



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod  
Valuation of the Company by Means of Selected Methods

Student: Bc. Jan Skotnica  
Vedoucí diplomové práce: Ing. Aleš Kresta, Ph.D.

Ostrava 2015

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Jan Skotnica**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Téma: **Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod**  
**Valuation of the Company by Means of Selected Methods**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretická východiska oceňování podniku
  3. Charakteristika a analýza vybraného podniku
  4. Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: Wiley, 2006. 696 s. ISBN 978-04-717-5121-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš et al. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. rozš. a upr. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.


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


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Aleš Kresta, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015



  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 22. dubna 2015



.....  
Bc. Jan Skotnica

Na tomto místě bych chtěl poděkovat svému vedoucímu diplomové práce Ing. Aleši Krestovi, Ph.D. za odborné vedení, trpělivost a ochotu, kterou mi v průběhu zpracování diplomové práce věnoval.

# OBSAH

<b>1</b>	<b>ÚVOD.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....</b>	<b>6</b>
2.1	VYMEZENÍ PODNIKU JAKO PŘEDMĚTU OCENĚNÍ .....	6
2.2	CENA A HODNOTA PODNIKU .....	6
2.3	KATEGORIE HODNOTY PODNIKU .....	7
2.3.1	<i>Tržní hodnota</i> .....	7
2.3.2	<i>Subjektivní hodnota</i> .....	8
2.3.3	<i>Objektivizovaná hodnota</i> .....	9
2.3.4	<i>Kolínská škola</i> .....	10
2.4	DŮVODY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	11
2.5	POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU .....	11
2.5.1	<i>Sběr vstupních dat</i> .....	12
2.5.2	<i>Strategická analýza podniku</i> .....	12
2.5.3	<i>Finanční analýza podniku</i> .....	14
2.5.4	<i>Sestavení finančního plánu podniku</i> .....	24
2.6	METODY STANOVENÍ NÁKLADŮ KAPITÁLU.....	27
2.6.1	<i>Náklady na celkový kapitál</i> .....	28
2.6.2	<i>Náklady na cizí kapitál</i> .....	28
2.6.3	<i>Náklady na vlastní kapitál</i> .....	29
2.7	METODY STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU .....	32
2.7.1	<i>Fázové metody</i> .....	33
2.7.2	<i>Výnosové metody ocenění</i> .....	35
2.7.3	<i>Majetkové metody</i> .....	39
2.7.4	<i>Komparativní metody</i> .....	40
2.7.5	<i>Kombinované metody</i> .....	40
2.8	REGRESNÍ ANALÝZA .....	41
2.9	SIMULACE NÁHODNÉHO VÝVOJE VELIČIN .....	41
2.10	CHOLESKÉHO ALGORITMUS .....	42
2.11	ITERAČNÍ POSTUP PRO STANOVENÍ TRŽNÍ STRUKTURY KAPITÁLU .....	42
<b>3</b>	<b>CHARAKTERISTIKA A ANALÝZA VYBRANÉHO PODNIKU.....</b>	<b>44</b>
3.1	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI A JEJÍ VÝVOJ .....	44
3.2	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	45
3.2.1	<i>Analýza vnějšího potenciálu</i> .....	46

3.2.2	<i>Analýza vnitřního potenciálu</i> .....	49
3.3	FINANČNÍ ANALÝZA.....	53
3.3.1	<i>Vertikální analýza</i> .....	53
3.3.2	<i>Horizontální analýza</i> .....	55
3.3.3	<i>Analýza poměrovými ukazateli</i> .....	57
3.4	SWOT ANALÝZA.....	60
<b>4</b>	<b>APLIKACE VYBRANÝCH METOD PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU</b> .....	<b>62</b>
4.1	FINANČNÍ PLÁN.....	62
4.1.1	<i>Plán tržeb</i> .....	62
4.1.2	<i>Plán provozní ziskové marže</i> .....	65
4.1.3	<i>Plán čistého pracovního kapitálu</i> .....	66
4.1.4	<i>Plán investic</i> .....	66
4.1.5	<i>Plán financování</i> .....	67
4.2	STANOVENÍ NÁKLADŮ KAPITÁLU .....	68
4.3	STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI .....	69
4.3.1	<i>Aplikace metody DCF – Entity</i> .....	69
4.3.2	<i>Aplikace metody EVA – Entity</i> .....	71
4.4	KOMPARACE A ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ .....	73
<b>5</b>	<b>ZÁVĚR</b> .....	<b>75</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY</b> .....	<b>76</b>
	<b>SEZNAM ZKRATEK</b> .....	<b>79</b>
	<b>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE</b>	
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	
	<b>PŘÍLOHY</b>	

# 1 ÚVOD

V souvislosti s novodobými ekonomickými trendy proces oceňování podniku neustále nabývá na významnosti. Globalizační trendy společně s každodenním prodejem či koupí podniků, fúzí nebo rozdělením společností, vstupů na burzu aj. vedou ke zvyšování potřeby znalosti hodnoty podniku.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti PEGAS NONWOVEN S.A. společně s rozdělení pravděpodobnosti této hodnoty k datu 1. 4. 2015. Dílčím cílem této práce je porovnání hodnot získaných pomocí jednotlivých metod a také v rámci jedné metody vycházející jak z tržní struktury kapitálu, tak původní účetní struktury kapitálu stanovené v rámci finančního plánu. Pro odhad hodnoty společnosti jsou využity dvě výnosové oceňovací metody, konkrétně metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty.

Celá práce je rozdělena do pěti kapitol. První a poslední kapitola tvoří úvod a závěr. Druhá kapitola je zaměřena na základní teoretické východiska oceňování podniku. V rámci této kapitoly jsou nejprve vymezeny základní pojmy nezbytné pro pochopení dané problematiky včetně bližšího popisu doporučeného postupu pro oceňování podniku. Následně jsou uvedeny možnosti určení nákladu kapitálu společně s přehledem základních oceňovacích metod. V závěru kapitoly je vysvětlena podstata regresní analýzy, simulace náhodného vývoje veličin a iteračního postupu pro stanovení tržní struktury kapitálu.

V úvodu třetí kapitoly je popsána oceňovaná společnost PEGAS NONWOVENS S.A. Dále je zpracována strategická a finanční analýza oceňovaného podniku, jejichž závěry jsou na konci této kapitoly shrnuty SWOT analýzou.

Obsahem čtvrté kapitoly je tvorba dlouhodobého finančního plánu, stanovení nákladu na celkový kapitál pomocí stavebnicové metody a samotná aplikace vyhraných oceňovacích metod na konkrétní podnik. V závěru této kapitoly je nakonec provedeno zhodnocení dosažených výsledků a jejich vzájemná komparace.



## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Tato kapitola je zaměřena na vymezení základních teoretických východisek pro oceňování podniku, které jsou následně v praktické části práce aplikovány na konkrétní podnik. V kapitole jsou vymezeny základní pojmy nezbytné pro pochopení dané problematiky společně s teoretickým popisem jednotlivých kroků oceňovacího procesu včetně metod, které jsou použity ke stanovení hodnoty podniku.

Teoretické poznatky uvedené v této kapitole vychází převážně z následující odborné literatury: Damodaran (2006), Dluhošová (2010), Kislingerová (2001), Mařík (2011) a Sedláčková (2006).

### 2.1 Vymezení podniku jako předmětu ocenění

Před samotným oceněním je zejména nezbytné přesné vymezení předmětu ocenění, tedy pojmu podnik. Dle původní úpravy byl v obchodním zákoníku podnik definován 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.“<sup>1</sup> Avšak v souvislosti s nabytím platnosti nového občanského zákoníku byl pojem podnik nahrazen novým pojmem obchodní závod, který je vymezen následovně: „Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“<sup>2</sup> Nedošlo tím tedy pouze k terminologické změně tohoto pojmu, ale také ke změně věcné.

### 2.2 Cena a hodnota podniku

V rámci oceňování je nezbytné rozlišovat pojmy cena a hodnota podniku. Pod pojmem cena je chápána konkrétní částka, za kterou je dané aktivum v daném čase a místě směněno. Slouží k zajištění efektivního fungování tržního mechanismu, jelikož plní funkci zprostředkovatele mezi nabídkou a poptávkou. Na cenu nepůsobí pouze nabídka a poptávka, ale celá řada dalších faktorů, např. situace na trhu, vývojová fáze ekonomiky, psychologické faktory apod. Oproti tomu hodnota je zase odhadnutá pravděpodobná cena, za kterou by

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5, odst. 1.

<sup>2</sup> Zákon č. 59/2012 Sb., občanský zákoník, § 502

dané aktivum mělo být směněno. Je jí tedy vyjádřena částka, kolem níž by se cena daného aktiva měla pohybovat.

Podnik je možné ocenit ve dvou základních úrovních, a to buď v tzv. brutto hodnotě, nebo v hodnotě netto. Brutto hodnota v sobě zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele, tudíž představuje hodnotu podniku jako celku. Netto hodnota oproti tomu v sobě obsahuje pouze hodnotu na úrovni vlastníků podniku. Jedná se tedy pouze o ocenění na úrovni vlastního kapitálu.

## **2.3 Kategorie hodnoty podniku**

Hodnota podniku je vesměs veličinou subjektivní odpovídající pohledu konkrétního účastníka. V rámci stanovení této veličiny lze tedy rozlišovat několik základních kategorií hodnot podniku, které se odvíjejí zejména od způsobu odhadu budoucího vývoje, účelu ocenění a subjektu, z jehož hlediska je tato hodnota určována. Dle Mařík (2011) se postupně z těchto východisek vyvinuly čtyři základní přístupy k ocenění podniku:

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

### **2.3.1 Tržní hodnota**

Z ekonomického hlediska by tržní hodnota měla být odhadem rovnovážné ceny, tzn. ceny vyrovnávající tržní nabídku a tržní poptávku. Tržní cenou je určeno, kolik je ochoten běžný zájemce na trhu zaplatit. Jejím základním východiskem je existence trhu, na němž se nachází více kupujících a prodávajících, díky čemuž jsou vytvořeny podmínky pro vznik této ceny. Jedná se tedy o nezávislý pohled na podnik mnoha subjekty bez emocí.

Podle Mezinárodních oceňovacích standardů (*IVS – International Valuation Standards*) je pojem tržní hodnota definován takto: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datumu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a

*dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*<sup>3</sup>

Tržní hodnotu je vhodné použít při uvádění podniku na burzu, pro transformace či sloučení, studii reálnosti investičních záměrů a zejména jako podklad při plánovaném prodeji podniku v případě, kdy zatím není znám konkrétní kupující.

### **2.3.2 Subjektivní hodnota**

Subjektivní hodnotou se rozumí přístup k podniku jako k jedinečnému jevu. Základní rozdíl oproti tržní hodnotě zde hraje individuální zájem kupujícího. Při určování této hodnoty jsou proto klíčové především individuální názory daných účastníků transakce, neboť právě ti posuzují jim možné plynoucí užitky z daného podniku. Tato hodnota je tudíž založena zejména na odhadu budoucího vývoje, do kterého se promítají individuální očekávání jednotlivých subjektů. Subjektivní hodnota bývá také nazývána jako hodnota investiční, jelikož představuje hodnotu z pohledu investora.

Rovněž tato subjektivní, neboli investiční hodnota, má svoji definici v Mezinárodních oceňovacích standardech, která je specifikována následovně: *“Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován za tržní hodnotu investičního majetku.*<sup>4</sup>

Při oceňování na základě subjektivní hodnoty vychází budoucí peněžní toky výhradně z představ manažerů oceňovaného podniku, případně investora, a diskontní míra pro projekci budoucích výnosů je určena z možných investičních alternativ subjektu, z jehož hlediska je oceňování prováděno.

Tuto hodnotu je vhodné použít především při rozhodování o koupi či prodeji, kdy jednotliví účastníci transakce vnímají subjektivní hodnotu jako horní, resp. dolní hranici ceny. Dále při rozhodování o sanaci či likvidaci a také v případě ocenění pro konkrétní

---

<sup>3</sup> *International Valuation Standards 2005*. London: International Valuation Standard Committee, 2005, str. 82

<sup>4</sup> *International Valuation Standards 2005*. London: International Valuation Standard Committee, 2005, str. 94

subjekt, kde výsledná hodnota je přizpůsobena individuálnímu očekávání budoucího vývoje daného subjektu.

### 2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Tento přístup neuznává subjektivní náhled a snaží se své výstupy do určité úrovně přiblížit jakési vysněné všeobecně platné hodnotě podniku neboli objektivní hodnotě. Ta ovšem v realitě neexistuje, tudíž si tento přístup klade za cíl stanovit alespoň tzv. hodnotu objektivizovanou.

Podle německých oceňovacích standardů je objektivizovaná hodnota definována následovně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ (Mařík, 2011, s. 27)

Objektivizovaná hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných skutečnostech relativních k datu ocenění a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady, postupy a náležitosti. Tato hodnota tedy vychází z odhadu školených profesionálů, kdy v sobě v minimální míře zahrnuje subjektivní prvky tak, aby výsledky ocenění na základě této hodnoty od několika nezávislých znalců vykazovaly minimální rozdíly. Oceňovací standardy všeobecně zmiňují tyto základní zásady:

- udržování substance – z podniku lze vybírat pouze takové množství peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance),
- volný zisk – ocenění je založeno na tzv. volném zisku, což je ta část zisku, kterou lze vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku,
- nepotřebný majetek – majetek podniku je rozdělen do dvou částí, kdy výnosové ocenění se provádí pouze pro majetek nezbytně nutný pro podnikání a zbylý majetek je oceněn samostatně,
- možnosti změn – při ocenění podniku se vychází ze stavu v okamžiku ocenění a následující vývoj v podnikání je určen v návaznosti na konkrétní situaci,

- metoda – metoda ocenění by měla být jasná, jednoznačná a nezávislá na osobě oceňovatele tak, aby jiný oceňovatel dospěl k identickým či téměř totožným výsledkům.

Jelikož při ocenění na základě tohoto přístupu je kladen vysoký důraz na analýzu minulosti a přítomnosti, kdy odhad budoucího vývoje v sobě obsahuje pouze prokazatelné a zdůvodnitelné skutečnosti, nejsou v tomto přístupu brány v úvahu strategické záměry vlastníků a tím vlastně nezahrnuje růstové příležitosti podniku. Z tohoto důvodu objektivizovaná hodnota představuje jakousi dolní hranici ocenění, tudíž by skutečná hodnota konkrétního vlastníka měla být nejméně na této úrovni. Pokud bychom přidali k objektivizované hodnotě obecná a individuální očekávání, dostali bychom hodnotu investiční.

Objektivizovanou hodnotu je vhodné použít v situacích, ve kterých je kladen důraz na současný stav, např. při poskytování úvěru, zjišťování reálné bonity a zdraví podniku.

#### **2.3.4 Kolínská škola**

Tento přístup je typický pro kontinentální Evropu, kde získala značné uznání nejenom na teoretické a akademické úrovni, ale především v samotné oceňovací praxi. Důvodem je obecně problematické ocenění tržní hodnotou v evropských zemích z důvodu omezenosti tržního prostředí a jeho netransparentnosti.

Kolínská škola je založena na subjektivním přístupu k oceňování podniku, v němž se pokouší zahrnout nejvhodnější části předchozích pojetí. Tento přístup pracuje s myšlenkou, že není podstatné, na základě jakých podmětů je podnik oceňován, ale jakou funkci má toto ocenění plnit. Vymezuje tedy kategorie hodnot v závislosti na funkcích, které by ocenění mělo splňovat. Mezi tyto zmíněné funkce patří:

- funkce poradenská – poskytuje informace o minimální ceně, za kterou je prodávajícího ochoten prodat a maximální ceně, za kterou je kupující ochoten koupit,
- funkce rozhodčí – představuje výkon nezávislého oceňovatele (rozhodčího), jehož úkolem je odhadnutí hraničních hodnot jednotlivých zúčastněných stran a v závislosti na zjištěném rozpětí určit spravedlivou hodnotu,

- funkce argumentační – základním účelem je nalezení argumentů, které by nejen měly vést ke zlepšení pozice dané strany při jednání, ale také by měly fungovat jako podklad pro vyjednávání,
- funkce komunikační – zajištění podkladů pro komunikaci s veřejností, především pak s věřiteli, investory a bankami,
- funkce daňová – vyplývá z potřeb daňových účelů.

## 2.4 Důvody pro oceňování podniku

Existuje mnoho odlišných podmětů pro stanovení hodnoty podniku. Ocenění je zejména nezbytné při koupi a prodeji podniku, fúzí a akvizicích, uvádění podniku na burzu a bezpochyby také při rozhodování o možnostech sanace a likvidace podniku. Existuje zde ale také celá řada odlišných důvodů souvisejících se vstupem nových společníků do společnosti, hodnocením reálné bonity podniku, emisí akcií apod.

Obecně lze jednotlivé důvody rozdělit do dvou základních skupin, a to v závislosti na tom, zdali dochází či nedochází k vlastnickým změnám. K ocenění souvisejícím s vlastnickými změnami dochází především v případech koupě a prodeje podniku, v souvislosti s plánovanou fúzí, převzetím a rozdělením společnosti nebo v případech nepeněžního vkladu vlastníka do obchodní společnosti. Mezi konkrétní případy ocenění, kdy k vlastnickým změnám nedochází, patří zejména změna právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s rozhodováním o možnostech sanace a likvidace podniku a hodnocením reálné bonity při poskytování úvěru.

Ovšem Mařík (2011) tvrdí, že ve všech případech u každého ocenění by mělo být jasně určeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.

## 2.5 Postup při ocenění podniku

Oceňování podniku je velice obtížným úkonem, při kterém se aplikace jednotlivých kroků odvíjí v závislosti na konkrétních případech a daných situacích. Před zahájením oceňování podniku je tudíž nezbytné si vyjasnit, z jakého důvodu bude ocenění provedeno a jaká hodnota by měla být výsledkem tohoto ocenění. Volba technik a jednotlivých postupů je pak podřízena funkcím, které by dané ocenění mělo plnit. Existuje určitý veřejně uznávaný všeobecný postup, který je vhodné dodržet. Jednotlivé kroky tohoto postupu jsou:

- sběr vstupních dat,
- analýza dat (strategická analýza, finanční analýza a rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná),
- sestavení finančního plánu,
- ocenění (volba metod ocenění a souhrnné ocenění podniku).

### 2.5.1 Sběr vstupních dat

Hodnota podniku se neodvíjí pouze od vybraných metod ocenění, způsobů stanovení nákladů kapitálu a časovém horizontu, pro které je ocenění provedeno, ale zároveň od vstupních údajů, jež se netýkají pouze samotného podniku, ale také prostředí, ve kterém se daný podnik nachází. Nezbytnou součástí těchto údajů je ovšem jejich kvalita, ověřenost a dostatečné množství. Dle Mařík (2011) jsou za nejdůležitější data, ze kterých by se mělo při oceňování vycházet, definována jako:

- základní data o podniku (název a právní forma společnosti, identifikační číslo, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura podniku a informace o historii podniku),
- ekonomická data (účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů a podnikové plány),
- základní data o trhu (vymezení relevantního trhu, velikost, vývoj, segmentace, faktory atraktivity a faktory vývoje tohoto trhu),
- konkurence na relativním trhu (hlavní přímí konkurenti, možné substituty a bariéry vstupu do odvětví),
- odbyt a marketing (struktura odbytu, produkty a jejich ceny, odbytové cesty, reklama a výzkum podniku),
- výroba a dodavatelé (certifikáty, řízení kvality, charakter výroby, kapacity podniku, stav dlouhodobého majetku a struktura dodávek a dodavatelů),
- zaměstnanci (struktura, kvalifikace, situace na trhu práce, produktivita práce, personální náklady a atmosféra na pracovišti).

### 2.5.2 Strategická analýza podniku

Jak uvádí Mařík (2011, s. 26) je „*strategická analýza klíčovou fází oceňovacího procesu. Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál*

*oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje.*“ Výnosovým potenciálem je zde myšleno stanovení možného vývoje tržeb podniku do budoucna.

Vnější potenciál lze souhrnně vyjádřit jako příležitosti a ohrožení, jež jsou vázány k podnikatelskému prostředí, ve kterém oceňovaný podnik působí. Pomocí analýzy vnitřního potenciálu se zjišťuje, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit rizikům s ním spojeným. Komplexním vyjádřením vnitřního potenciálu je přehled silných a slabých stránek podniku s důrazem na identifikaci možných konkurenčních výhod a nevýhod.

Strategická analýza je komplexní přístup k posouzení podniku v rámci jeho okolí. Má plnit tři základní úlohy, a to identifikovat rizikové faktory, určit dlouhodobou perspektivu a následně vývoj tržeb daného podniku. Tudíž je důležitým předpokladem věrohodnosti ocenění podniku, jelikož výsledek ocenění bez ověření toho, zda má podnik do budoucna nějakou perspektivu, je bezcenný.

### **Analýza vnějšího potenciálu**

Efektivita podniku a jeho úspěšnost je z velké části ovlivněna vývojem makroprostředí. Podle Sedláčková (2006, s. 16) *„makrookolí zahrnuje vlivy a podmínky, jež vznikají mimo podnik a obvykle bez ohledu na jeho konkrétní chování. Podnik zde prakticky nemá bezprostřední možnost aktivně stav tohoto okolí ovlivňovat (s výjimkou týkající se velkých podniků), může však svým rozhodováním na ně aktivně reagovat, připravit se na určité alternativy, a tím ovlivnit nebo změnit směr svého vývoje.“* Z tohoto důvodu je nezbytné sledovat jednotlivé vlivy a podmínky, v nichž podnik působí, analyzovat jejich stav a zároveň vývoj jak v současnosti, tak v minulosti a následně jejich budoucí vývoj předpovídat. Nezbytnou součástí je zde stanovení délek jednotlivých období, do jakého historického bodu jsou vstupní údaje relevantní a do kdy jsme schopni v návaznosti na historické období jejich budoucí vývoj přesně predikovat. Makroprostředí podniku je tvořeno celkovým politickým, ekonomickým, sociálním a technologickým rámcem, v němž se podnik pohybuje, kdy podstatné není zkoumat jednotlivé části zvlášť, ale dohromady jako jeden velký celek.

Nejdůležitějším analyzovaným prostředím je prostředí ekonomické vycházející z ekonomické situace země a hospodářské politiky státu. Mezi základní ukazatele, které jsou



zkoumány ve většině případů, patří tempo ekonomického růstu, vývoj hrubého domácího produktu, míra inflace, fáze hospodářského cyklu, výše úrokových sazeb a v případech, kdy firma operuje na zahraničních trzích, je také důležitým ukazatelem devizový kurz. Dále mezi tyto ukazatele může patřit vývoj mezd, míry nezaměstnanosti, peněžní nabídky apod. Politické a legislativní faktory představují pro podniky významné příležitosti, ale zároveň také ohrožení. Tyto faktory tvoří společenský systém, v němž firmy uskutečňují svoji činnost. Patří zde zejména národní a zahraniční politická stabilita, regulace dovozu a vývozu, cenová politika, daňové a protimonopolní zákony, ochrana životního prostředí a mnohá řada dalších aktivit spojených s ochranou lidí, ať již v roli spotřebitelů či zaměstnanců. Technologické faktory obecně představují inovační potenciál země, jenž podniku umožní zefektivnit produktivitu práce, snížit náklady, a tím docílit vyšší konkurenceschopnosti podniku. Sociální faktory jsou spojeny s danou společností, její strukturou, sociální skladbou obyvatelstva, společenskými a kulturními zvyky.

### **Analýza vnitřního potenciálu**

Analýza vnitřního potencionálu slouží k identifikaci základních charakteristických znaků odvětví, v němž se podnik pohybuje, a následné prognóze vývoje tohoto odvětví. V podstatě shrnuje údaje o přímých konkurentech, klasifikuje vývoj tržního podílu a určuje přímé a nepřímé faktory konkurenční síly. Pomocí této analýzy jsou získány informace o konkurenční síle daného podniku, míře do jaké je podnik schopen využít příležitosti vyplývající z daného trhu a míře do jaké je schopen čelit možným hrozbám.

Po aplikaci jednotlivých analýz je možné z jejich dílčích částí sestavit tzv. SWOT analýzu, která tudíž v sobě obsahuje jak vnitřní, tak i vnější faktory. Mezi vnitřní faktory patří silné a slabé stránky podniku a mezi vnější faktory příležitosti a hrozby podniku. Cílem této souhrnné analýzy je určit v jaké míře jsou současné strategie firmy a jí specifická silná a slabá místa relevantní a schopná vypořádat se se změnami nastávajícími v prostředí.

### **2.5.3 Finanční analýza podniku**

Stejně jako strategická analýza je finanční analýza nedílnou součástí oceňování podniku. Dluhošová (2010, s. 71) uvádí, že *„finanční situace podniku je souhrnným vyjádřením úrovně všech jeho podnikových aktivit, kterými se podnik na trhu prezentuje. Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní*

*činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti.*“ Účelem finanční analýzy je za pomoci různých metod a postupů zhodnotit finanční situaci podniku jak v minulosti, současnosti, tak i v budoucnosti, jelikož v rámci této analýzy nejde pouze o hodnocení jevů uplynulých období, ale především o prognózu finančních perspektiv podniku. Slouží zejména k zjištění finančního zdraví podniku, identifikaci jeho silných a slabých stránek a jako podklad pro vypracování finančních plánů.

Základní vstupy nezbytné pro vypracování finanční analýzy jsou obsaženy v účetních výkazech. Patří zde rozvaha, jež v sobě zahrnuje informace o struktuře majetku a zdrojích, kterými je tento majetek financován, výkaz zisku a ztráty, který podává informace o veškerých výnosech a nákladech společnosti v průběhu roku společně s výsledkem hospodaření, a nakonec výkaz Cash Flow obsahující pohyby peněžních toků.

Existuje celá řada odlišných metod hodnocení finančního zdraví podniku. Tyto metody lze rozdělit na dvě základní skupiny, a to na metody deterministické a metody matematicko-statistické. Deterministické metody, jež jsou standardními nástroji pro běžné finanční analýzy v podniku, slouží především k analýze vývoje a odchylek pro menší počet období. Mezi tyto metody patří horizontální a vertikální analýza, poměrová analýza, analýza soustav ukazatelů a analýza citlivosti. Matematicko-statistické metody, které oproti předchozím metodám vycházejí z údajů delších časových řad, jsou zejména využívány k posouzení determinantů a faktorů vývoje a ke stanovení kauzálních závislostí a vazeb. Jsou založeny na exaktních metodách včetně vyhodnocení statistické spolehlivosti z nich získaných výsledků. Mezi matematicko-statistické metody patří regresní analýza, diskriminační analýza, analýza rozptylu a testování statistických hypotéz (Dluhošová, 2010).

### **2.5.3.1 Horizontální analýza**

Horizontální analýza, často nazývána jako analýza vývojových trendů, slouží k určení absolutních či relativních změn jednotlivých položek účetních výkazů v čase. V této analýze lze využít buďto řetězových indexů, v nichž je branná hodnota položky porovnávána s její hodnotou z předchozího období nebo bazických indexů, kde jsou dílčí hodnoty položky porovnávány k základnímu (bazickému) období. Na základě takto vypočtených časových řad lze snadno sledovat změny jednotlivých položek, odhalit jejich dlouhodobé trendy a

následným podrobnějším zkoumáním těchto průběhů odhadnout jejich budoucí vývoj. Vzorce řetězových indexů jsou určeny následovně

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1}, \quad (2.1)$$

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele v běžném období a  $U_{t-1}$  je hodnota ukazatele v období předchozím.

### 2.5.3.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza, známá taktéž jako analýza struktury, se zaměřuje na vnitřní strukturu absolutních ukazatelů. Je založena na procentuálním rozboru účetních výkazů, přesněji na zjišťování podílu jednotlivých dílčích položek výkazů na celku k určitému časovému okamžiku. Pro rozvahu je celkem myšlena hodnota bilanční sumy a pro výkaz zisku ztráty se za celek nejčastěji považují tržby, přesněji součet tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Jelikož je vertikální analýza vyjádřená relativně, mohou být získané výsledky použity pro srovnání s firmami v rámci oboru nebo s obecnými odvětvovými průměry. Obecný vzorec vertikální analýzy má následující tvar,

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele a  $\sum U_i$  představuje hodnotu celku.

### 2.5.3.3 Poměrová analýza

Prostřednictvím poměrové analýzy lze systematicky analyzovat soustavy vybraných poměrových ukazatelů, jež jsou vyjádřeny jako podíl dvou položek účetních výkazů nebo jejich skupin. Ukazatele poměrové analýzy patří k nejpočetnějším a zároveň nejvyužívanějším metodám finanční analýzy. Podstatnou výhodou této metody je možnost převedení absolutních ukazatelů do poměrů, které umožňují srovnání jednotlivých hodnot ukazatelů v čase, mezi podniky a taktéž s odvětvovými průměry. Další významnou výhodou je dostupnost vstupních údajů, jelikož poměrová analýza vychází především z dat základních účetních výkazů, čímž převážně využívá veřejně dostupné informace.

Jak je popsáno v Dluhošová (2010, s. 74), „lze poměrové ukazatele podle informačních zdrojů konstruovat následovně: pouze z údajů výkazu zisku a ztráty (příkladem jsou ukazatele nákladové struktury), pouze z údajů rozvahy (např. podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu firmy), kombinací údajů z výkazu zisku a ztráty a z rozvahy (např. ukazatele rentability kapitálu), kombinací z účetních a tržních dat (např. Price/Earnings poměr).“ Aby však takto vypočtené ukazatele měly určitou vypovídací schopnost, musí existovat mezi jednotlivými položkami, které jsou v těchto ukazatelech obsaženy, určitá vzájemná souvislost.

Základními oblastmi finanční analýzy jsou ukazatele rentability, ukazatele zadluženosti a finanční stability, ukazatele likvidity a ukazatele aktivity, jenž jsou podrobněji popsány v další části.

### **Ukazatele rentability**

Rentabilita neboli výnosnost vloženého kapitálu, kvantifikuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, čímž přináší základní obraz o efektivitě podnikání. Ukazatele rentability lze obecně vyjádřit jako poměr konečného efektu dosaženého podnikatelskou činností k určitému vynaloženému vstupu. V současné době patří tyto ukazatele mezi nejsledovanější, jelikož v sobě vyjadřují míru ziskovosti, která je brána jako hlavní kritérium alokace kapitálu.

Existuje celá řada ukazatelů rentability, nicméně pro účely této práce jsou popsány pouze čtyři z nich, které jsou následně použity v praktické části. Jedná se o ukazatele rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu, rentability nákladů a rentability tržeb.

#### *Rentabilita aktiv (Return on Assets)*

Podle Dluhošová (2010, s. 80) „ukazatel rentability aktiv bývá považován za klíčové měřítko rentability, protože poměří zisk s celkovými aktivy investovaných do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.“ Jedná se tudíž o měřítko výkonnosti a produkční síly podniku. Tento ukazatel lze vyjádřit následovně,

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde  $ROA$  představuje rentabilitu aktiv,  $EBIT$  značí zisk před úroky a zdaněním a  $A$  jsou celková aktiva.

### *Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)*

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje, kolik čistého zisku připadne na jednu peněžní jednotku vlastního kapitálu. Ve finanční analýze je tomuto ukazateli věnována vysoká pozornost, jelikož měří výnosnost kapitálu vloženého jeho vlastníky do společnosti. Jedná se o rozhodující ukazatel pro potenciaální investory a majitele společnosti, jelikož na základě komparace zjištěných hodnot s hodnotami investic podstupujících stejné či podobné riziko je určena poptávka po majetkovém podílu v dané společnosti a tím jeho tržní hodnota. Pro výpočet rentability vlastního kapitálu slouží následující vzorec,

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.5)$$

kde  $ROE$  je rentabilita vlastního kapitálu,  $EAT$  vyjadřuje čistý zisk a  $VK$  je vlastní kapitál.

### *Rentabilita tržeb (Return on Sales)*

Rentabilita tržeb udává podíl zisku připadajícího na jednu peněžní jednotku tržeb. Existují dva přístupy k výpočtu tohoto ukazatele, a to v závislosti na tom, zdali je v čitateli zahrnut čistý zisk nebo zisk před úroky a zdaněním. Na základě tohoto rozhodnutí se odvíjí dvě možné podoby tohoto ukazatele. Pokud je v čitateli obsažen zisk čistý, jedná se o čistou rentabilitu tržeb, která je také nazývána jako zisková marže, a v případě zisku před úroky a zdaněním se jedná o provozní rentabilitu tržeb. Vzorec pro výpočet ziskové marže má následující tvar,

$$ROS_C = \frac{EAT}{T}, \quad (2.6)$$

kde  $ROS_C$  je zisková marže,  $EAT$  představuje čistý zisk a  $T$  jsou tržby.

Pro druhou variantu je vzorec pro výpočet provozní rentability tržeb následující,

$$ROS_P = \frac{EBIT}{T}, \quad (2.7)$$

kde  $ROS_P$  je provozní rentabilita tržeb,  $EBIT$  představuje zisk před úroky a zdaněním a  $T$  jsou tržby.

### *Rentabilita nákladů (Return on Costs)*

Rentabilita nákladů je tvořena poměrem čistého zisku k celkovým nákladům. Vyjadřuje, kolik peněžních jednotek čistého zisku podnik získá vložením jedné jednotky celkových nákladů, čímž vypovídá o efektivnosti hospodářské činnosti podniku. Je však nutné si uvědomit, že se jedná pouze o doplňkový ukazatel k rentabilitě tržeb. Výpočet vychází ze vztahu,

$$ROC = \frac{EAT}{N}, \quad (2.8)$$

kde  $ROC$  je rentabilita nákladů,  $EAT$  představuje čistý zisk a  $N$  jsou celkové náklady.

### **Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Těmito ukazateli jsou vyjádřeny základní informace týkající se úvěrového zatížení firmy. Analyzují strukturu finančních zdrojů podniku, a to především poměr vlastního a cizího kapitálu, jelikož tento poměr je rozhodujícím faktorem pro finanční stabilitu a optimální výši zadluženosti. Velikost této zadluženosti ovlivňuje nejenom výnosnost kapitálu akcionářů, ale také zároveň riziko podnikatelské činnosti, jelikož podnik je povinen splácet své závazky bez ohledu na jeho aktuální stav a situaci. Avšak určitá výše zadluženosti je pro podnik užitečná, jelikož cizí kapitál je obvykle levnějším zdrojem financování než vlastní z důvodu existence tzv. daňového štítu.<sup>5</sup> Ukazatele zadluženosti slouží tedy jako indikátory výše rizika, které podnik podstupuje při dané struktuře finančních zdrojů.

Existuje celá řada ukazatelů finanční stability a zadluženosti, ale v teoretické části této práce budou popsány pouze ty, které jsou dále použity v části praktické.

#### *Celková zadluženost (Debt Ratio)*

Ukazatel celkové zadluženosti, nazývaný také jako ukazatel věřitelského rizika, představuje poměr cizích zdrojů a celkových aktiv. Vyjadřuje jak velká část majetku je financována z cizích zdrojů, neboli v jaké míře jsou zapojeni věřitelé na financování majetku společnosti. Čím je hodnota tohoto ukazatele vyšší, tím je vyšší riziko podstupované věřiteli. Pro výpočet tohoto ukazatele slouží následující vzorec,

---

<sup>5</sup> Pod pojmem „daňový štít“ je chápán vznik daňové úspory z úroků za použití cizího kapitálu, jelikož úroky z úvěrů jsou daňově uznatelným nákladem a tak snižují daňový základ.

$$CZ = \frac{CK}{A}, \quad (2.9)$$

kde  $CZ$  představuje označení celkové zadluženosti,  $CK$  je cizí kapitál a  $A$  jsou celková aktiva.

#### *Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio)*

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech udává míru finanční samostatnosti, tzn. schopnost krytí majetku vlastním kapitálem, pomocí čehož posuzuje dlouhodobou finanční stabilitu společnosti. Obecně je doporučován rostoucí trend tohoto ukazatele, což představuje upevňování finanční stability podniku, avšak tento růst je omezen do té míry, kdy nedochází k poklesu rentability vložených prostředků. Výpočet ukazatele je následující,

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{VK}{A}, \quad (2.10)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál a  $A$  jsou celková aktiva.

#### *Zadluženost vlastního kapitálu (Debt Equity)*

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu je tvořen podílem cizích zdrojů a vlastního kapitálu společnosti, tudíž dává do poměru kapitál věřitelů s kapitálem vlastníků. Jedná se o klíčový ukazatel, jelikož podstatně ovlivňuje míru finančního rizika spojeného s podnikatelskou činností. U stabilních společností by se hodnota tohoto ukazatele měla přibližně pohybovat v intervalu mezi 80 % až 120 %, avšak jeho hodnota významně závisí na fázi vývoje společnosti společně s postoji vlastníků k riziku (Dluhošová, 2010). Vzorec tohoto ukazatele má následující tvar,

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK}, \quad (2.11)$$

kde  $CK$  je cizí kapitál a  $VK$  je vlastní kapitál.

#### *Úrokové krytí*

Ukazatel úrokového krytí charakterizuje výši zadluženosti pomocí schopnosti podniku splácet úroky z cizího kapitálu. Udává, kolikrát jsou nákladové úroky kryty výší provozního zisku, tzn. kolikrát je podnik schopen uhradit nákladové úroky ze zisku před úroky a zdaněním. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, v o to lepší finanční situaci se podnik

nachází. Vysoké hodnoty ukazatele jsou známkou vysoké bonity podniku. Ukazatel lze vypočítat dle následujícího vzorce,

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{NU}, \quad (2.12)$$

kde *EBIT* představuje zisk před úroky a zdaněním a *NU* jsou nákladové úroky.

#### *Stupeň krytí stálých aktiv*

Ukazatel stupně krytí stálých aktiv vyjadřuje, jak velká část dlouhodobého majetku je kryta dlouhodobými zdroji, které jsou tvořeny vlastním a dlouhodobým cizím kapitálem. Hodnota tohoto ukazatele by obecně měla dosahovat přinejmenším hodnoty 100 %, tzn., že veškerý dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji, čímž by mělo platit tzv. zlaté pravidlo financování.<sup>6</sup> Vzorec pro výpočet tohoto ukazatele má následující tvar,

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{VK + dl.CK}{DA}, \quad (2.13)$$

kde *VK* je vlastní kapitál, *dl.CK* je dlouhodobý cizí kapitál a *DA* jsou dlouhodobá aktiva.

#### **Ukazatele likvidity**

Jednou z hlavních podmínek finančního zdraví podniku je trvalá platební schopnost. Ukazatele likvidity slouží ke zhodnocení této platební schopnosti, neboli k vyjádření schopnosti podniku dostát svým závazkům v čas a v plné výši. Obecně tyto ukazatele vyjadřují, kolikrát je daný subjekt schopen uspokojit věřitele k danému okamžiku. Při konstrukci těchto ukazatelů se vychází z krátkodobých závazků a oběžného majetku, který je seřazen v závislosti na stupni likvidity jednotlivých položek. Negativní vlastností těchto ukazatelů je zejména jejich krátkodobá vypovídající schopnost, a to právě z důvodu vysoké likvidity v nich obsažených položek. Rozlišujeme tři základní ukazatele likvidity, přesněji celkovou likviditu, pohotovou likviditu a okamžitou likviditu.

#### *Celková likvidita (Current Ratio)*

Ukazatele celkové likvidity, neboli běžné likvidity, poměřuje objem krátkodobých závazků s objemem oběžných aktiv, resp. vyjadřuje, kolikrát jsou krátkodobé dluhy kryty

---

<sup>6</sup> Každé aktivum by mělo být financováno ze zdroje se stejnou dobou splatnosti, tzn. dlouhodobá aktiva dlouhodobými zdroji a krátkodobá aktiva krátkodobými zdroji.



oběžnými aktivy. Podle Dluhošová (2011) je za optimální výši tohoto ukazatele považováno rozmezí od 1,5 do 2,5. Avšak toto rozmezí záleží zejména na typu činnosti a odvětví, ve kterém se společnost pohybuje. Nevýhodou tohoto ukazatele je, že v sobě zahrnuje celková oběžná aktiva bez ohledu na stupeň likvidity jednotlivých majetkových položek. Ukazatel lze vyjádřit následovně,

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ}, \quad (2.14)$$

kde  $OA$  jsou oběžná aktiva a  $KZ$  jsou krátkodobé závazky.

#### *Pohotová likvidita (Quick Ratio – Acid Test Ratio)*

Pohotová likvidita eliminuje nedostatky předchozího ukazatele snížením oběžných aktiv o nejméně likvidní část, a to o velikost zásob. Doporučenou výši tohoto ukazatele je podle Dluhošová (2011) považováno rozmezí od 1 do 1,5. Ale opět jako u předchozího ukazatele platí, že především závisí na typu činnosti a odvětví, ve kterém se daná společnost vyskytuje. Vzorec pro výpočet pohotové likvidity lze vyjádřit následovně,

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ}, \quad (2.15)$$

kde  $OA$  jsou oběžná aktiva a  $KZ$  jsou krátkodobé závazky.

#### *Okamžitá likvidita (Cash Ratio)*

Okamžitá likvidita, známá také jako pokladní likvidita, je považována z krátkodobého hlediska za nejdůležitější likvidní ukazatel, jelikož udává schopnost společnosti okamžitě uhradit své krátkodobé závazky. Vyjadřuje poměr nejlikvidnější části majetku čili pohotových platebních prostředků s krátkodobými závazky. Vzorec pro výpočet okamžité likvidity má následující tvar,

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby} - \text{pohledávky}}{KZ}, \quad (2.16)$$

kde  $OA$  jsou oběžná aktiva a  $KZ$  jsou krátkodobé závazky.

### **Ukazatele aktivity**

Pro dosažení efektivní podnikové činnosti je nezbytná optimalizace struktury a využití majetku, kterým společnost disponuje. Struktura tohoto majetku je pro každý podnik

jedinečná, jelikož je závislá na jeho povaze a zaměření. Ukazatele aktivity měří schopnost využívat investované prostředky, a tím kvantifikují efektivnost hospodaření s aktivy společnosti. Ve své podstatě vyjadřují relativní vázanost kapitálu v různých formách majetku, a to jak krátkodobých tak dlouhodobých. Obecně se jedná o ukazatele doby obratu a obrátky. Doba obratu udává, za jak dlouho se daná položka majetku přemění na finanční prostředky, zatímco obrátka zase vyjadřuje, kolikrát se daná položka stihne ve stanoveném časovém intervale takto přeměnit. Jelikož existuje jednoduchý vztah mezi těmito dvěma druhy ukazatelů, je v následujícím textu popsán pouze jeden z nich. Tento vztah lze obecně vyjádřit takto,

$$\text{Obrátka} = \text{Doba obratu}^{-1} \cdot 360. \quad (2.17)$$

#### *Doba obratu aktiv*

Doba obratu aktiv vyjadřuje produktivitu vloženého kapitálu. Udává průměrný počet dní potřebných k obratu celkového majetku ve vztahu k tržbám. Hodnota tohoto ukazatele je vysoce závislá na poměru fixního a oběžného majetku, přičemž čím je nižší podíl oběžného majetku, tím je hodnota tohoto ukazatele vyšší. Pro podnik je žádoucí, aby hodnota tohoto ukazatele byla co nejnižší a v nejlepším případě navíc s klesajícím trendem. Ukazatel je dán vztahem,

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{A \cdot 360}{T}, \quad (2.18)$$

kde  $A$  jsou celková aktiva a  $T$  jsou tržby.

#### *Doba obratu zásob*

Ukazatel doby obratu zásob je tvořen podílem zásob k celkovému objemu tržeb. Udává průměrný počet dní, během kterých se zásoby přemění na peněžní prostředky, resp. vyjadřuje, jak dlouho jsou tyto zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby nebo prodeje. V ideálním případě je tato hodnota co nejnižší, ale pouze za dodržení předpokladu efektivního řízení zásob bez narušení chodu výroby. Dobu obratu zásob lze vyjádřit následujícím vzorcem,

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{T}, \quad (2.19)$$

kde  $T$  jsou tržby.

### *Doba obratu pohledávek*

Doba obratu pohledávek, jinak nazývaná jako doba inkasa, udává průměrný počet dní potřebných k přeměně pohledávek společnosti na finanční prostředky, což představuje dobu, během které jsou průměrně pohledávky uhrazeny. Tento ukazatel je důležitou součástí plánování peněžních toků společnosti a zároveň odráží platební kázeň odběratelů. Hodnotu tohoto ukazatele je vhodné porovnávat s dobou splatnosti pohledávek v daném odvětví. Vzorec pro výpočet tohoto ukazatele je následující,

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{T}, \quad (2.20)$$

kde  $T$  jsou tržby.

### *Doba obratu závazků*

Doba obratu závazků představuje průměrnou dobu, za kterou společnost uhradí své závazky vůči věřitelům, neboli počet dní, na které společnost bezplatně získá dodavatelský úvěr. Tímto ukazatelem je především charakterizována platební morálka společnosti vůči svým věřitelům. Aby nedošlo k narušení finanční rovnováhy společnosti, je vhodné, aby doba obratu pohledávek byla menší než doba obratu závazků, což je tzv. pravidlo solventnosti. Vzorec doby obratu pohledávek lze vyjádřit následovně,

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot \text{obchodníhostyky} \cdot 360}{N}, \quad (2.21)$$

kde  $N$  jsou náklady.

## **2.5.4 Sestavení finančního plánu podniku**

Podle Zmeškal a kol, (2013, s. 18) „je finanční plán klíčovým nástrojem řízení firmy a splňuje mimo jiné čtyři důležité úlohy: pomáhá manažerům kombinovat zdroje a aktivity, definuje parametry pro řízení systémů, představuje jasný a bezrozporný popis o zdrojích a očekávaních organizace, usnadňuje hodnocení manažerům a hospodářských jednotek (divizí).“

Sestavení dlouhodobého finančního plánu je vhodnou či dokonce nezbytnou součástí většiny oceňovacích metod, a to obzvláště platí pro metody výnosové. Finanční plán se skládá ze tří hlavních finančních výkazů: rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow.

Pro sestavení těchto tří výkazů je nejprve nutné vytvořit jednotlivé dílčí plány, mezi něž patří plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán čistého pracovního kapitálu, plán investic a plán financování investic.

Pro účely ocenění jsou jednotlivé výkazy dlouhodobého finančního plánu sestavovány ve zjednodušené podobě, jelikož z hlediska nároků na finanční plán jako podkladu pro ocenění je toto rozmezí zcela dostačující. Čím je časový horizont finančního plánu delší, tím jsou požadavky na podrobnost rozpracování jednotlivých položek tohoto plánu nižší. Je však nezbytně nutné zachovávat ve všech případech základní logické vazby podnikového plánu.

### **Plán tržeb**

Plán tržeb vychází z výsledků strategické a popřípadě i statistické analýzy. Představuje nejdůležitější část finančního plánu, jelikož v návaznosti na plán tržeb lze predikovat vývoj dalších veličin, např. vývoj provozní ziskové marže, krátkodobých závazků, oběžných aktiv apod. Zastává tudíž klíčovou roli při sestavování finančního plánu, neboť slouží jako základ pro odvození následujících dílčích plánů. Tržby je možné predikovat např. pomocí regresivního modelu, trendové složky, na základě historických dat nebo vývoje hrubého domácího produktu.

### **Plán provozní ziskové marže**

Provozní zisková marže, nebo také provozní ziskové rozpětí, vyjadřuje poměr čistého operativního zisku před zdaněním a tržeb, které jsou upraveny o položky nesouvisející s hlavní činností. Je žádoucí, aby takto upravený čistý operativní zisk před zdaněním neobsahoval odpočet odpisů, jelikož ty je vhodné analyzovat až v plánu investic. Na základě zjištění vztahu těchto dvou položek v minulosti je poté predikována provozní zisková marže v následujících letech. Provozní ziskovou marži lze vypočítat následovně,

$$PZM = \frac{NOPBT_U}{T_U}, \quad (2.22)$$

kde  $PZM$  je provozní zisková marže,  $NOPBT_U$  představuje upravený čistý operativní zisk před zdaněním a  $T_U$  jsou upravené tržby.

## **Plán čistého pracovního kapitálu**

Čistý pracovní kapitál, taktéž označovaný jako provozní nebo provozovací kapitál, představuje část krátkodobého majetku financovaného z dlouhodobých zdrojů, se kterými podnik má možnost volně nakládat. Lze jej vypočítat snížením pracovního kapitálu, tj. zásob, pohledávek a finančního majetku, o krátkodobé neúročené závazky.

Cílem tohoto plánu je zjistit náročnost výkonů na jednotlivé složky čistého pracovního kapitálu. Nejvhodnějším způsobem naplánování těchto složek v případě, že není znám jejich přesný budoucí vývoj, je prostřednictvím ukazatelů aktivity predikováním jednotlivých dob obratu a následně na základě znalosti těchto údajů s plánovanými tržbami určit jejich budoucí vývoj, ale to za předpokladu, že náročnost výkonů na jednotlivé složky v minulosti bude zachována i v budoucnosti. Budoucí finanční majetek je možné naplánovat obdobným způsobem pomocí ukazatele okamžité likvidity, ovšem opět za předpokladu, že průměrná hodnota či vývoj tohoto ukazatele v minulosti bude zachována i v budoucnosti.

## **Plán investic**

Jednou z nejobtížnějších částí tvorby finančního plánu je právě sestavení plánu investic, jenž je odvozen ze záměrů investiční výstavby a plánů kapacit vzhledem k růstu tržeb společnosti. Plán investic je možné rozdělit na dvě dílčí složky, a to na obnovovací investice a rozvojové investice. Obnovovací investice patří mezi základní typy investic fungujícího podniku, které jsou nezbytné k zajištění jeho dlouhodobé stability. Tyto investice obecně slouží k nahrazení fyzicky a morálně opotřeбенého majetku. Zato rozvojové investice jsou realizovány za účelem navýšení stávajících produkčních možností společnosti nebo zavedení nových výrobků.

Existuje celá řada přístupů ke stanovení výše plánovaných investic. Nejvhodnějším způsobem sestavení plánu investic je na základě konkrétních investičních plánů společnosti. Ty jsou ovšem v převážné většině součástí interních informací, tudíž v případě absence těchto údajů je možné použít dva rozdílné přístupy, které jsou založeny buď to na tržbách, nebo odpisech. Přístup založený na tržbách spočívá ve vytvoření koeficientu investic, který dává do poměru změnu hodnoty dlouhodobého majetku a změnu tržeb v daném období. Tento přístup se využívá především v případech, kde investice mají průběžný charakter, a to za předpokladu, že náročnost výkonů na dlouhodobý majetek v minulosti bude zachována i

v budoucnosti. Druhý přístup vycházející z odpisů je založen na předpokladu, že plánované investice nesmí být pod úrovní budoucích odpisů.

Současně s plánováním jednotlivých druhů investic je také potřeba plánovat i odpisy, které představují pro podnik náklad snižující hodnotu dlouhodobého majetku. V ideálním případě se vychází z konkrétních odpisových plánů společnosti, ale v případě neznalosti těchto plánů lze odpisy stanovit např. metodou procentuálního podílu na tržbách.

### **Plán financování**

Na investiční plán navazuje plán financování, jehož cílem je rozhodnout, z jakých zdrojů bude zajištěna potřebná finanční rovnováha. V rámci tvorby tohoto plánu je nutné určit, z jakých zdrojů je vhodné financovat dané potřeby podniku. Existují dvě možnosti financování těchto potřeb, a to buď z vlastních zdrojů firmy, nebo cizích. Je-li k financování aktivit společnosti zvolen vlastní kapitál, je následně nutné určit, zdali se bude jednat o zdroj interní, kde jsou řazeny formy financování pomocí nerozděleného zisku, odpisů apod., nebo zdroj externí, což nejčastěji představuje vklady vlastníků. Pokud jsou ovšem vybrány zdroje cizí, pak součástí tohoto plánu musí být plán předpokládaných splátek, nákladových úroků, popř. čerpání nových úvěrů.

Cizí zdroje jsou oproti vlastním obecně levnější a navíc při jejich zapojení nedochází k ovlivnění řízení společnosti, oproti tomu se s použitím vlastního kapitálu nepojí zvýšení zadluženosti podniku. Z toho vyplývá, že u výběru zdrojů financování především záleží na aktuální finanční situaci podniku.

## **2.6 Metody stanovení nákladů kapitálu**

Podle Dluhošová (2010, s.115) „*se pod pojmem náklady kapitálu nejčastěji rozumí náklady podniku na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Náklady na kapitál představují minimální požadovanou míru výnosnosti (vnitřní výnosové procento) kapitálu.*“ Náklady kapitálu jsou nedílnou součástí oceňování podniku prostřednictvím výnosových metod, jelikož zde představují diskontní míru, s jejíž pomocí lze získat současnou hodnotu veškerých budoucích efektů plynoucích z daného podniku. Náklady kapitálu jsou členěny na tři skupiny podle druhu kapitálu, ke kterému se vztahují, přesněji na náklady na celkový kapitál, na vlastní kapitál a na cizí kapitál.

### 2.6.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál (*WACC* – *Weighted Average Cost of Capital*), které jsou v české literatuře také občas označovány jako průměrné náklady kapitálu, jsou tvořeny váženým aritmetickým průměrem jednotlivých druhů nákladů kapitálu, kde váha těchto složek je určena jejich podílem na celkovém kapitálu společnosti. Obecný vzorec nákladů na celkový kapitál lze vyjádřit následovně,

$$WACC = r_D \cdot \frac{D}{C} \cdot (1-t) + r_E^L \cdot \frac{E}{C}, \quad (2.23)$$

kde *WACC* představuje průměrné náklady kapitálu, *D* je tržní hodnota úročeného cizího kapitálu,  $r_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál, *t* je sazba daně z příjmu platná pro daný subjekt, *E* představuje tržní hodnotu vlastního kapitálu,  $r_E^L$  jsou náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku a *C* je tržní hodnota celkového investovaného kapitálu.

### 2.6.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky nebo kupónové platby, které je nutno platit věřitelům. Konkrétní výše úrokové míry je závislá na několika faktorech, především na čase a bonitě dlužníka. Náklady kapitálu získané ve formě dluhu jsou vyjádřeny v podobě úroku sníženého o daňový štít, neboli o úsporu z daní spojených se zapojením cizího kapitálu, tedy,

$$r_D = i \cdot (1-t), \quad (2.24)$$

kde  $r_D$  představuje náklady na cizí kapitál, *i* je úroková míra dluhu a *t* je sazba daně.

Ovšem jak uvádí Dluhošová (2010) podniky mají často různou strukturu úvěrů. V takovýchto případech lze náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb placených z těchto forem cizího kapitálu. Tento postup je však možný, pokud máme přístup k interním podnikovým informacím. Externí uživatelé, kteří k těmto informacím obvykle přístup nemají, mohou použít odhad prostřednictvím poměru

$$i = \frac{NU}{BU}, \quad (2.25)$$

kde *i* je úroková míra, *NU* jsou nákladové úroky a *BU* je průměrný stav bankovních úvěrů.

### 2.6.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů, které je odvozováno z možného alternativního výnosu kapitálu společně s podstupovaným rizikem. Je obecně známo, že pro podnik je vlastní kapitál dražším zdrojem financování než kapitál cizí, jelikož riziko podstupované vlastníky je vyšší než podstupované věřiteli. To je způsobeno tím faktem, že požadavky vlastníků jsou uspokojovány vždy až po požadavcích věřitelů, ať již při výplatě běžného výnosu z kapitálu nebo při likvidaci společnosti. Dalším podstatným důvodem je existence tzv. daňového štítu. Nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady, díky čemuž snižují základ daně pro výpočet daně z příjmu a tím daňové zatížení společnosti.

Náročnost určení nákladů na vlastní kapitál je podstatně vyšší než u cizího kapitálu, neboť na rozdíl od cizího kapitálu není výše nákladů na vlastní kapitál dohodnuta smluvně. Obecně lze tyto náklady určit pomocí metod a modelů vycházejících z účetních dat nebo založených na bázi tržních přístupů. Základní metody, které se využívají pro odhad těchto nákladů, jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (*Capital Asset Pricing Model*),
- arbitrážní model oceňování – APM (*Arbitrage Pricing Model*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicový model.

Pro účely této diplomové práce je v následujícím textu popsán pouze stavebnicový model, jelikož s jeho pomocí jsou v praktické části určeny náklady vlastního kapitálu nezbytné k ocenění vybraného podniku.

#### Stavebnicový model

Dluhošová (2010, s. 123) tvrdí, že „*stavebnicové modely se využívají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde nelze všeobecně použít model CAPM a arbitrážní model.*“

Základní obecný princip stavebnicových modelů je obsažen v jejich aplikaci, kde náklady vlastního kapitálu jsou složeny ze součtu výnosu bezrizikového aktiva a jednotlivých rizikových premií, které nejsou odvozeny z kapitálového trhu z důvodu jeho



nedokonalosti, ale z podnikových účetních dat. Existuje celá řada variant stavebnicových modelů lišících se podle algoritmu stanovení a vyčíslení rizikových přírážek.

V této práci je využit model využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu, který je neustále vyvíjen a jehož poslední verze je založena na předpokladech modelu MM II.<sup>7</sup> Podle tohoto přístupu lze odhad nákladů vlastního kapitálu zadlužené firmy určit následovně,

$$r_E^L = r_f + r_{LA} + r_{pod} + r_{finstab} + r_{finstr}, \quad (2.26)$$

kde  $r_E^L$  jsou náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku,  $r_f$  je bezriziková výnosová míra,  $r_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku,  $r_{pod}$  je riziková přírážka za podnikatelské riziko,  $r_{finstab}$  je riziková přírážka za finanční stabilitu a  $r_{finstr}$  je riziková přírážka za finanční strukturu.

### Postup při stanovení rizikových přírážek

*Bezrizikovou úrokovou míru ( $r_f$ )* je možné určit na základě míry výnosu dlouhodobých státních dluhopisů nebo případně použitím hodnot navržených Ministerstvem průmyslu a obchodu.

*Riziková přírážka za velikost podniku ( $r_{LA}$ )* je odvozena z hodnoty úplatných zdrojů podniku, které představují součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů. Je-li hodnota úplatných zdrojů vyšší než 3 mld. Kč, pak je přírážka nulová, pokud je tato hodnota nižší než 100 mil. Kč, tak je přírážka vyčíslena na 5 %, a pro zbývající případ, kdy se hodnota úplatných zdrojů vyskytuje v rozmezí výše zmíněných hraničních hodnot, je použit k vyčíslení této přírážky následující vzorec,

$$r_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.27)$$

kde UZ představují úplatné zisky.

*Riziková přírážka za podnikatelské riziko ( $r_{pod}$ )* vychází z ukazatele rentability aktiv, viz vzorec (2.4), který je opět porovnáván s hraničními hodnotami, přesněji s nulou a ukazatelem  $X_I$ . Tento ukazatel je možné vypočítat pomocí následujícího vzorce,

---

<sup>7</sup> MM II. je model autorů M. Millera a F. Modiglianiho.

$$X_1 = \frac{UZ}{A} \cdot i, \quad (2.28)$$

kde  $UZ$  jsou úplatné zdroje,  $A$  jsou celková aktiva a  $i$  je úroková míra.

V případě, že hodnota ukazatele rentability aktiv je vyšší než  $X_1$ , pak je přírážka určena minimální hodnotou přírážky pro dané podnikatelské odvětví, pokud je nižší než 0, pak je přírážka rovna 10 %, a nachází-li se mezi těmito hodnotami, tak je následně určena takto,

$$r_{pod} = \frac{\left(X_1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X_1^2} \cdot 0,1, \quad (2.29)$$

kde  $X_1$  představuje hraniční bod pro určení rizikové přírážky,  $EBIT$  značí zisk před úroky a zdaněním a  $A$  jsou celková aktiva.

*Riziková přírážka za finanční stabilitu* ( $r_{finstab}$ ) je závislá na ukazateli celkové likvidity, viz vzorec (2.14), který je porovnáván s doporučenými hodnotami likvidity pro jednotlivé podniky. Je-li hodnota ukazatele celkové likvidity vyšší než horní doporučená mez  $XL2$ , pak je přírážka nulová, pokud je nižší než dolní doporučená mez  $XL1$ , pak je hodnota přírážky ve výši 10 %, a v případě, kdy se hodnota ukazatele likvidity nachází mezi těmito hraničními body, je riziková přírážka stanovena dle následujícího vzorce,

$$r_{finstab} = \frac{\left(XL2 - \frac{OA}{KZ}\right)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1, \quad (2.30)$$

kde  $XL2$  je horní hranice doporučené likvidity,  $XL1$  je dolní hranice doporučené likvidity,  $OA$  jsou oběžná aktiva a  $KZ$  představují krátkodobé závazky.

*Rizikovou přírážku za finanční strukturu* ( $r_{finstr}$ ) lze získat z rozdílu alternativních nákladů na vlastní kapitál a průměrných nákladů na celkový kapitál. Je zde však nutné zapojit podmínku, která omezí maximální možnou hodnotu této přírážky na 10 %. Tuto rizikovou přírážku lze stavět následovně,

$$r_{finstr} = r_E^L - r_E^U, \quad (2.31)$$

kde  $r_E^L$  představuje náklady vlastního kapitálu zadluženého podniku a  $r_E^U$  jsou náklady vlastního kapitálu nezadluženého podniku. Náklady vlastního kapitálu nezadluženého podniku lze vyjádřit jako součet všech předchozích rizikových přírážek,

$$r_E^U = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{finstab}, \quad (2.32)$$

a náklady vlastního kapitálu zadluženého podniku takto,

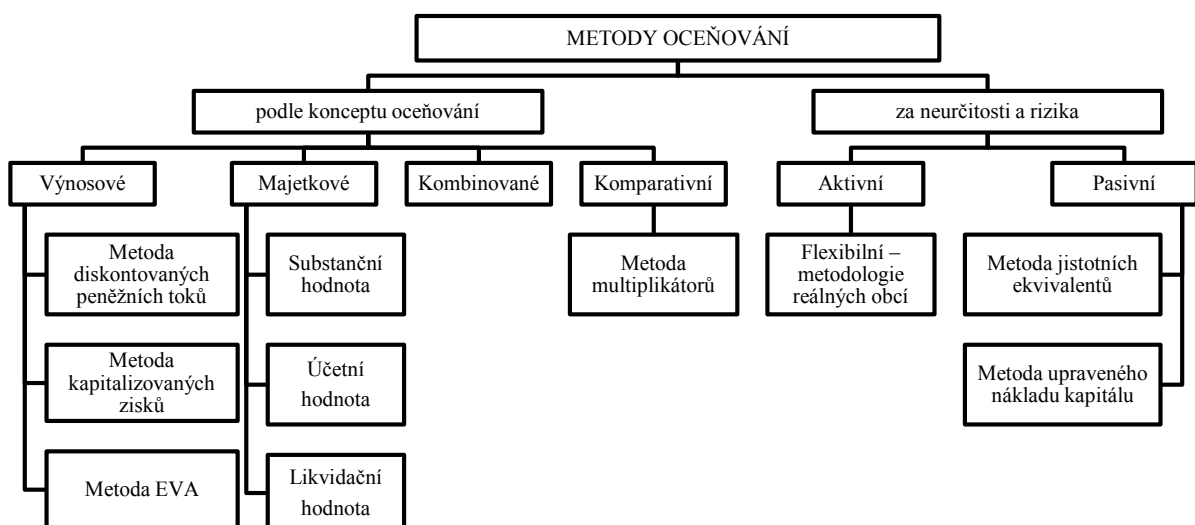
$$r_E^L = \frac{r_E^U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{EAT}{EBT} \cdot r_d \cdot \left( \frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.33)$$

kde  $UZ$  jsou úplatné zdroje,  $A$  jsou aktiva,  $EAT$  je čistý zisk,  $EBT$  je hrubý zisk,  $r_d$  jsou náklady cizího kapitálu a  $VK$  je vlastní kapitál.

## 2.7 Metody stanovení hodnoty podniku

Existuje celá řada metod pro stanovení hodnoty podniku, a to jak z teoretického tak i praktického hlediska. Volba vhodné oceňovací metody je v zásadní míře ovlivněna účelem ocenění podniku společně se subjektivním postojem oceňovatele. Obecně lze rozdělit metody ocenění dle dvou základních přístupů, a to podle konceptu ocenění a podle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. Obecné schéma členění oceňovacích metod je znázorněno na Obr. 2.1.

**Obr. 2.1: Přehled metod stanovení hodnoty firmy**



*Zdroj: Dluhošová (2010, s. 173)*

Pokud jsou budoucí finanční toky, z nichž je hodnota podniku odvozována, nejisté a rizikové, jedná se o oceňování za podmínek rizika. V rámci této metody jsou rozlišovány dva základní přístupy, pasivní a aktivní. Pasivní přístup nebere v úvahu možné aktivní zásahy managementu v budoucnosti a pro aplikaci tohoto přístupu lze použít buďto metodu upraveného nákladu kapitálu nebo metodu jistotních ekvivalentů. Za to aktivní přístup tyto zásahy managementu připouští, a tak tyto možné budoucí zásahy oceňuje. Pro tento případ lze využít metody za rizika založené na aplikaci metodologie reálných opcí.

Podle konceptu ocenění lze jednotlivé metody rozdělit na čtyři základní skupiny, a to metody výnosové, majetkové, komparativní a kombinované. V následujících podkapitolách jsou podrobněji popsány metody, které jsou následně využity v aplikační části k odhadu tržní hodnoty podniku.

### 2.7.1 Fázové metody

V běžné podnikatelské praxi se při oceňování zpravidla předpokládá trvání podniku v neomezeném časovém horizontu, tzv. going concern.<sup>8</sup> Základem většiny oceňovacích metod je přitom zejména odhad budoucích ekonomických efektů (zisk, volné finanční toky apod.), které budou daným podnikem generovány. Predikce těchto efektů pro neomezené časové období je však velice náročná, jelikož podnik v průběhu času prochází různými fázemi vývoje. Z tohoto důvodu, v závislosti na tom, kolik fází se určuje při oceňování podniku, jsou metody rozlišovány na jednofázové, dvoufázové a vícefázové (Dluhošová, 2010).

Fázové metody jsou nejčastěji využívány u metod diskontovaných peněžních toků, a proto jsou následující postupy vysvětleny na těchto metodách.

#### Jednofázová metoda

Tato metoda je nejjednodušším příkladem fázových metod, jelikož v rámci této metody se předpokládá neměnné chování firmy po celou dobu jejího neomezeného trvání. Hodnota podniku při konstantních peněžních tocích je pak určena následovně,

$$V = \frac{FCF}{r}, \quad (2.34)$$

---

<sup>8</sup> Předpoklad pokračování společnosti v podnikání.

nebo s tempem růstu  $g$ ,

$$V = \frac{FCF}{r - g}, \quad (2.35)$$

kde  $V$  je hodnota firmy,  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $r$  jsou náklady kapitálu a  $g$  představuje tempo růstu volných peněžních toků, kde  $g \in (-1; r)$ . Tempo růstu  $g$  lze stanovit následujícím způsobem,

$$g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}, \quad (2.36)$$

kde  $g$  je tempo růstu,  $FCF_t$  jsou volné peněžní toky běžného období a  $FCF_{t+1}$  jsou volné peněžní toky následujícího období.

### Dvoufázová metoda

Pro reálnější zobrazení skutečnosti je vhodné využít alespoň metodu dvoufázovou, v níž je trvání podniku rozděleno na dvě fáze. Hodnota podniku je tedy dána součtem hodnot za obě fáze, což lze obecně zapsat takto,

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.37)$$

kde  $V_1$  je hodnota podniku za první fázi a  $V_2$  je hodnota podniku za fázi druhou.

První fáze vychází z předpokladu, že situace ve společnosti je lépe předvídatelná, a proto je možné relativně přesně odhadnout volné peněžní toky plynoucí z podnikové činnosti. Konkrétní hodnota podniku za první fázi lze stanovit takto,

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + r_t)^{-t}, \quad (2.38)$$

kde  $V_1$  je hodnota podniku za první fázi,  $T$  je délka první fáze,  $t$  jsou jednotlivá období,  $FCF_t$  jsou volné peněžní toky v daném období a  $r_t$  představuje náklady kapitálu v jednotlivých obdobích.

Na první fázi bezprostředně navazuje fáze druhá, která trvá do nekonečna. V této fázi se předpokládá, že volné peněžní toky již nelze přesně stanovit a z toho důvodu se odvozuje pouze trend jejich vývoje. Hodnota podniku druhé fáze je označována jako tzv. pokračující hodnota, což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Za předpokladu

konstantních volných peněžních toků ve druhé fázi, lze hodnotu podniku za druhou fázi vyjádřit následovně,

$$V_2 = \frac{PH}{\prod_{i=1}^T (1+r_i)} = \frac{FCF_{T+1}}{r_{T+1} \cdot \prod_{i=1}^T (1+r_i)}, \quad (2.39)$$

nebo s tempem růstu  $g$ ,

$$V_2 = \frac{PH}{\prod_{i=1}^T (1+r_i)} = \frac{FCF_{T+1}}{(r_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1+r_i)}, \quad (2.40)$$

kde  $V_2$  je hodnota podniku za druhou fázi,  $T$  je délka první fáze,  $PH$  je pokračující hodnota,  $FCF_{T+1}$  jsou volné peněžní toky ve druhé fázi,  $r_t$  představuje náklady kapitálu v jednotlivých obdobích a  $r_{T+1}$  představuje náklady kapitálu ve druhé fázi.

### Vícefázové metody

Zobecněním dvoufázové metody je metoda vícefázová, u níž je doba fungování podniku rozdělena do různých fází s různými vývoji a analogicky se předpokládá, že poslední fáze má neomezené trvání. Obecný zápis vícefázových metod je následující,

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.41)$$

### 2.7.2 Výnosové metody ocenění

Dluhošová (2010, s. 175) tvrdí, že „u této skupiny metod se vychází z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku jsou tímto užitekem budoucí ekonomické efekty, jako například zisk, dividendy, finanční toky. Hodnota těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu.“ Mezi základní výnosové metody patří metoda diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných zisků a popřípadě metoda založená na ukazateli ekonomické přidané hodnoty.

#### Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (*DCF – Discounted Cash Flow*) patří v současné době mezi velice oblíbené způsoby ocenění společnosti zejména v anglosaských zemích. Podle Dluhošová (2010, s. 175) „jsou tyto metody založeny na odhadech budoucích

*volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Právě budoucí volný peněžní tok je jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy.“*

Při aplikaci těchto metod je potřeba splnit tři základní úkony, a to správně vymežit budoucí peněžní toky vhodné pro ocenění, stanovit náklady kapitálu, kterými jsou tyto peněžní toky diskontovány, a nakonec určit hodnotu podniku pomocí vybrané oceňovací metody. Na základě těchto kroků rozlišujeme čtyři základní varianty této metody, a to:

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

Podle Dluhošová (2010) jsou nejčastěji využívanými metodami právě DCF-Entity a DCF-Equity. Následující text je zaměřen pouze na jednu z nich, a to metodu DCF-Entity, jelikož jako jediná z těchto variant je použita v praktické části k ocenění vybraného podniku.

### **Metoda DCF-Entity**

Výsledkem ocenění pomocí této metody je odhad hodnoty podniku jako celku, neboť vychází z volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (*FCFF – Free Cash Flow to Firm*), které jsou diskontovány celkovými náklady kapitálu *WACC*. Využití této metody je vhodné zejména v případech, kdy nejsou známy podrobnější informace týkající se dluhové služby společnosti. Oblíbenost této metody je zapříčiněna především z důvodu jednoduchosti určení volných peněžních toků a také snadnou aplikací u podniků s vysokou volatilitou ve struktuře financování. Obecný vzorec pro výpočet hodnoty podniku je následující,

$$V_{DCF-Entity} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}, \quad (2.42)$$

kde  $V_{DCF-Entity}$  představuje celkovou hodnotu podniku,  $FCFF_t$  jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele,  $WACC$  představují náklady na celkový kapitál a  $t$  jsou jednotlivá období. Volné peněžní toky  $FCFF$  lze stanovit následujícím způsobem,

$$FCFF = EAT + \dot{U} \cdot (1 - t) + ODP - \Delta\check{C}PK - INV, \quad (2.43)$$

kde  $FCFF$  jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele,  $EAT$  je čistý zisk,  $\dot{U}$  jsou úroky,  $t$  je daňová sazba,  $ODP$  jsou odpisy,  $\Delta\check{C}PK$  představuje změnu čistého pracovního kapitálu a  $INV$  jsou investice.

Jelikož však nejsme schopni predikovat vývoj společnosti do nekonečna, využívá se k určení hodnoty podniku dovufázová metoda. Hodnotu podniku podle dvoufázové metody lze stanovit následujícím způsobem,

$$V_{DCF-Entity} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}, \quad (2.44)$$

kde  $V_{DCF-Entity}$  představuje celkovou hodnotu podniku,  $t$  jsou jednotlivá období první fáze,  $T$  je délka první fáze,  $FCFF_t$  jsou volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele v daném období,  $WACC_t$  jsou náklady na celkový kapitál v daném období,  $FCFF_{T+1}$  jsou volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele ve druhé fázi,  $WACC_{T+1}$  jsou náklady na celkový kapitál ve druhé fázi a  $g$  je stabilní tempo růstu ve druhé fázi.

### Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty ( $EVA - Economic Value Added$ ) je možné použít nejenom jako nástroj finanční analýzy, ale také jako nástroj pro oceňování společnosti. Jak tvrdí Mařík (2011, s. 283), „základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.“ Ukazatel ekonomické přidané hodnoty lze obecně vyjádřit následovně,

$$EVA_t = NOPAT_t - C_{PN_{t-1}} \cdot WACC_t, \quad (2.45)$$

kde  $NOPAT_t$  je čistý provozní zisk po zdanění v běžném období,  $C_{PN_{t-1}}$  je provozně nutný investovaný kapitál předchozího období a  $WACC_t$  jsou celkové náklady kapitálu v běžném období.



Ukazatel NOPAT<sup>9</sup> představuje čistý provozní zisk po zdanění, tudíž se nejedná o účetní zisk, ale o vyprodukovaný zisk související s hlavní činností podniku. V českých podmínkách je však problematické NOPAT vyčíslit, a tak je při jeho určení využíváno řady zjednodušení. Zjednodušením na bázi provozního zisku je možné vyjádřit čistý provozní zisk takto,

$$NOPAT = EBIT_U \cdot (1 - t), \quad (2.46)$$

kde  $EBIT_U$  představuje provozní zisk upravený o mimořádné náklady a výnosy a  $t$  je sazba daně.

Provozně nutný investovaný kapitál  $C$  je chápán jako hodnota vázána v aktivech potřebná pro dosažení operačního zisku. Tatáž hodnota, nahlíženo ze strany aktiv, je pak označována jako čistá operační aktiva ( $NOA$  – *Net Operating Assets*). Tento kapitál lze zjednodušeně vyjádřit dle následujícího vzorce,

$$C_{PN} = DA_{PN} + \check{C}PK, \quad (2.47)$$

kde  $C_{PN}$  provozně nutný investovaný kapitál,  $DA_{PN}$  jsou provozně nutná dlouhodobá aktiva v zůstatkových cenách a  $\check{C}PK$  je provozně nutný čistý pracovní kapitál.

U oceňovacích metod založených na ukazateli EVA je hodnota podniku dána v principu součtem tržní přidané hodnoty ( $MVA$  – *Market Value Added*) a provozně nutného investovaného kapitálu k datu ocenění. Tržní přidaná hodnota představuje rozdíl tržní a účetní kapitálové hodnoty oceňovaného podniku neboli současnou hodnotu všech budoucích ekonomických přidaných hodnot. Hodnotu podniku lze obecně vyjádřit takto,

$$MV = BV + MVA, \quad (2.48)$$

kde  $MV$  představuje tržní hodnotu podniku,  $BV$  je účetní hodnota podniku v momentu ocenění,  $MVA$  je tržní přidaná hodnota. Tržní přidanou hodnotu  $MVA$  lze pomocí postupu ex-ante vyjádřit následovně,

$$MVA = PV(EVA) = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)}, \quad (2.49)$$

---

<sup>9</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Net Operating Profit After Taxes (čistý operativní zisk po zdanění).

kde  $EVA_t$  představuje ekonomickou přidanou hodnotu pro dané období,  $WACC_t$  jsou celkové náklady kapitálu pro dané období,  $t$  jsou jednotlivá období a  $T$  představují celkový počet období.

Podobně jako u metod diskontovaných peněžních toků existuje i zde více variant této metody, přesněji EVA-Entity, EVA-Equity a EVA-APV. Jako v předchozím případě je opět ze stejného důvodu dále vyjádřena pouze metoda EVA-Entity, jelikož jako jediná z těchto variant je použita v praktické části k ocenění vybraného podniku.

### Metoda EVA-Entity

Ocenění metodami EVA poskytuje více informací než ocenění metodami DCF, jelikož výsledná hodnota je složena z účetní a tržní přidané hodnoty, tudíž je viditelné, jak velká část hodnoty podniku je tvořena budoucími efekty a jak velká část hodnoty k datu ocenění již existuje. Obecný vzorec metody EVA-Entity je následující,

$$V_{EVA-Entity} = C_0 + MVA + A_0, \quad (2.50)$$

kde  $V_{EVA-Entity}$  představuje hodnotu vlastního kapitálu podniku,  $C_0$  je provozně nutný investovaný kapitál k datu ocenění,  $MVA$  je tržní přidaná hodnota a  $A_0$  jsou neoperativní aktiva.

Následně lze podle dvoufázové metody rozšířit tento vzorec takto

$$V_{EVA-Entity} = C_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)} + A_0, \quad (2.51)$$

kde  $t$  jsou jednotlivá období první fáze,  $T$  je délka první fáze,  $EVA_t$  je ekonomická přidaná hodnota v daném období,  $WACC_t$  jsou náklady na celkový kapitál v dané období,  $EVA_{T+1}$  je ekonomická přidaná hodnota ve druhé fázi,  $WACC_{T+1}$  jsou náklady na celkový kapitál ve druhé fázi a  $g$  je stabilní tempo růstu ve druhé fázi.

### 2.7.3 Majetkové metody

Podle Mařík (2011, s. 321) „je princip majetkového ocenění jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceňovaných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně

*oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění.“*

Do skupiny majetkových metod je řazena účetní metoda, která je založena na principu ocenění pomocí historických cen, kde veškeré informace nezbytné pro ocenění jsou brány z rozvahy společnosti, dále substanční metoda, jejímž základem ocenění je reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snižená o reálně ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění, a nakonec metoda likvidační hodnoty, jenž spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku.

#### **2.7.4 Komparativní metody**

Komparativní metody, které jsou často označovány jako metody relevantního oceňování nebo metody tržního srovnání, jsou založeny na odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Tato metoda je především využívána u podniků s veřejně obchodovatelnými podíly na finančních trzích. Podstatnou součástí této metody je kvantifikace multiplikátorů, jejichž pomocí jsou zohledňovány rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků (Dluhošová, 2010).

Základní předností této metody je v její jednoduchosti aplikace a rychlosti získání výsledné hodnoty, avšak z důvodu obtížného nalezení srovnatelného podniku společně s určením vhodného ukazatele pro odvození hodnoty podniku je vypovídací schopnost této metody nízká.

#### **2.7.5 Kombinované metody**

Jak už název napovídá, u kombinovaných metod, které jsou někdy také označovány jako korigované výnosové metody, dochází ke kombinaci jednotlivých výsledků získaných aplikací jednotlivých oceňovacích postupů. Nejčastěji využívanou kombinací je kombinace výnosových a majetkových metod, jelikož tak je hodnota podniku vyjádřena jak jeho majetkovou složkou, tak i budoucími efekty spojených s tímto majetkem. Mezi tyto metody patří např. Chmalenbachova metoda, představující obyčejný aritmetický průměr, retailová metoda nebo v Česku často využívaná Neageliho metoda.

## 2.8 Regresní analýza

Regresní analýza obecně slouží ke kvantitativnímu popisu vztahu mezi jednotlivými proměnnými. Přesněji řečeno, je jejím účelem vysvětlit změny hodnot závislé proměnné, tzv. vysvětlované proměnné, pomocí změn hodnot nezávislých proměnných, tzv. vysvětlujících proměnných. Podle počtu vysvětlujících proměnných v modelu rozlišujeme dva základní typy regresí, a to v případě jedné vysvětlující proměnné jednoduchou regresí a v případě většího počtu vysvětlujících proměnných vícenásobnou regresí.

Za regresní funkci je možné vybrat jakoukoliv matematickou funkci. V závislosti na tom, zdali je funkce z hlediska parametrů lineární, rozlišujeme lineární a nelineární regresní modely. V praxi jsou nejčastěji aplikovány nelineární regresní modely, i přes to, že se v teorii pro zjednodušení obvykle používají modely lineární. Lineární regresní model lze obecně formulovat takto,

$$y_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot x_{1,t} + \hat{\beta}_2 \cdot x_{2,t} + \dots + \hat{\beta}_k \cdot x_{k,t} + \varepsilon_t, \quad (2.52)$$

kde  $y_t$  je vysvětlovaná proměnná,  $x_{1,t}, x_{2,t}, \dots, x_{k,t}$  jsou hodnoty vysvětlujících proměnných,  $\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1, \dots, \hat{\beta}_k$  jsou neznámé parametry modelu a  $\varepsilon_t$  je reziduální složka modelu.

Nejpoužívanější odhadovou technikou regresní analýzy je metoda nejmenších čtverců, která spočívá v nalezení takových parametrů modelu, kdy součet čtverců tzv. reziduálních odchylek<sup>10</sup> je minimální. Tento princip lze zapsat následovně,

$$\sum_{t=1}^n (y_t - \hat{y}_t)^2 = \sum_{t=1}^n \varepsilon_t^2 \rightarrow \min, \quad (2.53)$$

kde  $y_t$  je skutečná pozorovaná hodnota,  $\hat{y}_t$  je odhadovaná hodnota a  $\varepsilon_t^2$  představuje čtverec reziduální odchylky.

## 2.9 Simulace náhodného vývoje veličin

Hlavním účelem simulace náhodného vývoje veličin je napodobit chování reálných systémů. Nejznámější simulační technikou je metoda Monte Carlo, jejíž podstatou je generování dostatečně velkého množství simulací náhodného děje, která lze následně

---

<sup>10</sup> Rozdíl mezi skutečnými a odhadnutými hodnotami vysvětlované proměnné.

zpracovat klasickými statistickými metodami. Z čím většího množství simulací bude vycházeno, o to větší bude následná přesnost získaných výsledků.

Náhodný vývoj je označován jako *stochastický proces*. Jedná se o změny systému v čase podmíněnou vlivy náhodných faktorů, jenž je možné chápat jako posloupnost náhodných proměnných v čase. Mezi nejznámější stochastické procesy patří Wienerův proces, Itoův proces a Geometrický Brownův pohyb.

*Geometrický Brownův pohyb* pracuje s exponenciálním vývojem cen společně se dvěma základními předpoklady, a to, že predikované ceny jsou ovlivněny pouze aktuální cenou a změny cen v čase jsou nezávislé. Tento pohyb vychází ze vztahu,

$$dx = \mu \cdot x \cdot dt + \sigma \cdot x \cdot \tilde{z} \cdot \sqrt{dt}, \quad (2.54)$$

kde  $dx$  představuje změnu veličiny,  $\mu$  je střední hodnota,  $x$  je hodnota veličiny,  $dt$  je časový interval,  $\sigma$  je směrodatná odchylka a  $\tilde{z}$  představuje náhodnou veličinu z normovaného normálního rozdělení.

## 2.10 Choleského algoritmus

Zmeškal a kol. (2013) tvrdí, že u simulací je nezbytné při generování náhodných veličin brát v potaz korelaci mezi jednotlivými náhodnými faktory. Jednou z možností je provést generování náhodného vektoru prvotních faktorů podle Choleského algoritmu následujícím způsobem,

$$\bar{\varepsilon}^T = \bar{\varepsilon}^T \cdot P, \quad (2.55)$$

kde  $\bar{\varepsilon}^T$  je vektor nezávislých náhodných proměnných z normovaného normálního rozdělení a  $P$  je horní trojúhelníková matice odvozená z korelační matice  $R$ .

Bližší informace ke statistické a regresní analýze, testování hypotéz a dalším použitým metodám jsou podrobněji popsány v Hančlová (2012) a Cípra (2008).

## 2.11 Iterační postup pro stanovení tržní struktury kapitálu

V případě, kdy cílem ocenění je stanovení tržní hodnoty podniku, je vhodné pro určení kapitálové struktury použít tzv. iterační postup z důvodu, aby ocenění tohoto podniku bylo vnitřně zcela konzistentní. Základním principem tohoto postupu je predikce budoucí kapitálové struktury odvozením od oceněním odhadnuté hodnoty podniku. Zapojením

tohoto postupu je z výchozí struktury kapitálu získána tzv. tržní strukturu kapitálu konkrétní pro daný podnik.

Nejprve se z výchozí účetní struktury kapitálu vypočtou celkové náklady kapitálu a hodnota podniku, a to jak hodnota brutto, tj. hodnota vlastního a úročeného cizího kapitálu, tak hodnota netto, tedy pouze hodnota vlastního kapitálu. Z těchto výsledných hodnot ocenění lze určit podíl vlastního a cizího kapitálu, a tím i novou kapitálovou strukturu, pro kterou je tento proces opakován do té doby, dokud rozdíl mezi výchozí strukturou posledního procesu a její výslednou strukturou nezmizí, nebo se aspoň nesníží na přijatelnou hodnotu. Z tohoto postupu je přitom zřejmé, že struktura kapitálu by se měla u výnosových metod typu „entity“ promítat do diskontní míry dvakrát, a to jako váha jednotlivých složek nákladů na celkový kapitál, tak i v samotné výši nákladů na vlastní kapitál (Mařík, 2011).

### **3 CHARAKTERISTIKA A ANALÝZA VYBRANÉHO PODNIKU**

V této kapitole je nejprve charakterizována oceňovaná společnost PEGAS NONWOVENS S.A. Následně je provedena strategická a finanční analýza oceňovaného podniku. V rámci strategické analýzy je provedena analýza vnějšího a vnitřního potencionálu. Finanční analýza je zaměřena na horizontální a vertikální analýzu účetních výkazů společně s poměrovou analýzou, přičemž v poměrové analýze jsou vypočteny vybrané ukazatele rentability, likvidity, aktivit a zadluženosti. Závěry strategické a finanční analýzy jsou nakonec shrnuty ve SWOT analýze, ve které jsou charakterizovány silné a slabé stránky s příležitostmi a hrozbami společnosti.

Základní zdroje informací uvedených v této kapitole jsou čerpány z výročních zpráv oceňovaného společnosti společně s internetovými stránkami ČNB, Ministerstva financí ČR, Českého statistického úřadu, Ministerstva průmyslu a obchodu a oceňované společnosti.

#### **3.1 Charakteristika společnosti a její vývoj**

Společnost PEGAS NONWOVENS S.A. je jedním z předních světových výrobců netkaných textilií používaných zejména na trhu osobních hygienických výrobků a v menší míře v zemědělství, stavebnictví či lékařských aplikacích. PEGAS dodává svým zákazníkům spunbond<sup>11</sup> textilie na bázi polypropylenu a polyetyleny převážně pro účely výroby jednorázových hygienických produktů, jako jsou dětské plenky, dámské hygienické výrobky či výrobky pro inkontinenci dospělých. Odběrateli produktů jsou např. koncerny Procter & Gamble nebo Johnson & Johnson.

Společnost vznikla v roce 1990 pod názvem PEGAS NONWOVENS s.r.o. jako zcela nová, výhradně česká, privátní firma. Jejím předmětem činnosti se prakticky již od počátku stala výroba netkaných textilií, která je i dodnes její hlavní náplní. V roce 2006 došlo ke kotaci akcií společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. na pražské a varšavské burze. Za pětadvacet let své existence se společnost stala největším výrobcem netkaných spunbond textilií v regionu Evropy, Středního východu a Afriky, která v současné době provozuje osm

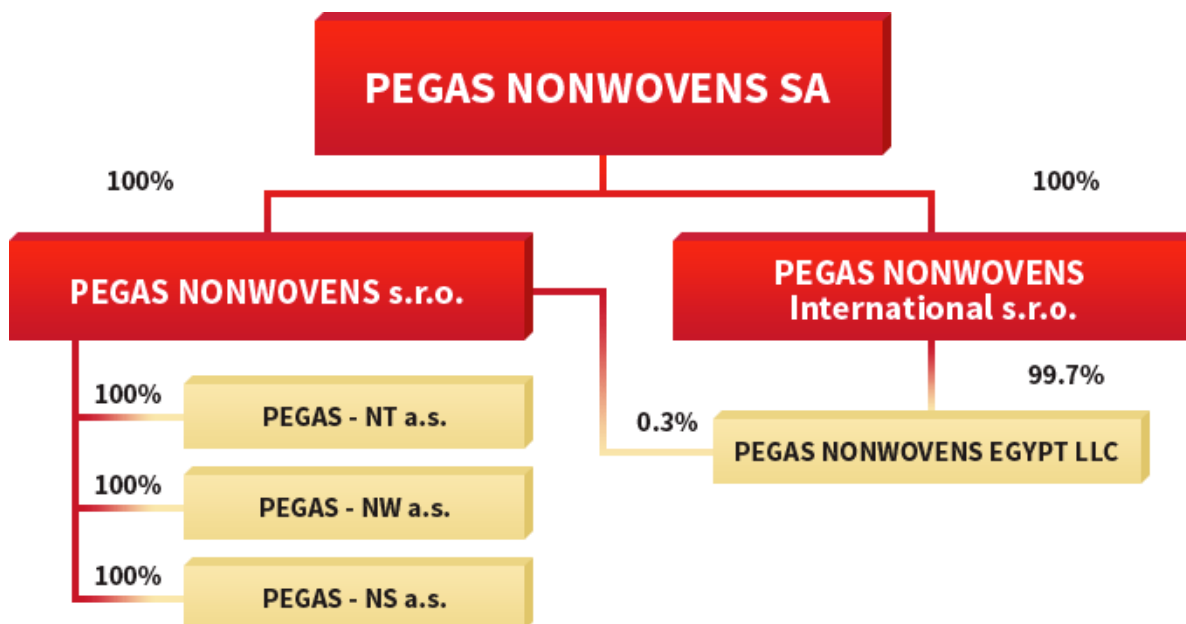
---

<sup>11</sup> Způsob zhotovení rouna k výrobě netkaných textilií zvlákněním a pojením.

výrobních linek v České republice společně s jednou výrobní linku v Egyptě a dohromady zaměstnává téměř 600 lidí.

PEGAS se skládá z holdingové společnosti se sídlem v Lucemburku a čtyř provozních společností, PEGAS NONWOVENS s.r.o., PEGAS-NT a.s., PEGAS - NW a.s. a PEGAS - NS a.s., všechny se sídlem v České republice. V roce 2010 byla za účelem realizace potencionálních investičních příležitostí založena společnost PEGAS NONWOVENS International s.r.o. a následně v červnu 2011 společnost PEGAS NONWOVENS EGYPT LLC, která realizovala investiční výstavbu v Egyptě. Na Obr. 3.1 je zobrazena současná vlastnická struktura skupiny PEGAS NONWOVENS S.A.

Obr. 3.1: Vlastnická struktura skupiny PEGAS NONWOVENS S.A.



*Zdroj: pegas.cz*

### 3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je komplexní přístup k posouzení podniku v rámci jeho okolí, která je důležitým předpokladem věrohodnosti ocenění podniku, a tím nezbytnou součástí oceňovacího procesu. V rámci strategické analýzy je nejdříve provedena analýza vnějšího potencionálu (makroprostředí) a následně vnitřního potencionálu podniku (mikroprostředí).



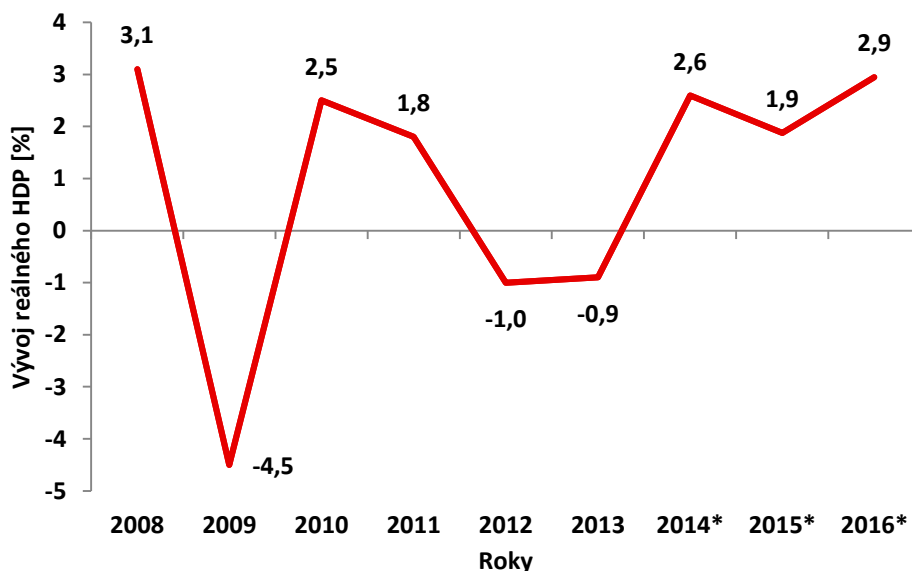
### 3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Vnější potenciál lze souhrnně vyjádřit jako příležitosti a ohrožení vázané k podnikatelskému prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Základním cílem této analýzy je zkoumání vývoje hlavních faktorů ovlivňujících výkonnost podniku, které podnik svou činností nemůže výrazně ovlivnit, ale je schopen na základě dostupných informací a prognóz na ně reagovat. V rámci analýzy vnějšího potenciálu je zkoumán vývoj hrubého domácího produktu, míry inflace a měnového kurzu CZK/EUR, jelikož převážnou část tržeb tvoří zahraniční odběratelé. U každého z těchto faktorů je charakterizován jak minulý, tak i budoucí vývoj, kde predikované budoucí hodnoty jsou označeny symbolem „\*“.

#### Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt (HDP) patří mezi nejsledovanější a zároveň také nejdůležitější makroekonomické veličiny, jelikož je klíčovým indikátorem vývoje národního hospodářství. HDP je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb vytvořených v dané zemi za sledované období výrobními faktory umístěnými v této zemi. Vývoj reálného HDP v ČR včetně predikce budoucího vývoje je znázorněn na Obr. 3.2.

Obr. 3.2: Meziroční vývoj reálného HDP (v %)



Zdroj: Český statistický úřad, ČNB

Vývoj ekonomického prostředí byl nepříznivě ovlivněn finanční krizí, která vypukla v roce 2007 v USA po splasknutí hypoteční bubliny. Na světových trzích panovalo napětí a nejistota týkající se budoucího vývoje, čímž došlo k prudkému hospodářskému poklesu.

Tento pokles se v české ekonomice začal projevovat až v posledním čtvrtletí roku 2008 a vedl k historickému propadu ekonomiky, zaznamenané v roce 2009 s meziročním poklesem HDP o 4,5 %, způsobeného zejména prudkým poklesem zahraniční poptávky. V nadcházejících dvou letech již česká i evropská ekonomika vykazovala zřetelné známky oživení a postupného zotavování se z recese, jelikož začínala působit rozpočtová a měnová stimulační opatření. Toto oživení však v průběhu roku 2011 postupně zpomalovalo následkem nepříznivého zahraničního vývoje a také provedením fiskální restrikce, což nakonec vedlo k dosavadnímu propadu ekonomiky. Hlavní příčinou tohoto propadu bylo snižování výdajů na konečnou spotřebu, útlum investičních aktivit a nepříznivý výsledek zahraničního obchodu.

Podle prognózy ČNB dojde k oživení ekonomické aktivity, která bude pokračovat po celou dobu tříleté predikce. Díky rostoucí zahraniční poptávce, nízkým cenám ropy, uvolněným domácím měnovým podmínkám a expanzivní fiskální politice se předpokládá růst HDP pro rok 2014 o 2,6 %, pro rok 2015 o 1,9 % a následně v roce 2016 se počítá s růstem o 2,9 %, který je způsoben zejména v důsledku dalšího zvýšení dynamiky zahraniční poptávky.

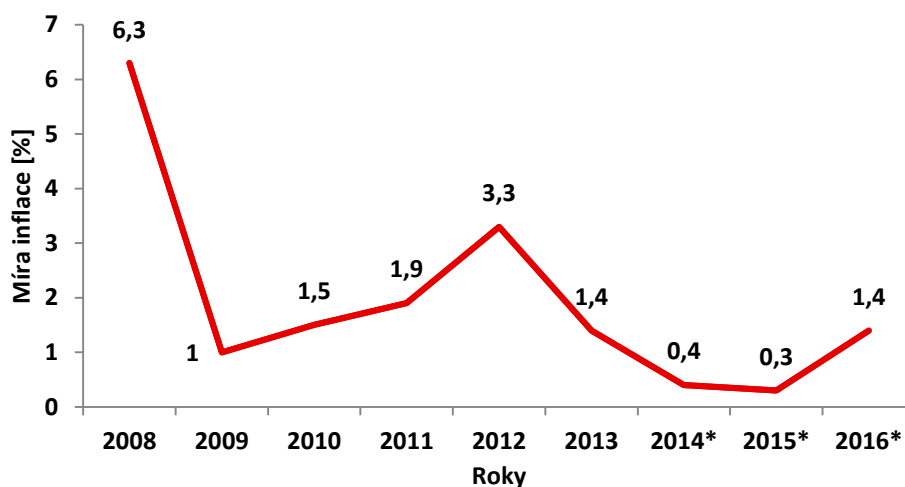
### **Míra inflace**

Míra inflace je definována jako nárůst všeobecné cenové hladiny zboží a služeb za určité časové období, která vede k poklesu kupní síly peněz. Cenová stabilita je důležitým faktorem přispívající k podpoře ekonomické aktivity, která se v podnicích projevuje jak na straně vstupů, tak i výstupů. Vývoj inflace v ČR včetně predikce budoucího vývoje je zachycen na Obr. 3.3.

V roce 2008 činila průměrná míra inflace v ČR 6,3 %, což byl její největší meziroční nárůst za posledních deset let zapříčiněný řadou faktorů. Mezi ty nejvýznamnější lze zařadit zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 % společně se zvýšením spotřební daně, zavedení regulačních poplatků aj. V roce 2009 z důvodu pomalého tempa růstu ekonomiky a stagnujícím spotřebitelským cenám způsobených recesí dosáhla průměrná míra inflace pouhého 1 %. V následujících letech došlo k jejímu mírnému růstu až do roku 2012, což bylo zejména způsobeno neustálým růstem cen paliv a pohonných hmot. V roce 2013 došlo díky protiinflačnímu působení české ekonomiky vlivem regulovaných cen a administrativních opatření k poklesu meziroční míry inflace na 1,4 %. Avšak z důvodu

obavy ze vzniku deflace se v listopadu 2013 ČNB rozhodla jako nástroj měnové politiky při nulových úrokových sazbách využít režim cílování měnového kurzu.

Obr. 3.3: Meziroční vývoj inflace (v %)



Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí ČR

Podle prognózy Ministerstva financí České republiky, která již počítá s nízkou hladinou měnového kurzu, by se v následujících třech letech měla průměrná míra inflace postupně začít zvyšovat z 0,3 na 1,4 %.

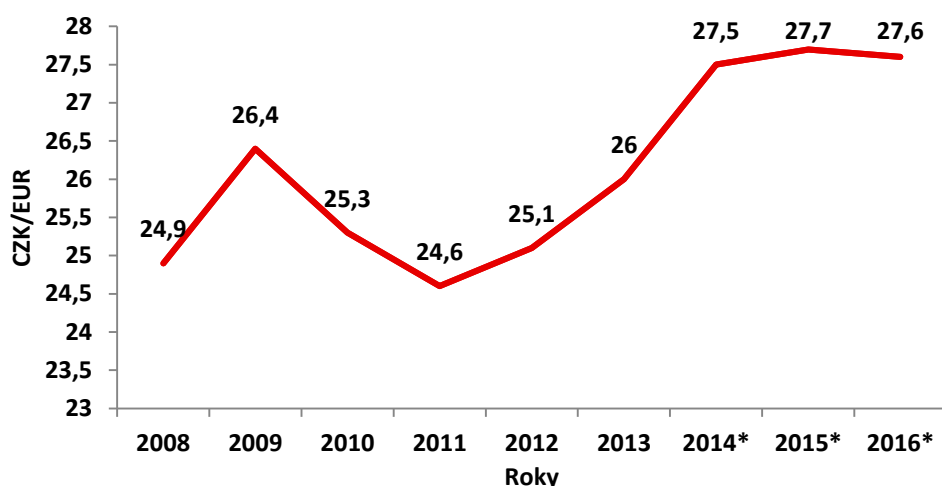
### Měnový kurz

Vývoj měnového kurzu podstatně ovlivňuje rozhodování podniků o importu a exportu zboží a služeb. Prostřednictvím tohoto ukazatele je možné propojit hospodaření podniku se zahraničím, přičemž v čím větší míře je podnik zapojen do mezinárodního obchodu, tím větší význam pro něj vývoj měnového kurzu představuje. Zdrojem rizika měnového kurzu je jeho volatilita, a to zejména pokud je tato volatilita neočekávaná.

Jelikož většina produkce oceňované firmy připadá na export především do zemí EU, je vývoj devizového kurzu významným faktorem působícím na tuto společnost. Vývoj průměrného ročního kurzu koruny vůči euru je zachycen na Obr. 3.4.

Před analyzovaným obdobím je možné u měnového kurzu koruny pozorovat dlouhodobý trend posilování vůči euru, který byl přerušen v polovině roku 2008 vlivem finanční krize. V následujících letech panovala na finančních trzích napjatá situace společně s narůstající averzí k riziku, které vedly ke kolísavému vývoji měnového kurzu, kdy se jeho hodnota pohybovala v rozmezí 26,4 až 24,6 CZK/EUR.

Obr. 3.4: Meziroční vývoj kurzu (v CZK/EUR)



*Zdroj: Ministerstvo financí ČR*

Dne 7. listopadu 2013 se ČNB rozhodla využít měnový kurz jako nástroj měnové politiky k cílování kurzu koruny vůči euru (k hodnotě 27 CZK/EUR) za účelem oživení ekonomiky a dosažení svého inflačního cíle. V prognóze Ministerstva financí České republiky se předpokládá, že se v následujících letech měnový kurz bude pohybovat poblíž této hodnoty, jelikož se jej ČNB zavázala takto udržovat.

### 3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Smyslem analýzy vnitřního potencionálu je identifikovat základní charakteristické znaky odvětví, ve kterém podnik působí. V rámci analýzy vnitřního potencionálu je toto odvětví charakterizováno společně s obecným rozbohem dodavatelsko odběratelských vztahů a využívaných výrobních technologií společnosti.

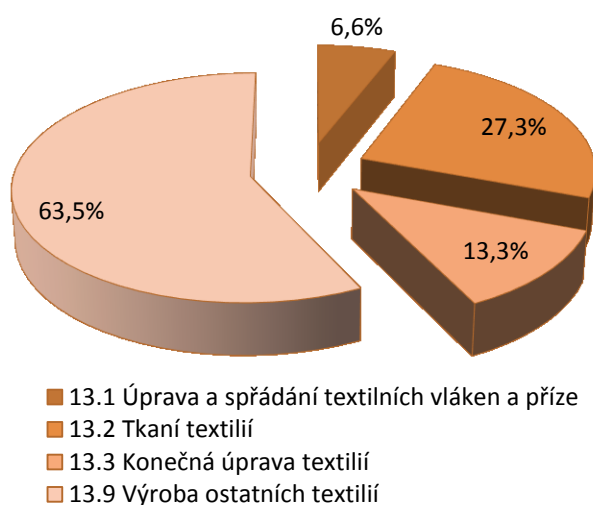
#### Charakteristika odvětví

Hlavním předmětem činnosti společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. je výroba netkaných textilií, která je v rámci odvětvové klasifikace ekonomických činností CZ-NACE umístěna v sekci C – zpracovatelský průmysl, konkrétně:

- oddíl 13 – výroba textilií,
- skupina 13.9 – výroba ostatních textilií,
- třída 13.96 – výroba ostatních technických a průmyslových textilií.

Textilní i oděvní průmysl patří k citlivým odvětvím, která na globálním trhu čelí velké konkurenci, zejména ze strany třetích zemí. Evropský trh netkaných textilií spunmelt na bázi polypropylenu a polyetylenu, který společně s oceňovanou společností obsahuje přes 30 producentů, je více rozšířený nežli v jiných regionech. Hlavními konkurenty v tomto regionu jsou mezinárodní a regionální společnosti s výrobními závody v západní Evropě společně s nově příchozími výrobci z Ruska. Obecně je výrobní oddíl CZ-NACE 13 tvořen čtyřmi základními skupinami, které jsou na Obr. 3.5 rozděleny podle podílu na celkové velikosti tržeb daného oddílu.

**Obr. 3.5: Podíl skupin CZ-NACE 13 na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb v roce 2013**



*Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu*

Největší zastoupení na tržbách má skupina 13.9 – výroba ostatních textilií, která zahrnuje výrobu pletených a háčkových materiálů (13.91), výrobu konfekčních textilních výrobků, kromě oděvů (13.92), výrobu koberců a kobercových předložek (13.93), výrobu lan, provazů a síťovaných výrobků (13.94), výrobu netkaných textilií a výrobků z nich, kromě oděvů (13.95), výrobu ostatních technických a průmyslových textilií (13.96) a výrobu ostatních textilií jinde neuvedenou (13.99). Třídy 13.94, 13.95 a 13.96 se řadí do kategorie technických textilií, které stále patří mezi perspektivní obory textilní výroby a jejich podíl na celkových tržbách CZ-NACE 13 se neustále zvyšuje.

Klíčový trh pro PEGAS je zeměpisně definován jako region EMEA, jenž v sobě zahrnuje Evropu (západní Evropu, střední a východní Evropu, Rusko a Turecko), Střední východ a severní Afriku. Hlavní obchodní činnost této společnosti je zaměřena na sektor

výrobků osobní hygieny, který se v tomto regionu podílí na celkovém trhu netkaných textilií 40 procenty neboli 0,7 milionu tun. Společnosti PEGAS NONWOVENS se v tomto sektoru postupně podařilo za poslední 3 roky navýšit svůj podíl na celkové produkci o 2,6 p.b. na celkových 15,7 %, což z této společnosti činí z hlediska kapacity výroby největšího výrobce netkaných textilií v Evropě. V případě příznivých podmínek se předpokládá další navýšení podílu během roku 2016 o 2,8 p.b. rozšířením závodu v Egyptě.

Tento sektor výrobků osobní hygieny je složen ze tří hlavních produktů: jednorázové dětské plenky, výrobky pro inkontinenci dospělých a dámská hygiena. Hygienické produkty jsou v moderní době nezbytností, poptávka po nich je necyklická, stabilní a ve srovnání s ostatními tržními segmenty méně ovlivněná ekonomickým vývojem.

Nízká saturace (tj. nízká spotřeba na hlavu) hygienických produktů v Rusku, na Středním východě, v Africe a v rozvíjejících se zemích střední a východní Evropy vysvětluje dynamický růst poptávky na těchto trzích ve srovnání se západní Evropou. Oproti tomu míra stárnutí obyvatelstva, průměrná délka života a vysoké disponibilní příjmy v západní Evropě podporují růst segmentu inkontinence pro dospělé.

### **Dodavatelско odběratelské vztahy**

Pozice PEGASu, jako jedné z vedoucích firem na EMEA trhu netkaných textilií pro oblast hygieny, umožnila rozvinout blízké a dlouhodobé vztahy se zákazníky, kteří jsou předními producenty na koncových trzích. Tyto vztahy jsou neustále posilovány prostřednictvím úzké spolupráce s odběrateli, hloubkových znalostí jejich potřeb za použití technologických expertíz a zavádění nových a vylepšených produktů a technologií.

Pět největších zákazníků společnosti představovalo 78 % podíl na celkových výnosech v roce 2013 (75 % podíl v roce 2012). Současná koncentrace zákazníků odráží situaci na trhu hygieny, jenž je rozdělen mezi malé množství hráčů s velkými tržními podíly.

V roce 2011 podepsala společnost dlouhodobý kontrakt s jedním ze svých klíčových zákazníků týkající se dodávek netkaných textilií z egyptského závodu, který pokrývá většinu jeho výrobní kapacity. V roce 2013 získala společnost již šestým rokem v řadě prestižní ocenění „Excellence Award“ od společnosti Proceter & Gamble pro dodavatele dlouhodobě poskytující služby na nejvyšší úrovni.

Surovinou používanou pro netkané textilie typu spunmelt jsou polymery, zejména ropné deriváty polypropylen a polyetylen. V roce 2013 představovala spotřeba těchto surovin 78 % (v roce 2012 80,5 %) celkových provozních nákladů společnosti bez odpisů a amortizace. V posledních třech letech odebírá společnost polymery od sedmi dodavatelů, které jsou nakupovány na roční a víceleté bázi. Konkurence mezi těmito dodavateli je zajištěna průběžným benchmarkingem.

## Technologie a výroba

Skupina vlastní a provozuje technologicky pokročilá zařízení umožňující výrobu vysoce kvalitních netkaných textilií typu spunmelt. Řízení výroby se soustředí na průběžnou údržbu a modernizaci zařízení a strojů s cílem udržet společnost na špičce mezi EMEA výrobci netkaných textilií. V současné době provozuje deset výrobních linek, které jsou zobrazeny v Tab. 3.1, společně se třemi malými koncovými linkami zabezpečující řezání, lepení a perforaci vyrobených látek dle požadavků zákazníka. Všech deset výrobních linek bylo vyrobeno společností Reicofil, předním německým dodavatelem zařízení na výrobu netkaných materiálů typu spunmelt, jenž v současné době dominuje na celosvětovém trhu zařízení pro výrobu netkaných materiálů tohoto typu.

**Tab. 3.1: Přehled výrobních linek společnosti**

Zařízení	Rok instalace	Umístění závodu	Šířka linky v metrech	Roční výrobní kapacita v tunách
Reicofil 2	1992	Bučovice	3,2	2600
Reicofil 2	1996	Bučovice	3,2	4700
Reicofil meltblown	1996	Přímětice	1,6	700
Reicofil 3	1998	Bučovice	3,2	6900
Reicofil 3 BiCo	2000	Přímětice	3,2	10400
Reicofil 3 BiCo	2001	Přímětice	3,2	9700
Reicofil 4	2004	Přímětice	4,3	20000
Reicofil 4 Special	2007	Přímětice	3,2	15000
Reicofil 4S Advanced BiCo	2011	Přímětice	4,3	20000
Reicofil 4S	2013	6th of October City <sup>12</sup>	4,3	20000
<b>Celková výrobní kapacita</b>				<b>110000</b>

*Zdroj: Výroční zpráva společnosti PEGAS NONWOVENS S.A.*

<sup>12</sup> Město nacházející se poblíž Káhiry.

Společnost klade velký důraz na recyklaci vyřazeného materiálu, který je nevyhnutelným vedlejším produktem procesu spunmelt. Pro optimalizaci recyklace vyvinula společnost vlastní technologický proces, jenž dovoluje snížení odpadu na minimum prostřednictvím recyklace téměř veškerého vyřazeného materiálu. Zařízení umožňující tuto recyklaci bylo instalováno v roce 2006.

### **3.3 Finanční analýza**

Finanční analýza společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. je složena ze dvou částí. Nejprve je provedena analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty na základě vertikální a horizontální analýzy a následně je provedena analýza pomocí poměrových ukazatelů, jako jsou ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. Zdrojem vstupních dat pro finanční analýzu jsou účetní výkazy oceňované společností za roky 2009 až 2014, které jsou uvedeny v Přílohách č. 1 až 3.

#### **3.3.1 Vertikální analýza**

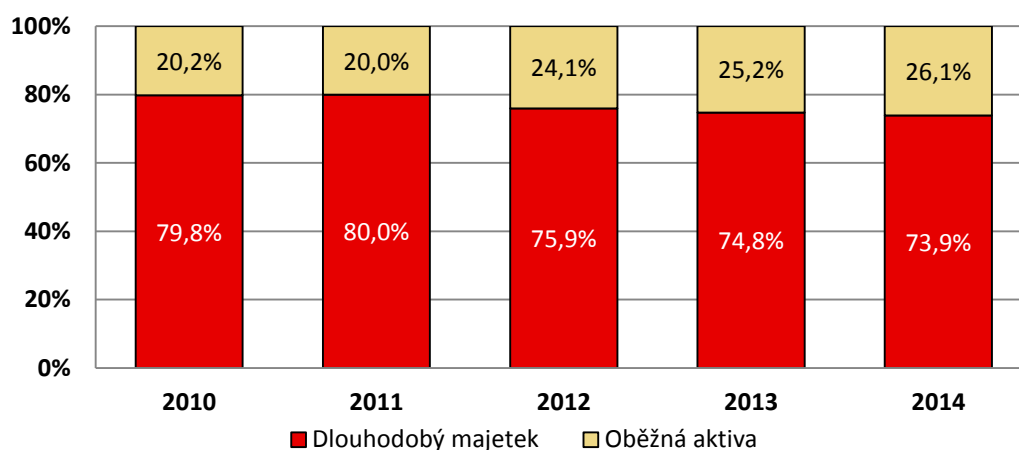
Účelem vertikální analýzy je zachytit vývoj podílu vybraných položek účetních výkazů vůči zvolené vztahné veličině. U vertikální analýzy rozvahy je jako tato veličina zvolena celková bilanční hodnota a u výkazu zisku a ztráty se jedná o tržby za prodej výrobků, zboží a služeb. Výpočty jsou provedeny pomocí vzorce (2.3) a v Přílohách č. 4 a 5 je uvedena vertikální analýza veškerých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

#### **Vertikální analýza rozvahy**

Vývoj struktury aktiv společnosti ve sledovaném období je zobrazen na Obr. 3.6. Je zřetelné, že aktiva jsou tvořena z velké části dlouhodobým majetkem, do něhož jsou zařazeny především rozsáhlá výrobní zařízení, haly, pozemky, administrativní budovy a goodwill. Ve sledovaném období je možné pozorovat mírný rostoucí podíl oběžného majetku na celkových aktivech, v němž se ovšem jeho struktura nijak významně nemění. To samé platí pro položky dlouhodobého majetku, až na položku goodwill, která je příčinou změny poměru oběžného a dlouhodobého majetku. To je způsobeno z toho důvodu, jelikož s rostoucími absolutními hodnotami jednotlivých položek zůstává hodnota goodwillu stabilní, až na malé odchylky, které jsou způsobené změnami přečíslovacího kurzu na konci období.

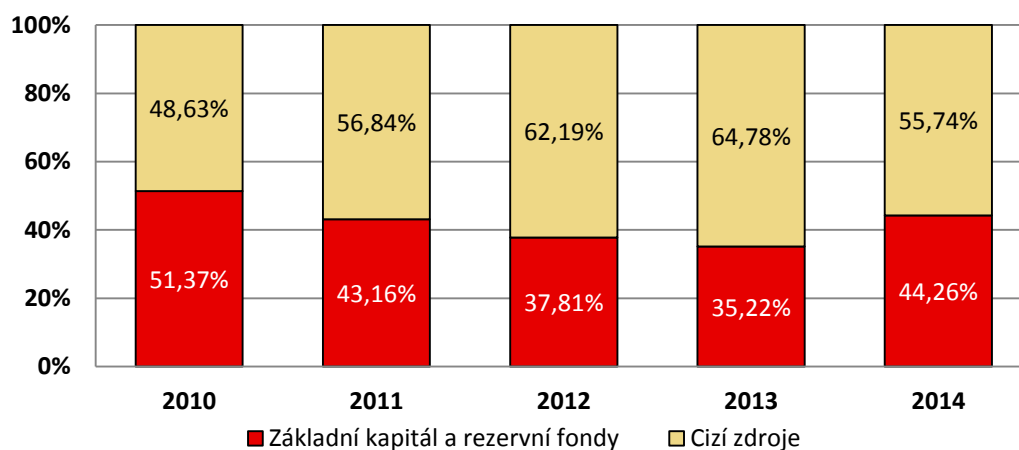


**Obr. 3.6: Vertikální analýza aktiv**



Na Obr. 3.7 lze pozorovat vývoj struktury pasiv společnosti ve sledovaném období. Je patrné, že v tomto období došlo k razantním změnám struktury financování, které byly způsobeny dvěma zásadními faktory. Prvním je realizace investiční příležitosti v Egyptě, která ovlivnila finanční strukturu zejména v letech 2011 až 2013 navýšením bankovních úvěrů o polovinu a také navýšením závazků z obchodních vztahů na pětinasobek uzavřením dlouhodobého kontraktu na dodávku netkaných textilií spojenou s touto investicí. K navýšení závazků došlo z toho důvodu, jelikož kontrakt byl uzavřen v roce 2011, ale daná investice byla uvedena do komerčního provozu až ve třetím čtvrtletí roku 2013. Druhým faktorem, který jednorázově ovlivnil finanční strukturu v roce 2013, je devizová intervence ČNB. Tento zásah se promítnul v položce rozdíly z přepočtu, čímž došlo ke snížení hodnoty vlastního kapitálu o 10 %. V posledním roce dochází k navýšení podílu vlastního kapitálu postupným návratem dříve zmíněných položek na jejich počáteční úroveň.

**Obr. 3.7: Vertikální analýza pasiv**



## **Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty**

Při vertikální analýze výkazu zisku a ztráty hraje zásadní roli výběr vztažné veličiny, jelikož oproti rozvaze zde není zcela jasně určena. Z důvodu, že jedním ze smyslů podniku je generování tržeb, je použita jako vztažná veličina hodnota tržeb. Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty je uvedena v Příloze č. 5.

Na základě této analýzy lze konstatovat, že až na jednu výjimku jsou všechny položky výkazu zisku a ztráty společnosti dlouhodobě stabilní. Touto výjimkou jsou kurzové ztráty a ostatní finanční náklady, které v sobě obsahují největší podíl podstupovaného kurzového rizika společnosti. Vývoj této položky by bylo možné bez odchylky hodnoty roku 2013 nazvat za relativně stabilní. Tato odchylka byla způsobena již zmíněnou devizovou intervencí ČNB.

### **3.3.2 Horizontální analýza**

Horizontální analýzou je možné znázornit meziroční změny dílčích položek výkazů jak v absolutním, tak relativním vyjádření. V tomto případě je pro lepší přehlednost horizontální analýza vyjádřena pouze ve relativním vyjádření, jež lze vypočítat podle vzorce (2.2). Je však nutné při sestavování a posuzování jednotlivých položek pomocí této analýzy brát v úvahu výsledky výše uvedené vertikální analýzy, jelikož extrémní změny zkoumaných položek mohou mít nízký vliv na zvolenou základnu. V Přílohách č. 6 a 7 je uvedena horizontální analýza veškerých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

### **Horizontální analýza rozvahy**

V Tab. 3.2 je zaznamenán vývoj dlouhodobého a oběžného majetku společně s celkovou hodnotou aktiv. V prvních třech letech lze pozorovat nárůst všech položek způsobených realizací investiční příležitosti, kdy k významnému nárůstu oběžného majetku potřebného pro chod této investice, tedy zásob, dochází především před jejím uvedením do provozu. V roce 2013 následuje devizová intervence ČNB, kterou byl znehodnocen kurz koruny, a tím také přeceňovací kurz na konci období. Jelikož velká část majetku společnosti je vedena v korunách a konsolidované výkazy jsou uváděny v eurech, dochází v následujícím roce 2013 k poklesu hodnoty dlouhodobých a celkových aktiv. V posledním roce dochází k ustálení, kdy v důsledku nižších investic oproti odpisům dochází k nepatrnému snížení hodnoty majetku.

**Tab. 3.2: Horizontální analýza aktiv v relativním vyjádření**

Období	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	6,53%	20,59%	23,53%	-4,67%	-0,15%
Dlouhodobý majetek	1,92%	20,79%	17,34%	-6,14%	-1,37%
Oběžná aktiva	29,76%	19,78%	48,19%	-0,04%	3,45%

Je zřejmé, že celková hodnota pasiv se musí vyvíjet obdobným způsobem jako celková hodnota aktiv. Z Tab. 3.3 je patrné, že v prvních třech letech u cizích zdrojů došlo k významnému růstu, který byl zapříčiněn navýšením bankovních úvěrů a závazků z obchodních vztahů spojených s realizací investiční příležitosti v Egyptě. V následujícím období byla daná investice uvedena do provozu, a tak tyto vzniklé závazky začaly být postupně uhrazovány. Hodnota vlastního kapitálu má až na rok 2013 stabilní rostoucí trend. Odchylna v roce 2013 byla způsobena změnami dvou složek vlastního kapitálu. Přesněji prudkým snížením rozdílu z přepočtu způsobenou intervencí ČNB a dále snížením hodnoty nerozděleného zisku v důsledku celkové výše vyplacené dividendy a nízkým výsledkem hospodaření opět ovlivněným zmíněnou intervencí, kdy položka kurzových ztrát trojnásobně vzrostla.

**Tab. 3.3: Horizontální analýza pasiv v relativním vyjádření**

Období	2010	2011	2012	2013	2014
Pasiva celkem	6,52%	20,59%	23,53%	-4,67%	-0,15%
Základní kapitál a rezervní fondy celkem	13,92%	1,34%	8,21%	-11,21%	25,48%
Cizí zdroje	-0,32%	40,92%	35,17%	-0,70%	-14,09%

### Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza nejvýznamnějších položek výkazu zisku a ztráty je zobrazena v Tab. 3.4 a kompletní horizontální analýza výkazu zisku a ztráty je uvedena v Příloze č. 7.

U většiny provozních položek výkazu zisku a ztráty lze pozorovat stabilní rostoucí trend, jelikož u většiny z těchto položek je jenom jejich malá část ovlivněna kurzem. Tržby i spotřeba materiálu je průměrně ve všech letech z 80 % vyjádřena eurem, a tudíž je jejich vývoj téměř stabilní. Osobní náklady jsou opačného charakteru, ale i přes znehodnocení koruny v roce 2013 došlo k razantnímu růstu této položky z důvodu spuštění nové výrobní linky v Egyptě. Toto se ovšem netýká kurzových zisků a ztrát, které v závislosti na kurzových změnách, a to zejména těch výrazných v letech 2011 a 2013, razantně ovlivňují čistý zisk společnosti.

**Tab. 3.4: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty v relativním vyjádření**

Období	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	20,01%	11,95%	13,20%	6,11%	15,73%
Spotřeba materiálu a služeb	36,56%	15,48%	15,47%	7,35%	15,85%
Osobní náklady	5,89%	4,18%	0,25%	21,89%	5,50%
<b>Provozní zisk</b>	<b>-17,47%</b>	<b>42,34%</b>	<b>-1,16%</b>	<b>-4,04%</b>	<b>26,31%</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	30,67%	-10,03%	26,62%	3,60%	17,69%
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	-18,81%	190,49%	-29,30%	175,49%	-68,34%
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>1,14%</b>	<b>-33,62%</b>	<b>49,82%</b>	<b>-93,26%</b>	<b>1820,34%</b>

### 3.3.3 Analýza poměrovými ukazateli

V této části kapitoly je zhodnocena finanční situace společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. v letech 2010 až 2014 pomocí vybraných ukazatelů rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity.

#### 3.3.3.1 Ukazatele rentability

Pomocí ukazatelů rentability je možno sledovat výnosnost investovaného kapitálu. V rámci analýzy rentability oceňované společnosti jsou využity čtyři poměrové ukazatele, a to rentabilita aktiv (*ROA*), rentabilita vlastního kapitálu (*ROE*), rentabilita tržeb (*ROS*) a rentabilita nákladů (*ROC*).

Pro zachycení vývoje hlavní činnosti podniku je v ukazatelích zisk před úroky a zdaněním nahrazen provozním ziskem. Jak je z Tab. 3.5 patrné, ukazatele rentability vycházející z provozního zisku vykazují oproti zbylým ukazatelům stabilní vývoj. Toto je zapříčiněno tím, že provozní zisk oproti čistému zisku v sobě neobsahuje kurzové zisky a ztráty, které jsou zdrojem největšího podstupovaného rizika společnosti. Nejvýraznější vliv lze pozorovat v roce 2013, v němž došlo k devizovým intervencím, kde rentability vycházejících z čistého zisku klesly v průměru o 12 p.b. Takového poklesu si je možné povšimnout i v roce 2011, ale pouze v polovičním měřítku. Veškeré hodnoty ukazatelů rentability, až na výše zmíněné případy, dosahují poměrně vysokých a stabilních hodnot.

**Tab. 3.5: Ukazatele rentability**

Období	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ROA</b>	(2.4)	7,51%	8,86%	7,09%	7,14%	9,03%
<b>ROE</b>	(2.5)	16,30%	10,68%	14,79%	1,12%	17,19%
<b>ROSc</b>	(2.6)	14,20%	8,42%	11,14%	0,71%	11,75%
<b>ROSp</b>	(2.7)	12,73%	16,19%	14,14%	12,79%	13,95%
<b>ROC</b>	(2.8)	15,12%	8,59%	11,66%	0,67%	12,41%

### 3.3.3.2 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží k analýze finanční struktury společnosti z dlouhodobého hlediska a jsou využívány jako indikátory rizika, které společnost podstupuje při určité struktuře finančních zdrojů, jimiž jsou kryta daná aktiva společnosti. Pro účely analýzy zadluženosti oceňované společnosti je použito pět poměrových ukazatelů, jejichž vývoj je zachycen v Tab. 3.6.

Tab. 3.6: Ukazatele zadluženosti

Období	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Celková zadluženost</b>	(2.9)	48,63%	56,84%	62,19%	64,78%	55,74%
<b>Finanční samostatnost</b>	(2.10)	51,37%	43,16%	37,81%	35,22%	44,26%
<b>Zadluženost vlastního kapitálu</b>	(2.11)	94,68%	131,67%	164,48%	183,96%	125,95%
<b>Úrokové krytí</b>	(2.12)	5,72	6,27	5,75	3,94	4,13
<b>Stupeň krytí stálých aktiv</b>	(2.13)	117,34%	110,93%	107,62%	106,82%	113,13%

Ukazatel celkové zadluženosti je tvořen podílem cizího kapitálu na celkových aktivech. V prvních čtyřech pozorovaných obdobích lze zaznamenat stabilní růst tohoto ukazatele, během kterých vzrostla jeho hodnota o 16 p.b. V posledním roce dochází k prudkému snížení o 9 p.b. Nárůst podílu cizího kapitálu je způsoben realizací investice v Egyptě, která byla převážně financována právě z cizího kapitálu. Ve třetím čtvrtletí roku 2013 byla tato investice uvedena do provozu a postupně začaly být tyto závazky uhrazovány a nahrazovány vlastním kapitálem, přesněji nerozděleným ziskem, a z tohoto důvodu dochází v posledním roce k prudkému snížení hodnoty tohoto ukazatele.

Ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu má obdobný vývoj se stejnými důvody jako ukazatel celkové zadluženosti. To samé platí pro ukazatel finanční samostatnosti, ale jelikož poměruje vlastní kapitál s celkovými aktivy, je jeho vývoj opačný.

Ukazatel úrokového krytí vyjadřuje, kolikrát jsou vyprodukovaným ziskem kryty náklady související s cizím kapitálem, tj. nákladové úroky. Hodnota tohoto ukazatele je pro celé sledované období na příznivé úrovni s téměř stabilním vývojem. Poklesy v letech 2012 a 2013 jsou způsobeny navýšením cizího kapitálu, kterým je realizovaná investice v Egyptě převážně financována.

Pro splnění zlatého pravidla financování by mělo platit, že ukazatel stupně krytí stálých aktiv by měl činit alespoň 100 %, což je ve všech obdobích splněno. Tento fakt společně se stabilní hodnotou tohoto ukazatele pozitivně ovlivňuje celkovou finanční stabilitu společnosti.

### 3.3.3.3 Ukazatele likvidity

Pomocí ukazatelů likvidity je možno sledovat schopnost podniku dostát svým závazkům včas a plně výši. Pro účely analýzy likvidity společnosti je použito tří ukazatelů, a to celkové, pohotové a okamžité likvidity, jejichž hodnoty ve sledované období jsou uvedeny v Tab. 3.7.

Tab. 3.7: Ukazatele likvidity

Období	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Celková likvidita</b>	(2.14)	3,1809	1,7721	1,3168	1,2534	1,5901
<b>Pohotová likvidita</b>	(2.15)	2,2561	1,2579	1,0177	0,7990	0,8783
<b>Okamžitá likvidita</b>	(2.16)	0,2939	0,1823	0,3768	0,1820	0,1531

Veškeré ukazatele likvidity mají ve sledovaném období kolísavý vývoj i přes stabilní růst hodnot položek, které jsou v jejich čitatelích obsaženy. Hlavní příčinou je prudký, až pětinasobný, nárůst závazků z obchodních vztahů zapříčiněný uzavřením dlouhodobého kontraktu na dodávku netkaných textilií spojenou s realizovanou investicí v Egyptě, jenž se v letech 2011 a 2012 postupně nakumulovaly. Ke kumulaci závazků došlo právě z toho důvodu, jelikož kontrakt byl uzavřen v roce 2011, ale daná investice byla uvedena do komerčního provozu až ve třetím čtvrtletí roku 2013. Tudíž v roce 2014 již dochází k uhrazování těchto závazků, a tím mírným zlepšením hodnot ukazatelů. Toto ovšem neplatí pro okamžitou likviditu, jelikož od roku 2013 jsou za pohotové peněžní prostředky pořizovány zásoby.

### 3.3.3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatelé aktivity udávají, jak efektivně podnik hospodaří se svým majetkem skrze vázanost kapitálu v jednotlivých formách tohoto majetku. V rámci analýzy aktivity oceňované společnosti jsou využity čtyři poměrové ukazatele, a to doba obratu aktiv, zásob, pohledávek a závazků, jejichž hodnoty ve sledovaném období jsou uvedeny v Tab. 3.8.

Tab. 3.8: Ukazatele aktivity (ve dnech)

Období	Vzorec	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Doby obratu aktiv</b>	(2.18)	610,46	657,59	717,57	644,68	556,20
<b>Doba obratu zásob</b>	(2.19)	35,82	38,26	39,21	58,95	65,06
<b>Doby obratu pohledávek</b>	(2.20)	76,01	80,02	83,99	80,04	66,29
<b>Doba obratu závazků</b>	(2.21)	45,71	100,14	170,32	135,07	66,60

Ukazatel doby obratu aktiv vykazuje za sledované období setrvalý stav s průměrnou hodnotou okolo 640 dní. Oproti tomu doba obratu zásob má rostoucí trend způsobený nákupem potřebných zásob pro plynulý chod všech výrobních linek jak v Česku, tak i v Egyptě.

Doba obratu pohledávek se pohybuje v rozmezí 66 do 84 dnů, a tudíž by mohla být považována za stabilní. Za to doba obratu závazků je vysoce nestabilní z výše zmíněného důvodu, kterým je uzavření dlouhodobého kontraktu na dodávku netkaných textilií, díky čemuž je v posledních čtyřech letech splněno pravidlo solventnosti, kdy doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek.

### **3.4 SWOT analýza**

SWOT analýza slouží k přehlednému shrnutí hlavních závěrů získaných z již provedené strategické a finanční analýzy. Základním cílem této analýzy je identifikovat klíčové silné a slabé stránky společnosti společně s možnými příležitostmi a hrozbami, které jsou spojeny s prostředím, ve kterém se daný podnik pohybuje.

#### **Silné stránky:**

- vedoucí odvětvová pozice v daném regionu,
- vysoká kvalita produktů,
- úzké a dlouhodobé vztahy se zákazníky,
- neustálé investice a inovace do technologického vývoje,
- vysoká informační otevřenost.

#### **Slabé stránky:**

- nízká úroveň likvidity.

#### **Příležitosti:**

- perspektivní rozvíjející se obor,
- rostoucí poptávka,
- možnosti rozvoje a rozšíření exportu.

**Hrozby:**

- vyšší odvětvová konkurence oproti ostatním regionům,
- úzké portfolio převážně zahraničních zákazníků,
- kurzové riziko,
- nepříznivý vývoj dob obratu závazků a pohledávek.



## **4 APLIKACE VYBRANÝCH METOD PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU**

Tato kapitola je zaměřena na samotné stanovení tržní hodnoty společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. Před aplikací vybraných oceňovacích metod je nejprve odhadnut funkční model vývoje tržeb. Pomocí tohoto modelu společně s následnou simulací náhodného vývoje vysvětlujících proměnných jsou predikovány tržby, a to zvláště pro jednotlivé scénáře vývoje vysvětlujících proměnných. Na základě této predikce tržeb je pro každý scénář sestaven dlouhodobý finanční plán společně s náklady kapitálu. Následně jsou vybrané oceňovací metody aplikovány a s jejich pomocí jsou odhadnuty tržní hodnoty společnosti podle jednotlivých metod. Závěr této kapitoly je věnován zhodnocení a komparaci výsledků získaných použitými metodami.

### **4.1 Finanční plán**

Nezbytnou součástí ocenění společnosti, a to zejména platí pro výnosové metody, je sestavení finančního plánu, který je v rámci diplomové práce vytvořen pro období deseti let od roku 2015 po 2025. Tento finanční plán je složen z několika dílčích plánů, konkrétně z plánů tržeb, provozní ziskové marže, čistého pracovního kapitálu, investic a financování. Klíčovým krokem této kapitoly je stanovení tržeb oceňované společnosti, jelikož právě od nich se následně odvíjí většina klíčových veličin.

#### **4.1.1 Plán tržeb**

Pro prognózu tržeb je využita regresní analýza, v níž je regresní model odhadnut za pomoci metody nejmenších čtverců, jenž vychází z minimalizace součtu čtverců odchylek dle vzorce (2.53). Vysvětlovanou proměnnou tohoto modelu je relativní čtvrtletní změna tržeb, která je závislá na relativních čtvrtletních změnách sezóně očištěného HDP České republiky, exportu zboží klasifikovaného podle Harmonizovaného systému pod kódem 5603 – textilie netkané, též impregnované aj. a importu zboží klasifikovaného pod nižším kódem 56 – vata, plst' a netkané textilie apod., který zastává funkci substitutu. Hodnoty importu a exportu se vztahují pouze na regiony, ve kterých oceňovaná společnost působí.

Modelování závislosti proměnných probíhá na základě kvartálních údajů za období od posledního čtvrtletí roku 2008 až do konce roku 2014, což dává dohromady 25 pozorování,

ale jelikož je pro modelování této závislosti použit růstový model, je tak počet vstupních období o jedno pozorování nižší. Podstatnou výhodou využití růstového modelu je snížení pravděpodobnosti výskytu zdánlivé regrese v odhadovaném modelu.

Analýza vzájemné závislosti jednotlivých proměnných je provedena pomocí párové korelace vyjádřené tzv. korelační maticí, ve které jsou zaznamenány korelační koeficienty mezi jednotlivými páry proměnných modelu. Čím více se hodnota korelačního koeficientu vzdaluje od nuly, tím je míra síly lineární závislosti mezi dvojicí proměnných intenzivnější. Korelační matice proměnných modelu je zobrazena v Tab. 4.1.

**Tab. 4.1: Korelační matice**

		Tržby	HDP <sub>50</sub>	Export <sub>5603</sub>	Import <sub>56</sub>
Tržby	Pearson Correlation	1	,525**	,526**	-,487*
	Sig. (2-tailed)		,008	,008	,016
	N	24	24	24	24
HDP <sub>50</sub>	Pearson Correlation	,525**	1	,260	-,276
	Sig. (2-tailed)	,008		,220	,191
	N	24	24	24	24
Export <sub>5603</sub>	Pearson Correlation	,526**	,260	1	-,065
	Sig. (2-tailed)	,008	,220		,762
	N	24	24	24	24
Import <sub>56</sub>	Pearson Correlation	-,487*	-,276	-,065	1
	Sig. (2-tailed)	,016	,191	,762	
	N	24	24	24	24

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Z matice je zřejmé, že existuje vysoká statisticky významná závislost mezi vysvětlovanou proměnnou a vysvětlujícími proměnnými na pětiprocentní hladině významnosti. Závislosti mezi jednotlivými vysvětlujícími proměnnými jsou na této hladině statisticky nevýznamné, což představuje ideální základ pro odhad modelu.

Dalším krokem je samotný odhad regresního modelu z již zmíněných proměnných pomocí programu SPSS tak, aby jednotlivé koeficienty obsažené v modelu současně s modelem samotným byly na pětiprocentní hladině významnosti statisticky významné. Z důvodu nesplnění této podmínky je úroňová konstanta z modelu vyřazena, čímž má regresní model na základě rovnice (2.52) a této úpravy následující tvar,

$$\% \Delta T_t = \beta_1 \cdot \% \Delta HDP_t + \beta_2 \cdot \% \Delta EXP_t + \beta_3 \cdot \% \Delta IMP_t + \varepsilon_t,$$

kde  $T$  jsou tržby,  $\beta_i$  jsou jednotlivé koeficienty,  $HDP$  je hrubý domácí produkt,  $EXP$  je export,  $IMP$  představuje import a  $\varepsilon_t$  je reziduální složka modelu.

V Tab. 4.2 až 4.4 jsou uvedeny konkrétní hodnoty odhadnutého regresního modelu, které jsou následně interpretovány.

**Tab. 4.2: Shrnutí modelu**

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,769 <sup>a</sup>	,591	,533	6,814613%

a. Predictors:  $HDP_{50}$ ,  $EXP_{5603}$ ,  $IMP_{56}$

Z Tab. 4.2 je patrné, že hodnota koeficientu determinace je 0,591, což znamená, že 59,1 % variability tržeb společnosti lze vysvětlit regresním modelem a zbytek je dán náhodnou složkou.

**Tab. 4.3: Anova**

ANOVA <sup>a,b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1410,609	3	470,203	10,125	,000 <sup>c</sup>
	Residual	975,218	21	46,439		
	Total	2385,827	24			

a. Dependent Variable: T

b. Linear Regression through the Origin

c. Predictors:  $HDP_{50}$ ,  $EXP_{5603}$ ,  $IMP_{56}$

Z Tab. 4.3 je zřejmé, že odhadnutý model jako celek je na pětiprocentní hladině pravděpodobnosti statisticky významný, jelikož uvedená hodnota Sig., neboli p-hodnota, je nižší než zvolená hladina významnosti.

**Tab. 4.4: Koeficienty regresního modelu**

Coefficients <sup>a,b</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	$HDP_{50}$	4,487	1,777	,381	2,525	,020
	$EXP_{5603}$	,500	,166	,450	3,010	,007
	$IMP_{56}$	-,308	,138	-,316	-2,236	,036

a. Dependent Variable: T

b. Linear Regression through the Origin

Znaménka u regresních parametrů v Tab. 4.4 jsou v souladu s obecnými hypotézami o jejich působení a současně jsou všechny proměnné obsažené v modelu statisticky

významné. Výsledný lineární regresní model má po dosazení konkrétních hodnot odhadnutých parametrů následující podobu,

$$\% \Delta \hat{T}_t = 4,487 \cdot \% \Delta HDP_t + 0,5 \cdot \% \Delta EXP_t - 9,958 \cdot \% \Delta IMP_t,$$

kde  $T$  jsou tržby,  $HDP$  je hrubý domácí produkt,  $EXP$  je export a  $IMP$  představuje import.

Další nezbytnou součástí prognózy tržeb je simulace náhodného vývoje vysvětlujících proměnných modelu. Predikce vývoje těchto proměnných je provedena pomocí Geometrického Brownova pohybu dle vzorce (2.54) pro 10 000 scénářů na 10 let, což pro odhadnutý model, který vychází z kvartálních dat, představuje 40 období.

V rámci simulace náhodného vývoje vysvětlujících proměnných jsou nejprve vygenerována náhodná čísla, u kterých není zapotřebí provádět úpravu pomocí Choleskeho algoritmu, jelikož podle Tab. 4.1 jsou korelace mezi vysvětlujícími proměnnými statisticky nevýznamné. Potřebné parametry pro aplikaci Geometrického Brownova pohybu jsou uvedeny v Tab. 4.5, které byly zjištěny na základě historického čtvrtletního vývoje vysvětlujících proměnných od posledního čtvrtletí roku 2008 do konce roku 2014.

**Tab. 4.5: Hodnoty pro simulaci náhodného vývoje**

		HDP <sub>50</sub>	EXP <sub>5603</sub>	IMP <sub>56</sub>
<b>Střední hodnota</b>	$\mu$	0,33%	2,85%	2,88%
<b>Směrodatná odchylka</b>	$\sigma$	0,78%	8,50%	9,82%

Po zhotovení simulace náhodného vývoje vysvětlujících proměnných jsou jednotlivé scénáře vývoje tržeb stanoveny dosazením konkrétních procentních změn vysvětlujících proměnných do odhadnutého modelu. Následným součtem kvartálních tržeb v jednotlivých letech jsou nakonec stanoveny tržby roční.

#### 4.1.2 Plán provozní ziskové marže

Provozní zisková marže vyjadřuje poměr čistého operativního zisku před zdaněním a tržeb. V tomto případě není do tohoto operativního zisku zahrnuta hodnota odpisů, jelikož ty jsou součástí plánu investic. Provozní zisková marže je určena jako průměr historických hodnot tohoto ukazatele, které jsou vypočteny podle vzorce (2.22).

Samotný čistý operativní zisk před zdaněním bez odpisů je pak pro každý scénář stanoven součinem plánovaných tržeb s danou provozní ziskovou marží, která je brána jako

průměr historických marží (21,13 %). Historický vývoj tohoto ukazatele společně s její průměrnou hodnotou je zobrazen v Tab. 4.6.

**Tab. 4.6: Plán provozní ziskové marže**

	2010	2011	2012	2013	2014	Průměr
<b>Provozní zisková marže</b>	23,77%	21,75%	20,30%	19,35%	20,47%	<b>21,13%</b>

### 4.1.3 Plán čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál je pro všechny scénáře vypočten jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Jednotlivé složky oběžných aktiv společně s krátkodobými závazky, až na krátkodobý finanční majetek, jsou odvozeny z plánovaných dob obratu těchto položek, které jsou určeny jako průměr jejich historických hodnot. Krátkodobý finanční majetek je odvozen totožným způsobem, ale místo doby obratu je použita okamžitá likvidita. Vývoje dob obratů a okamžité likvidity jsou převzaty z kapitoly finanční analýzy a společně s jejich průměrnými hodnotami zaznamenány v Tab. 4.7.

**Tab. 4.7: Plán čistého pracovního kapitálu**

	2010	2011	2012	2013	2014	Průměr
<b>Doba obratu kr. závazky</b>	38,73	74,4	131,07	129,72	91,40	<b>93,07</b>
<b>Okamžitá likvidita</b>	0,2938	0,1823	0,3768	0,182	0,1531	<b>0,2376</b>
<b>Doba obratu zásob</b>	35,82	38,26	39,21	58,95	65,06	<b>47,46</b>
<b>Doba obratu pohledávek</b>	76,01	80,02	83,99	80,04	66,29	<b>77,27</b>

Jak si lze z tohoto plánu povšimnout, všechny položky obsažené v čistém pracovním kapitálu jsou odvozeny pouze z plánovaných tržeb, z čehož vyplývá, že čistý pracovní kapitál ve všech obdobích je možné určit přímo z těchto tržeb, a to vynásobením tržeb koeficientem 0,1494, jenž je odvozem ze středních hodnot dob obratů a okamžité likvidity.

### 4.1.4 Plán investic

Plán investic je složen ze tří dílčích plánů, a to z plánu odpisů, obnovovacích investic a rozvojových investic. Odpisy jsou odvozeny od průměrné hodnoty historického vývoje procentuálního podílu na tržbách. Tyto podíly společně s průměrnou hodnotou jsou uvedeny v Tab. 4.8. Pro účely finančních plánů jsou účetní odpisy ztotožňovány s odpisy daňovými.

**Tab. 4.8: Plán odpisů**

	2010	2011	2012	2013	2014	Průměr
<b>Tržby / Odpisy</b>	9,06	18,00	16,23	15,23	15,34	<b>14,77</b>

Obnovovací investice slouží k nahrazení fyzicky a morálně opotřebeného majetku. Pro zajištění realistického vývoje simulací, a to především pro případy obsahují tržby s dlouhodobým klesajícím trendem, jsou obnovovací investice v první fázi oproti odpisům nižší, přesněji ve výši poloviny odpisů minulého roku, jelikož při snižujících se tržbách se nebude účetní hodnota podniku zvyšovat ani udržovat, ale bude se snižovat tak, aby struktura majetku vůči celkovému objemu dosažených tržeb byla dostatečně efektivní. Ve druhé fázi jsou realizovány pouze obnovovací investice bez rozvojových investic, které jsou stanoveny ve výši odpisů.

Rozvojové investice jsou v tomto případě realizovány za účelem navýšení stávajících produkčních možností společnosti. Z důvodu zajištění dostatečné výrobní kapacity pro dosahované tržby je v závislosti na historickém vývoji poměru tržeb a dlouhodobého hmotného majetku určen koeficient, jehož hodnotou je vyjádřena maximální produktivita majetku. Tento koeficient je odvozen od průměrné hodnoty zmíněných poměrů. Jestliže je poměr tržeb daného roku a dlouhodobého hmotného majetku předchozího období nižší než stanovený koeficient, nedochází k plnému využití výrobních kapacit, a tak v tomto roce nejsou rozvojové investice potřebné. Ale v případě, že je hodnota tohoto poměru vyšší, jsou rozvojové investice realizovány v takové výši, aby se poměr daného roku, upravený o danou investici, rovnal stanovenému koeficientu. V Tab. 4.9 je uveden tento koeficient společně s hodnotami, z kterých je vypočítán.

**Tab. 4.9: Koeficient rozvojových investic**

	2010	2011	2012	2013	2014	Průměr
<b>Tržby / Dl. hm. majetek</b>	1,36	1,54	1,24	1,04	1,27	<b>1,29</b>

#### 4.1.5 Plán financování

Plán financování je sestaven v závislosti na vývoji celkové hodnoty aktiv, které budou kryty jak z vlastního, tak cizího kapitálu. Vlastní kapitál bude každým rokem navyšován o výsledek hospodaření snížený o vyplacenou dividendu. Vývoj dividend společnosti má od roku 2008 stabilní vývoj, kdy každým rokem je předešlá vyplacená dividend navýšena o 0,05 eur na akcii. K tomuto navýšení nedošlo pouze v roce 2013 z důvodu vzniku výrazné

kurzové ztráty, která byla zapříčiněna devizovou intervencí ČNB. Jelikož do tohoto modelu není kurz zahrnut, tak se předpokládá, že dividenda bude navýšena v každém roce, pokud by byla plně pokryta výsledkem hospodaření. Zbylá část aktiv, která nebude kryta vlastním kapitálem, bude financována kapitálem cizím.

Jelikož cizí kapitál je složen jak z úročeného, tak neúročeného kapitálu, je v závislosti na historickém vývoji těchto složek stanoven podíl, kterým bude pro všechny scénáře určena struktura cizího kapitálu. Tento stanovený podíl je odvozen jako průměr historických podílů úročeného kapitálu na celkové hodnotě cizího kapitálu. Tyto podíly jsou zobrazeny v Tab. 4.10.

**Tab. 4.10: Struktura cizího kapitálu**

	2010	2011	2012	2013	2014	Průměr
<b>Úročený cizí kapitál / Cizí kapitál</b>	0,79	0,73	0,65	0,69	0,76	<b>0,725</b>

Nákladové úroky jsou stanoveny ve výši 2,85 %, což je hodnota pevného úrokového výnosu emitovaných dluhopisů oceňované společnosti s datem splatnosti v roce 2018, kterými byly na konci roku 2014 refinancovány dlouhodobé bankovní úvěry společnosti.

## 4.2 Stanovení nákladů kapitálu

Náklady vlastního kapitálu jsou určeny zvlášť pro jednotlivé scénáře na základě sestavených účetních dat pomocí stavebnicového modelu, jenž je využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu. Podle tohoto modelu jsou náklady vlastního kapitálu vypočteny jako součet bezrizikové sazby a prémie skládajících se z rizikových přírážek charakterizujících produkční sílu, finanční strukturu a finanční stabilitu jak na bázi likvidity, tak velikost podniku.

Bezriziková sazba v jednotlivých letech první fáze je u všech scénářů určena výnosem do splatnosti desetiletého státního dluhopisu, která k 1. 4. 2015 dle serveru patria.cz činí 0,424 %. Pro druhou fázi je bezriziková sazba odvozena od státního dluhopisu s dobou splatnosti v roce 2057 s výnosem do splatnosti ve výši 1,976 %. Rizikové přírážky jsou vypočteny individuálně pro jednotlivé roky všech scénářů podle vzorců (2.27) až (2.33), kde minimální hodnota rizikové přírážky za podnikatelské riziko ( $r_{pod}$ ) pro odvětví CZ-NACE 13 (výroba textilií) je stanovena ve výši 2,65 % a krajní meze pro individuální výpočty rizikové přírážky za finanční stabilitu ( $r_{finstab}$ ) jsou Ministerstvem průmyslu a obchodu doporučeny ve výši 1 a 2,5.

Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny na základě pevného úrokového výnosu emitovaných dluhopisů oceňované společnosti, které jsou sníženy o daň z příjmu právnických osob ve výši 19 %.

Při kvantifikaci nákladů na celkový kapitál je nejprve nutné určit váhy jednotlivých položek, a to stanovením tržní struktury kapitálu daného podniku pomocí tzv. iteračního postupu. U všech scénářů se v první iteraci vychází z predikované účetní struktury kapitálu, na jejímž základě jsou vypočteny náklady na celkový kapitál podle vzorce (2.23) společně s od ní se odvíjející hodnotou podniku, a to jak hodnotou brutto, tak hodnotou netto. Z těchto hodnot je následně určena nová struktura kapitálu, pro kterou je tento proces opakován do té doby, dokud rozdíl mezi výchozí strukturou posledního procesu a její výslednou strukturou nezmizí, nebo se aspoň nesníží na přijatelnou hodnotu. Náklady na celkový kapitál jsou nakonec samostatně vypočteny pro každý scénář na základě odpovídající tržní struktury kapitálu, které jsou v jednotlivých letech rozdílné.

### **4.3 Stanovení hodnoty společnosti**

Stanovení tržní hodnoty společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. je provedeno ke dni 1. 4. 2015 použitím dvou oceňovacích metod, konkrétně metody diskontovaných peněžních toků DCF-Entity a metody ekonomické přidané hodnoty EVA-Entity. U obou těchto metod je využito dvoufázového modelu, v němž je délka první fáze stanovena po dobu 10 let od roku 2015 do roku 2025, po jejíž celou délku trvání je vytvořen finanční plán. Následující druhá fáze začíná od posledního období finančního plánu, konkrétně od roku 2026, a pokračuje až do nekonečna. V rámci druhé fáze se předpokládá celková stabilizace společnosti a ustálení velikosti tržeb na konstantní úroveň, čímž je tempo růstu pro tuto fázi nulové.

#### **4.3.1 Aplikace metody DCF – Entity**

Metoda DCF-Entity vychází z volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele, které jsou diskontovány celkovými náklady kapitálu, tudíž pro aplikaci této metody je ještě nezbytné tyto peněžní toky podle vzorce (2.43) vypočítat. Po tomto vyčíslení zbývá již poslední krok k určení hodnoty společnosti, a to dosazení všech získaných údajů do vzorce (2.44), čímž je pro každý scénář určena individuální hodnota společnosti, přičemž celkovou hodnotu společnosti lze vyjádřit jejich průměrem. V Tab. 4.11 jsou uvedeny základní



statistické informace hodnot společnosti, konkrétně průměrná, minimální a maximální hodnota, kvartily a krajní hodnoty intervalů, které jsou určeny rozpětím jedné a dvou směrodatných odchylek od průměrné hodnoty. Pro ilustraci jsou v této tabulce také zobrazeny hodnoty, jejichž diskontní sazby nebyly určeny z vah tržních, ale účetních finančního plánu.

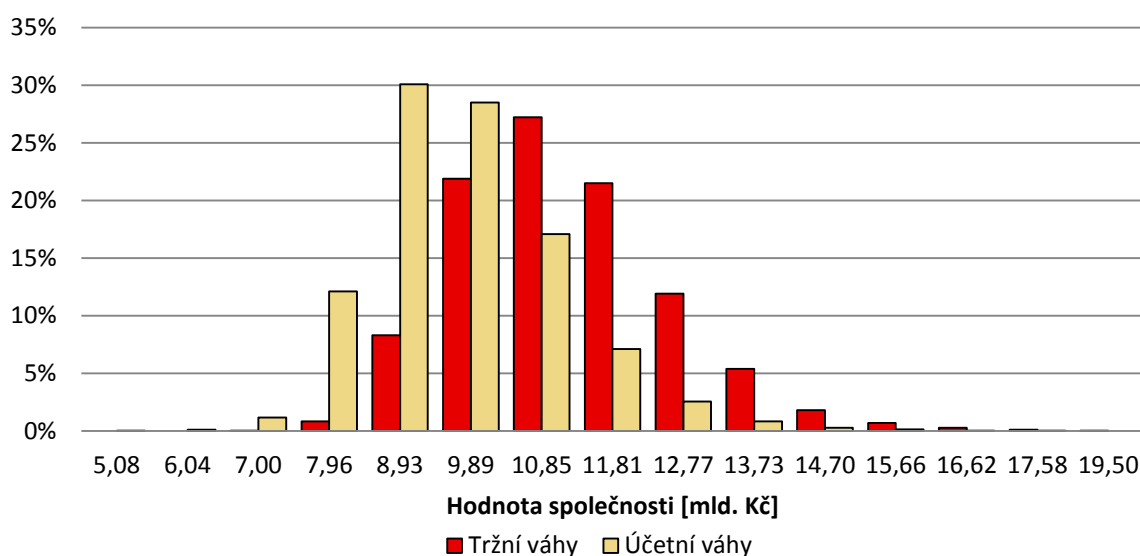
**Tab. 4.11: Statistické informace hodnot společnosti dle metody DCF-Entity**

	<b>Tržní váhy</b>	<b>Účetní váhy</b>
<b>Střední hodnota</b>	<b>11 170 mil. Kč</b>	<b>9 756 mil. Kč</b>
<b>Minimální hodnota</b>	6 877 mil. Kč	5 079 mil. Kč
<b>Maximální hodnota</b>	19 505 mil. Kč	17 821 mil. Kč
<b>Horní kvartil</b>	12 043 mil. Kč	10 500 mil. Kč
<b>Medián</b>	11 015 mil. Kč	9 602 mil. Kč
<b>Dolní kvartil</b>	10 135 mil. Kč	8 854 mil. Kč
<b>Rozpětí 1 směrodatné odchylky</b>	9,73 – 12,61 mld. Kč	8,48 – 11,04 mld. Kč
<b>Rozpětí 2 směrodatných odchylek</b>	8,28 – 14,06 mld. Kč	7,2 – 12,32 mld. Kč

Výsledná hodnota společnosti pomocí metody DCF-Entity činí 11 170 mil. Kč. V případě nezohlednění tržních vah kapitálu by tato hodnota byla o 1 414 mil. Kč nižší oproti skutečné hodnotě (v relativním vyjádření o 12,7 %), což není zanedbatelná částka. Hodnoty mediánů se od jim příslušných středních hodnot téměř neliší a jejich vzdálenosti od horního a dolního kvartilu jsou relativně nízké. Pro tržní váhy se v intervalu daným jednou směrodatnou odchylkou, jejíž hraniční hodnoty jsou 9,73 a 12,61 mld. Kč, nachází 69,6 % simulovaných hodnot a v intervalu o dvou směrodatných odchylkách s hraničními hodnotami 8,28 a 14,06 mld. Kč se nachází 95,84 % simulovaných hodnot. Pro účetní váhy je počet simulovaných hodnot nacházejících se v jednotlivých intervalech 70,74 % a 95,71 %.

Na Obr. 4.1 je zobrazeno pravděpodobnostní rozdělení hodnoty oceňované společnosti vypočítané dle metody DCF-Entity, a to jak při zohlednění, tak nezohlednění tržních vah kapitálu.

**Obr. 4.1: Pravděpodobnostní rozdělení hodnoty společnosti dle metody DCF-Entity (v mld. Kč)**



### 4.3.2 Aplikace metody EVA – Entity

Jako druhá metoda použitá k odhadu hodnoty oceňované společnosti je metoda EVA-Entity. Princip aplikace této metody je obdobný jako u předchozí metody, ale s tím rozdílem, že oproti předchozí metodě nepracuje s volnými peněžními toky, nýbrž s ukazatelem ekonomické přidané hodnoty *EVA*, resp. s peněžními toky *EVA*.

Před vyčíslením ekonomické přidané hodnoty podle vzorce (2.45) v jednotlivých letech je nejprve nutné určit čistý provozní zisk po zdanění dle vzorce (2.46) a hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu pomocí vzorce (2.47), kdy náklady na celkový kapitál jsou brány z předchozí metody. Čistý provozní zisk po zdanění není potřeba upravovat o mimořádné položky, jelikož ty nejsou v rámci finančního plánu predikovány. Konečným krokem pro odhadnutí hodnoty oceňované společnosti je dosazení vypočítaných hodnot do vzorce (2.51). Hodnota společnost pomocí této metody je složena z výchozí hodnoty investovaného kapitálu k datu ocenění navýšené o tržní přidanou hodnotu *MVA*, která je tvořena součtem současných hodnot očekávaných budoucích peněžních toků *EVA*.

V Tab. 4.12 jsou uvedeny základní statistické informace hodnot společnosti, konkrétně průměrná, minimální a maximální hodnota, kvartily a krajní hodnoty intervalů, které jsou určeny rozpětím jedné a dvou směrodatných odchylek od průměrné hodnoty. I v této tabulce jsou pro ilustraci také zobrazeny hodnoty, jejichž diskontní sazby nebyly určeny z vah tržních, ale účetních finančního plánu.

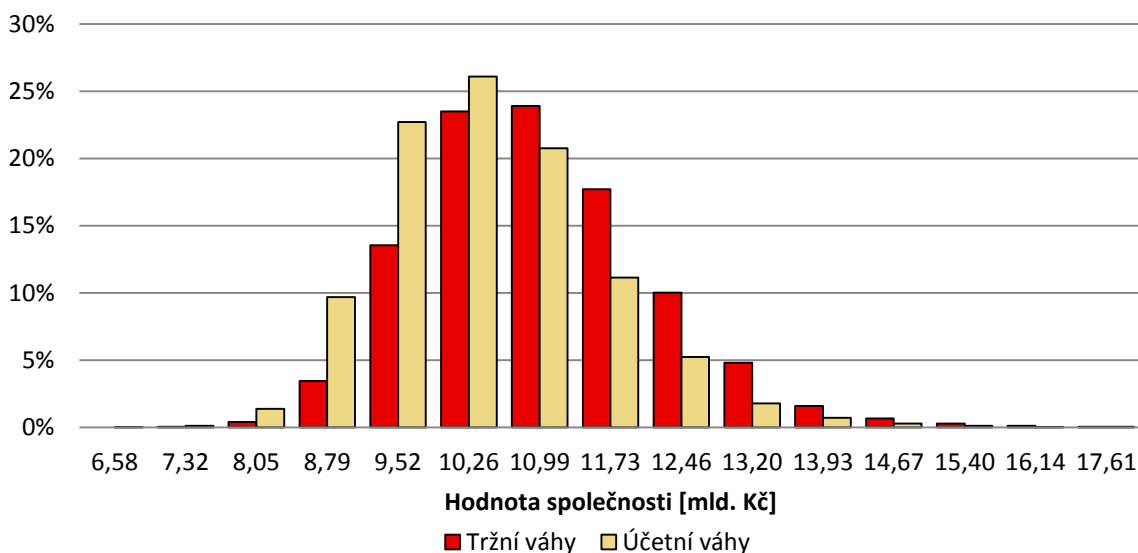
Tab. 4.12: Statistické informace hodnot společnosti dle metody EVA-Entity

	Tržní váhy	Účetní váhy
<b>Střední hodnota</b>	<b>11 006 mil. Kč</b>	<b>10 443 mil. Kč</b>
<b>Minimální hodnota</b>	7 117 mil. Kč	6 583 mil. Kč
<b>Maximální hodnota</b>	17 606 mil. Kč	17 046 mil. Kč
<b>Horní kvartil</b>	11 747 mil. Kč	11 128 mil. Kč
<b>Medián</b>	10 890 mil. Kč	10 319 mil. Kč
<b>Dolní kvartil</b>	10 148 mil. Kč	9 643 mil. Kč
<b>Rozpětí 1 směrodatné odchylky</b>	9,8 – 12,21 mld. Kč	9,31 – 11,58 mld. Kč
<b>Rozpětí 2 směrodatných odchylek</b>	8,6 – 13,42 mld. Kč	8,17 – 12,71 mld. Kč

Výsledná hodnota oceňované společnosti metodou EVA-Entity je 11 006 mil. Kč, přičemž hodnota společnosti při nezohlednění tržních vah kapitálu je o 563 mil. Kč nižší, což je v relativním vyjádření 5,1 %. Pro tržní váhy se v intervalu daným jednou směrodatnou odchylkou s krajními hodnotami 9,8 a 12,21 mld. Kč nachází 69,23 % simulovaných hodnot a v intervalu dvou směrodatných odchylek s krajními hodnotami 8,6 a 13,42 mld. Kč se nachází 95,85 % simulovaných hodnot. Pro účetní váhy je počet simulovaných hodnot nacházejících se v jednotlivých intervalech 69,67 % a 95,98 %.

Na Obr. 4.2 je zobrazeno pravděpodobnostní rozdělení hodnoty oceňované společnosti určené dle metody EVA-Entity, a to jak při zohlednění, tak nezohlednění tržních vah kapitálu.

Obr. 4.2: Pravděpodobnostní rozdělení hodnoty společnosti dle metody EVA-Entity (v mld. Kč)



## 4.4 Komparace a zhodnocení výsledků

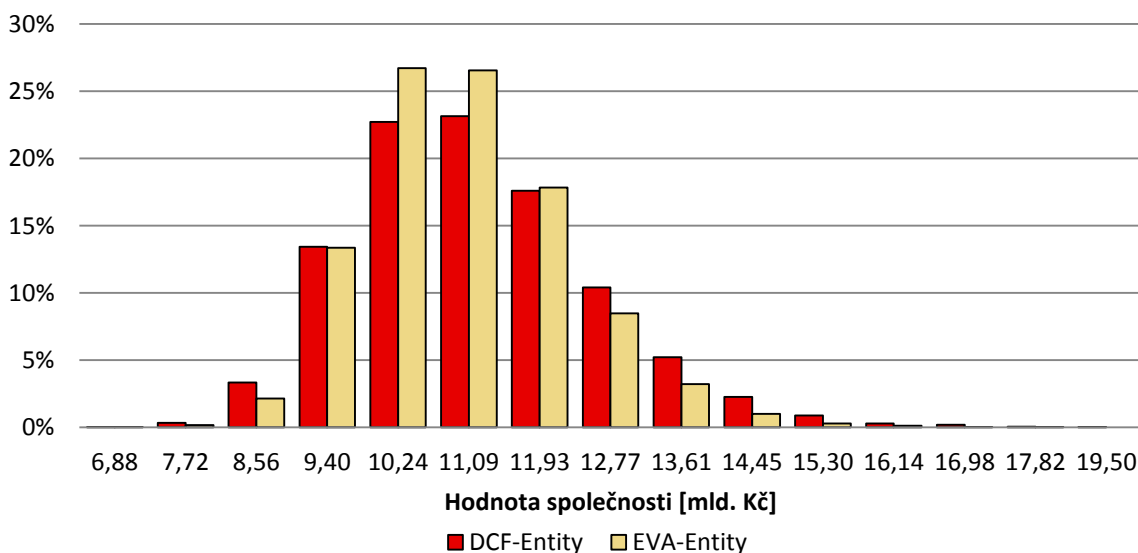
Stanovení hodnoty společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. bylo provedeno pomocí dvoufázových verzí dvou výnosových oceňovacích metod, a to metodou diskontovaných peněžních toků DCF-Entity a metodou ekonomické přidané hodnoty EVA-Entity. Jelikož byly zvoleny varianty entity, představují výsledná ocenění tržní hodnotu celkového majetku společnosti. Tržní hodnoty společnosti oceněné k 1. 4. 2015 jsou uvedeny v Tab. 4.13 a pravděpodobnostní rozdělení těchto hodnot je zobrazeno na Obr. 4.3.

**Tab. 4.13: Tržní a účetní hodnota oceňované společnosti**

	DCF-Entity	EVA-Entity	Účetní hodnota
<b>Hodnota společnosti</b>	11 170 mil. Kč	11 006 mil. Kč	8 416 mil. Kč

Prostřednictvím metody DCF-Entity byla tržní hodnota společnosti odhadnuta ve výši 11 170 mil. Kč. V porovnání s účetní hodnotou celkového kapitálu společnosti uvedenou v neauditované rozvaze k 31. 12. 2014 představuje rozdíl těchto hodnot 2 754 mil. Kč. Prostřednictvím metody EVA-Entity byla tržní hodnota společnosti oproti předchozí metodě určena o něco nižší, a to ve výši 11 006 mil. Kč, ale stále vyšší než účetní hodnota společnosti. Vzniklé rozdíly jsou dány zejména skutečností, že v rámci výnosových metod se vychází z tržního ocenění, které se může od účetních hodnot značně lišit.

**Obr. 4.3: Pravděpodobnostní rozdělení hodnoty společnosti (v mld. Kč)**



Je vhodné zmínit, že odhad hodnoty společnosti metodami DCF-Entity a EVA-Entity by teoreticky měly být shodné. Tento předpoklad v praxi však často neplatí z důvodu

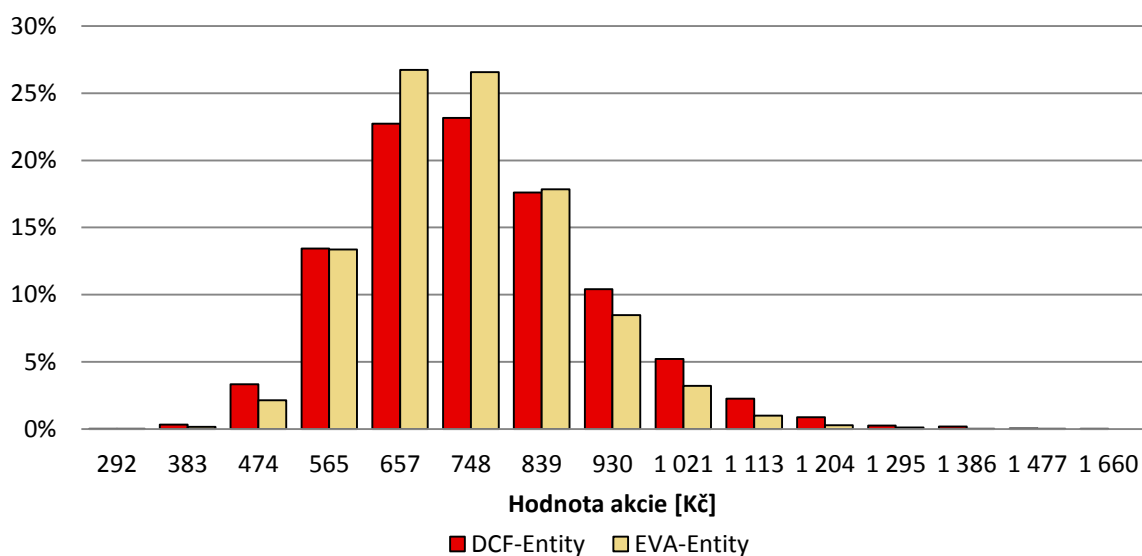
nezbytných úprav účetních dat v modelu EVA-Entity, nicméně v této práci jsou odhady hodnot společnosti těmito metodami téměř totožné.

Získané hodnoty společnosti lze následně přepočítat na tržní hodnotu akcie jejich snížením o úročený cizí kapitál a následným vydělením celkovým počtem emitovaných akcií společnosti. Základní statistické údaje hodnot akcií společně s kurzem akcie společnosti k datu ocenění jsou zaznamenány v Tab. 4.14 a pravděpodobnostní rozdělení tržní hodnoty akcie je zobrazeno na Obr. 4.4.

**Tab. 4.14: Statistické informace tržní a účetní hodnoty akcie oceňované společnosti**

	DCF-Entity	EVA-Entity
<b>Střední hodnota</b>	<b>756,8 Kč</b>	<b>739,1 Kč</b>
<b>Minimální hodnota</b>	291,7 Kč	317,7 Kč
<b>Maximální hodnota</b>	1660 Kč	1454,1 Kč
<b>Horní kvartil</b>	851,4 Kč	819,3 Kč
<b>Medián</b>	740 Kč	726,5 Kč
<b>Dolní kvartil</b>	644,7 Kč	646,1 Kč
<b>Rozpětí 1 směrodatné odchytky</b>	600,4 – 913,3 Kč	608,6 – 869,6 Kč
<b>Rozpětí 2 směrodatných odchylek</b>	443,9 – 1070 Kč	478,1 – 1000,1 Kč
<b>Kurz k 1. 4. 2015</b>	<b>698,2 Kč</b>	

**Obr. 4.4: Pravděpodobnostní rozdělení tržní hodnoty akcie společnosti (v Kč)**



## 5 ZÁVĚR

Proces oceňování patří v současné době mezi jedny z nejvýznamnějších manažerských nástrojů řízení podniku, jelikož stanovení hodnoty podniku je důležitým kritériem jak pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí, tak při samotném řízení podniku.

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. společně s rozdělení pravděpodobnosti této hodnoty k datu 1. 4. 2015. Dílčím cílem této práce bylo porovnání výsledků jednotlivých metod a také výsledků jedné metody vycházející z různých kapitálových struktur.

Diplomová práce je, kromě úvodu a závěru, rozdělena do tří kapitol. Druhá kapitola byla věnována teoretickým východiskům oceňování podniku, na jejichž základě bylo ocenění podniku provedeno. Ve třetí kapitole byla uvedena stručná charakteristika oceňované společnosti a následně byla provedena strategická a finanční analýza, jejichž závěry byly shrnuty ve SWOT analýze. Čtvrtá kapitola byla zaměřena na samotné ocenění společnosti. Prvně byl vytvořen funkční model vývoje tržeb společnosti závislý na vývoji HPD, importu a exportu. Následnou simulací náhodného vývoje jednotlivých vysvětlujících proměnných tohoto modelu bylo stanoveno 10 000 scénářů vývoje tržeb, na jejichž základě byly sestaveny dlouhodobé finanční plány společnosti. Od vytvořených finančních plánů byly jednotlivě pro každý scénář odvozeny náklady na celkový kapitál v jednotlivých letech, kterými byly budoucí finanční toky diskontovány. V závěru kapitoly došlo k ocenění společnosti vybranými oceňovacími metodami, zhodnocení a porovnání dosažených výsledků.

Na základě výsledků dosažených v práci lze konstatovat, že tržní hodnota společnosti převyšuje hodnotu účetní. K ocenění bylo využito dvou výnosových metod, a to metody diskontovaných peněžních toků a metody ekonomické přidané hodnoty. V obou případech se jednalo o dvoufázové verze, přičemž první fáze byla stanovena na období deseti let a druhá fáze od jedenáctého roku dále do nekonečna. U obou metod byly simulované hodnoty společnosti určené z tržních vah kapitálu vyšší než hodnoty, které byly zjištěny z vah účetních, konkrétně u DCF-Entity v průměru o 35,4 % a EVA-Entity v průměru o 8,1 %. Tržní hodnota společnosti PEGAS NONWOVENS S.A. k 1. 4. 2015 byla pomocí metody DCF-Entity odhadnuta na 11 170 mil. Kč a pomocí metody EVA-Entity na 11 006 mil. Kč.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

### a) Knihy, příspěvky ve sborníku

- [1] CIPRA, Tomáš. *Finanční ekonometrie*. Praha: Ekopress, 2008. 538 s. ISBN 978-80-86929-43-9.
- [2] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [4] HANČLOVÁ, Jana. *Ekonometrické modelování: klasické přístupy s aplikacemi*. Praha: Professional Publishing, 2012. 214 s. ISBN 978-80-7431-088-1.
- [5] IVSC, International Valuation Standards Committee. *International valuation standards 2005*. 7th ed. London: International Valuation Standard Committee, 2005. 459 s. ISBN 9780922154838.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [7] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [8] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [9] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [10] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011. 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [11] SEDLÁČKOVÁ, Helena. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [12] VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. 570 s. ISBN 978-80-247-4372-1.

[13] ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

**b) Internetové zdroje**

[14] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Aktuální prognóza ČNB* [online]. 2003-2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)

[15] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Databáze zahraničního obchodu* [online]. 2012 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/stazo/STAZO.STAZO>

[16] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Statistiky* [online]. 2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/statistiky>

[17] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Klasifikace ekonomických činností* [online]. 2011 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickych\\_cinnosti\\_\(cz\\_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace))

[18] KURZY MĚN. *Historie kurzu měn EUR/CZK* [online]. 2000-2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/EUR-euro/>

[19] MINISTERSTVO FINANCÍ. *Makroekonomická predikce* [online]. 2005-2013 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>

[20] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analytické materiály a statistiky* [online]. 2005 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>

[21] PATRIA ONLINE. *Dluhopisy online - Státní dluhopisy ČR* [online]. 1997-2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/kurzy/online/govcz/dluhopisy.html>

[22] PEGAS NONWOVENS S.A. *Investoři a média* [online]. 2014 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/investori-a-media>

[23] PEGAS NONWOVENS S.A. *O společnosti* [online]. 2014 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.pegas.cz/o-spolecnosti-pegas-nonwovens>



- [24] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník [online]. 1991 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>
- [25] Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník [online]. 2012 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>

## SEZNAM ZKRATEK

A	Celková aktiva
$A_0$	Neoperativní aktiva
APM	Arbitrážní model oceňování
APV	Upravená současná hodnota
BU	Průměrný stav bankovní úvěry
BV	Účetní hodnota
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CK	Cizí kapitál
C	Kapitál
$C_{PN}$	Provozně nutný investovaný kapitál
CZ	Celková zadluženost
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
D	Úročený cizí kapitál
DA	Dlouhodobá aktiva
$DA_{PN}$	Provozně nutná dlouhodobá aktiva
DCF	Diskontovaný peněžní tok
DDM	Diskontní dividendový model
dl.CK	Dlohodobý cizí kapitál
DPH	Daň z přidané hodnoty
E	Vlastní kapitál
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úhradou nákladových úroků a daní
EBT	Hrubý zisk
EU	Evropská unie
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFF	Volné peněžní toky plynoucí vlastníkům a věřitelům
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt

i	Úroková míra dluhu
INV	Investice
KZ	Krátkodobé závazky
MM II.	Upravená teorie Modiglianiho a Millera
MV	Tržní hodnota
MVA	Tržní přidaná hodnota
N	Celkové náklady
NOPBT <sub>U</sub>	Upravený čistý operativní zisk před zdaněním
NU	Nákladové úroky
OA	Oběžná aktiva
ODP	Odpisy
p.b.	Procentní bod
PV	Současná hodnota
PZM	Provozní zisková marže
r	Náklady na kapitál
r <sub>d</sub>	Náklady na úročený cizí kapitál
r <sub>E</sub> <sup>L</sup>	Náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení
r <sub>E</sub> <sup>U</sup>	Náklady na vlastní kapitál nezadluženého podniku
r <sub>f</sub>	Bezriziková výnosová míra
r <sub>finstab</sub>	Riziková přírážka za finanční stabilitu
r <sub>finstr</sub>	Riziková přírážka za finanční strukturu
r <sub>LA</sub>	Riziková přírážka za velikost podniku
r <sub>pod</sub>	Riziková přírážka za podnikatelské riziko
ROA	Rentabilita aktiv
ROC	Rentabilita nákladů
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROSc	Zisková marže
ROSp	Provozní rentabilita tržeb
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, hrozeb a příležitostí
t	Daňová sazba
T	Tržby
T <sub>U</sub>	Upravené tržby

Ú	Úroky
UZ	Úplatné zdroje
V	Hodnota podniku
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné náklady na kapitál
X <sub>1</sub>	Ukazatel horní hranice rizikové přírážky za velikost podniku
XL1	Dolní doporučená hodnota likvidity
XL2	Horní doporučená hodnota likvidity

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

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

V Ostravě dne 22. dubna 2015



.....  
Bc. Jan Skotnica

# SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1: Rozvahy (v tis. EUR)

Příloha č. 2: Výkazy zisku a ztráty (v tis. EUR)

Příloha č. 3: Výkaz peněžních toků (v tis. EUR)

Příloha č. 4: Verikální analýza rozvahy

Příloha č. 5: Verikální analýza výkazu zisku a ztráty

Příloha č. 6: Horizontální analýza rozvahy

Příloha č. 7: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

# PŘÍLOHY

## Příloha č. 1: Rozvahy (v tis. EUR)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>						
<b>Dlouhodobý majetek</b>						
Dlouhodobý hmotný majetek	108 865	107 713	151 826	191 226	181 584	178 939
Dlouhodobý nehmotný majetek	206	219	452	700	586	495
Goodwill	87 668	92 583	89 927	92 288	84 599	83 684
<b>Dlouhodobý majetek celkem</b>	<b>196 739</b>	<b>200 515</b>	<b>242 205</b>	<b>284 214</b>	<b>266 769</b>	<b>263 118</b>
<b>Oběžná aktiva</b>						
Zásoby	13 652	14 741	17 624	20 448	32 618	41 666
Pohledávky z obchodních vztahů a jiné pohledávky	24 953	31 280	36 866	43 739	43 250	42 451
Pohledávky z daně z příjmu	-	-	-	64	1 042	-
Peníze a peněžní ekvivalenty	473	4 685	6 248	25 758	13 063	8 962
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>39 078</b>	<b>50 706</b>	<b>60 738</b>	<b>90 009</b>	<b>89 973</b>	<b>93 079</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>235 817</b>	<b>251 221</b>	<b>302 943</b>	<b>374 223</b>	<b>356 742</b>	<b>356 197</b>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>VLASTNÍ KAPITÁL A CIZÍ ZDROJE</b>						
<b>Základní kapitál a rezervní fondy</b>						
Základní kapitál	11 444	11 444	11 444	11 444	11 444	11 444
Emisní ážio	17 846	9 078	-	-	-	-
Základní rezervní fond	4 396	6 034	6 942	7 896	8 733	9 187
Rozdíly z přepočtu	2 203	6 638	4 244	6 424	-2 306	11 855
Zajištění peněžních toků	181	-757	-1 377	-4 060	-2 911	-1 986
Nerezdělený zisk	77 203	96 604	109 511	119 790	110 673	127 141
<b>Základní kapitál a rezervní fondy celkem</b>	<b>113 273</b>	<b>129 041</b>	<b>130 764</b>	<b>141 494</b>	<b>125 633</b>	<b>157 641</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>						
Bankovní úvěry	82 614	95 450	125 512	151 704	146 200	35 402
Ostatní závazky	27	103	55	-	-	89 036
Odložený daňový závazek	11 471	10 686	12 337	12 672	13 126	15 583
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>94 112</b>	<b>106 239</b>	<b>137 904</b>	<b>164 376</b>	<b>159 326</b>	<b>140 021</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>						
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	13 879	13 419	33 943	66 693	56 489	31 792
Daňové závazky	1 016	1 734	95	1 658	1 094	233
Krátkodobá část bankovních úvěrů	13 469	788	226	-	14 200	26 500
Rezervy	98	-	11	2	-	9
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>28 462</b>	<b>15 941</b>	<b>34 275</b>	<b>68 353</b>	<b>71 783</b>	<b>58 535</b>
<b>Cizí zdroje celkem</b>	<b>122 574</b>	<b>122 180</b>	<b>172 179</b>	<b>232 729</b>	<b>231 109</b>	<b>198 556</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>235 847</b>	<b>251 221</b>	<b>302 943</b>	<b>374 223</b>	<b>356 742</b>	<b>356 197</b>

*Zdroj: Výroční zpráva společnosti PEGAS NONWOVENS S.A.*



**Příloha č. 2: Výkazy zisku a ztráty (v tis. EUR)**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Tržby	123 447	148 150	165 848	187 745	199 210	230 547
Spotřeba materiálu a služeb	(75 884)	(103 627)	(119 671)	(138 180)	(148 335)	(171 844)
Osobní náklady	(7 551)	(7 996)	(8 330)	(8 351)	(10 179)	(10 739)
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	(15 934)	(16 353)	(9 213)	(11 570)	(13 079)	(15 030)
Náklady na výzkum	(1 659)	(2 063)	(2 347)	(2 784)	(2 224)	-
Ostatní provozní výnosy/náklady - netto	438	754	566	(318)	78	(762)
<b>Provozní zisk</b>	<b>22 857</b>	<b>18 865</b>	<b>26 853</b>	<b>26 542</b>	<b>25 471</b>	<b>32 172</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	8 649	11 302	10 168	12 875	13 338	15 697
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	(6 140)	(4 985)	(14 481)	(10 238)	(28 205)	(8 931)
Úrokové výnosy	10	16	24	3	3	20
Úrokové náklady	(3 850)	(3 300)	(4 281)	(4 614)	(6 470)	(7 785)
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>21 526</b>	<b>21 898</b>	<b>18 283</b>	<b>24 568</b>	<b>4 137</b>	<b>31 173</b>
Daň z příjmů	(724)	(859)	(4 317)	(3 644)	(2 726)	(4 077)
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>20 802</b>	<b>21 039</b>	<b>13 966</b>	<b>20 924</b>	<b>1 411</b>	<b>27 096</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>						
Čistý zisk ze zajištění peněžních toků	181	(938)	(620)	(2 683)	1 149	925
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	1 417	4 435	(2 394)	2 180	(8 730)	14 161
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>22 400</b>	<b>24 536</b>	<b>10 952</b>	<b>20 421</b>	<b>(6 170)</b>	<b>42 182</b>

*Zdroj: Výroční zpráva společnosti PEGAS NONWOVENS S.A.*

**Příloha č. 3: Výkaz peněžních toků (v tis. EUR)**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>21 526</b>	<b>21 898</b>	<b>18 283</b>	<b>24 568</b>	<b>4 137</b>	<b>31 173</b>
<b>Úpravy o:</b>						
Odpisy	15 934	16 353	9 213	11 570	13 079	15 030
Kurzové zisky/ztráty	(213)	(2 095)	(178)	1 653	(12 035)	(234)
Úrokové náklady	3 850	3 300	4 281	4 614	6 470	7 785
Ostatní změny ve vlastním kapitálu	181	(938)	(620)	(2 683)	1 149	925
Ostatní finanční výnosy/náklady	(66)	8	(55)	1 092	4 824	1 643
<b>Peněžní toky z provozní činnosti</b>						
Změna stavu zásob	(698)	(320)	(3 469)	(2 362)	(10 730)	(7 265)
Změna stavu pohledávek	2 561	(4 511)	(6 811)	(7 248)	(8 650)	205
Změna stavu závazků	(3 047)	(2 842)	5 675	19 902	28 291	(13 245)
Zaplacená daň z příjmů	649	(1 358)	(5 427)	(1 506)	(2 474)	(1 973)
<b>Čisté peněžní toky z provozní činnosti</b>	<b>40 677</b>	<b>29 495</b>	<b>20 892</b>	<b>49 600</b>	<b>24 061</b>	<b>34 044</b>
<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>						
Pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	(1 208)	(8 194)	(41 586)	(37 300)	(38 301)	(9 964)
<b>Čisté peněžní toky z investiční činnosti</b>	<b>(1 208)</b>	<b>(8 194)</b>	<b>(41 586)</b>	<b>(37 300)</b>	<b>(38 301)</b>	<b>(9 964)</b>

**Peněžní toky z finanční činnosti**

Změny stavu bankovních úvěrů	(27 363)	(5 657)	34 910	22 292	22 540	(97 831)
Změna stavu dlouhodobých úvěrů	22	76	(48)	(55)	-	89 036
Distribuce	(8 306)	(8 768)	(9 229)	(9 691)	(9 691)	(10 152)
Zaplacené úroky	(3 721)	(2 732)	(3 437)	(4 213)	(6 325)	(7 640)
Ostatní finanční náklady/výnosy	66	(8)	55	(1 092)	(4 824)	(1 594)
<b>Čisté peněžní toky z finanční činnosti</b>	<b>(39 302)</b>	<b>(17 089)</b>	<b>22 251</b>	<b>7 241</b>	<b>1 700</b>	<b>(28 181)</b>
<b>Čistý přírůstek/úbytek peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>167</b>	<b>4 212</b>	<b>1 557</b>	<b>19 541</b>	<b>(12 540)</b>	<b>(4 101)</b>
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty na počátku období	309	473	4 685	6 248	25 758	13 063
Vliv kurzových rozdílů na výši peněžních prostředků	(3)	-	6	(31)	(155)	-
<b>Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty k 31. prosinci</b>	<b>473</b>	<b>4 685</b>	<b>6 248</b>	<b>25 758</b>	<b>13 063</b>	<b>8 962</b>

*Zdroj: Výroční zpráva společnosti PEGAS NONWOVENS S.A.*

**Příloha č. 4: Verikální analýza rozvahy**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>					
<b>Dlouhodobý majetek</b>					
Dlouhodobý hmotný majetek	42,88%	50,12%	51,10%	50,90%	50,24%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,09%	0,15%	0,19%	0,16%	0,14%
Goodwill	36,85%	29,68%	24,66%	23,71%	23,49%
<b>Dlouhodobý majetek celkem</b>	<b>79,82%</b>	<b>79,95%</b>	<b>75,95%</b>	<b>74,78%</b>	<b>73,87%</b>
<b>Oběžná aktiva</b>					
Zásoby	5,87%	5,82%	5,46%	9,14%	11,70%
Pohledávky z obchodních vztahů a jiné pohledávky	12,45%	12,17%	11,69%	12,12%	11,92%
Pohledávky z daně z příjmu	0%	0%	0,02%	0,29%	0%
Peníze a peněžní ekvivalenty	1,86%	2,06%	6,88%	3,66%	2,52%
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>20,18%</b>	<b>20,05%</b>	<b>24,05%</b>	<b>25,22%</b>	<b>26,13%</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>VLASTNÍ KAPITÁL A CIZÍ ZDROJE</b>					
<b>Základní kapitál a rezervní fondy</b>					
Základní kapitál	4,56%	3,78%	3,06%	3,21%	3,21%
Emisní ážio	3,61%	0%	0%	0%	0%
Základní rezervní fond	2,40%	2,29%	2,11%	2,45%	2,58%
Rozdíly z přepočtu	2,64%	1,40%	1,72%	-0,65%	3,33%
Zajištění peněžních toků	-0,30%	-0,45%	-1,08%	-0,82%	-0,56%
Nerezdělený zisk	38,45%	36,15%	32,01%	31,02%	35,69%
<b>Základní kapitál a rezervní fondy celkem</b>	<b>51,37%</b>	<b>43,16%</b>	<b>37,81%</b>	<b>35,22%</b>	<b>44,26%</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>					
Bankovní úvěry	37,99%	41,43%	40,54%	40,98%	9,94%
Ostatní závazky	0,04%	0,02%	0%	0%	25,00%
Odložený daňový závazek	4,25%	4,07%	3,39%	3,68%	4,37%
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>42,29%</b>	<b>45,52%</b>	<b>43,92%</b>	<b>44,66%</b>	<b>39,31%</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>					
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	5,34%	11,20%	17,82%	15,83%	8,93%
Daňové závazky	0,69%	0,03%	0,44%	0,31%	0,07%
Krátkodobá část bankovních úvěrů	0,31%	0,07%	0%	3,98%	7,44%
Rezervy	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>6,35%</b>	<b>11,31%</b>	<b>18,27%</b>	<b>20,12%</b>	<b>16,43%</b>
<b>Cizí zdroje celkem</b>	<b>48,63%</b>	<b>56,84%</b>	<b>62,19%</b>	<b>64,78%</b>	<b>55,74%</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**Příloha č. 5: Verikální analýza výkazu zisku a ztráty**

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	100%	100%	100%	100%	100%
Spotřeba materiálu a služeb	-69,95%	-72,16%	-73,60%	-74,46%	-74,54%
Osobní náklady	-5,40%	-5,02%	-4,45%	-5,11%	-4,66%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-11,04%	-5,56%	-6,16%	-6,57%	-6,52%
Náklady na výzkum	-1,39%	-1,42%	-1,48%	-1,12%	0%
Ostatní provozní výnosy/náklady - netto	0,51%	0,34%	-0,17%	0,04%	-0,33%
<b>Provozní zisk</b>	<b>12,73%</b>	<b>16,19%</b>	<b>14,14%</b>	<b>12,79%</b>	<b>13,95%</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	7,63%	6,13%	6,86%	6,70%	6,81%
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	-3,36%	-8,73%	-5,45%	-14,16%	-3,87%
Úrokové výnosy	0,01%	0,01%	0%	0%	0,01%
Úrokové náklady	-2,23%	-2,58%	-2,46%	-3,25%	-3,38%
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>14,78%</b>	<b>11,02%</b>	<b>13,09%</b>	<b>2,08%</b>	<b>13,52%</b>
Daň z příjmů	-0,58%	-2,60%	-1,94%	-1,37%	-1,77%
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>14,20%</b>	<b>8,42%</b>	<b>11,14%</b>	<b>0,71%</b>	<b>11,75%</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>					
Čistý zisk ze zajištění peněžních toků	-0,63%	-0,37%	-1,43%	0,58%	0,40%
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	2,99%	-1,44%	1,16%	-4,38%	6,14%
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>16,56%</b>	<b>6,60%</b>	<b>10,88%</b>	<b>-3,10%</b>	<b>18,30%</b>

**Příloha č. 6: Horizontální analýza rozvahy**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA</b>					
<b>Dlouhodobý majetek</b>					
Dlouhodobý hmotný majetek	-1,06%	40,95%	25,95%	-5,04%	-1,46%
Dlouhodobý nehmotný majetek	6,31%	106,39%	54,87%	-16,29%	-15,53%
Goodwill	5,61%	-2,87%	2,63%	-8,33%	-1,08%
<b>Dlouhodobý majetek celkem</b>	<b>1,92%</b>	<b>20,79%</b>	<b>17,34%</b>	<b>-6,14%</b>	<b>-1,37%</b>
<b>Oběžná aktiva</b>					
Zásoby	7,98%	19,56%	16,02%	59,52%	27,74%
Pohledávky z obchodních vztahů a jiné pohledávky	25,36%	17,86%	18,64%	-1,12%	-1,85%
Pohledávky z daně z příjmu	-	-	-	1628,13%	-100%
Peníze a peněžní ekvivalenty	890,49%	33,36%	312,26%	-49,29%	-31,39%
<b>Oběžná aktiva celkem</b>	<b>29,76%</b>	<b>19,78%</b>	<b>48,19%</b>	<b>-0,04%</b>	<b>3,45%</b>
<b>Aktiva celkem</b>	<b>6,53%</b>	<b>20,59%</b>	<b>23,53%</b>	<b>-4,67%</b>	<b>-0,15%</b>

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>VLASTNÍ KAPITÁL A CIZÍ ZDROJE</b>					
<b>Základní kapitál a rezervní fondy</b>					
Základní kapitál	0%	0%	0%	0%	0%
Emisní ážio	-49,13%	-100%	-	-	-
Základní rezervní fond	37,26%	15,05%	13,74%	10,60%	5,20%
Rozdíly z přepočtu	201,32%	-36,07%	51,37%	-135,90%	-614,09%
Zajištění peněžních toků	-518,23%	81,90%	194,84%	-28,30%	-31,78%
Nerezdělený zisk	25,13%	13,36%	9,39%	-7,61%	14,88%
<b>Základní kapitál a rezervní fondy celkem</b>	<b>13,92%</b>	<b>1,34%</b>	<b>8,21%</b>	<b>-11,21%</b>	<b>25,48%</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>					
Bankovní úvěry	15,54%	31,50%	20,87%	-3,63%	-75,79%
Ostatní závazky	281,48%	-46,60%	-100%	-	-
Odložený daňový závazek	-6,84%	15,45%	2,72%	3,58%	18,72%
<b>Dlouhodobé závazky celkem</b>	<b>12,89%</b>	<b>29,81%</b>	<b>19,20%</b>	<b>-3,07%</b>	<b>-12,12%</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>					
Závazky z obchodních vztahů a jiné závazky	-3,31%	152,95%	96,49%	-15,30%	-43,72%
Daňové závazky	70,67%	-94,52%	1645,26%	-34,02%	-78,67%
Krátkodobá část bankovních úvěrů	-94,15%	-71,32%	-100%	-	86,62%
Rezervy	-100%	-	-81,82%	-100%	-
<b>Krátkodobé závazky celkem</b>	<b>-43,99%</b>	<b>115,01%</b>	<b>99,43%</b>	<b>5,02%</b>	<b>-18,46%</b>
<b>Cizí zdroje celkem</b>	<b>-0,32%</b>	<b>40,92%</b>	<b>35,17%</b>	<b>-0,70%</b>	<b>-14,09%</b>
<b>Pasiva celkem</b>	<b>6,52%</b>	<b>20,59%</b>	<b>23,53%</b>	<b>-4,67%</b>	<b>-0,15%</b>



**Příloha č. 7: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty**

	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	20,01%	11,95%	13,20%	6,11%	15,73%
Spotřeba materiálu a služeb	36,56%	15,48%	15,47%	7,35%	15,85%
Osobní náklady	5,89%	4,18%	0,25%	21,89%	5,50%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2,63%	-43,66%	25,58%	13,04%	14,92%
Náklady na výzkum	24,35%	13,77%	18,62%	-20,11%	-100%
Ostatní provozní výnosy/náklady - netto	72,15%	-24,93%	-156,18%	-124,53%	-1076,92%
<b>Provozní zisk</b>	<b>-17,47%</b>	<b>42,34%</b>	<b>-1,16%</b>	<b>-4,04%</b>	<b>26,31%</b>
Kurzové zisky a ostatní finanční výnosy	30,67%	-10,03%	26,62%	3,60%	17,69%
Kurzové ztráty a ostatní finanční náklady	-18,81%	190,49%	-29,30%	175,49%	-68,34%
Úrokové výnosy	60%	50%	-87,5%	0%	566,67%
Úrokové náklady	-14,29%	29,73%	7,78%	40,23%	20,32%
<b>Zisk před zdaněním</b>	<b>1,73%</b>	<b>-16,51%</b>	<b>34,38%</b>	<b>-83,16%</b>	<b>653,52%</b>
Daň z příjmů	18,65%	402,56%	-15,59%	-25,19%	49,56%
<b>Čistý zisk po zdanění</b>	<b>1,14%</b>	<b>-33,62%</b>	<b>49,82%</b>	<b>-93,26%</b>	<b>1820,34%</b>
<b>Ostatní úplný výsledek</b>					
Čistý zisk ze zajištění peněžních toků	-618,23%	-33,90%	332,74%	-142,83%	-19,50%
Kurzové rozdíly vzniklé z přepočtu	212,99%	-153,98%	-191,06%	-500,46%	-262,21%
<b>Úplný výsledek za období celkem</b>	<b>9,54%</b>	<b>-55,36%</b>	<b>86,46%</b>	<b>-130,21%</b>	<b>-783,66%</b>