnoty společnosti metodou *EVA-Entity*

Další výnosovou metodou pro stanovení hodnoty podniku, která je využita v této práci je *EVA-Entity*. Jedná se o nový model, který na rozdíl od modelů *DCF* nepracuje s cash flow, nýbrž s ukazatelem *EVA*. Tato metoda je rovněž přepočtena dvoufázově, kdy délka první i druhé fáze je shodná s předchozí metodou *DCF*. Stanovení hodnoty je pro potřeby případného prodeje podniku. Hodnoty jednotlivých komponent potřebných pro stanovení hodnoty podniku jsou uvedeny v následující Tab. 3.16.

Z výsledků uvedených v Tab. 3.16 je zřejmé, že hodnota firmy vyjádřená pomocí peněžních toků *EVA* stanovená dvoufázovou výnosovou metodou na bázi entity činí 57 446 117 Kč, přičemž hodnota první fáze je -24 727 190 Kč a hodnota druhé fáze je -24 551 693 Kč.

Tab. 3.16 Stanovení hodnoty společnosti metodou EVA-Entity (v tis. Kč)

Položky / Roky	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>NOPAT</i>		11564	12163	12567	12701	12474
<i>C</i>	106 270	108 164	113 047	115 650	120 612	124 841
<i>WACC</i>		0,2078	0,2063	0,1695	0,1621	0,1636
<i>C · WACC</i>		22 472	23 317	19 597	19 547	20 427
<i>EVA</i>		-10 908	-11 154	-7 030	-6 846	-7 954
<i>Diskontní faktor</i>		0,8280	0,6864	0,5869	0,5051	0,4341
<i>dcEVA</i>		-9 032	-7 656	-4 126	-3 458	-3 452
<i>SH 1. fáze</i>		-24 272,190				
<i>Pokračující hodnota</i>		-48 609,181				
<i>SH 2. fáze</i>		-24 551,693				
<i>MVA</i>		-48 823,883				
<i>Hodnota podniku</i>		57 446,117				

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.16 výše jsou přehledně vyčísleny jednotlivé položky pro stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou *EVA-Entity* s využitím dvoufázového přepočtu. Při využití této metody pracujeme s peněžním tokem nazvaným *EVA*, který je stanoven dle vzorce (2.15). Tento vzorec zahrnuje složku *NOPAT* neboli upravený zisk, od které odečítáme součin nákladu celkového kapitálu *WACC* a investovaného kapitálu *C*. Investovaný kapitál je součtem stálých aktiv a *ČPK*. Peněžní tok *EVA* je nutné převést na současnou hodnotu pomocí diskontování, čímž získáme diskontovanou hodnotu peněžních toků *dcEVA* pro jednotlivé plánované roky. Současná hodnota první fáze je součtem diskontovaných peněžních toků v letech 2010-2013 dle vzorce (2.18). Dříve než určíme hodnotu v druhé fázi, musíme přistoupit ke stanovení pokračující hodnoty podle vzorce (2.20). Ukázalo se, že pokračující hodnota udávající hodnotu firmy za druhou fázi k počátku druhé fáze činí -48 609 181 Kč. Současná hodnota druhé fáze je stanovena dle vzorce (2.19). Pro konečné stanovení hodnoty podniku je nutné vyčíslit tržní přidanou hodnotu *MVA*, jenž je sumou současných hodnot za první a druhou fázi a je ve výši -48 823 883 Kč. Pro stanovení hodnoty firmy se vychází z výchozí hodnoty investovaného kapitálu k datu ocenění a tržní přidané hodnoty *MVA* dle vzorce (2.17).

3.8.1 Analýza citlivosti EVA

Analýzu citlivosti ukazatele *EVA* na změnu hodnoty *NOPAT* lze vyjádřit následující rovnicí,

$$EVA_{1+\alpha} = NOPAT(1 + \alpha) - C \cdot WACC .$$

Parametr α charakterizuje relativní odchylku, která může být kladná nebo záporná, přičemž pomocí rovnice je vyjádřena celková hodnota včetně odchylky. Viz [2].

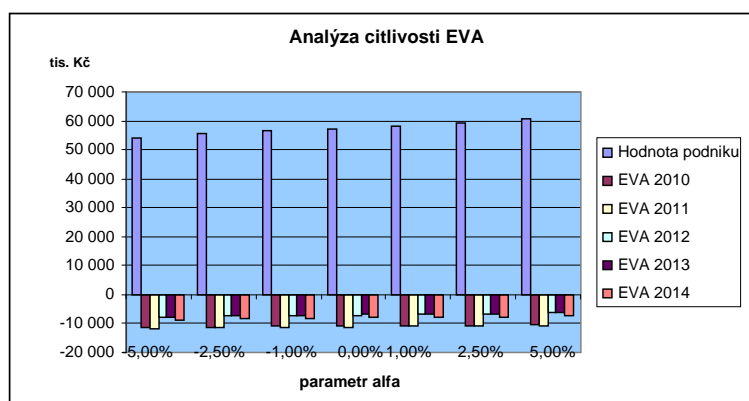
Tab. 3.17 Hodnota podniku a EVA při změně NOPAT o parametr α (v tis. Kč)

Parametr α	-5,00%	-2,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,50%	5,00%
EVA 2010	-11 486	-11 197	-11 024	-10 908	-10 793	-10 619	-10 330
EVA 2011	-11 762	-11 458	-11 276	-11 154	-11 033	-10 850	-10 546
EVA 2012	-7 658	-7 344	-7 156	-7 030	-6 904	-6 716	-6 402
EVA 2013	-7 482	-7 164	-6 973	-6 846	-6 719	-6 529	-6 211
EVA 2014	-8 577	-8 266	-8 078	-7 954	-7 829	-7 642	-7 330
Hodnota podniku	53 935,216	55 690,667	56 743,937	57 446,117	58 148,298	59 201,568	60 957,019
Velikost změny (%)	-6,11%	-3,06%	-1,22%	X	1,22%	3,06%	6,11%

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 3.17 zobrazuje hodnoty ukazatele *EVA* v jednotlivých letech při změně *NOPAT* o parametr α . V případě, že by došlo ke změně *NOPAT* o $\pm 5\%$, *EVA* by se zvýšila, příp. snížila o 578 tis. Kč v roce 2010. V Tab. 3.16 jsou rovněž uvedeny hodnoty podniku při změně *NOPAT* o parametr α . V případě, že by došlo ke změně zisku 5%, hodnota podniku by se snížila, příp. zvýšila o 6,11%.

Obr. 3.3 Hodnota podniku a EVA při změně NOPAT o parametr α



V Obr. 3.3 jsou zachyceny hodnoty podniku při změně zisku o určité procento. Rovněž je v grafu zobrazen vývoj ukazatele *EVA* při změnách *NOPAT* o parametr α .

Analýza citlivosti ukazatele *EVA* je také provedena na změnu hodnoty nákladů celkového kapitálu *WACC*, což lze vyjádřit následující rovnicí,

$$EVA_{1+\beta} = NOPAT - C \cdot WACC(1 + \beta).$$

Parametr β charakterizuje relativní odchylku, která může být kladná nebo záporná, přičemž pomocí rovnice je vyjádřena celková hodnota včetně odchylky. Viz [2].

V Tab. 3.18 je uvedena hodnota ukazatele *EVA* a hodnota podniku při změně nákladů celkového kapitálu *WACC* o parametr β . V případě, že by došlo ke změně *WACC* o $\pm 5\%$, *EVA* by se zvýšila, příp. snížila o 1 123 tis. Kč v roce 2010. V tabulce jsou rovněž uvedeny hodnoty podniku při změně *WACC* o určité procento. Z výpočtů je zřejmé, že pokud by se náklady kapitálu snížily o 5%, hodnota podniku by se zvýšila o 6,50%.

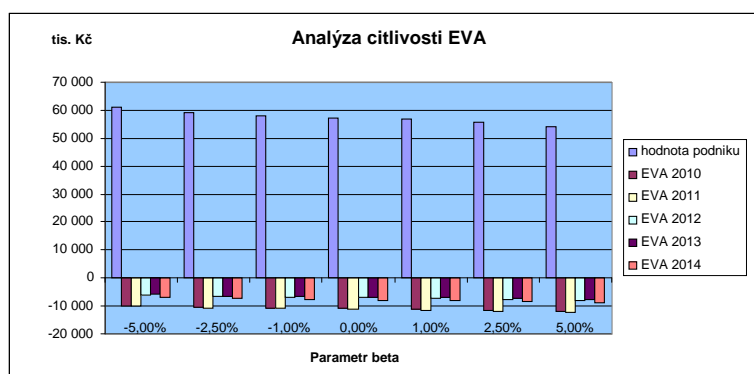
Tab. 3.18 Hodnota podniku a EVA při změně *WACC* o parametr β (v tis. Kč)

Parametr β	-5,00%	-2,50%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,50%	5,00%
<i>EVA 2010</i>	-9 785	-10 346	-10 684	-10 908	-11 133	-11 470	-12 032
<i>EVA 2011</i>	-9 988	-10 571	-10 921	-11 154	-11 387	-11 737	-12 320
<i>EVA 2012</i>	-6 050	-6 540	-6 834	-7 030	-7 226	-7 520	-8 010
<i>EVA 2013</i>	-5 869	-6 358	-6 651	-6 846	-7 042	-7 335	-7 824
<i>EVA 2014</i>	-6 932	-7 443	-7 749	-7 954	-8 158	-8 464	-8 975
Hodnota podniku	61 178,957	59 262,104	58 160,904	57 446,117	56 746,263	55 723,509	54 087,507
Velikost změny (%)	6,50%	3,16%	1,24%	X	-1,22%	-3,00%	-5,85%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky jsou rovněž zachyceny graficky v obr. 3.4., kde je možné pozorovat vývoj hodnoty podniku při změnách nákladů kapitálu o určité procento. V obr. 3.4 je také zobrazen vývoj peněžních toků *EVA* při změně *WACC* o parametr β .

Obr. 3.4 Hodnota podniku a EVA při změně *WACC* o parametr β



Z provedených výpočtů je zřejmé, že vyšších hodnot podniku je dosaženo při změnách nákladů na kapitál *WACC*. Jasně je, že změna zisku a nákladů mají opačný vliv na hodnotu podniku. Při snížení *NOPAT* o 5% by se hodnota podniku snížila o 6,11%, kdežto při snížení nákladů kapitálu o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 6,50%. Při zvýšení *NOPAT* o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 6,11% a při zvýšení *WACC* o 5% by se hodnota podniku snížila jen o 5,85%.

4 Zhodnocení a zdůvodnění dosažených výsledků

Cílem této práce je stanovení tržní hodnoty podniku k 1. 1. 2010 s využitím dvoufázových výnosových metod DCF-Entity a EVA-Entity. K aplikaci výnosových metod jsou využity účetní údaje společnosti KOVOS, a. s., která podniká v oblasti zpracovatelského průmyslu. Firma se od svého vzniku v roce 1995 zabývá výrobou regálů, polic, manipulační techniky jako jsou transportní vozíky, kolečka, rudly. Dále potom vyrábí stavební stojany a další kovové výrobky. Patří tak do odvětví OKEČ 28 – výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků (CZ-NACE 25) v rámci zpracovatelského průmyslu.

Důležitým krokem při procesu oceňování je zhodnocení aktuální ekonomické situace v ČR a také v odvětví, ve kterém podnik realizuje svou činnost. Tyto údaje jsou součástí strategické analýzy, která zahrnuje analýzu makroprostředí, mikroprostředí a také finanční analýzu vybraného podniku. Makroekonomická situace v zahraničí byla od roku 2008 zásadně ovlivněna přímými a nepřímými dopady finanční krize, což vedlo k silnému poklesu poptávky a postupnému sklouzávání do recese. Česká ekonomika krizí přímo zasažena nebyla, avšak její nepřímé dopady se začaly projevovat ve druhé polovině roku 2008. Současný výhled české ekonomiky je poměrně negativní, ale slabé oživení se předpokládá ke konci roku 2010. Mezi makroekonomické ukazatele, sledované v této práci v rámci ČR patří především HDP, inflace, vývoj úrokových sazeb a měnových kurzů, situace na trhu práce a v neposlední řadě také úroveň daňového zatížení. Vývoj HDP je v posledních letech nepříznivý, od roku 2007 se neustále snižuje především vlivem globální krize a s ní spojeným poklesem poptávky, která může přinést podnikům potíže s odbytem. K pozvolnému růstu, dle predikce ČNB, by mělo dojít v roce 2010. Co se týká inflace, tak ta byla v roce 2008 nejvyšší za posledních deset let, a to především díky růstu cen potravin, zvýšení sazby DPH a zvýšení výdajů na bydlení. V roce 2009 naopak došlo ke snížení inflace na úroveň 1%, a to především z důvodu snížení cen potravin, pohonných hmot a automobilů. V oblasti úrokových sazeb dochází v poslední době k sestupnému trendu. Vývoj kurzu koruny je v posledních letech značně rozkolísaný, kdy v první polovině roku koruna značně posílila, avšak v roce 2009 byl zaznamenán opačný trend. Kurzové riziko značně ovlivňuje podniky s velkým podílem vývozu, což je případ firmy analyzované v této práci. Rok 2009 je charakteristický růstem obecné míry nezaměstnanosti, která vzrostla oproti roku 2008 o 2,9 procentního bodu. V současné době je trendem snižování daňového zatížení u daně z příjmu na 19% v roce 2010, oproti tomu se předpokládá rostoucí trend DPH na 20% a 10% u snížené sazby.

Zpracovatelský průmysl v ČR je jedním z rozhodujících zdrojů tvorby HDP. Výroba kovových konstrukcí, kam spadá analyzovaný podnik, má trvale významné místo ve sféře celého zpracovatelského průmyslu a především pro strojírenský a automobilový průmysl je toto odvětví jedním z nejdůležitějších dodavatelů komponentů pro kompletaci konečných výrobků a zařízení. Přestože se v průběhu roku 2008 začal projevovat vliv narůstající celosvětové hospodářské krize, nevykazuje oddíl – výroba kovových konstrukcí, výrazné výkyvy. Jedním z hlavních důvodů této skutečnosti je, že byly realizovány dlouhodobé zakázky investičního charakteru. Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků v ČR má, po překonání dosud trvající recese, velmi dobré vyhlídky dalšího rozvoje v náročném konkurenčním prostředí především díky využití ve strojírenství a také ve stavebnictví.

Zhodnocení finanční situace vybraného podniku bylo provedeno prostřednictvím finanční analýzy, a to jak horizontální či vertikální analýzy, tak i prostřednictvím poměrových ukazatelů. V rámci analýzy majetku bylo zjištěno, že v průběhu sledovaného období od roku 2005 docházelo k nárůstu aktiv. Důvodem růstu aktiv byly především investice do obnovy strojního vybavení, rekonstrukce a do koupě drahých automobilů. Poměr stálých a oběžných aktiv na celkových aktivech je v současnosti téměř rovnocenný. Oběžná aktiva tvoří z 60% krátkodobé pohledávky, zbývající část pokrývají zásoby. Na straně pasiv je významnou položkou základní kapitál, který je tvořen 454 ks akcií. Podíl cizích zdrojů na celkových pasivech se pohybuje okolo 70%. Cizí zdroje představují bankovní úvěry, a to jak dlouhodobé, tak krátkodobé, avšak téměř 76% cizích zdrojů je tvořena krátkodobými závazky, což je pro odvětví podniku typické. Z hodnocení výsledků hospodaření je patrný nárůst výkonů, který je však ovlivněn devizovým kurzem koruny, kdy v roce 2008 silná koruna způsobila pokles obrátu. Společnost po všechna analyzovaná období generuje zisky, které jsou většinou použity na pokrytí ztrát z minulých let. Historicky nejvyšší hodnota zisku byla dosažena v roce 2009, což je přes probíhající ekonomickou krizi obdivuhodné. Zde je však nutné uvést, že se vycházelo z předběžných výkazů, které nebyly zasaženy optimalizačními úpravami před odevzdáním daňového přiznání. Optimalizační opatření v roce 2009 však budou, dle vyjádření zástupců firmy, nevýznamná a sníží předběžný hospodářský výsledek před zdaněním pouze o 10-20%.

Finanční situace podniku byla také zhodnocena prostřednictvím poměrových ukazatelů a to v oblasti finanční stability a zadluženosti, likvidity, aktivity a rentability. Celková zadluženost se pohybuje okolo 70% a je tvořena krátkodobými závazky, tento stav je pro dané odvětví typický. Úrokové zatížení je ve sledovaném období na vysoké úrovni, pozitivní je pokles na 30% v posledním roce. Likvidita podniku je ve sledovaném období na

nižší hodnotě oproti likviditě odvětví, ve kterém podnik působí, avšak pozitivní je stabilní trend. Společnost dlouhodobě pracuje se zápornou hodnotou ČPK v souvislosti s pravidelnými investicemi, zástupci firmy však předpokládají zlepšení tohoto ukazatele. Časová struktura pohledávek je stabilně dobrá, stejně jako bezproblémová doba obratu pohledávek, která vypovídá o dobré platební disciplíně odběratelů. Doba obratu krátkodobých závazků při jejich celkově dobré struktuře převyšuje ve všech analyzovaných letech dobu obratu pohledávek v průměru o 35 dní. To svědčí o silné pozici podniku ve vztahu k dodavatelům a odběratelům. Firma je tak schopná realizovat provozní financování nepřímými dodavatelskými úvěry. Z výpočtu ukazatelů rentability je patrný jejich nárůst v posledním analyzovaném roce, což je pozitivní signál. I přesto jsou ukazatele rentability na nízké úrovni. Pro podnik je typické vykazování vyššího zisku v průběhu roku, přičemž vlivem optimalizačních opatření pravidelně ve čtvrtém čtvrtletí jeho hodnota klesá. Závěrem finanční analýzy lze konstatovat, že společnost vykazuje ve všech analyzovaných oblastech v posledním roce zlepšení, což je vzhledem ke stávající ekonomické krizi obdivuhodné a svědčí o velmi dobré perspektivě podniku.

V rámci procesu oceňování s využitím výnosových metod bylo potřeba sestavit dlouhodobý finanční plán. Ten byl sestaven na období 2010-2014, zahrnuje výkaz zisku a ztráty, rozvahu a cash flow. Základním východiskem pro tvorbu finančního plánu byla účetní data z konce roku 2009, avšak hlavním indikátorem určujícím jednotlivé položky plánovaných účetních výkazů byly hodnoty předpokládané vedením společnosti. Zásadně platí, že u výnosových metod v závislosti na volbě metody a tím i peněžních toků musí být odpovídajícím způsobem stanoven jmenovatel, tedy diskontní faktor. V této práci je nutné stanovit náklady celkového kapitálu zadlužené firmy $WACC_L$, což bylo provedeno prostřednictvím stavebnicového modelu MPO.

Samotné ocenění bylo provedeno pomocí dvou metod. První metodou využitou pro stanovení hodnoty podniku byla dvoufázová výnosová metoda DCF na bázi entity, kdy první fáze byla stanovena na čtyři roky (2010-2014) a druhá fáze začíná pátým rokem (2014). Předpokládá se nekonečné trvání společnosti. Z výsledků je zřejmé, že hodnota firmy na bázi entity stanovená dvoufázovou výnosovou metodou DCF činí 58 869 614 Kč, přičemž hodnota první fáze je 27 897 005 Kč a druhé fáze 30 972 608 Kč. Zároveň se ukázalo, že pokračující hodnota udávající hodnotu firmy za druhou fázi k počátku druhé fáze činí 61 321 764 Kč. Rovněž byla provedena analýza citlivosti FCFF, která vyjadřuje hodnotu podniku, která by vyšla, kdyby se hodnota FCFF změnila o parametr α . Analýza citlivosti byla také provedena na změnu nákladů kapitálu WACC. Zjistíme tedy, jaká hodnota podniku by vyšla, pokud

by se náklady celkového kapitálu změnilo o parametr β . Z provedených výpočtů je zřejmé, že vyšších hodnot podniku je dosaženo při změnách nákladů na kapitál. Změna zisku a nákladů mají opačný vliv na hodnotu podniku. Při snížení FCFF o 5% by se hodnota podniku snížila rovněž o 5%, kdežto při snížení nákladů na kapitál WACC o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 5,43%. Při zvýšení FCFF o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 5% a při zvýšení WACC o 5% by se hodnota podniku snížila jen o 4,91%.

Další výnosovou metodou pro stanovení hodnoty podniku, která byla využita v této práci je EVA na bázi entity, kdy první fáze byla opět stanovena na čtyři roky a počátek druhé fáze je v roce 2014. Z výsledků je zřejmé, že hodnota firmy vyjádřená pomocí peněžních toků EVA stanovená dvoufázovou výnosovou metodou na bázi entity činí 57 446 117 Kč. Rovněž byla provedena analýza citlivosti EVA, která vyjadřuje, jaká hodnota podniku by vyšla, kdyby se hodnota NOPAT změnila o parametr α . Analýza citlivosti byla rovněž provedena na změnu nákladů kapitálu WACC o parametr β . Z provedených výpočtů je zřejmé, že vyšších hodnot podniku je dosaženo při změnách nákladů na kapitál WACC. Jasně je, že změna zisku a nákladů mají opačný vliv na hodnotu podniku. Při snížení NOPAT o 5% by se hodnota podniku snížila o 6,11%, kdežto při snížení nákladů kapitálu o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 6,50%. Při zvýšení NOPAT o 5% by se hodnota podniku zvýšila o 6,11% a při zvýšení WACC o 5% by se hodnota podniku snížila jen o 5,85%.

Při porovnání hodnot podniku dosažených aplikací dvou různých výnosových metod jsme dospěli k závěru, že hodnota podniku je poměrně nízká. Může to být způsobeno tím, že firma ve velké míře využívá cizích zdrojů (tvoří v průměru 70% celkového kapitálu), které tvoří krátkodobé závazky a bankovní úvěry. Hodnota vypočtená s využitím peněžních toků EVA je o něco málo nižší, což může být odůvodněno problémy s naplněním modelu hodnotami v podmínkách ČR. Hodnota podniku je rovněž ovlivňována vývojem nákladů celkového kapitálu, které jsou na poměrně vysoké úrovni. Náklady celkového kapitálu ovlivňuje vývoj bezrizikového výnosu, který je v prvních dvou letech poměrně vysoký, což se může projevit na požadovaném výnosu akcionáře i na ceně cizích zdrojů. Všechny tyto uvedené skutečnosti jsou signálem, že výkonnost analyzované společnosti neodpovídá množství investovaného kapitálu a proto je patrná i tendence záporné ekonomické přidané hodnoty. Je však na místě poznamenat, že propočet ukazatele EVA je pořád v ČR neobvyklý a při naplňování základního vzorce pro jeho propočet se potýkáme s celou řadou nejasností. Závěrem je nutné poznamenat, že vypočtené hodnoty podniku mají pouze informativní charakter a při případném prodeji podniku je nutné je brát s rezervou.

5 Závěr

Stanovení hodnoty podniku je velmi důležité pro vedení firmy, a to jak pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí, tak i k taktickému řízení podniku. Zvolení konkrétní metody oceňování je plně v kompetenci subjektu, který podnik oceňuje a závisí na impulsu, který k ocenění podniku vede.

Cílem této práce bylo stanovení tržní hodnoty vybraného podniku k 1. 1. 2010 s využitím dvoufázových výnosových metod DCF a EVA na bázi entity. Ocenění bylo provedeno na základě subjektivního ocenění pro potřeby případného prodeje podniku.

Práce je rozdělena do tří kapitol, přičemž první kapitola představuje teoretický základ pro oceňování podniku. V druhé kapitole je především aplikace vybraných metod oceňování na reálná data společnosti zpracovatelského průmyslu, KOVOS, a. s. Jsou zde však další důležité informace, analýzy a prognózy, bez kterých by nebylo možné hodnotu podniku stanovit. Třetí kapitola je celkovým zhodnocením a zdůvodněním výsledků všech propočtů, které vedly ke stanovení hodnoty podniku.

V první kapitole je objasnění základních pojmů, které souvisí s oceňováním podniku včetně důvodů, které k němu směřují. Je zde rovněž uveden postup celého procesu oceňování. Důraz je kladen na výčet základních metod oceňování se zaměřením na výnosové metody, které jsou v této práci využity pro praktickou aplikaci. Důležitou součástí procesu oceňování je finanční analýza, která je předmětem výkladu poslední podkapitoly.

V úvodu druhé kapitoly jsou shrnuta základní data o analyzovaném podniku zpracovatelského průmyslu včetně jeho pozice na trhu. V další části je provedena tzv. strategická analýza, která shrnuje makroekonomické prostředí v ČR a rovněž prostředí zpracovatelského průmyslu. Další podkapitola je zaměřena na finanční analýzu podniku, která byla provedena především prostřednictvím poměrových ukazatelů z období 2005-2009. Bylo zjištěno, že podnik je stabilní s větší zadlužeností, která vyplývá z druhu podnikání. Kladně lze hodnotit ukazatele aktivity s velmi dobrými dodavatelsko-odběratelskými vztahy. Ukazatele rentability jsou na nižší úrovni, vlivem optimalizačních opatření, která snižují hodnotu zisku ke konci roku. V posledním roce je vykazováno zlepšení ve všech analyzovaných oblastech, což je vzhledem ke stávající ekonomické krizi obdivuhodné. V další podkapitole je sestaven finanční plán na období 2010-2014, který je nezbytný pro aplikaci výnosových metod oceňování. Dalším krokem bylo stanovení nákladů na kapitál zadlužené firmy s využitím stavebnicového modelu MPO pro jednotlivá období.

První aplikovanou metodou ocenění byla dvoufázová výnosová metoda DCF na bázi entity, která je založena na diskontování peněžních toků prostřednictvím nákladů celkového kapitálu. Aplikací výše uvedené metody byla stanovena tržní hodnota podniku KOVOS, a. s. k 1. 1. 2009 na 58 869 614 Kč. Byla také provedena analýza citlivosti FCFF a ukázalo se, že v případě, že by došlo ke změně peněžních toků o $\pm 5\%$, hodnota podniku by se zvýšila, příp. snížila o 5%. V případě, že by došlo ke zvýšení WACC o 5%, hodnota podniku by se snížila o 4,91%. Peněžní toky a náklady kapitálu mají opačný vliv na hodnotu podniku.

Další aplikovanou metodou v této práci byla dvoufázová výnosová metoda EVA na bázi entity. Hodnota podniku stanovená touto metodou činí 57 869 614 Kč a ukázalo se, že na základě sestaveného plánu nebude tvořena hodnota pro vlastníky. Pozitivní je trend ekonomické přidané hodnoty směrem ke kladným hodnotám. Rovněž byla provedena analýza citlivosti EVA na změnu NOPAT a na změnu WACC o určité procento. Z výsledku je patrné, že v případě, že by došlo ke změně NOPAT o $\pm 5\%$, hodnota podniku by se zvýšila, příp. snížila o 6,11%. Analýza citlivosti peněžních toků EVA byla rovněž provedena na změnu nákladů kapitálu WACC a z výsledků je zřejmé, že pokud by se náklady celkového kapitálu snížily o 5%, hodnota podniku by se zvýšila o 6,50%. Je zřejmý opačný vliv změny NOPAT a nákladů na kapitál. Nepatrně vyšších hodnot podniku je dosahováno při změně WACC.

Hodnota vypočtená s využitím peněžních toků EVA je o něco málo nižší, což může být odůvodněno problémy s naplněním modelu hodnotami v podmínkách ČR. Dalším důvodem může být mírný růst NOPAT při razantnějším nárůstu investovaného kapitálu. Podstatný je rovněž vývoj nákladů celkového kapitálu, jak se ukázalo z analýzy citlivosti peněžních toků. Tyto skutečnosti mohou být signálem, že výkonnost analyzované společnosti neodpovídá množství investovaného kapitálu. Proto je také patrná tendence záporné ekonomické hodnoty a tím i nižší výsledné hodnoty podniku.

Všechny skutečnosti a samozřejmě výsledné hodnoty jsou zhodnoceny a zdůvodněny v poslední kapitole. Závěrem je nutné poznamenat, že vypočtené hodnoty podniku mají pouze informativní charakter a při případném prodeji podniku je nutné je brát s rezervou.

Námětem pro další zpracování by mohlo být stanovení hodnoty podniku s využitím odlišných metod např. na bázi equity, kdy je oceňován pouze vlastní kapitál a volné peněžní toky se vztahují pouze k vlastnímu kapitálu FCFE a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Využít lze také metodu kapitalizovaných zisků.

Seznam použité literatury

Zdroje literatury

- [1] COPELAND, T., KOLLET, T., MURRIN, J. Stanovení hodnoty firem. 1. vydání. Praha: Victoria Publishing, 1995. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- [2] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [3] FOTR, J. Podnikatelský plán a investiční rozhodování. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: Grada Publishing, 1999. 220 s. ISBN 80-7169-812-1.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. Finanční analýza: krok za krokem. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [6] MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [7] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [8] VALACH, J. a kol. Finanční řízení podniku. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 324 s. ISBN 80-247-0770-5.

Internetové zdroje

www.mpo.cz
www.justice.cz
www.czso.cz
www.cnb.cz
www.mfcr.cz
www.businessinfo.cz

Ostatní zdroje

Interní materiály vybraného podniku

Seznam zkratek

2T repo	Dvoutýdenní repo sazba
A	Aktiva
APM	Arbitrážní model oceňování
BU	Bankovní úvěry
BV _A	Hodnota celkového kapitálu
C	Celkový firemní kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CK	Cizí kapitál
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované peněžní toky
DDM	Dividendový diskontní model
DF	Koksování a rafinérské zpracování ropy
DG	Chemický a farmaceutický průmysl
DIV	Dividenda
DJ	Výroba kovů a kovodělných výrobků
DL	Výroba elektrických a optických přístrojů
DM	Výroba dopravních prostředků
DPH	Daň z přidané hodnoty
DPPO	Daň z příjmu právnických osob
EAR	Nerozdělený zisk
EAT	Čistý zisk (výsledek hospodaření za účetní období po zdanění)
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (provozní zisk)
EBITDA	Zisk před úhradou odpisů, úroků a daní
EBT	Zisk před zdaněním (hrubý zisk)
EU	Evropská unie
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Volné peněžní toky k vlastnímu kapitálu
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FCFF	Volné peněžní toky pro věřitele a vlastníky
g	Očekávaná míra růstu dividend
HDP	Hrubý domácí produkt
MF	Ministerstvo financí
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
O	Dluhopisy
OA	Oběžná aktiva
ODP	Odpisy
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
PH	Pokračující hodnota
PP	Pohotové platební prostředky
PZI	Přímé zahraniční investice

R	Náklady kapitálu
R_E	Náklady vlastního kapitálu
R_F	Bezriziková sazba
R_{finstab}	Riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
R_{LA}	Riziková přírážka za velikost podniku
RO_A	Obrat celkových aktiv
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	Rentabilita vlastního kapitál
ROS	Rentabilita tržeb
R_p	Riziková prémie
$R_{\text{podnikatelské}}$	Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
SRN	Spolková republika německo
t	Daňová sazba
T	Délka trvání první fáze
TR	Tržby
USD	Americký dolar
UZ	Úplatné zdroje
V	Hodnota podniku
VK	Vlastní kapitál
WACC	Celkové náklady kapitálu
$WACC_L$	Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
$WACC_U$	Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
XL	Průměrná hodnota celkové likvidity v odvětví
ZP	Zpracovatelský průmysl

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) 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 (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) 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 (bakalářskou) 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

.....

Markéta Langová

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

Příloha č. 1 Výkaz zisku a ztráty

Příloha č. 2 Rozvaha – Aktiva

Příloha č. 3 Rozvaha – Pasiva

Příloha č. 4 Výkaz Cash flow

Příloha č. 5 Poměrová analýza

Příloha č. 1 Výkaz zisku a ztráty

V	Výkaz zisku a ztráty Kovos, a. s.	ř.	tis. Kč				
			31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09
			A	A	A	A	N
II.	Výkony	4	412 412	490 810	572 676	545 229	597 997
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	405 006	481 738	573 968	546 117	601 984
2.	Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	6	7 125	8 626	-2 207	-888	-3 987
3.	Aktivace	7	281	446	915	0	0
B.	Výkonová spotřeba	8	317 377	390 361	466 184	425 696	418 334
1.	Spotřeba materiálu a energie	9	235 665	290 489	362 846	335 701	317 497
2.	Služby	10	81 712	99 872	103 338	89 995	100 837
+	Přidaná hodnota	11	95 035	100 449	106 492	119 533	179 663
C.	Osobní náklady	12	72 521	84 403	85 334	83 452	116 475
1.	Mzdové náklady	13	52 525	61 121	61 766	60 551	88 075
3.	Náklady na sociální zabezpečení	15	18 213	21 278	21 592	21 199	26 761
4.	Sociální náklady	16	1 783	2 004	1 976	1 702	1 639
D.	Daně a poplatky	17	224	387	305	183	244
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	11 627	10 271	9 929	10 983	15 068
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	19	7 689	29 094	13 347	5 165	9 879
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	20	9 940	24 644	8 209	5 116	12 241
V.	Zúčtování opravných položek do provozních výnosů	23	193	0	0	0	0
H.	Zúčtování opravných položek do provozních nákladů	24	0	182	0	0	0
VI.	Ostatní provozní výnosy	25	167 567	2 586	1 910	557	77
I.	Ostatní provozní náklady	26	171 335	825	1 154	381	7 229
*	Provozní výsledek hospodaření	29	4 837	11 417	16 818	25 140	38 362
XIV.	Výnosové úroky	44	27	5	4	2	7
P.	Nákladové úroky	45	1 907	2 204	2 955	4 005	2 750
XV.	Ostatní finanční výnosy	46	9 791	6 169	8 701	17 382	17 342
Q.	Ostatní finanční náklady	47	9 459	12 836	18 817	38 055	47 199
*	Finanční výsledek hospodaření	50	-1 548	-8 866	-13 067	-24 676	-32 600
S.	Daň z příjmů za běžnou činnost	51	1 475	883	1 138	102	0
1.	-splatná	52	1 704	1 106	1 367	152	0
2.	-odložená	53	-229	-223	-229	-50	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	54	1 814	1 668	2 613	362	5 762
XVII.	Mimořádné výnosy	55	14	8	66	7	112
T.	Mimořádné náklady	56	355	0	15	7	0
U.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	57	-89	2	0	0	0
1.	-splatná	58	-89	2	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	60	-252	6	51	0	112
***	Výsledek hospodaření za účetní období	62	1 562	1 674	2 664	362	5 874
	Výsledek hospodaření před zdaněním	63	2 948	2 559	3 802	464	5 874

Příloha č. 2 Rozvaha – Aktiva

A	Rozvaha Kovos, a. s.	ř.	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>
			31.12.05 A	31.12.06 A	31.12.07 A	31.12.08 A	31.12.09 N
	AKTIVA CELKEM	001	169 109	179 408	183 502	208 113	245 939
B.	Stálá aktiva	003	69 394	74 124	75 483	96 900	111 969
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	004	49	7	86	271	191
3.	Software	007	37	0	86	271	117
5.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	009	12	7	0	0	0
6.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	010	0	0	0	0	74
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	012	69 345	74 117	75 397	96 629	111 778
B.II.1.	Pozemky	013	3 966	4 154	4 315	4 582	4 357
2.	Stavby	014	53 323	59 082	58 582	54 928	54 135
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	015	10 464	8 437	9 998	27 693	38 403
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	019	1 592	2 444	1 082	9 276	14 883
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	020	0	0	1 420	150	0
C.	Oběžná aktiva	030	96 367	100 684	104 154	109 358	133 388
C.I.	Zásoby	031	46 185	51 636	50 010	46 951	47 258
C.I.1.	Materiál	032	27 196	24 011	24 743	22 528	27 209
2.	Nedokončená výroba a polotovary	033	15 304	20 792	11 715	13 867	13 275
3.	Výrobky	034	3 685	6 833	13 552	10 556	6 770
5.	Zboží	036	0	0	0	0	4
C.III.	Krátkodobé pohledávky	044	48 908	46 779	49 899	59 970	80 807
C.III.1.	Pohledávky z obchodního styku	045	35 611	38 789	40 385	49 745	65 048
4.	Stát - daňové pohledávky	048	8 350	7 990	9 514	10 225	15 727
7.	Jiné pohledávky	051	4 947	0	0	0	32
C.IV.	Finanční majetek	052	1 274	2 269	4 245	2 437	5 323
C.IV.1.	Peníze	053	215	161	567	297	737
2.	Účty v bankách	054	1 059	2 108	3 678	2 140	4 586
3.	Krátkodobý finanční majetek	055	0	0	0	0	0
4.	Nedokončený krátkodobý finanční majetek	056	0	0	0	0	0
D.	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	057	3 348	4 600	3 865	1 855	582
D.I.	Časové rozlišení	058	3 348	4 191	3 865	1 854	580
D.I.1.	Náklady příštích období	059	3 348	4 191	3 864	1 854	580
2.	Příjmy příštích období	060	0	0	1	0	0
D. II.	Dohadné účty aktivní	061	0	409	0	1	2

Příloha č. 3 Rozvaha – Pasiva

P	Rozvaha Kovos, a. s.	ř.	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
			31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09
			A	A	A	A	N
	PASIVA CELKEM	062	169 109	179 408	183 502	208 113	245 939
A.	Vlastní kapitál	063	46 805	48 479	51 143	51 505	57 379
A.I.	Základní kapitál	064	45 390	45 390	45 390	45 390	45 390
A.I.1.	Základní kapitál	065	45 390	45 390	45 390	45 390	45 390
A.II.	Kapitálové fondy	068	1	1	1	1	1
2.	Ostatní kapitálové fondy	070	1	1	1	1	1
A.III.	Fondy ze zisku	073	9 088	10 650	10 650	10 650	10 650
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	074	9 088	10 650	10 650	10 650	10 650
2.	Nedělitelný fond	075	0	0	0	0	0
3.	Statutární a ostatní fondy	076	0	0	0	0	0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	077	-9 236	-9 236	-7 562	-4 898	-4 536
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	078	612	612	0	0	362
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	079	-9 848	-9 848	-7 562	-4 898	-4 898
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	080	1 562	1 674	2 664	362	5 874
B.	Cizí zdroje	081	117 040	124 708	127 378	152 192	184 181
B.I.	Rezervy	082	2 771	0	2 306	2 256	2 256
4.	Odložený daňový závazek (pohledávka)	086	2 771	0	2 306	2 256	2 256
B.III.	Krátkodobé závazky	094	87 885	106 065	113 071	105 035	139 087
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	095	70 671	95 095	104 686	96 340	119 752
3.	Závazky k zaměstnancům	097	3 967	4 129	3 961	4 127	11 724
4.	Závazky ze sociálního zabezpečení	098	1 964	2 113	2 187	2 199	2 996
5.	Stát - daňové závazky a dotace	099	964	471	511	661	1 724
7.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem	101	0	2 548	0	0	0
8.	Jiné závazky	102	10 319	1 709	1 726	1 708	2 891
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	103	26 384	18 643	12 001	44 901	42 838
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	104	15 232	9 583	3 309	23 011	16 069
2.	Běžné bankovní úvěry	105	5 801	5 594	5 224	9 100	14 434
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	106	5 351	3 466	3 468	12 790	12 335
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	107	5 264	6 221	4 981	4 416	4 379
C.I.	Časové rozlišení	108	19	15	2	0	0
C.I.1.	Výdaje příštích období	109	19	15	2	0	0
C.II.	Dohadné účty pasivní	111	5 245	6 206	4 979	4 416	4 379

Příloha č. 4 Výkaz Cash flow

CF	Přehled o peněžních tocích – cash flow	ř.	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>	<i>tis. Kč</i>
			31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09
			A	A	A	A	N
	Kovos, a. s.						
P.	Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	1	879	1 274	2 269	4 245	2 437
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	2	3 289	2 551	3 751	464	5 762
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	3	15 566	5 654	10 277	14 937	20 173
1.	Odpisy stálých aktiv	4	11 627	10 271	9 929	10 983	15 068
2.	Změna stavu opravných položek, rezerv	5	-192	-2 366	2 535	0	0
3.	Zisk/ztráta z prodeje stálých aktiv	6	2 251	-4 450	-5 138	-49	2 362
5.	Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	8	1 880	2 199	2 951	4 003	2 743
A*	ČPT z prov. činnosti před zd., změnou prac. kapitálu a mimoř. pol.	9	18 855	8 205	14 028	15 401	25 935
A.2.	Změna potřeby pracovního kapitálu	10	-8 251	11 833	7 555	-13 603	14 144
1.	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a ostatních aktiv	11	-271	695	-2 385	-8 061	-19 564
2.	Změna stavu krátkodobých závazků z prov.činnosti a ost.pasiv	12	-6 921	16 589	8 314	-8 601	34 015
3.	Změna stavu zásob	13	-1 059	-5 451	1 626	3 059	-307
A**	ČPT z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	14	10 604	20 038	21 583	1 798	40 079
A.3.	Výdaje z plateb úroků	15	-1 907	-2 204	-2 955	-4 005	-2 750
A.4.	Přijaté úroky	16	27	5	4	2	7
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	17	-1 704	-1 106	-1 367	-152	0
A.6.	HV z mimořádné činnosti po zdanění	18	-252	6	51	0	112
A***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	19	6 768	16 739	17 316	-2 357	37 448
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	20	-16 065	-39 645	-19 497	-37 516	-42 378
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	21	7 689	29 094	13 347	5 165	9 879
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	22	1 180	0	0	0	0
B***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	23	-7 196	-10 551	-6 150	-32 351	-32 499
C.1.	Změna stavu dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků	24	0	2 548	-2 548	0	0
C.2.	Změna stavu bankovních úvěrů a finančních výpomocí	25	823	-7 741	-6 642	32 900	-2 063
C***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	32	823	-5 193	-9 190	32 900	-2 063
F.	Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků	33	395	995	1 976	-1 808	2 886
R.	Stav peněžních prostředků na konci období - dle výkazu CF	34	1 274	2 269	4 245	2 437	5 323
S.	Skutečný stav peněžních prostředků na konci období	35	1 274	2 269	4 245	2 437	5 323

Příloha č. 5 Poměrové ukazatele

Ukazatel	Vzorec	2005	2006	2007	2008	2009
Ukazatele stability a zadluženosti						
Podíl vlastního kapitálu na aktivech (%)	(2.29)	27,68	27,02	27,87	24,75	23,33
Majetkový koeficient	(2.30)	3,61	3,70	3,59	4,04	4,29
Celková zadluženost (%)	(2.31)	69,21	69,51	69,42	73,13	74,89
Zadluženost vlastního kapitálu	(2.32)	2,50	2,57	2,49	2,95	3,21
Úrokové krytí	(2.33)	2,55	2,16	2,29	1,12	3,14
Úrokové zatížení (%)	(2.34)	39,28	46,27	43,73	89,62	31,89
Ukazatele likvidity						
Celková likvidita	(2.35)	0,97	0,87	0,86	0,86	0,80
Pohotová likvidita	(2.36)	0,51	0,43	0,44	0,49	0,52
Okamžitá likvidita	(2.37)	0,01	0,02	0,03	0,02	0,03
Čistý pracovní kapitál (Kč)	(2.38)	-2670,00	-14441,00	-17609,00	-17567,00	-32468,00
Ukazatele aktivity						
Obrat celkových aktiv (počet obrátů/rok) - ROA	(2.39)	2,39	2,69	3,13	2,62	2,45
Obrat pohledávek (rychlost obratu - ROP)	$TR / \text{pohledávky}$	8,28	10,30	11,50	9,11	7,45
Obrat zásob (rychlost obratu - ROZ)	$TR / \text{zásoby}$	8,77	9,33	11,48	11,63	12,74
Obrat závazků krd. (rychlost obratu - ROzáv.)	$TR / \text{závazky}_{krd.}$	4,61	4,54	5,08	5,20	4,33
Doba obratu aktiv (dny)	(2.40)	150	134	115	137	147
Doba obratu pohledávek (dny)	$360 / RO_p$	43	35	31	40	48
Doba obratu zásob (dny)	$360 / RO_z$	41	39	31	31	28
Doba obratu závazků krd. (dny)	$360 / RO_{zav.}$	78	79	71	69	83
Ukazatele rentability						
Rentabilita aktiv ROA (%)	(2.41)	2,87	2,65	3,68	2,15	3,51
Rentabilita dlouhodobých zdrojů ROCE (%)	(2.42)	7,49	8,20	11,90	5,82	11,39
Rentabilita vlastního kapitálu ROE (%)	(2.43)	0,92	0,93	1,45	0,17	1,89
Rentabilita tržeb ROS (%)	$EBIT / TR$	1,20	0,99	1,18	0,82	1,43
Rentabilita tržeb ROS (%)	(2.44)	0,73	0,53	0,66	0,08	0,98
Rentabilita tržeb ROS (%)	EAT / TR	0,39	0,35	0,46	0,07	0,77