



Ekonomická
fakulta
Faculty
of Economics

Jihočeská univerzita
v Českých Budějovicích
University of South Bohemia
in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky

Diplomová práce

Oceňování podniku jako celku

Vypracovala: Bc. Šárka Melicharová

Vedoucí práce: Ing. Filip Petrách, Ph.D.

České Budějovice 2016

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
Fakulta ekonomická
Akademický rok: 2014/2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Šárka MELICHAROVÁ**
Osobní číslo: **E14712**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**
Název tématu: **Oceňování podniku jako celku**
Zadávající katedra: **Katedra ekonomiky**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cílem diplomové práce charakteristika postupů a principů a jejich aplikace při zjišťování tržní hodnoty podniku a jejich aplikace na konkrétním příkladu.

Osnova:

1. Literární rešerše.
2. Metodika a cíl práce.
3. Charakteristika vybraného podniku a odvětví, v němž podnik působí.
4. Ocenění podniku.
5. Zhodnocení rozdílností jednotlivých faktorů působících na tržní hodnotu podniku v průběhu jeho ocenění.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **40 - 50 stran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**

Seznam odborné literatury:

Damoradan, A. (2010). Applied Corporate Finance. Hoboken: John Wiley & Sons.

Krabec, T. (2009). Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing.

Mařík, M. (2011). Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. Praha: Ekopress.


Růčková, P. (2011). Finanční analýza. Praha: GRADA Publishing, a. s.

Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů.

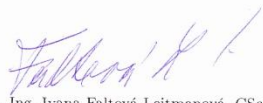
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Filip PETRÁCH, Ph.D.**
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce: **16. ledna 2015**

Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2016**


doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.
děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA (1)
Studentská 13
370 05 České Budějovice


doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 16. března 2015

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Havlíčkově Brodě dne 15. dubna 2016

.....

Šárka Melicharová

Poděkování

Chtěla bych velmi poděkovat vedoucímu diplomové práce Ing. Filipu Petráchovi, Ph.D. za metodické vedení, poskytnutí připomínek, cenných rad, za velkou ochotu a čas při zpracování této práce.

Zároveň bych chtěla poděkovat Ing. Evě Weingärtnerové, vedoucí oddělení účtárny analyzované společnosti za umožněné konzultace a poskytnutí potřebných informací a dat potřebných pro praktickou část diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD.....	5
1. ZÁKLADNÍ POJMY V PROBLEMATICE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	7
1.1 Podnik a jeho vymezení	7
1.2 Hodnota podniku.....	8
1.2.1 Tržní hodnota	8
1.2.2 Subjektivní hodnota.....	10
1.2.3 Objektivizovaná hodnota.....	11
1.2.4 Kolínská škola	12
1.3 Důvody oceňování podniku	13
2. METODY POUŽÍVANÉ PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	15
2.1 Metody založené na stavových veličinách (analýze majetku)	15
2.1.1 Metoda účetní hodnoty.....	15
2.1.2 Metoda substanční (věcné) hodnoty.....	16
2.1.3 Metoda likvidační hodnoty.....	17
2.2 Výnosové metody oceňování	18
2.2.1 Metoda kapitalizace zisku (čistých výnosů).....	18
2.2.2 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF	19
2.2.3 Dividendové diskontní modely - DDM.....	21
2.2.4 Metoda založená na EVA.....	21
2.2.5 Metody stanovení diskontní míry.....	23
2.3 Metody kombinované	25
2.3.1 Schmalenbachova metoda, metoda střední hodnoty	25
2.3.2 Metoda vážené střední hodnoty.....	26
2.3.3 Metoda nadzisku, superzisku	26
2.4 Metody relativního oceňování	26
3. POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	28

3.1 Sběr vstupních dat.....	28
3.2 Strategická analýza	28
3.2.1 Analýza vnějšího okolí.....	29
3.2.2 Analýza vnitřních zdrojů.....	29
3.3 Finanční analýza	29
3.3.1 Fundamentální a technická analýza.....	30
3.3.2 Finanční ukazatele.....	32
3.4 Riziko a jeho členění.....	36
4. METODIKA.....	39
4.1 Cíl diplomové práce	39
4.2 Metodika	39
5. ANALÝZA PODNIKU A SBĚR VSTUPNÍCH DAT	47
5.1 Základní charakteristika podniku.....	47
5.2 Vstupní data a volba metody.....	49
6. STRATEGICKÁ ANALÝZA	51
6.1 Analýza vnějšího potenciálu	51
6.1.1 Relevantní trh	55
6.1.2 Analýza atraktivity trhu.....	58
6.1.3 Prognóza vývoje trhu	59
6.2 Analýza vnitřního prostředí	60
6.2.1 Analýza konkurence.....	61
6.2.2 Souhrnná konkurenční síla podniku.....	61
6.2.3 Analýza tržního podílu a predikce tržeb	63
6.2.4 Hodnocení perspektivnosti podniku.....	64
6.3 SWOT analýza	65
7. FINANČNÍ ANALÝZA.....	66
7.1 Horizontální analýza aktiv a pasiv	67

7.2 Vertikální analýza aktiv a pasiv	68
7.3 Analýza VZZ.....	69
7.3.1 Horizontální analýza VZZ.....	69
7.3.2 Vertikální analýza VZZ.....	71
7.4 Poměrové ukazatele	71
7.4.1 Ukazatele rentability	71
7.4.2 Ukazatele aktivity.....	72
7.4.3 Ukazatele likvidity	73
7.4.4 Ukazatele zadluženosti	74
8. FINANČNÍ PLÁN.....	76
8.1 Analýza a prognóza generátorů hodnot	76
8.1.1 Tržby	76
8.1.2 Investice do dlouhodobého majetku.....	76
8.1.3 Provozní zisková marže	77
8.1.4 Pracovní kapitál.....	79
8.2 Finanční plán.....	80
8.2.1 Plánovaná rozvaha a plánovaný výkaz zisku a ztráty	80
8.2.2 Vybrané ukazatele finanční analýzy plánovaných výkazů	83
9. OCENĚNÍ PODNIKU	85
9.1 Metoda DCF.....	85
9.2 Zhodnocení rozdílností jednotlivých faktorů působících na tržní hodnotu podniku v průběhu jeho ocenění.....	87
ZÁVĚR	89
SUMMARY	91
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ	92
SEZNAM OBRÁZKŮ	95
SEZNAM TABULEK.....	95

SEZNAM GRAFŮ	96
SEZNAM PŘÍLOH.....	96
PŘÍLOHY.....	97

ÚVOD

Pro dlouhodobou existenci podniku je nezbytné sledovat trendy globalizující se světové ekonomiky a neustále se jí přizpůsobovat. Díky tomu budou firmy výkonnější a silnější v náročném boji s konkurencí.

Hlavní cíl podniku prošel postupem let řadou proměn. Od maximalizace obrátu, maximalizace tržního podílu, přes maximalizaci zisku (popřípadě zisku na akcii) ke snahám směřujícím k určení budoucích peněžních prostředků, které plynou vlastníkům podniku či investorům. Přední cíl je tedy většinou stanoven z dlouhodobého hlediska jako maximalizace tržní hodnoty.

Určení podnikové hodnoty je velmi důležité v mnoha různorodých situacích. Je základním kamenem při majetkových operacích podniku, ke kterým se řadí rozdělení, fúze, prodej společnosti, akvizice, privatizace, uvedení podniku na burzu, odkup akcií či rozsáhlé investiční akce. Nejen majetkové transakce, ale třeba i hodnocení úspěšnosti podniku či jeho managementu může být důvodem pro ocenění společnosti.

V dnešní době již ke stanovení hodnoty podniku nestačí pouze ukazatele finanční analýzy vyplývající z účetních výkazů, a to z toho důvodu, že do svého výpočtu nezahrnují faktor rizika, inflace, časovou hodnotu peněz aj. Právě tyto nedostatky odstraňují moderní metody oceňování, které se mezi investory a vlastníky stávají stále více oblíbené.

Proces určení hodnoty podniku není vůbec jednoduchý, prolíná se do něj několik podnikohospodářských oborů (daně, účetnictví, ekonomika podniku, management, finanční analýza a plánování). Prvotní úkon, který přispívá k co nejvyšší vypovídací schopnosti výsledné hodnoty, spočívá v definování toho, co bude předmětem ocenění, a k jakému účelu (resp. z jakého důvodu) je oceňováno. Druhým krokem je sběr veškerých potřebných dat a informací a uzavření spolupráce s podnikem. V závislosti na těchto faktech je pak teprve možné vybrat nejvhodnější metodu ocenění.

Ocenění je prováděno jako služba, kterou si společnosti objednají a ze které získají určitý užitek. Vybraný specialista pro ocenění by měl být v první řadě znalcem-odborníkem, který má všeobecný přehled vůbec o ekonomické situaci země, ale současně s tím i o odvětví, ve kterém daná firma podniká. Jeho hlavní úkol zahrnuje podrobnou analýzu získaných dat o dosavadních výsledcích podniku, odpovědné zhodnocení a posouzení budoucího vývoje v závislosti na trhu a podnikových plánech

a strategiích. Mezi klíčové faktory je možné zařadit vhodný výběr oceňovací metody, rozsah a kvalitu získaných informací a zvláště znalosti a zkušenosti znalce (resp. odhadce). Pokud odhadce nepozná realitu přesně a správně, může jím určená hodnota podniku být velmi zkreslená.

1. ZÁKLADNÍ POJMY V PROBLEMATICE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

1.1 Podnik a jeho vymezení

Pojem podnik vymezuje většina autorů ve svých publikacích různě. Největší význam pro mnohé z nich měla však definice uvedená v zákoně č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník § 5, kde byl 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. Podnik je věc hromadná*“. Od 1. 1. 2014 platí zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích (zákon o obchodních společnostech a družstvech), kde podnik byl nahrazen pojmem obchodní korporace. Pojem v sobě zahrnuje obchodní společnosti a družstva. Novelizovaný zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku nahradil podnik výrazem obchodní závod, jehož způsob ocenění v § 24 zní: „*Obchodní závod nebo jeho část se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků určených podle tohoto zákona sníženým o ceny dluhů*.“ Definici obchodního závodu je pak možné nalézt v zákoně č. 89/2012 Sb., občanský zákoník pod § 502, který uvádí, že „*obchodní 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*.“

Jak uvádí Mařík (2011), podnik lze oceňovat na dvou hladinách:

- brutto hodnota, resp. hodnota podniku jako celku (podnikatelské jednotky), která obsahuje jak hodnotu pro věřitele, tak hodnotu pro vlastníky,
- netto hodnota, kterou je chápáno ocenění pro vlastníky podniku (lze říci, že je oceňován vlastní kapitál).

Hladinám hodnoty podniku se věnoval také zákon č. 513/1991 Sb. Definici brutto hodnoty bylo možné nalézt pod pojmem obchodní majetek a netto hodnoty pod pojmem čistý obchodní majetek. Obchodní majetek podnikatele byl definován jak pro fyzickou osobu, kdy se jím chápal „*majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání*“, tak pro právnickou osobu, kdy se jím rozumí „*veškerý jeho majetek*“. Čistý obchodní majetek byl vymezen jako „*obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých*

podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“ Zákon č. 90/2012 Sb. se hladinami podniku nezabývá.

1.2 Hodnota podniku

Praxe přináší slovní spojení objektivní hodnota. Takový termín ovšem neexistuje. V podniku se samozřejmě vyskytuje řada objektivních vlastností, avšak hodnota se k nim neřadí. Ekonomický význam slova hodnota je dán vztahem mezi určitým objektem a subjektem za podmínky racionálního chování. Hodnota podniku z hlediska ekonomického má dvě základní složky:

- užitnou hodnotu, kterou tvoří schopnost statku uspokojit potřeby člověka, a
- směnnou hodnotu, která vzniká za situace, kdy statek vykazuje užitnou hodnotu, a současně s tím je jeho množství omezené a stává se předmětem směny. Vyjádření směnné hodnoty je v peněžních jednotkách a vede k tržnímu ocenění (Mařík, 2011).

„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu“ (Mařík, 2011, str. 20).

Jednotlivé druhy hodnoty mají svá odůvodnění, která plynou z různorodých účelů oceňování. Úkolem pro znalce je pak přizpůsobit způsob ocenění zejména dle požadavků zadavatele (Vochozka & Mulač, 2012).

Hodnota podniku by se měla stanovit jako Fair Market Value a to za předpokladu, že podniková hodnota nepředstavuje prostý součet hodnot jednotlivých aktiv, ale je určena užitkem, tzn. budoucími zisky, výnosy či cash flow, který podnik přinese svému vlastníkovvi (Váchal & Vochozka, 2013).

Při oceňování podniku se k základním kategoriím hodnoty řadí hodnota tržní, subjektivní, objektivizovaná a komplexní přístup na základě Kolínské školy (Sabolovič, 2011).

1.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota je definována mezinárodními standardy International Valuation Standards 2011 jako *„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi*

samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Tuto definici lze podrobněji rozebrat a komentovat následovně:

- „*odhadnutá částka*“ – rozumí se jí cena vyjádřená v penězích, jež by byla uhrazená za konkrétní aktivum v transakci mezi jednotlivými partnery,
- „*by měl být majetek směněn*“ – zobrazuje fakt, že hodnota je odhadnutá, nikoliv předem daná částka či reálná prodejní cena,
- „*k datu ocenění*“ – představuje požadavek, aby tržní hodnota platila po určitý časový úsek,
- „*mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím*“ – takový kupující, resp. prodávající, který nebude nakupovat, resp. prodávat dané aktivum za jakoukoliv cenu,
- „*při transakci samostatných a nezávislých partnerů*“ – transakce probíhá mezi stranami, jež mezi sebou nemají navzájem žádné blízké nebo speciální vztahy,
- „*po náležitém marketingu*“ – aktivum je nezbytné vystavit takovým způsobem, aby v rámci transakce přineslo nejlepší cenu, přičemž délka období je různorodá, musí však být dostatečná. Období vystavení končí datem ocenění,
- „*strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“ – obě strany (prodávající a kupující) jsou dostatečně informované o vlastnostech, stavu a využití daného aktiva. Jednají s těmito informacemi rozumně s cílem dosáhnout nejlepší ceny. Strany jsou motivovány k uskutečnění transakce, avšak nejsou nuceny k její realizaci (Mařík, 2011).

Tržní hodnota je odhadem ceny, za kterou bude podnik obchodován k datu ocenění. Stanovení tržní hodnoty ke konkrétnímu datu ocenění je nezbytné, neboť faktor času je v tržním prostředí velmi zásadní. Podmínky trhu se neustále mění, a proto tržní hodnota musí zachycovat aktuální stav (Mlčoch, 1998).

Pro pochopení a doplnění kategorie tržní hodnota je nezbytné zmínit a vymezit rozdíl mezi tržní hodnotou a tržní cenou. Z hlediska ekonomického je tržní hodnota pojem obecný, tzn., že znázorňuje střední hodnotu rozptylu očekávaných tržních cen. Zatímco tržní cena je pojmem konkrétním, tj. cena, které je dosaženo v daném čase,

za konkrétní majetek a konkrétním kupcem. Tržní cenu odhadci nemohou určit, neboť ta je předmětem dohody mezi prodávajícím a kupujícím (Ort, 2013).

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku se nezabývá definicí tržní hodnoty přímo. Vymezuje pojem obvyklá cena. Právě § 2 uvádí, že se touto hodnotou oceňují majetek a služba za podmínky, že tento zákon nestanoví jinak. Obvyklou cenou je dle tohoto zákona „cena, která by byla dosažena při prodejkách stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění.“

1.2.2 Subjektivní hodnota

V rámci ocenění z pohledu jednoho konkrétního subjektu (prodávajícího, kupujícího, stávajícího vlastníka aj.) byl v praxi a zejména v německých teoriích uplatněn pojem hodnota subjektivní. Dále ji lze nalézt v Mezinárodním oceňovacím standardu číslo 2, který ji definuje jako investiční hodnotu následujícím způsobem: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů s určitými investičními cíli 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 s tržní hodnotou investičního majetku.“

Cílem této hodnoty je nalézt odpověď na otázku, jakou hodnotu má zvolený podnik pro konkrétního kupujícího. Hlavním vlivem dopadajícím na subjektivní hodnotu je subjektivní názor odhadce (investora) a jeho individuální očekávání, které vyjadřuje hodnotu pro daného investora (Worschová, 2015).

Investiční hodnota je dána následujícími charakteristikami:

1. Odhad budoucích peněžních toků je určen na základě představ podnikových manažerů, popř. je v malé míře upraven (nejčastěji směrem dolů). Nicméně v rozhodující míře tento odhad reprezentuje představu investora či řídicích pracovníků.
2. Diskontní míra je vymezena na bázi dalších alternativních investičních možností, které má subjekt k dispozici (Krpata, 2015).

Z bližšího zkoumání zásad a názorů jednotlivých odhadců a soudních znalců vyplývá, že subjektivní ocenění jim neumožňuje výkon jejich povolání. Je pro ně

výhodnější představa objektivní, resp. objektivizovanější hodnoty, kterou dokáže určit pouze profesionál, zatímco subjektivní hodnotu zvládne vypočítat i finančně vzdělanější vlastník či zájemce o koupi (Mařík, 2011).

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Před několika lety došli odborníci k jednotnému názoru, že objektivní hodnotu nelze určit, tj. neexistuje (Mařík, 2011), neboť hodnota nepředstavuje objektivní vlastnost podniku (Sabolovič, 2011). Tento přístup odmítá jakýkoliv subjektivní pohled, hlavní snahou je přiblížit se nějaké univerzálně platné podnikové hodnotě (Vochozka & Mulač, 2012). Díky tomu odhadci začali užívat pojem hodnota objektivizovaná. Dle mnoha názorů by se tato hodnota měla zakládat na všeobecně uznávaných datech a její výpočet by měl dodržovat určité požadavky a zásady s cílem zajistit co možná nejvyšší reprodukovatelnost ocenění. K základním zásadám se řadí:

- udržování substance – z podniku má být vybíráno pouze takové množství peněžních prostředků, které neohrozí jeho majetkovou podstatu (substanci),
- volný zisk, tj. právě ta část zisku, která může být z podniku vybrána, aniž by došlo k narušení substance podniku,
- nepotřebný majetek, který se člení na majetek nezbytný pro vlastní provoz (oceňován pomocí výnosových metod) a majetek ostatní (oceňován samostatně),
- metoda, jež by měla mít dvě vlastnosti: jasná a jednoznačná (jednoznačnost říká, že jiný odhadce by měl bez jakýchkoliv komplikací zopakovat celé ocenění a dojít ke shodným či víceméně podobným výsledkům),
- management (předpoklad, že stávající management v podniku přetrvá),
- zdanění (zohlednění daní i na úrovni vlastníka) a
- možnosti změn v podniku – v rámci ocenění se za východisko bere podnik a jeho situace přesně v okamžiku ocenění. Předpokládá se jeho pokračování dle stávajícího konceptu (Mařík, 2011).

Objektivizovaná hodnota se stanovuje za předpokladu, že podnik bude nadále pokračovat ve své podnikatelské činnosti. Výchozím stavem pro sestavení objektivizované hodnoty je stav společnosti v okamžiku ocenění (Worschová, 2015).

1.2.4 Kolínská škola

Odborníci evropských zemí stále častěji upozorňují na fakt, že je obecně složité užití tržní hodnoty, když trh s podniky v evropských podmínkách je neustále velmi omezován – např. množství transakcí s podobnými podniky je poměrně malé, chybí transparentnost trhu či nejednoznačnost v otázkách, zda je cena hrazena za pokračující podnik, nebo tu jsou možné synergie. Jako reálný se jeví pouze trh kapitálový (tržní hodnota u akciových společnostech). Proto pro ocenění většiny podniku se za reálné východisko považuje subjektivní ocenění. Východiskem při nákupu a prodeji podniku je na straně jedné subjektivní hodnota jednoho konkrétního kupujícího a na straně druhé subjektivní hodnota jednoho konkrétního prodávajícího. Právě na tomto postoji je založena tzv. Kolínská škola. Ta je toho názoru, že ocenění je třeba modifikovat na obecných funkcích (funkce oceňování i funkce oceňovatele):

- a) daňová funkce – cílem je zajistit materiály pro daňové účely,
- b) komunikační funkce – cílem je získat podklady pro jednání s veřejností (bankami a investory),
- c) poradenská funkce – je nejdůležitější, smyslem je poskytnout kupujícímu informace o:
 - maximální ceně, kterou je kupující ochoten zaplatit, aniž by na dané transakci prodělal (tzv. hraniční hodnota kupujícího) a
 - minimální ceně, kterou je prodávající ochoten přijmout, aniž by na daném prodeji prodělal (tzv. hraniční hodnota prodávajícího);hraniční hodnoty vytvářejí prostor pro vlastní jednání o ceně. Samozřejmě to je možné pouze tehdy, když hraniční hodnota kupujícího převyšuje hraniční hodnotu prodávajícího. Úkolem je stanovit výslednou hodnotu, která by nějakým způsobem stabilizovala zájmy a hodnotové pohledy daných účastníků transakce,
- d) rozhodčí funkce – jde o výkon funkce nezávislého rozhodčího, oceňovatele, který by měl minimálně stanovit odhad hraničních hodnot jednotlivých účastníků transakce a určit spravedlivou hodnotu v daném odhadnutém rozpětí, a
- e) argumentační funkce – oceňovatel se snaží nalézt argumenty, jež přispějí ke zlepšení pozice účastníků a které slouží jako podkladové báze pro jednání (Mařík, 2011).

1.3 Důvody oceňování podniku

Ocenění podnik objednává jako službu, která mu má přinést určitý užitek. Způsob, volba a rozsah metody oceňování daného podniku závisí zejména na podnětu k ocenění (důvod). Ten může být velmi specifický a různorodý, například:

- koupě a prodej podniku,
- vstup nového společníka do společnosti,
- přeměna či fúze společnosti,
- zástavní právo,
- uvedení podniku na finanční trhy,
- dědictví,
- rozhodnutí o sanaci (Managementmania, 2015).

Nezbytné proto je při každém ocenění jasně vymezit, z jakého podnětu vzešlo, definovat kategorii hodnoty a její úroveň (hladinu) a určit datum, ke kterému hodnota platí (Mařík, 2011).

Poznámky k oceňování podniku

Mařík & Maříková (II/2015) se ve svém článku vyjadřují k několika otázkám týkajících se výsledného hodnocení podniku v různých znaleckých posudcích. V rámci praktického zkoumání došli k následujícím závěrům, které jsou zcela jasné, ale je třeba si je uvědomit:

1. Neexistuje žádná objektivní hodnota, vždy se jedná o nějaký vztah mezi subjektem a určitým oceňovaným objektem. Dle charakteru daného subjektu se pak rozlišuje řada různýchází hodnoty, jejíž volba je základním předpokladem pro dosažení přijatelných výsledků.
2. Praxe dokazuje, že i v případě, že znalci použijí shodnou bázi hodnoty a znalecké posudky jsou bez metodických chyb, dospívají běžně k odlišným výsledkům. Podstatným zdrojem těchto rozdílů je fakt, že v ČR není dostatek oceňovacích pravidel či jiných rámcových postupů, a tudíž každý znalec do určité míry oceňuje tak, jak ho to napadne. Tzn., že v řadě bodů výpočtů je možné, aby znalci použili odlišné postupy, které je třeba považovat za správné. Rozdíly by měly být omezené, ale v celé řadě případů mohou být relativně rozsáhlé.

3. Znalci uvádějí téměř na koruny přesnou jedinou finální hodnotu podniku. Určují tím ale něco, co ve skutečnosti neexistuje. Mařík & Maříková (2015) jsou toho názoru, že je třeba stanovit intervalový odhad hodnoty, neboť ten je jediným řešením odpovídajícím realitě. Otázkou je, jak tento interval stanovit, aby nebyl moc široký nebo naopak moc úzký. Jako odůvodnění jeho použití uvádějí například soudní spory. Každý znalecký posudek uvádí rozdílný výsledek, a jestliže tento výsledek je bodovým odhadem, pak soudní spory mohou být řešeny do nekonečna (v případě neexistence výslovných chyb). Kdyby ale výsledkem znaleckých posudků byl interval, bylo by daleko snazší nalézt jejich společný průnik a spor rozhodnout.
4. Ocenění znalcem je v praxi velmi často nižší než účetní hodnota. V případě ocenění podniku jako celku či jeho části k této situaci dochází v případech, kdy podnik vykazuje nedostatečnou rentabilitu ve vztahu k nákladům kapitálu, či v případě, kdy je podnik majetkově předimenzován.
5. Ocenění pomocí substanční hodnoty není možné ve valné většině případů použít jako alternativu k výnosovému ocenění. Jako alternativu je možné využít z majetkových hodnot pouze likvidační hodnotu. Použití substanční hodnoty je možné považovat za zásadní chybu (Mařík & Maříková, II/2015).

2. METODY POUŽÍVANÉ PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Proces oceňování podniku je velmi individuální a složitý. Na jeho vypracování se podílí řada odborníků různých profesí. Hlavním cílem při oceňování podniku je určit jeho tržní hodnotu. Důležité je vzít v úvahu mnoho faktorů, které působí jednak na současnou, ale zejména na budoucí ekonomickou situaci společnosti (Managementmania, 2015).

Postup zjištění hodnoty podniku je zaměřen do budoucna, proto je nezbytné, aby veškerá rozhodnutí managementu byla podložena vyváženým vztahem rizika a výnosnosti. Je nutná objektivita, ovšem je nereálné vyhnout se všem subjektivním aspektům a hlediskům (Mlčoch, 1998).

Tradiční metody oceňování lze rozdělit na metody fundamentálně analytické a metody orientované na kapitálový trh. Do první skupiny se řadí metody majetkové, výnosové a kombinované, do druhé pak tržní multiplikátory a metody srovnatelných transakcí (Váchal & Vochozka, 2013).

2.1 Metody založené na stavových veličinách (analýze majetku)

Majetkové ocenění podniku vyplývá z toho, jakou hodnotu by měly náklady na nákup podniku po jednotlivých částech, včetně nehmotných aktiv (Mrkvička & Strouhal, 2011).

Sabolovič (2011) definuje odhad hodnoty pomocí metod založených na analýze majetku „*jako souhrn individuálně oceněných položek majetku podniku.*“ Přičemž tyto položky majetku tvoří tzv. majetkovou podstatu podniku, jež bývá označována jako substance či substanční hodnota (v širším slova smyslu) – tj. souhrnné označení pro veškeré metody majetkového ocenění.

2.1.1 Metoda účetní hodnoty

Všechny podniky jsou povinny vést účetnictví. Zákon o účetnictví jim ukládá jednou ročně zpracovat účetní závěrku. Díky účetní evidenci mají podniky informace minimálně o:

- celkové hodnotě podniku, tj. aktiva (pasiva),
- hodnotě základního jmění, tj. součin počtu akcií a jejich nominální hodnoty,

- hodnotě vlastního jmění, tj. rozdíl aktiv (pasiv) a cizích zdrojů (Kislingerová, 2001).

Proti metodě účetní hodnoty byla vyslovena řada výhrad, které se odvíjí zejména z účetních technik. Smysl účetní hodnoty je spatřován v tom, že poskytuje informaci pro ty analytiky, kteří důvěřují tzv. vnitřní hodnotě. Účetní hodnota v nominálním vyjádření udává původní rozsah vloženého (investovaného) kapitálu. Investoři považují za žádoucí situaci, kdy tržní cena akcie aktuálně platná na kapitálovém trhu bude vyšší než účetní hodnota vlastního jmění přepočtená na jednu akcii, neboť jedině v tomto případě vzniká tzv. MVA, tržní přidaná hodnota, která představuje nárůst bohatství akcionářů. Přes všechny námitky proti účetní hodnotě je třeba ji brát v úvahu a dále s ní pracovat, a to zejména s ohledem na charakter aktiv. Pro přímé ocenění aktiv se však využívá jen zřídka (Kislingerová, 2001).

2.1.2 Metoda substanční (věcné) hodnoty

Substanční hodnota má v praxi dlouholetou tradici. V minulosti se řadí k prvním přístupům, které byly využity pro stanovení tržní hodnoty podniku. I v současné praxi má své opodstatnění, zejména v zemích, kde se míra inflace udržuje dlouhodobě relativně nízko. Vznik metody je připisován Německu, kde je substanční hodnota neodmyslitelně spjata se jmény Schmalenbacha, Helbliga a dalších. Metoda je velmi oblíbená, jelikož podává věrohodné a lehce kontrolovatelné výsledky (Kislingerová, 2001).

Metoda substanční (vnitřní) hodnoty má dle Saboloviče (2011) tři modifikace:

- a) substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
- b) substanční hodnota na bázi nákladů nahrazení,
- c) substanční hodnota na principu úspory nákladů.

Díky substanční hodnotě na principu reprodukčních cen je možné získat odpověď na otázku, jak velká částka by musela být vynaložena při opětovném vybudování celého podniku. Metoda se však nezabývá těžko kvantifikovatelným nehmotným podnikovým majetkem: pracovní silou, goodwillem, obchodní sítí či organizační strukturou. Výsledek představuje aktualizovanou pořizovací hodnotu nebo čisté redukční náklady pro vybudování shodného či obdobního podniku (Sabolovič, 2011).

Substanční hodnota na bázi nákladů nahrazení je spolu s předchozí metodou jedinou metodou nákladového ocenění řešenou v mezinárodních oceňovacích standardech. Výchozím předpokladem metody je získání majetku se stejnou využitelností za pomoci materiálů, moderních technologií a celkového uspořádání a za ceny platné k datu ocenění (Sabolovič, 2011).

Substanční hodnota na principu úspory nákladů je založena na schopnosti nahradit investiční plánované výdaje ve vztahu k provozním nákladům. Nedochozí tedy k oddělenému ocenění majetkových složek podniku (Sabolovič, 2011). Jde o zcela subjektivní hodnotu, jež se zakládá na pohledu na podnik jako celek. Úspory mají dvojitou formu, jednak úspora výdajů a jednak úspora formou časového oddálení investičního výdaje. Vychází to z toho, že jde o odhad částky, kterou daný kupující ušetří tím, že využije současného složení majetku oproti jeho novému vybudování (Krabec, 2009).

Substanční hodnota odstraňuje nedostatky účetní hodnoty, tj. principy účtování. Nejdůležitější oblastí pro věcnou hodnotu jsou aktiva stálá (fixní či věcná), tj. části majetku, které jsou v podniku vázány dlouhodobě a vytváří tak kapacitu, která představuje základ pro tvorbu užitných hodnot. Nezbytné je ale i reálné vyjádření závazků, které vyplývají z fungování podniku. Metoda jako taková je velice náročná. Pracnost plyne zejména z toho, jakým způsobem lze dosáhnout faktického zjištění velikosti reprodukčních nákladů, které jsou spjaty s opětovným pořízením konkrétních složek stálých aktiv (Kislingerová, 2001).

2.1.3 Metoda likvidační hodnoty

Pro zjištění likvidační hodnoty je výchozím bodem fakt, že nejvýhodnější je daný majetek po jeho částech rozprodat, nebo je nutná jeho likvidace. Dochází tedy k určení současné hodnoty částek za prodej jednotlivých majetkových složek, které jsou snižované o náklady na jeho likvidaci (Mrkvička & Strouhal, 2011).

Oproti substanční hodnotě zde hraje důležitou roli faktor času, tzn., že likvidátor musí v přesně stanoveném časovém období prodat veškeré majetkové části a uhradit veškeré závazky (Kislingerová, 2001).

Jedná se o rigidní ocenění, které zkoumá schopnost trhu absorbovat majetek podniku v daném časovém intervalu. Nepředpokládá se dlouhodobější podniková existence. Princip zjištění likvidační hodnoty se z hlediska teorie řadí k těm jednodušším, v praxi je však velmi těžko realizovatelný. Obvykle likvidační hodnotou

bývá hodnota prahová, tedy nejnižší. K využití likvidační hodnoty by mělo dojít v následujících případech:

- pro odhad dolní hranice podnikového ocenění,
- při rozhodování o sankci či podnikové likvidaci,
- při měření pravděpodobnosti návratnosti kapitálu, který byl do podniku investován (Sabolovič, 2011).

Likvidační hodnota se pro vlastníky může stát velmi poutavou. Především za situace, kdy likvidační hodnota je stanovena větší než hodnota oceňovaného podniku dle výnosové metody a za podmínky, že likvidační zůstatek je větší než nulový. Pakliže byla výnosová metoda, resp. její aplikace, správná a podložená seriózním plánem, stává se likvidace pro vlastníky velmi zajímavá, neboť za likvidaci podniku získají více, než kdyby podnik nadále pokračoval ve své činnosti (Kislingerová, 2001).

2.2 Výnosové metody oceňování

Výnosové metody lze považovat za nejvhodnější postup pro ocenění podniku. Výnosový přístup, resp. jeho princip, vyplývá z renty, která je odměnou za využití výrobních faktorů. Pro dodržení reprodukovatelnosti a dostatečné míry vypovídací schopnosti se uvádí doporučení určit horní a dolní hranici ceny na podkladě hraniční hodnoty. Neboť právě nedodržení reprodukovatelnosti postupu ocenění je největší slabinou této problematiky (Sabolovič, 2011).

Za základ dané metody se uvádí časová hodnota peněz a relativní riziko spojené s danou investicí. K nejčastěji užívaným výnosovým metodám se řadí metoda kapitalizace zisku a metoda diskontovaných peněžních toků DCF (Krpata, 2015).

2.2.1 Metoda kapitalizace zisku (čistých výnosů)

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je v české odborné literatuře označována jako metoda kapitalizovaných zisků. V původních originálech se však hovoří o Ertragswertmethode, tj. o metodě výnosové hodnoty (Mařík & Maříková, 2008).

V České republice se metoda kapitalizace zisku (čistých výnosů) řadí mezi znalci k nejpoužívanějším, díky tomu se tak ČR blíží svojí oceňovací praxí německému pojetí, jelikož anglicky mluvící země upřednostňují metodu DCF Entity (Sabolovič, 2011).

Metoda kapitalizace zisku je velmi jednoduchým přístupem a právě proto v praxi naráží na řadu problémů, díky kterým model podléhá korekci. Hlavním zastáncem metody v Evropě byl Konrad Mellerowicz. Základem metody kapitalizace zisku jsou minulé výkonnosti podniku, tj. zisk a jeho historické úrovně. Výchozí myšlenkou je fakt, že hodnotu podniku je možné odvodit od tzv. trvale udržitelné úrovně podnikového zisku. Vlastní propočtení se získá ze vzorce:

$$HP = \frac{e_z}{r}, \quad (1)$$

kde HP představuje hodnotu podniku,
 r je mírou kapitalizace a
 e_z je trvale dosažitelný zisk, který je odvozen od vývoje minulého, resp. budoucího (Kislingerová, 2001).

Hodnotu podniku je nutné pokaždé počítat ze zisků rozdělovaných mezi vlastníky. Kdyby tomu tak nebylo, mohlo by dojít k dvojímu započtení a důsledkem toho k chybnému určení výnosové podnikové hodnoty (Mařík & Maříková, 2008).

Postup při aplikaci metody kapitalizace zisku:

1. Odhadce vhodně určí délku období (doporučováno 3-5 let) a vlastním šetřením musí identifikovat zisk.
2. Dojde ke stanovení trvale dosažitelného zisku (v případě absence dostatečných dalších informací pomocí níže uvedeného vzorce) a k určení hodnoty podniku.

$$\text{Trvale dosažitelný zisk} = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i \times q_i}{n}, \quad (2)$$

kde Z_i představuje velikost zisku v období i ,
 i je počet období a
 q_i je váhou v období i (Kislingerová, 2001).

2.2.2 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF

Metoda je jednou z nejznámějších výnosových metod. Základem je plánovaný volný peněžní tok, který se získá rozdílem provozního cash flow a přírůstkem čistého pracovního kapitálu (Mrkvička & Strouhal, 2011).

Hlavním znakem DCF je, že hodnota oceňovaného podniku vychází z budoucích výnosů, které jsou diskontovány z pohledu investora na současnou hodnotu. Jako nejdůležitější báze se tedy označuje časová hodnota budoucích výnosů. Základní

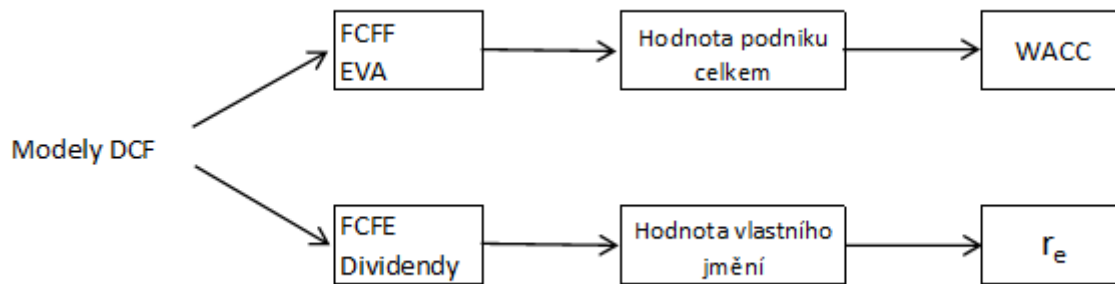
myšlenka je následující: hodnota podniku roste tehdy, jestliže vnitřní míra výnosu převyšuje WACC a v podniku je dosahováno poměrně vysokého tempa růstu g (Kislingerová, 2001).

Modely DCF se rozdělují z hlediska peněžního toku (komu je peněžní tok určen) na:

- a) volné cash flow pro akcionáře – FCFE,
- b) volné cash flow pro podnik jako celek – FCFF),
- c) dividendu nebo
- d) ukazatel EVA.

Jestliže dojde k využití DCF modelů, je nezbytné zabývat se třemi problémy. Tj. co se bude diskontovat, jakým způsobem (model DCF) a čím diskontovat (stanovení diskontní míry). V případě prvního problému (co diskontovat) je třeba vyřešit otázku rozdílných peněžních toků: FCFE, FCFF, dividendy či EVA. Dále je nutné zabývat se konstrukcí peněžního toku, která úzce souvisí se správným stanovením diskontní míry (Mařík, 2011). Výběr peněžního toku se odráží ve vypovídací schopnosti konečné hodnoty – viz Obrázek 1.

Obrázek 1: Modely DCF z pohledu budoucích výnosů a vypovídací schopností výsledné hodnoty



Zdroj: Kislingerová (2001, str. 135).

Výpočet peněžních toků FCFF je následující:

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - Investice_t, \quad (3)$$

kde $FCFF$ je volný peněžní tok do firmy,

$EBIT$ je zisk před úroky a zdaněním,

T představuje sazbu daně z příjmů,

ODP jsou odpisy,

ΔWC je změna čistého pracovního kapitálu a

T je čas.

FCFF tedy představuje peněžní toky, jež podnik generuje jak pro akcionáře, tak pro vlastníky. V tomto ohledu není FCFF v přímé souvislosti ovlivněn podnikovou zadlužeností. FCFF zahrnuje veškeré peněžní toky a neurčuje, komu budou určeny. Právě proto je užití FCFF výhodnější, neboť právě přesné vymezení užití peněžního toku bývá značně nepřesné a obtížně definovatelné (Kislingerová, 2001).

Pro výpočet FCFE se rozlišují dvě varianty. První za situace, kdy je podnik financován jen vlastním kapitálem, pak je výpočet shodný s výpočtem FCFF, a druhá za situace, kdy podnik pro své financování využívá jednak vlastní kapitál a jednak dluh. V tomto případě je nezbytné snížit peněžní tok o část, která patří věřitelům. Ti stojí vždy na prvním místě z hlediska uspokojování nároků (Mařík, 2011). Výpočet bude vypadat následovně:

$$FCFE = EBIT - \text{Úroky} - \text{Daně} + ODP - \Delta WC - \text{Investice} - \text{Splátky úvěrů} \quad (4)$$

FCFE udává čistý peněžní tok, který v podniku zůstane po uhrazení nároků věřitelů a po zajištění dalšího podnikového provozu. Jestliže i pak zůstává FCFE kladný, pak nastává situace, kdy podnik generuje zdroje navíc. Ty se ve velké míře stávají důvodem pro založení podnikové dividendové politiky či jiných alternativních investičních příležitostí (Kislingerová, 2001).

2.2.3 Dividendové diskontní modely - DDM

Výnosem akcionáře z držení podnikového podílu je inkasovaná dividenda (Mrkvička & Strouhal, 2011). Modely lze využít pouze u podniků, které vyplácejí dividendy, tj. mají založenou dividendovou politiku včetně ustáleného aktivačního a výplatního poměru. Dalším předpokladem pro užití DDM je existence vysoké míry závislosti mezi úrovní dividendy a FCFE v daném podniku a dále se podnik musí vyznačovat ustálenou strukturou financování, tzn., musí mít stabilní finanční páku (Kislingerová, 2001).

Tyto modely je vhodné použít jen u oceňování menších podílů (Mrkvička & Strouhal, 2011).

2.2.4 Metoda založená na EVA

Moderní metoda oceňování podniku, jejíž základem je zdaněný provozní zisk, slouží k výpočtu ekonomické přidané hodnoty (EVA). To je částka, o kterou je zdaněný

provozní zisk větší než součin vlastního kapitálu včetně dluhů s úroky a nákladů kapitálu. Tržní přidanou hodnotou (MVA) se pak rozumí rozdíl tržní hodnoty vlastního kapitálu a jeho účetní hodnoty (Mrkvička & Strouhal, 2011). Zjednodušeně řečeno, EVA představuje přebytek výnosu získaného z kapitálu, který byl vložený do investic (Damodaran, 2010).

Ukazatel EVA byl zkonstruován společností Stern Stewart & Co., která tím reagovala na kritiku nedostatků hodnotících metod, jakými byla necitlivost k riziku, nerespektování časové hodnoty peněz a další. Ukazatel byl sestaven tak, aby věrně vyjádřil skutečný ekonomický zisk podniku. Jeho největší výhodou je kombinace ekonomické výkonnosti podniku a míry rizik, jež je nezbytná pro dosažení tohoto výkonu (Kollar & Kliestik, 2014).

Ukazatel EVA lze vypočítat pomocí následující rovnice:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C, \quad (5)$$

kde *NOPAT* je provozní hospodářský výsledek po zdanění,
WACC jsou vážené náklady kapitálu a
C je investovaný kapitál (Kislingerová, 2001).

Další možný výpočet uvádí například Neumaierová a Neumaier (2002):

$$EVA = (ROE - r_e) \times VK \quad (6)$$

Jednou z možných modifikací je EVA Equity, tj. hodnota EVA pro akcionáře. Její nevýhodou je však velká citlivost na změny ve způsobu financování v průběhu období finančního plánu. EVA Equity se zjišťuje rozdílem zisku a součinu vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál při určité úrovni zadlužení.

Druhou modifikací je upravená současná hodnota (APV). Pro tuto variantu se EVA vypočte jako rozdíl zdaněného provozního zisku a součinu nákladů VK nezadlužené společnosti a vlastního kapitálu včetně úročených dluhů (Mrkvička & Strouhal, 2011).

EVA představuje nejpokročilejší nástroj měření výkonnosti podniku založeného na principu hodnotového řízení. Důvodem je relativně jednoduchý přístup v porovnání s ostatními hodnotícími kritérii, a také možnost komplexního použití tohoto indikátoru v systému řízení. Model EVA postupně proniká i do ekonomik méně rozvinutých zemí, nicméně původní koncept vyžaduje poměrně velké úpravy účetních dat získaných

z národních ekonomik, které se navzdory harmonizaci účetnictví ve světě stále v některých aspektech liší (Kliestik, Lyakin, & Valaskova, 2014).

2.2.5 Metody stanovení diskontní míry

Diskontní míra představuje jeden z nejdůležitějších prvků v modelu DCF, neboť kromě určení budoucího výnosu má velký dopad na výslednou hodnotu. Jejím hlavním úkolem je převést očekávané budoucí výnosy na současnost a určit tak očekávanou výnosnost dané investice v čase, včetně zohlednění rizika spojeného s investicí. V obecné rovině platí, že čím je míra rizika vyšší, tím je také vyšší výnos požadovaný investorem (Kislingerová, 2001).

Tedy jednou ze základních funkcí diskontní míry je vyjádřit rizikovost toků, neboť právě riziko vypovídá o všech případných výsledcích podniku. Výhodiskem je nalezení výnosnosti stejně rizikové investice, jež se stane tzv. alternativním nákladem na kapitál r_e (Neumaierová & Neumaier, 2002).

2.2.5.1 Průměrné náklady kapitálu – WACC

WACC jsou váženým průměrem nákladů dluhu a nákladů na vlastní kapitál (Damodaran, 2010). Jakákoliv změna podnikové kapitálové struktury povede ke změně hodnoty WACC. Je to způsobeno jednak změnou finančního rizika (které nesou kmenové akcie), tj. změnou nákladů na vlastní kapitál, a jednak změnou váhy používané ve vztahu pro výpočet WACC (Lumby & Jones, 2011). Průměrných nákladů kapitálu WACC se používá jako diskontní sazby v případě, že jde o free cash flow, který představuje toky z podniku všem poskytovatelům úplatného kapitálu (Neumaierová & Neumaier, 2002). Vztah pro výpočet uvádí většina publikací následovně:

$$WACC = r_d \times (1 - d) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}, \quad (7)$$

kde WACC je váženým průměrem nákladů na kapitál,

r_d je alternativním nákladem na cizí úplatný kapitál,

d je sazbou daně z příjmů,

D je hodnotou úplatného cizího kapitálu podniku,

V je hodnotou úplatného kapitálu podniku,

r_e je alternativním nákladem na vlastní kapitál a

E je hodnota vlastního kapitálu, přičemž platí, že $V = D + E$

(Neumaierová & Neumaier, 2002).

2.2.5.2 Odhad tempa růstu – g

Pro modely DCF je zcela nezbytné tempo růstu g . Tempo růstu musí být nejpřesněji stanoveno, neboť v případě jeho chybného určení roste míra rizika, jež plyne s danou investicí do podniku. Ke stanovení tempa růstu dochází odvozením parametru g :

- od historických dat,
- od vnitřních parametrů fungování daného podniku,
- od kvalifikovaného názoru odhadů na vývoj odvětví, podniku a ekonomiky jako celku.

Ani jeden z postupů neposkytuje lepší výsledky než ten druhý. Vyplatí se získat více způsoby více výsledných hodnot pro daný podnik a poté provést jejich syntézu (Kislingerová, 2001).

2.2.5.3 Určení nákladů na cizí kapitál – r_d

Náklady na cizí kapitál se vypočtou váženým průměrem efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Určení plateb za cizí kapitál je vcelku jednoduché, neboť ve většině případů jsou pevně stanoveny. Platby zahrnují tři základní komponenty: úroky, disážio či další výdaje (bankovní provize, administrativa aj.). Náklady na cizí kapitál je možné vypočítat ze vzorce pro čistou částku peněz získanou výpůjčkou. Ten má však omezené použití – pouze v případě pevně určených úroků z dluhů a dále za situace, kdy se předpokládá, že částka peněz, která byla získaná výpůjčkou, bude odpovídat současné tržní hodnotě dluhu. Proto se využívá alternativní postup, který je založen na tržních datech. Náklad na cizí kapitál se určí součtem bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky, která se stanovuje dle rizikové třídy (ratingu) daného dluhu:

$$n_{CK} = r_f + RP \quad (8)$$

kde n_{CK} představuje náklady cizího kapitálu,

r_f je bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů, jejichž doba splatnosti je obdobná s dobou splatnosti posuzovaného dluhu, a

RP je riziková přírážka cizího kapitálu dle ratingu daného dluhu.

Pro praxi je nezbytné stanovit alespoň orientační rating. Užívá se zjednodušený postup, kdy je rating omezen na výpočet pouze jednoho ukazatele, a to úrokového krytí. Nejprve se odhadne rating úvěrů, dále se zjistí aktuální výnosnost státních dluhopisů

ke dni ocenění. Tento výnos se zvýší o přírážku dle úrovně ratingu a tím se získá tržní výnosnost úvěrů (Mařík, 2011).

2.2.5.4 Odhad požadované míry výnosu vlastního kapitálu – r_e

Odhad nákladů na vlastní kapitál udává očekávanou míru výnosu investorů v souvislosti s mírou rizika s touto investicí spojenou. Při stanovení odhadu se vychází ze srovnatelných investic s totožnou mírou rizika. Jelikož investice do akciového kapitálu si nese vyšší riziko než uložení volných prostředků v bance, které je bez rizika, pak je samozřejmé, že míra výnosu u rizikové varianty musí být vyšší než bezrizikový výnos. Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního kapitálu se využívá metodických postupů, jakými je Gordonův růstový model, model CAPM, model APT a další (Kislingerová, 2001).

Alternativní náklad na vlastní kapitál r_e je jedinou správně zvolenou diskontní sazbou pro toky z podniku vlastníkům, které jsou představovány zejména dividendami. Lze jej získat součtem výnosnosti bezrizikového aktiva s premií za riziko (Neumaierová & Neumaier, 2002).

2.3 Metody kombinované

Kombinované metody určují konečnou hodnotu podniku na bázi jednotlivých dílčích výsledků, které byly zjištěny pomocí základních přístupů a jejich oceňovacích metod. Kombinované metody slouží zejména k výsledné analýze dílčích ocenění a k formulaci závěrečného výroku (Sabolovič, 2011).

Zjednodušeně řečeno, jedná se o takové metody, které do celkové tržní hodnoty zahrnují jak majetkovou podstatu podniku, tak současně tržní chování podniku v těch činnostech, které mají dopad na výsledek podnikání – zisku (Managementmania, 2015).

2.3.1 Schmalenbachova metoda, metoda střední hodnoty

Metoda střední hodnoty se v minulosti řadila k nejpoužívanějším postupům. Nejprve byla zpracována Eugenem Schmalenbachem, který zastával názor, že rozhodující jsou pro ocenění budoucí skutečnosti, zatímco hodnoty dosažené v minulosti budoucnost pouze naznačují a slouží jako podklad pro odhad výnosů v budoucnosti (Tichy, 1991).

Základní myšlenkou Schmalenbachovy metody je fakt, že hodnotu podniku tvoří jak vložené prostředky do podnikání, tak i výnosy v budoucnu. Nejobtížnější

je při určení střední hodnoty stanovit poměr substanční a výnosové hodnoty na celkové výsledné podnikové hodnotě. Vyjádření je možné pomocí váženého průměru. Při aplikaci metody střední hodnoty je nezbytné věnovat speciální pozornost hladinám podnikové hodnoty. Není možné zaměňovat hodnotu vlastního kapitálu (Equity) a hodnotu podniku jako celku (Entity) (Sabolovič, 2011).

2.3.2 Metoda vážené střední hodnoty

Metoda vážené střední hodnoty je nejvíce užívaným přístupem v Evropě, zejména ve Švýcarsku, kde ji užívají pro odhad tržní hodnoty. Metoda je založena na kombinaci odhadu hodnoty podniku na bázi tokových (hodnota výnosová) a stavových (hodnota substanční) veličin. Tato kombinace je současně největší nevýhodou přístupu. Prvotní problém spočívá v určení podílů (váhy výsledků jednotlivých metod) na celkové podnikové hodnotě. V České republice si tato metoda získala oblibu především u oceňovatelů s technickým vzděláním, neboť ti se obecně přiklánějí k odhadu pomocí substančních hodnot, i přes fakt, že tato metoda není příliš žádoucí (Sabolovič, 2011).

2.3.3 Metoda nadzisku, superzisku

Metoda vyplývá z faktu, že v podniku existuje výnosový potenciál. Díky této metodě je možné zobrazit situaci, za které podnik hodnotu netvoří, ale právě naopak ji spotřebovává. Užití metody ekonomického nadzisku je vhodné pro podniky s vysokým technologickým faktorem, či pro subjekty, které mají významný podíl nehmotných aktiv (Sabolovič, 2011).

Nadzisk (superzisk) je definován jako rozdíl zisku, jež by vlastník mohl získat z investovaného kapitálu bez rizika, a zisku, jež byl podnikem vyprodukován (Kislingerová, 2001).

2.4 Metody relativního oceňování

Tyto metody vyplývají z odvození hodnoty aktiv nebo podnikového jmění z dostupných srovnatelných aktiv (Kislingerová, 2001).

Nejvíce využívané jsou tyto metody v dobře fungujících tržních ekonomikách. Dochází k porovnání tržních hodnot neboli realizovatelných cen. Hledají se takové srovnatelné podniky, které mají působnost ve stejném odvětví, sektoru či oboru, které mají řádově stejnou velikost. Metoda porovnání tržních hodnot se uplatňuje ve třech rovinách:

- porovnání s obdobnými podniky, jejichž hodnota je známa,
- porovnání s obdobnými podniky dle podnikových údajů uváděných na burzu, nebo
- porovnání s obdobnými podniky, které se staly předmětem transakcí a u kterých je určena jejich realizační cena (Managementmania, 2015).

Metody tržního porovnání lze aplikovat zejména u společností, které jsou obchodovatelné na kapitálových trzích. Předpokladem metod je transparentní a dostatečně rozvinutý kapitálový trh. Jestliže je tato podmínka splněna, pak je možné dopět k relativně objektivním názorům. Tato situace však u většiny společností v České republice zatím nenastala (Krpata, 2015).

3. POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

3.1 Sběr vstupních dat

Pro ocenění je nezbytné dostatečné množství patřičných vstupních dat. Základem je zpravidla oceňovací účel a zkoumaná kategorie hodnoty. Další hledané informace se člení do několika skupin:

1. základní data o podniku – identifikace podniku: název, IČ, právní forma, předmět podnikání (CZ-NACE), majetkové podíly, organizační struktura,
2. ekonomická data – výroční zprávy, účetní výkazy (3–5letý vývoj), auditorské zprávy,
3. relevantní trh – popis trhu, na kterém se podnik nachází (jeho vývoj, velikost a segmentace), faktory tržního vývoje a faktory atraktivity relevantního trhu,
4. konkurenční struktura relevantního trhu – přímí konkurenti, bariéry vstupu do odvětví, substituty podnikových výrobků, poměr sil podniku k obchodním partnerům,
5. odbyt a marketing – cenová politika, reklama, struktura odbytu, hlavní produkty, výzkum a vývoj,
6. výroba a dodavatelé – charakter výroby, certifikáty kvality, kapacity, dodavatelé (struktura dodávek, míra závislosti na dodavatelích),
7. pracovníci – jejich struktura, fluktuace, atmosféra na pracovišti, situace na trhu práce, personální náklady (Mařík, 2011).

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je velmi podstatným předpokladem věrohodnosti konečného (výsledného) ocenění. Je proto nezbytné, aby poskytla konkrétní výsledky, resp. odpovědi na otázky týkající se perspektivy podniku, vývoje podnikových tržeb a podnikových rizik.

Hlavní funkcí strategické analýzy je určení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Výnosový potenciál se člení na vnitřní a vnější. Vnější potenciál je dán riziky a šancemi podnikatelského prostředí. Analýza vnitřního potenciálu slouží k rozpoznání, zda a do jaké míry je podnik schopen těmto rizikům čelit či tyto šance využít. Výsledkem je nalezení silných a slabých stránek a možné odhalení konkurenční výhody podniku (Mařík, 2011).

3.2.1 Analýza vnějšího okolí

Analýza okolí slouží k rozpoznání faktorů, které mají vliv na strategickou pozici podniku, a které do podnikové činnosti zasahují prostřednictvím potenciálních příležitostí a hrozeb. Analýza se zaměřuje na vlivy makrookolí a mikrookolí.

Jak již vypovídá název, tak analýza makrookolí se zabývá vlivy působícími na podnik na makroúrovni. Nejčastěji užívanými metodami jsou:

- PEST analýza, která analyzuje ekonomické, technologické, politické a sociokulturní vlivy, a
- Metoda 4C, která se zabývá analýzou vlivů globalizace.

Analýza vlivů mikrookolí se zaměřuje na analýzu daného odvětví zejména z hlediska konkurenčního prostředí. Nejužívanější metodou je Porterův model pěti sil, který se snaží identifikovat vlivy, jež mají dopad na ziskovost odvětví. Cílem je poznání takových vlivů, které budou mít největší význam pro budoucí vývoj podniku. Model vychází z předpokladu, že konkurence je dána jako funkce pěti konkurenčních sil: konkurenční síla, která plyne z vyjednávací pozice kupujících, z hrozby nových konkurentů v odvětví, z vyjednávací pozice dodavatelů, z hrozby substitutů a ze soupeření konkurenčních podniků (Sedláčková, 2000).

3.2.2 Analýza vnitřních zdrojů

Analýza vnitřních faktorů má za cíl identifikaci podnikových schopností a zdrojů, tj. jeho strategické způsobilosti reagovat na příležitosti a hrozby, které vznikají v jeho bezprostředním okolí (Sedláčková, 2000).

Východiskem pro stanovení podnikové strategie je spojení analýzy vnějších a vnitřních faktorů. Jako tradiční se využívá analýza SWOT, která popisuje podnikové slabé a silné stránky (dvě charakteristiky vnitřních zdrojů) a srovnává je s nejpodstatnějšími vlivy okolí podniku, tj. charakteristikami vnějšího okolí – příležitostmi a riziky (Sedláčková, 2000).

3.3 Finanční analýza

Finanční analýzou se rozumí systematický rozbor dat získaných zejména z účetních výkazů. Analýza obsahuje hodnocení jak vývoje v minulosti a současnosti, tak i předpovědi budoucích finančních podmínek. Hlavním cílem je vyhotovit podklady

pro rozhodování v otázkách dalšího fungování podniku. Podstatou je vyřešení dvou základních úkolů: prozkoumání finančního zdraví podniku a vytvoření báze pro finanční plánování (Růčková, 2010).

Finanční analýza se díky dlouholeté tradici stala v zemích s rozvinutou tržní ekonomikou neoddělitelnou součástí podnikového řízení. I v České republice si v uplynulých patnácti letech získala oblibu v rámci hodnocení ekonomické situace podniku. Výsledky finanční analýzy jsou velmi podstatné jak pro strategické řízení podniku, tak pro posouzení a výběr vhodných obchodních partnerů. Tím finanční analýza představuje základ pro plánování nejen krátkodobé (mající vliv na běžný chod podniku), ale i strategické plánování spojené s firemním dlouhodobým rozvojem (Růčková, 2010).

Úspěch finanční analýzy tkví zejména v získávání a užití kvalitních a komplexních prvotních údajů. Jako základní zdroj vstupních dat se uplatňuje účetní závěrka, resp. účetní výkazy, a v případě potřeby detailnějších či doplňkových informací se používá příloha k účetní závěrce a vnitropodnikové účetnictví (Hrdý & Krechovská, 2013).

K uživatelům finanční analýzy se řadí zejména management, akcionáři (zkoumající současnou výnosnost jejich akcií), věřitelé (dodavatelé hodnotící schopnost splácet faktury, zaměstnanci zajímající se o mzdová ujednání a zachování pracovních pozic) a ostatní externí uživatelé (Růčková, 2010).

Finanční analýzu lze rozdělit na analýzu horizontální a vertikální. Horizontální analýza je technika, která porovnává zůstatky určitého účtu (např. aktiv) v průběhu času. Jde o analytickou metodu, která reflektuje změnu zůstatku účtu jednoho období oproti období druhému (změna bývá vyjádřena v procentech). Vertikální analýza je vynikajícím nástrojem pro vnitropodnikové účely. Zabývá se strukturou zůstatku určitého účtu, tj. určením procentního podílu položek na celku (Godwin & Alderman, 2011).

3.3.1 Fundamentální a technická analýza

Finanční analýzu je možné dle potřeby provádět různými způsoby. Dva nejčastější přístupy se nazývají fundamentální analýza, která vyplývá ze zkušeností a ekonomických vědomostí analytika, a technická analýza, jejíž základem jsou

statistické a matematické postupy. Tyto dvě analýzy se vzájemně doplňují, proto se ve velké míře aplikují oba přístupy současně (Hrdý & Krechovská, 2013).

Sedláček (2011) uvádí, že podkladem pro fundamentální analýzu jsou obsáhlé znalosti ekonomických a mimoekonomických jevů, odborné zkušenosti a subjektivní odhady odborníků. Jelikož zpracovává a využívá kvalitativní informace, vyvozuje své výsledky nejčastěji bez pomoci algoritmizovaných postupů. Jako první probíhá zpravidla identifikace prostředí, ve kterém podnik funguje. Analyzuje se charakter podnikových cílů, vliv vnějšího a vnitřního ekonomického prostředí a fáze života, ve které se podnik v současnosti nachází. Metoda analýzy je podložena z velké části verbálním hodnocením. Mezi nejčastější lze uvést analýzu SWOT, Argentiho model, metodu Balanced scorecard (BSC), BCG matici, metodu analýzy portfolia dvou dimenzí a další. Výsledky kvalitativní (fundamentální) analýzy jsou stavebním kamenem pro kvantitativní (technickou) analýzu.

Technická analýza podniku pomocí statistických, matematických a jiných algoritmizovaných metod kvantitativně zpracovává ekonomická data, jejichž ekonomické výsledky jsou pak dále kvalitativně posuzovány. Postup technické analýzy zpravidla obsahuje následující etapy:

1. Charakteristika prostředí a zdrojů dat – etapa zahrnuje výběr podobných (srovnatelných) podniků (z hlediska oboru podnikání, výrobních postupů, prostředí, zákazníků aj.), dále přípravu dat a ukazatelů (údaje z účetnictví podniku, finančního trhu či fundamentální analýzy, ukazatele extenzitní či intenzitní), sběr dat a ověření použitelnosti ukazatelů (časová srovnatelnost ukazatelů).
2. Výběr metody a prvotní zpracování dat – etapa probíhá ve třech krocích. Nejprve dochází k výběru vhodné metody analýzy a ukazatelů, dále probíhají výpočty ukazatelů a nakonec nastává hodnocení relativní pozice podniku.
3. Pokročilé zpracování dat – v první řadě je nezbytná identifikace modelu dynamiky (jak se ukazatele vyvíjí v čase), kterou následuje kauzální analýza, jež hodnotí vzájemné vztahy mezi ukazateli (tzv. pyramidální rozklady), a etapa končí korekcí a zjištěním odchylek.
4. Návrhy pro dosažení cílů – etapa obsahuje variantní návrhy na opatření současně s odhady jejich rizik a výběr nejvhodnější varianty.

Dle účelu, ke kterému se technická analýza používá, a podle dat se dělí na:

- a. analýzu absolutních dat (tokových i stavových) – horizontální (analýza trendů) a vertikální analýza (procentní rozbor),
- b. analýzu rozdílových ukazatelů,
- c. analýzu poměrových ukazatelů (viz dále),
- d. analýzu soustav ukazatelů – komparativně analytické metody, pyramidové rozklady, metody matematicko-statistické či kombinace (Sedláček, 2011).

3.3.2 Finanční ukazatele

Finanční ukazatele tvoří prvotní nástroje analýzy, jelikož poskytují odpovědi na většinu otázek týkajících se finančního zdraví podniku. Klasické členění ukazatelů zahrnuje rozdělení na absolutní, poměrové a rozdílové ukazatele. Absolutní ukazatele vyplývají přímo ze zkoumaných hodnot jednotlivých položek účetních výkazů. Rozdílové ukazatele lze vypočítat jako rozdíl konkrétní aktivní položky s konkrétní položkou pasiv. Nejpočetnější a současně nejužívanější skupinou jsou poměrové ukazatele, které se získávají jako podíl dvou položek ve velké míře získaných z účetních výkazů (Růčková, 2010).

3.3.2.1 Analýza poměrovými ukazateli

Poměrové ukazatele se staly nejoblíbenější metodou zejména proto, že díky nim může uživatel získat rychlý a na náklady nenáročný přehled o základních charakteristikách týkajících se finančního zdraví podniku (Sedláček, 2011).

Již zmíněná četnost užití poměrových ukazatelů vyplývá pravděpodobně z toho, že využívají data z účetních výkazů, tj. pro veřejnost dostupné informace. Přístup k nim má tedy i jakýkoliv externí finanční analytik. Poměrové ukazatele se člení do třech velkých skupin právě dle výkazu, na základě kterého jsou konstruovány. Jedná se o ukazatele struktury majetku a kapitálu (bázi zde tvoří rozvaha), ukazatele tvorby výsledku hospodaření (vyplývající z výkazu zisku a ztráty) a ukazatele na bázi peněžních toků, jež plynou z cash flow a analyzují jej. Častěji se však užívá dělení poměrových ukazatelů z hlediska jejich zaměření na ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti, aktivity, tržní hodnoty, ukazatele cash flow a provozní (výrobní) ukazatele (Růčková, 2010).

Sestavují se buď jako podílové, nebo vztahové ukazatele. Podílové ukazatele berou do poměru část celku s celkem (př. vlastní kapitál ke kapitálu celkovému) a vztahové ukazatele poměřují již samostatné veličiny, př. zisk k celkovým nákladům (Sedláček, 2011)

I. Ukazatele rentability (ziskovosti, výnosnosti)

Ukazatele rentability zkoumají úspěšnost podniku při naplňování cílů porovnáním zisku s dalšími veličinami. Nejčastěji užívaným ukazatelem je srovnání celkového zisku s velikostí vloženého kapitálu, který byl nezbytný pro jeho dosažení – ukazatel ROI (Hrdý & Krechovská, 2013).

$$ROI - \text{rentabilita vloženého kapitálu} = \frac{\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}} \quad (9)$$

$$ROA - \text{rentabilita celkových vložených aktiv} = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \quad (10)$$

$$ROE - \text{rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (11)$$

$$ROCE - \text{rentabilita dl. zdrojů} = \frac{EAT + \text{úroky}}{\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál}} \quad (12)$$

$$ROS - \text{rentabilita tržeb} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \quad (13)$$

V praxi se ukazatele rentability aplikují v různých modifikacích dle toho, k jakému účelu a jaký uživatel je konstruuje. V čitateli je zisk, který je dosazován v různých klasifikacích, přičemž rozhodující je zde ekonomický význam daného ukazatele a platné zvyklosti jednotlivých zemí. I při vyjadřování jmenovatele je možné aplikovat rozdílné kategorie (Grünwald & Holečková, 2009).

Kategorie zisku dle Grünwalda a Holečkové (2009) jsou:

- EAT (earning after taxes) – zisk po zdanění,
- EBT (earning before taxes) – zisk před zdaněním,
- EBIT (earning before interest and taxes) – zisk před úroky a zdaněním,
- EBDIT (earning before depreciation, interest and taxes) – zisk před odpisy, úroky a zdaněním,
- EBITDA (earning before interest, taxes, depreciation and amortization) – zisk před odpisy, úroky, zdaněním a amortizací.

II. Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity zjišťují podnikovou platební schopnost. Využívají poměr krátkodobých oběžných aktiv, která zahrnují krátkodobé pohledávky, zásoby

a krátkodobý finanční majetek, ke krátkodobým dluhům, tj. součtu krátkodobých bankovních úvěrů, krátkodobých závazků a finančních výpomocí (Hrdý & Krechovská, 2013). Zjednodušeně řečeno, ukazatele nám dokládají skutečnost, jak je podnik schopen dostát svým závazkům. Tedy poměrují, čím může podnik platit v čitateli, s tím, co podnik musí zaplatit ve jmenovateli (Sedláček, 2011). Zjišťují se tři stupně likvidity:

$$\text{Běžná likvidita (likvidita 3. stupně)} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (14)$$

$$\text{Pohotová likvidita (likvidita 2. stupně)} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (15)$$

$$\text{Okamžitá likvidita (likvidita 1. stupně)} = \frac{\text{peněžní prostředky} + \text{ekvivalenty}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (16)$$

Doporučované rozmezí hodnot dle Hrdého a Krechovské (2013) je 1,5–2,5 u běžné likvidity, 1–1,5 u pohotové likvidity a okamžitá likvidita by měla být minimálně 0,2.

Sedláček (2011) k těmto třem stupňům přidává ukazatel obrat pracovního kapitálu, který měří schopnost podniku z vlastní hospodářské činnosti vytvářet přebytky, které se budou moci použít pro financování dalších potřeb (k investiční činnosti, na podíly na zisku, k úhradám závazků).

$$\text{Obrat ČPK} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{průměrný čistý pracovní kapitál}} \quad (17)$$

III. Ukazatele zadluženosti

Hlavním úkolem ukazatelů zadluženosti je ohodnotit finanční stabilitu podniku, resp. klasifikovat vztah mezi zdroji financování a jejich přerozdělením do podnikového majetku. Pod pojmem zadluženost si lze přestavit situaci, kdy podnik k financování svých činností a aktiv využívá cizí zdroje, tj. dluhy (Hrdý & Krechovská, 2013). Zadluženost nepředstavuje pouze negativní charakteristiku podniku, neboť její nárůst by mohl přispět k celkové rentabilitě, tzn., že by mohl vést k vyšší podnikové tržní hodnotě, nicméně však v souvislosti se zvyšujícím se rizikem finanční nestability. K analýze zadluženosti patří celá řada ukazatelů jako například:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (18)$$

$$\text{Koeficient zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (19)$$

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}} \quad (20)$$

Dále je možné uvést kvótu vlastního kapitálu, ukazatel dlouhodobé a běžné zadluženosti, dlouhodobé krytí aktiv či podíl čistého pracovního kapitálu na majetku a mnoho dalších (Sedláček, 2011).

IV. Ukazatele aktivity

Užití ukazatelů likvidity je zejména při řízení aktiv podniku, jelikož klasifikují, s jakou efektivitou hospodaří podnik se svými aktivy. Určují hodnotu provázanosti jednotlivých položek kapitálu v konkrétních formách aktiv. Řadí se k nim ukazatele rychlosti obratu, jež znázorňují počet obrátek, tzn., kolikrát se za daný časový úsek v tržbách obrátí jistý druh majetku, ukazatele typu doba obratu, která určuje, za jak dlouhou dobu se realizuje jedna obrátka (Hrdý & Krechovská, 2013), a ukazatele typu vázanost kapitálu k vybraným položkám aktiv či pasiv (Sedláček, 2011). Jako příklad lze uvést:

$$\text{Vázanost celkových aktiv} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{roční tržby}} \quad (21)$$

$$\text{Obrat stálých aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{stálá aktiva}} \quad (22)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}/365} \quad (23)$$

Co se týče sjednocování postupů, tak v současné době se Evropská unie přiklání především k používání ukazatelů obratu (Vochozka, 2011).

V. Ukazatele tržní hodnoty

Ukazatele kapitálového trhu jsou předmětem zájmu současných a potenciálních podnikových investorů. Jejich cílem je dosažení návratnosti jejich investic, ať prostřednictvím dividend nebo díky růstu ceny akcií. Zajímají se proto zejména o tržní cenu akcie (též kurz akcie), která se formuje na kapitálovém trhu (Hrdý & Krechovská, 2013).

K základním ukazatelům se řadí čistý zisk na akcii, účetní hodnota akcie, dividend na akcii, výplatní poměr, aktivační poměr, určitelná míra růstu, dividendový a ziskový výnos, poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii či dividendové krytí (Sedláček, 2011).

VI. Ukazatele cash flow

Ukazatele CF se užívají v situaci, kdy cílem analýzy je poměřit a analyzovat postavení finančních toků v podnikové finanční situaci. Nezbytné proto je, aby byl předem vymezen obsah CF. Nejčastější variantou je stanovení CF pomocí rozdílu

příjmů a výdajů plynoucích z běžné hospodářské podnikové činnosti. Takto sestavené CF pak ve finanční analýze u poměrových ukazatelů nahrazuje výsledek hospodaření po zdanění. Výhodou užití CF je, že eliminuje vlivy vyplývající z účetních postupů a není tak citlivé na inflační vývoj (Sedláček, 2011).

VII. Provozní ukazatele

Provozní ukazatele jsou směřovány do nitra podniku. Jejich uplatnění se nachází zejména při interním řízení. Pro management zkoumají a sledují vývoj základních aktivit podniku. Jsou založeny na bázi tokových veličin, zejména nákladů. Díky tomu je možné jednotlivé druhy nákladů lépe řídit a hospodárněji vynakládat. Ve velké míře se užívají ukazatele mzdová produktivita, nákladovost výnosů, produktivita dlouhodobého hmotného majetku, ukazatel stupně odepsanosti a další (Sedláček, 2011).

3.4 Riziko a jeho členění

Riziko dle Kislingerové (2001) je neoddělitelnou součástí podnikání, proto v případě podnikového oceňování hraje důležitou roli. Je logické, že čím vyšší bude míra rizika, tím musí být míra výnosnosti investora také vyšší. Co je to vlastně riziko? Riziko představuje stupeň nejistoty, který je spjat s očekávaným výnosem. Nejistota pramení jak z proměnlivosti a vývoje daného prostředí, ve kterém se podnik nachází, tak ze samotného podnikového vývoje a jeho fungování. Riziko je zapříčiněno nejistotou v oblasti spolehlivosti dosažení budoucího výnosu, jež nemusí odpovídat předpokládaným výnosům. Vyjadřuje se v procentech, tj. s jakou pravděpodobností je možné dosáhnout očekávaných výnosů (např. dosažení zisku). Kislingerová (2001) dále uvádí vzorec pro výpočet velikosti očekávaného zisku:

$$\sum_{i=1}^n Z_i \times p_i, \quad (24)$$

kde Z_i je dosažený zisk s pravděpodobností p_i ,

p_i je pravděpodobnost zisku Z_i a

n je počet možných velikostí zisku.

Riziko představuje nebezpečí, že se reálně dosažené výsledky budou odchýlovat od očekávaných výsledků. Odchylky mohou být negativní (skutečné výsledky jsou horší než výsledky očekávané), či pozitivní. Nejistotu, jak daná situace dopadne, ovlivňují jak vnější (objektivní) faktory, jako politické změny, kolísání cen vstupů, pohromy živelného charakteru aj., tak vnitřní (subjektivní) faktory, mezi které se řadí

reorganizace společnosti, nespokojenost zaměstnanců či ohlasy spotřebitelů na nově zavedený výrobek. Situaci, kdy neexistuje žádná možnost, že by došlo k jakýmkoliv odchylkám skutečných výsledků od očekávaných, se nazývá absolutní jistota, při které existuje nulové riziko (Marek, 2009).

Druhů (hlavních příčin) podnikatelských rizik je celá řada. Valach (2010) uvádí následující členění:

1. podle závislosti či nezávislosti na podnikové činnosti:
 - a. objektivní riziko – nezávislé na podnikové činnosti (živelné, politické události, ekonomické změny aj.),
 - b. subjektivní riziko – závislé na činnosti podnikových manažerů (nedbalost, nedostatečné znalosti aj.),
2. podle závislosti na celkovém ekonomickém vývoji:
 - a. systematické riziko – dopad na všechny podniky, důsledek výkyvů v ekonomickém vývoji,
 - b. nesystematické riziko – jedinečné (specifické) pro jednotlivé podniky, projekty či obory,
3. podle jednotlivých podnikových činností:
 - a. provozní riziko (úrazy, havárie strojů),
 - b. inovační riziko (uvedení nových technologií či výrobků do provozu),
 - c. finanční riziko (plynoucí z užití různých typů kapitálu, či riziko platební neschopnosti),
 - d. tržní riziko (týká se kurzů, cen, či odbytu),
 - e. celkové podnikatelské riziko (úspěšnost kontra neúspěšnost celkového podnikání),
 - f. investiční riziko (plyne z rozdělení peněžních prostředků do investičního majetku),
4. podle možnosti ovlivňování:
 - a. ovlivnitelné riziko – manažer podniku jej může ovlivnit, např. riziko cenové, loupeže, výzkumné aj.,
 - b. neovlivnitelné riziko – manažer je neovlivní, např. daňové podmínky, situace na trhu, politická situace dané země (Valach, 2010).

Pro měření absolutní výše rizika se využívá:

- a) rozptyl výnosů investice, tj. vážený průměr čtvercových odchylek od očekávaných hodnot (vahami jsou pravděpodobnosti výskytu konkrétních jednotlivých variant), nebo
- b) směrodatná odchylka výnosů z investice, tj. druhá odmocnina rozptylu.

Hodnoty rozptylu (směrodatné odchylky) samy o sobě nemají vypovídací schopnost, neposkytují žádné informace. Teprve porovnání různých investic s rozdílným očekávaným výnosem a rizikem umožní zvolit takovou investici, která bude dle určitého výnosu a akceptovatelného rizika nejvýhodnější. Platí pravidlo, že čím je rozptyl vyšší, tím je riziko související s danou investicí také větší (Marek, 2009).

4. METODIKA

4.1 Cíl diplomové práce

Cílem diplomové práce je charakteristika postupů a principů a jejich aplikace při zjišťování tržní hodnoty podniku, a následně jejich uplatnění na konkrétním příkladu. Oceňovaným podnikem byla vybrána akciová společnost P L E A S a.s.

4.2 Metodika

Diplomová práce se skládá ze dvou částí. V první (teoretické) části byla analyzována a shrnuta literatura týkající se problematiky oceňování podniku. Hlavním úkolem bylo definování základních pojmů, přístupů a metod oceňování.

Druhá část práce se věnuje postupům, na základě kterých byly zpracovány jednotlivé kroky ocenění podniku. Nejprve bude nastíněna stručná charakteristika podniku, bude provedena strategická a finanční analýza, dále se práce bude zabývat finančním plánováním a na konec vlastním oceněním vybrané společnosti.

Charakteristika podniku

Oceňovaný podnik byl jako předmět této diplomové práce zvolen zejména z důvodu, že jeho účetní závěrka podléhá auditu, a zároveň z důvodu ochoty ze strany podniku poskytnout potřebné konzultace při psaní této práce. Nebylo proto obtížné získat podnikové účetní výkazy (roční účetní závěrky a výroční zprávy) a další potřebné údaje o podniku. Dalšími nezbytnými zdroji informací jsou podnikové webové stránky a velmi důležitým zdrojem informací jsou právě konzultace s odborníky z analyzované společnosti.

Strategická analýza

Funkce strategické analýzy spočívá v odhalení celkového výnosového potenciálu podniku. Pro poznání prostředí je na začátek kapitoly zařazena PESTE analýza, která člení prostředí do pěti skupin: prostředí politické, ekonomické, sociální, technologické a ekologické. Kapitola je rozdělena na dvě části – analýzu vnitřního a vnějšího potenciálu. V rámci analýzy vnějšího potenciálu je hodnoceno odvětví a makrookolí, ve kterém podnik vykonává svou činnost. Je vymezen relevantní trh, zhodnocena jeho atraktivita a predikován tržní vývoj. Analýza vnitřního prostředí upírá

pozornost k poznání konkurence podniku a zhodnocení jeho konkurenční síly. Na závěr kapitoly je uvedena SWOT analýza.

Finanční analýza

Hlavním cílem finanční analýzy je zhodnotit celkovou finanční situaci a zdraví podniku. Na úvod je zpracována vertikální a horizontální analýza základních prvků rozvahy (aktiv a pasiv) a výkazu zisku a ztráty. Následně je zpracována podrobnější analýza finančního zdraví pomocí poměrových ukazatelů:

rentability:

$$- ROA - \text{rentabilita celkových vložených A} = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \quad (25)$$

$$- ROA \text{ zdaněná} = \frac{EAT + \text{úroky} * (1 - \text{daň.sazba})}{\text{celková aktiva}} \quad (26)$$

$$- ROE - \text{rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (27)$$

$$- ROCE - \text{rentabilita dl. zdrojů} = \frac{EAT + \text{úroky}}{\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál}} \quad (28)$$

$$- ROS - \text{rentabilita tržeb} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \quad (29)$$

aktivity:

$$- \text{Rychlost obratu aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{aktiva}} \quad (30)$$

$$- \text{Vázanost zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{roční tržby}} \quad (31)$$

$$- \text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}/365} \quad (32)$$

$$- \text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}/365} \quad (33)$$

$$- \text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}/365} \quad (34)$$

likvidity:

$$- \text{Běžná likvidita (likvidita 3. stupně)} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (35)$$

$$- \text{Pohotová likvidita (likvidita 2. stupně)} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (36)$$

$$- \text{Okamžitá likvidita (likvidita 1. stupně)} = \frac{\text{peněžní prostředky} + \text{ekvivalenty}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (37)$$

zadluženosti:

$$- \text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (38)$$

$$- \text{Krátkodobá zadluženost} = \frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (39)$$

$$- \text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (40)$$

$$- \text{Koefficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (41)$$

$$- \text{Finanční páka} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (42)$$

$$- \text{Koefficient zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (43)$$

$$- \text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}} \quad (44)$$

Pro vyhodnocení výsledků jednotlivých ukazatelů jsou využity doporučené hodnoty z odborné literatury, popřípadě jsou ukazatele srovnány v rámci hodnot běžných v daném odvětví – data čerpána zejména z Českého statistického úřadu (dále ČSÚ) a Ministerstva průmyslu a obchodu.

Finanční plán

Tato kapitola se zabývá determinanty, tzv. hlavními generátory hodnoty. V této části je provedena jejich analýza za období let 2011–2014, na základě které je sestaven finanční plán pro roky 2015–2018 včetně pokračující fáze. Nezbytná je analýza a prognóza generátorů hodnot. Východiskem je vývoj tržeb ve sledovaném období a jejich predikce do budoucna, dále analýza investic do dlouhodobého majetku, provozní ziskové marže a pracovního kapitálu. Analýza těchto determinantů a jejich predikce se staly podkladem pro sestavení plánované rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow. Celý postup je komentován přímo v kapitole 8. Finanční plán.

Ocenění podniku

Tato kapitola se věnuje přímo ocenění podniku vybranou metodou a určuje datum, ke kterému je ocenění provedeno. Samotné určení tržní hodnoty podniku je realizováno prostřednictvím metody diskontovaného cash flow – DCF k 31. 12. 2014 vzhledem k posouzení vhodnosti jednotlivých metod ocenění a dostupnosti relevantních podkladů

V prvním kroku je nutné upravit výkazy – rozvahu a výkaz zisku a ztráty o provozně zbytný majetek. Upravování rozvahy je nezbytné pro určení čistých operativních aktiv (NOA). Úpravy výkazu zisku a ztráty umožní vymezení čistého provozního zisku po zdanění (NOPAT). Úpravy byly provedeny v těchto položkách:

- propagace, pohoštění a občerstvení, provize z prodeje DM, služby za minulé období daňově neuznatelné, smluvní pokuty a penále, ostatní pokuty a penále, odpis pohledávek, náhrady škod, poplatky, emisní

- povolenky, ostatní provozní náklady, nerealizované investice → snížení nákladů → snížení závazků → zvýšení zisku,
- zůstatková cena budov a staveb → snížení nákladů → zvýšení staveb → zvýšení zisku,
 - zůstatková cena prodaných pozemků → snížení nákladů → zvýšení pozemků → zvýšení zisku,
 - zůstatková cena dlouhodobého hmotného majetku → snížení nákladů → zvýšení DHM → zvýšení zisku,
 - inventurní manka a ostatní škody → snížení nákladů → zvýšení zásob → zvýšení zisku,
 - opravné položky → snížení nákladů → zvýšení oběžného majetku → zvýšení zisku,
 - inventurní přebytky → snížení výnosů → snížení oběžného majetku → snížení zisku,
 - tržby z prodaných budov, pozemků a DHM, smluvní pokuty, ostatní provozní výnosy, přebytky materiálu, náhrady ostatních škod → snížení výnosů → snížení pohledávek → snížení zisku,
 - rezervy na opravy, mzdové rezervy, rezervy na pohledávky, rezervy na poradenské, právní, auditorské a daňové služby → snížení nákladů → snížení rezerv → zvýšení zisku,
 - dary, úroky → snížení nákladů → zvýšení peněžních prostředků → zvýšení zisku,
 - úroky → snížení výnosů → snížení peněžních prostředků → snížení zisku,
 - kurzové zisky, haléřové rozdíly, ostatní finanční výnosy → snížení výnosů → snížení peněz na bankovních účtech → snížení zisku
 - kurzové ztráty, haléřové rozdíly, poplatky, ostatní finanční majetek → snížení nákladů → zvýšení peněz na bankovních účtech → zvýšení zisku
 - rozdíly z přecenění → snížení nákladů a výnosů → zvýšení cenných papírů → zvýšení zisku, v druhém kroku snížení cenných papírů → snížení vlastního kapitálu
 - nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a poskytnuté zálohy na DHM podíly v ovládaných a řízených jednotkách, poskytnuté zálohy na zásoby

- jejich snížení → snížení vlastního kapitálu (v položce neuhrazená ztráta minulých let),
- oběžný majetek → snížení na likviditu 2 → snížení vlastního kapitálu,
- tržby z prodeje DM, výnosy z přecenění CP a derivátů, ostatní finanční výnosy → jejich snížení → snížení zisku → snížení peněz na bankovních účtech,
- zůstatková cena prodaného DM, náklady z přecenění CP a derivátů, změna stavu rezervy a opravných položek, ostatní finanční náklady → jejich snížení → zvýšení zisku → zvýšení peněz na bankovních účtech.

Provozní výsledek hospodaření za období 2011–2014 byl upraven o náklady a výnosy plynoucí z prodeje DM a materiálu, o odpisy a změny stavu opravných položek a rezerv.

Ocenění metodou DCF equity

Výpočet dle metody DCF equity se provede diskontováním volných peněžních toků pomocí diskontní míry, kterou v tomto případě tvoří náklady WACC, jež je možné určit dle vzorce:

$$WACC = r_d \times (1 - d) \times \frac{D}{V} + r_e \times \frac{E}{V}, \quad (45)$$

kde WACC je váženým průměrem nákladů na kapitál,

r_d je alternativním nákladem na cizí úplatný kapitál,

d je sazbou daně z příjmů,

D je hodnotou úplatného cizího kapitálu podniku,

V je hodnotou úplatného kapitálu podniku,

r_e je alternativním nákladem na vlastní kapitál a

E je hodnota vlastního kapitálu, přičemž platí, že $V = D + E$.

Náklady na cizí kapitál jsou tvořeny úroky z úvěru, proto se jejich velikost odvozuje na základě průměrných úrokových sazeb poskytovaných danému podniku.

Sazba daně z příjmů měla konstantní vývoj ve výši 19 % – neočekává se její změna do budoucna.

Hodnota vlastního kapitálu E je tvořena vlastním kapitálem v jednotlivých obdobích. Cizí kapitál tvoří cizí zdroje jak krátkodobé, tak i dlouhodobé. Celkový kapitál je dán součtem vlastního a cizího.

Jelikož je analyzovaný podnik nezadlužený a pro další vývoj se uvažuje též nulová zadluženost, bude hodnota WACC tvořena pouze náklady na vlastní kapitál.

Náklady na vlastní kapitál je třeba vypočítat na základě modelu CAPM, jehož podoba je následující:

$$CAPM = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (46)$$

kde r_f je bezriziková úroková míra na trhu,
 β je rizikovou přírůžkou,
 $(r_m - r_f)$ je požadovanou prémie za riziko na trhu.

Bezriziková úroková míra je stanovena na základě vývoje výnosnosti státních dluhopisů obchodovaných na sekundárních trzích dle ČNB.

BETA je určena na základě dat vztahujících se k oděvnímu průmyslu na evropských trzích publikovaných prof. Damodaranem. Výpočet je proveden následovně:

$$\beta_{VK} = \left[1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK} \right] \times \beta_{CK} \quad (47)$$

kde β_{VK} je beta vlastního kapitálu,
 t je sazba daně z příjmů,
 $\frac{CK}{VK}$ podíl cizího a vlastního kapitálu v tržní hodnotě,
 β_{CK} beta podniku při určitém podílu cizího kapitálu.

Prémie za riziko v sobě nese riziko trhu, na kterém se podnik nachází. V případě analyzovaného podniku se jedná o Českou republiku. Prémie je určena na základě ratingu ČR. Základní prémie činí 5,5 % + se přičítá dodatečná prémie za nižší rating (data z webových stránek prof. Damodarana).

Metoda diskontovaných peněžních toků je použita v modifikaci DCF equity – hodnota pro vlastníky. Je tedy třeba využít peněžní tok určený pro vlastníky - FCFE. Výpočet bude proveden na základě FCFF (peněžní tok pro vlastníky a věřitele), jehož hodnota se rovná hodnotě FCFE v případě nezadluženého podniku. Výpočet FCFF je proveden dle následujícího schématu (nepřímá metoda výpočtu cash flow):

Provozní výsledek hospodaření
+ finanční výsledek hospodaření

$$\begin{aligned}
& + \text{nákladové úroky} \\
& = \text{EBIT} \\
& - \text{Daně } (EBIT \times t) \\
& = \text{NOPAT} \\
& + \text{Odpisy} \\
& = \text{Cash flow z provozních operací} \\
& - \text{investice do provozně nutného pracovního kapitálu} \\
& - \text{investice do provozně nutného DM (trvalé kapitálové výdaje)} \\
& = \text{FCFF (Free cash flow to the firm) = FCFE (pro nezadlužený podnik)} \quad (48)
\end{aligned}$$

Další nezbytnou položkou jsou investice do pořízení provozně nutného DM – jsou dány rozdílem dlouhodobého majetku k 31. 12. roku (n-1) a dlouhodobého majetku roku (n) + odpisy roku (n).

Jakmile dojde ke stanovení FCFE, bude vypočtena hodnota podniku v první fázi (2015–2020) pomocí vzorce:

$$\text{Hodnota podniku v první fázi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+WACC)^t} \quad (49)$$

kde $FCFE_t$ je volný peněžní tok pro věřitele v čase t ,
 $WACC$ jsou vážené náklady kapitálu,
 n je počet období.

Hodnota podniku v pokračující fázi se stanoví na základě Gordonova vzorce. Pro jeho výpočet je potřeba zjistit hodnotu očekávaného FCFE pro rok 2019 až do nekonečna. Odhad bude proveden na předpokladu konstantního a stabilního růstu v budoucnosti.

$$FCFE_{2019} = FCFE_{2019} \times (1 + g) \quad (50)$$

Tempo růstu g bude odvozeno na základě odhadu meziročního růstu HDP ve výši 3 %.

Pokračující hodnota analyzovaného podniku se stanoví dle:

$$PH = \frac{FCFE_{n+1}}{WACC-g} \times (1 + WACC)^{-n} \quad (51)$$

Výslednou hodnotu bude tvořit součet hodnoty podniku v první fázi a jeho pokračující hodnoty. Takto zjištěná hodnota ještě musí být snížena o cizí kapitál úročný a zvýšena o neoperativní aktiva ke dni ocenění.

Na konci práce je uvedeno shrnutí nejdůležitějších poznatků a výsledků týkajících se konečného ocenění analyzovaného podniku.

5. ANALÝZA PODNIKU A SBĚR VSTUPNÍCH DAT

5.1 Základní charakteristika podniku

Název podniku:	P L E A S a.s.
IČO:	609 16 265
Datum zápisu do OR:	1. října 1994
Sídlo:	Havířská 144, 581 27 Havlíčkův Brod
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	425 641 ks akcií na majitele, v nominální hodnotě 1 000 Kč
Předmět podnikání:	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona Barvení a chemická úprava textilií
Zařazení	CZ-NACE 13 výroba textilií

Historie podniku

Vznik podniku sahá až do roku 1873, kdy v tehdejším Německém Brodě Josef Mahler založil firmu „Umělé barvířství a výroba všech druhů bavlny a vlny ku pletení a tkaní“. O čtrnáct let později došlo ke sloučení s pletářskou firmou „Továrna na zboží stávkové“. Výrobní sortiment zahrnoval nejrůznější výrobky od punčochového zboží a ponožek přes rukavice až po bavlněné výrobky a výrobky z umělého hedvábí.

Další vývoj v datech:

- 1939 – Pleas a.s., továrna na pletené zboží a pletací stroje
- 1940 – značka „Pleas“ zaregistrovaná jako ochranná známka
- 1945–1948 – znárodnění podniku
- 1949 – Pletářské závody Karla Havlíčka Borovského, národní podnik
- 1967 – Pleas, pletářské závody, národní podnik – jeden z největších textilních koncernů v ČSSR.

Vývoj podniku byl završen v roce 1994, kdy byl státní podnik přeměněn na akciovou společnost. O rok později se stává členem holdingu Schiesser. Schiesser Group AG provedl významné investice do obnovy budov a strojního vybavení. Díky tomu se P L E A S stal klíčovým výrobním podnikem ve skupině a na přelomu let 1999

a 2000 došlo k přechodu ze mzdové práce na plnou práci, tj. od výroby režného úpletu až po konečné zabalení hotového konfekčního výrobku a jeho distribuci.

Významným rokem pro podnik byl rok 2012. Společnost Schiesser AG Německo vlastní 100 % akcií P L E A S a.s. a zároveň jejím jediným akcionářem se stává izraelsko-americká společnost Delta Galil.

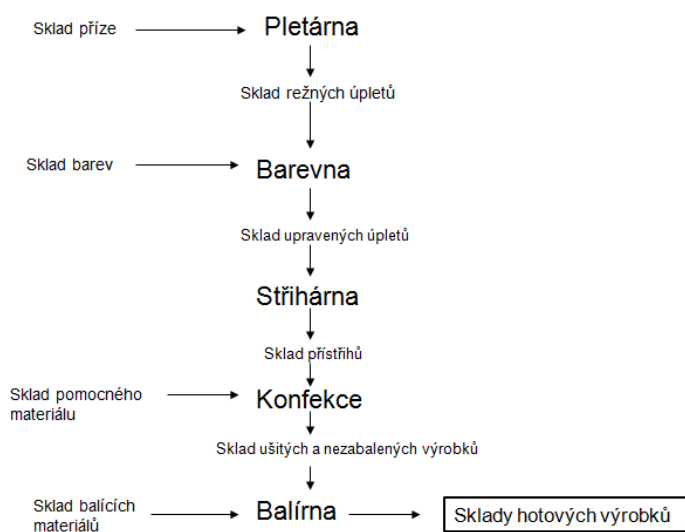
V roce 2014 na společnost P L E A S a.s. přešlo jako na nástupnickou společnost jmění zanikající společnosti Schiesser Body Fashion Center s.r.o.

V tomtéž roce P L E A S a.s. oslavil 20 let od svého založení. V rámci upomínky dlouholeté historie vydala společnost spolu s historikem Zeno Čižmářem knihu o minulosti podniku „Upletená historie“.

Hlavní činností podniku je výroba dámských, pánských i dětských výrobků v oblasti denního a nočního prádla. Ve vlastních provozech zajišťuje společnost veškeré výrobní činnosti na úrovni pletárny, barevny a konfekce. Ta se dále člení na stříhárnu, vlastní konfekční zpracování a balírnu výrobků. Díky dlouholeté tradici a poctivé výrobě denního a nočního prádla podnik obdržel několik ocenění. Např. je držitelem certifikátu a práva používat regionální značku „Vysočina – regionální produkt“, dále veškeré výrobky jsou certifikované ekologickým standardem uvedeným v systému „**Oeko-Tex® Standard 100**“. Rok 2014 přinesl pro P L E A S a.s. ocenění ČEKI stability Award „AAA“ EXCELENTNÍ (nezávislé ocenění finanční a nefinanční bonity firmy).

Jedním z hlavních cílů podniku a zároveň současných trendů u materiálů pro oděvní výrobu je jemnost a lehkost materiálu a zachování funkčnosti. Následující obrázek nastiňuje výrobní postup.

Obrázek 2: Schéma výrobního postupu společnosti P L E A S a.s.



Zdroj: Vlastní zpracování z podnikových zdrojů

Organizační struktura

PLEAS Servis:

- Odbor ekonomiky a personalistiky
- Odbor služeb
- Odbor přípravy výroby

PLEAS Stoff:

- Odbor pletárny
- Odbor barevny
- Odbor kvality
- Odbor prodeje

PLEAS Logistika:

- Odbor logistiky STOFF
- Odbor logistiky CMT
- Odbor nákupu

5.2 Vstupní data a volba metody

Základním zdrojem informací pro stanovení ocenění podniku jsou data převzatá z auditovaných účetních závěrek společnosti P L E A S a.s. za sledované období

2010-2014. Nezbytným zdrojem jsou také podnikové výroční zprávy za stejné období. Oba tyto zdroje byly získány z portálu www.justice.cz.

Dalšími zdroji dat jsou webové stránky společnosti (www.pleas.cz), stránky České národní banky, Českého statistického úřadu, Ministerstva průmyslu a obchodu, stránky prof. A. Damodarana atd.

Předmětem ocenění je společnost P L E A S a.s. jako celek. Ocenění podniku bude provedeno pomocí metody diskontovaného cash flow, resp. její modifikací DCF equity, neboť se řadí mezi nejčastější a nejoblíbenější výnosové metody, a vzhledem k dostupnosti informací se jeví jako nejpříjemnější metoda. Varianta equity (hodnota pro vlastníky) byla zvolena na místo varianty entity na základě předpokládané nulové zadluženosti podniku s odvoláním na historický vývoj dané korporace a plánované situace v roce 2015 na základě konzultace v podniku.

Majetkové metody oceňování nebyly zvoleny z důvodu, že jejich výsledná hodnota ocenění představuje to nejnižší možné ocenění. Vzhledem ke struktuře majetku podniku zde není žádný adekvátní předpoklad situace, při níž by byl majetek rozprodán po jednotlivých částech za vyšší hodnotu, než-li hodnotu účetní. Toto vyplývá ze skutečnosti, že movité věci se na trhu obchodují ve většině případů ještě za nižší ceny, než je jejich účetní hodnota. U nemovitého majetku vzhledem k lokalitám, kde se nemovitosti nacházejí (Havlíčkův Brod a Polná) je možné odvodit vzhledem k situaci na realitním trhu s obdobnými nemovitostmi, že předmětné nemovitosti by nebyly prodány za výrazně vyšší tržní hodnotu, než-li je účetní hodnota těchto nemovitostí.

Srovnávací metody nebyly použity z důvodu, že nebyl nalezen podnik s obdobným předmětem podnikání a podobné velikosti, který by byl nabízen k prodeji, či by samotný prodej byl realizován v posledních letech, a na základě kterého by mohlo dojít k porovnání s analyzovaným podnikem.

6. STRATEGICKÁ ANALÝZA

6.1 Analýza vnějšího potenciálu

Tato analýza v podstatě představuje analýzu vnějšího prostředí. Makroekonomický pohled umožní určit vlivy a jejich působení na podnik, který se v daném prostředí nachází. K analýze byla použita metoda PESTE – zkoumání politických, ekonomických, sociálních, technologických a ekologických vlivů.

Prostředí politické

V současnosti politiky i veřejností velmi diskutovaným tématem je zavedené kontrolní hlášení od 1. 1. 2016, otázky týkající se elektronické evidence tržeb, debaty týkající se počtu sazeb DPH a jejich výše (pro rok 2016 platí základní sazba 21 % a dvě sazby snížené, 15 % a 10 %) nebo dopady migrační krize na celé národní hospodářství.

Nezbytné pro podniky je sledování neustále se měnící aktuální legislativy – od 1. 1. 2014 nový zákon č. 89/2002 Sb., občanský zákoník, zrušení zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, jež byl nahrazen zákonem č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, nové znění zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, pro podniky realizující zahraniční obchod jsou potřebné právní normy regulace zahraničního obchodu, jak smlouvy o zamezení dvojího zdanění, tak mezinárodní smlouvy, zákon č. 13/1993 Sb., celní zákon a další.

Jedním z častých témat na politické scéně, které by mohlo mít dopad na podniky v textilním odvětví, je otázka, zda Česká republika vstoupí do eurozóny a přijme EURO, či nikoliv. Pokud by došlo k přijetí EURA, pak by mnohým podnikům odpadly problémy spojené s držbou deviz, kurzovými rozdíly či přeceňováním aktiv. Např. analyzovaný podnik P L E A S a.s. by s přijetím EURA eliminoval kurzové riziko, které plyne z exportu téměř majoritní části výrobků do Německa.

Prostředí ekonomické

Hlavní dopad na bonitu podniku má stav ekonomiky, ve které působí. Pro analýzu je zásadní zabývat se vývojem HDP, úrokových sazeb, devizových kurzů, inflace, nezaměstnanosti a fiskální politikou daného státu (daňovým zatížením).

Vývoj HDP během uplynulých osmi let znázorňuje následující tabulka č. 1. V roce 2009 je vidět dopad finanční krize na celé světové hospodářství, česká

ekonomika upadla do recese a výrazně zpomalila. V následujícím roce HDP opět vzrostlo, česká ekonomika se z krize začala vzpamatovávat a HDP se začalo vyvíjet zvolna rostoucím trendem. Na přelomu let 2013–2014 je pak vidět výrazné zrychlení ekonomiky.

Jelikož analyzovaný podnik realizuje rozsáhlé devizové obchody s Německem, zobrazuje následující tabulka i vývoj HDP v této zemi. Globální ekonomická a finanční krize zasáhla německou ekonomiku velmi silně. Díky německé vysokokonkurenční ekonomice se však zemi podařilo recesi poměrně rychle překonat a nastartovat výrazný růst (na přelomu let 2010–2011 téměř o 10 %).

Tabulka 1: Vývoj HDP v b. c. (mil. Kč) v ČR a Německu (bil. USD) v letech 2007–2014

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ČR	3 831 819	4 015 346	3 921 827	3 953 651	4 022 511	4 041 610	4 077 109	4 260 886
Německo	3 439,95	3 752,37	3 418,01	3 417,3	3 757,36	3 539,63	3 745,32	3 868,29

Zdroj: Vlastní zpracování z ČSÚ, www.tradingeconomics.com

Při analýze fiskální politiky je třeba věnovat pozornost daňovému zatížení, které může mít jak pozitivní, tak negativní dopad na podnikovou hospodářskou sféru. Od roku 2010 se příjmy právnických osob v České republice zdaňují 19 %. Zdanění příjmů fyzických osob je konstantní ve výši 15 % již od roku 2008.

Vývoj výnosnosti dluhových cenných papírů je pro strategickou analýzu nezbytný, neboť má okamžitý dopad na hodnotu společností. Pro ocenění podniků je nutné počítat s bezrizikovou mírou výnosnosti, přičemž dle odborné literatury je pro vstupní hodnoty vhodné použít výnosnost desetiletých státních dluhopisů. Tabulka 2 zobrazuje vývoj výnosnosti koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností deset let, která je uváděna vždy za dvanáctý měsíc daného roku.

Tabulka 2: Vývoj výnosnosti desetiletých státních dluhopisů v letech 2010–2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Úrokové sazby desetiletých státních dluhopisů	3,93 %	3,49 %	1,83 %	2,54 %	0,54 %	0,53 %

Zdroj: Vlastní zpracování z www.cnb.cz (ČNB, 2016)

Míra registrované nezaměstnanosti se za sledované období pohybovala v průměru kolem 7 %. V roce 2015 dokonce klesla k 6 %. Pro první měsíce roku 2016

se odhaduje její nárůst k 6,4 %. Počet nezaměstnaných ke konci roku činil 483 118 a volných míst bylo ke konci roku evidováno přibližně 107 000.

Tabulka 3: Obecná míra nezaměstnanosti v ČR v letech 2010–2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obecná míra nezaměstnanosti	7,1 %	7,2 %	7,1 %	7,4 %	6,1 %	6,0 %

Zdroj: Vlastní zpracování z ČSÚ

Vývoj inflace má dopad jednak do podnikových vstupů a jednak do podnikových výstupů. Důležité je, jakým způsobem dokážou podniky reagovat a v jaké míře se inflace projeví. Průměrný roční index zobrazuje tabulka 4.

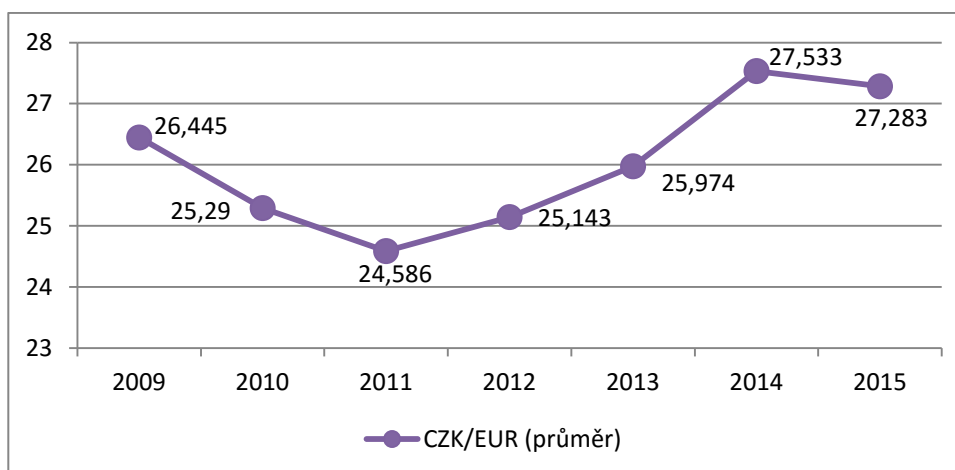
Tabulka 4: Míra inflace ČR v letech 2009–2015 (v %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Míra inflace	1,0 %	1,5 %	1,9 %	3,3 %	1,4 %	0,4 %	0,3 %

Zdroj: Vlastní zpracování z ČSÚ

Sledování devizových kurzů je důležité zejména pro podniky realizující devizové obchody (vyrovnání se s kurzovými rozdíly a riziky plynoucími ze změny kurzu). Pro analyzovaný podnik je rozhodující zejména vývoj kurzu CZK/EURO, neboť realizuje řadu transakcí zejména s Německem. Vývoj kurzu zobrazuje následující graf.

Graf 1: Vývoj kurzu CZK/EURO v letech 2009–2015



Zdroj: Vlastní zpracování z ČSÚ a www.kurzy.cz

Prostředí sociální

Tato část analýzy vnějšího prostředí prověřuje, jak si je podnik vědom nutnosti investovat do lidského kapitálu a potřeby kvalifikovaných odborníků. Společnost

P L E A S a.s. tuto oblast nepodceňuje. Podporuje zaměstnance při zvyšování jejich kvalifikace a odbornosti. Vzdělávací kurzy člení na periodické, jazykové a odborné, a dále dle toho, pro jaký okruh zaměstnanců jsou kurzy určeny. Jako příklad lze uvést manažerská školení (komunikace, řešení konfliktů aj.), ekonomická školení pro „neekonomy“, kurzy zaměřené na aktuální právní legislativu (daně, zdravotní a sociální pojištění...), semináře technologie pletení, zbožíznalství, managementu kvality a další. Samozřejmostí jsou školení BOZP, pravidelná školení řízení vozíků, zaškolování na novou techniku apod.

Analýza vývoje úrovně vzdělání občanů sestavená Českým statistickým úřadem v prosinci 2014 dokazuje, že úroveň vzdělanosti obyvatel žijících v České republice se nadále zvyšuje. Analyzovaným obdobím byly roky 1950–2014, kdy se počet osob s pouhým základním vzděláním několikanásobně snížil, a naproti tomu zastoupení ostatních vyšších vzdělávacích stupňů rostlo. Ubyl počet lidí se středním vzděláním bez maturity a naopak vzrostl počet absolventů úplného středního vzdělání a zvláště osob s vysokoškolským titulem. (ČSÚ, 2015)

Prostředí technologické

Pro podniky jsou moderní technologie velmi významným a strategickým prvkem, neboť díky němu mohou ovlivňovat ekonomickou situaci a konkurenceschopnost podniku. Pro podniky je nezbytné sledovat a provádět nepřetržité modernizace a inovace strojů, technologií a produktů, zdokonalovat výrobní postupy a procesy, zvyšovat produktivitu práce a tím snižovat výrobní náklady.

Technologické prostředí se ve společnosti P L E A S a.s. podle druhu vyráběné suroviny dělí na výrobu přízí, výrobu úpletů, výrobu tkanin, barvení úpletů, zušlechťování a stříhání úpletů, konfekci, přípravu stříhů. V roce 2014 podnik investoval do technologií přes 40 000 tis. Kč – část prostředků byla použita na výrobní zařízení pro pletárnu, stříhárnu a barevnu, další část na technické zhodnocení (stavební úpravy), část na obnovu energetické soustavy pro využití odpadního tepla a zbylá část na výpočetní techniku a podpůrné logistické činnosti.

Prostředí ekologické

Dodržování ekologických norem a ochranu životního prostředí má na starosti stát. Státní politika životního prostředí ČR si klade za cíl zajistit zdravé a kvalitní

prostředí, minimalizovat negativní dopady činností lidí a podnikatelských subjektů na životní prostředí, výrazně ovlivnit efektivní využívání a spotřebu veškerých zdrojů. A tím vším přispět k pozdvižení kvality života nejen v ČR, ale v celé Evropě i na celém světě. Velmi nutné je prosazovat principy udržitelného rozvoje, které zahrnují zejména dodržování striktních ekologických předpisů a legislativy.

Společnost P L E A S a.s. se zaměřuje na dodržování zákonných norem pro ochranu ovzduší, zákonů o odpadech, obalech, vodách a zákona na ochranu přírody. V roce 2014 výrazným způsobem ušetřila přidělený počet emisních povolenek díky zakoupení nového nízkoemisního kotle (úspora povolenek, zemního plynu a snížení škodlivých látek Nox a CO). Důsledným dodržováním technologických postupů při výrobě a pravidelnou údržbou či opravami technologie zajišťuje dodržení emisních limitů do vypouštěných odpadních vod (dle dohody s odběrateli těchto odpadních vod).

6.1.1 Relevantní trh

Relevantní trh by měl být vymezen tak, aby zprostředkoval základní informace a data o tomto trhu, a díky tomu bylo možné zhodnotit jeho atraktivitu. Oceňovaný podnik P L E A S a.s. se řadí do textilního odvětví, konkrétně CZ-NACE 13 – Výroba textilií. Výrobu textilií je možné dle druhu zpracovávané suroviny rozčlenit na výrobu hedvábnickou, bavlnářskou, vlnářskou. Většina textilních podniků realizuje technologicky víceetapovou výrobu. Textilní a současně i oděvní průmysl se v podmínkách české ekonomiky řadí k velmi citlivým oddílům, neboť na celosvětovém trhu stojí proti velké konkurenci, kterou tvoří zejména třetí země.

Informace k analýze odvětví a určení relevantního trhu byly čerpány z odvětvově strukturované analýzy publikované každoročně Ministerstvem průmyslu a obchodu pod názvem Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2014.

Výroba textilií se dle CZ- NACE řadí do oddílu 13 s následujícím členěním:

- 13.1 Úprava a spřádání textilních vláken a příze,
- 13.2 Tkaní textilií,
- 13.3 Konečná úprava textilií,
- 13.9 Výroba ostatních textilií.

Společnost P L E A S a.s. nelze jednoznačně zařadit, svojí výrobní činností spadá do skupin 13.2, 13.3 a 13.9.

Hlavní podíl na ekonomických výsledcích v oddílu CZ-NACE 13 mají výrobní subjekty se zahraniční účastí. Počet těchto subjektů sice není nijak velký, přibližně 2,5 % celkového počtu výrobních jednotek, přesto jejich tržby tvoří 43,1 % a počet zaměstnanců také 43,1 %.

Tabulka č. 5 zobrazuje cenový vývoj průmyslové produkce v textilním odvětví. Je zřejmé, že vývoj cen víceméně stagnuje. Pouze v roce 2012 došlo k částečnému snížení indexu cen (pokles cen přírodních vláken) a naproti tomu v roce 2014 ke zvýšení indexu cen.

Tabulka 5: Vývoj cen CZ-NACE 13 Výroba textilií v letech 2010–2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Meziroční index - Výroba textilií	103,2 %	103,2 %	98,4 %	100,7 %	104,4 %	102,9 %

Zdroj: ČSÚ

Následující tabulka 6 zobrazuje přehled počtu podniků v rámci jednotlivých skupin CZ-NACE 13. Rostoucí trend počtu podnikatelských jednotek v oddílu 13 za posledních pět let s mírným poklesem v šestém roce sledovaného období je způsoben zejména zvyšujícím se počtem mikropodniků a podniků s maximálně 20 zaměstnanci. Největší počet subjektů obsahuje skupina 13.9, do které se řadí i konkurenceschopná a perspektivní výroba technických textilií včetně netkaných.

Tabulka 6: Vývoj počtu podniků ve skupině CZ-NACE 13 v letech 2010–2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
13.1 Úprava a spřádání textilních vláken a příže	61	55	55	48	90	86
13.2 Tkaní textilií	71	73	64	63	106	98
13.3 Konečná úprava textilií	53	51	56	58	151	148
13.9 Výroba ostatních textilií	2416	2643	2976	3078	3349	3229
Celkem CZ-NACE 13	2601	2822	3151	3247	3696	3561

Zdroj: MPO – Panorama zpracovatelského průmyslu

Tabulka č. 7 ukazuje téměř neměnný až mírně klesající vývoj počtu zaměstnanců pracujících v průmyslu CZ-NACE 13. Klesající zaměstnanost byla způsobena požadavkem na zvyšování konkurenceschopnosti výroby spojené s růstem produktivity práce. V letech 2014 a 2015 se však tento trend otočil, produktivita práce se zvyšuje a stejně tak roste počet zaměstnanců (spojeno s růstem počtu nových podniků).

Společnost P L E A S a.s. zaměstnává v průměru za sledované období asi 750 zaměstnanců, což jsou přibližně 3 % z celkového počtu zaměstnaných v textilním odvětví.

Tabulka 7: Vývoj počtu zaměstnanců ve skupině CZ-NACE 13 v letech 2010–2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výroba textilií	24 311	24 303	23 941	23 602	23 751	24 162

Zdroj: ČSÚ

Průměrná mzda v odvětví vykazovala pravidelný růst, který postupem času zpomaloval. V porovnání s hrubou mzdou zpracovatelského průmyslu dosahuje úrovně asi 79 %. Přestože průměrná mzda v průměru roste, vykazuje výroba textilií jedny z nejnižších mezd z celého zpracovatelského průmyslu.

Tabulka 8: Průměrná roční hrubá mzda v odvětví CZ-NACE 13 v letech 2010–2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Hrubá mzda – roční průměr Kč	17 777	18 320	18 845	19 475	20 227	20 334

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Následující tabulka 9 zobrazuje tržby z průmyslové produkce (meziroční srovnání) ve skupině CZ-NACE 13. V roce 2013, resp. 2014 došlo k nárůstu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, hlavní podíl v tom sehrálo zvýšení tržeb ve skupině CZ-NACE 13.9 v důsledku oživení domácí a zahraniční poptávky. Největší podíl na růstu tržeb skupiny mají za sledované období a i nadále technické textilie (přesný podíl však nebylo možné blíže specifikovat). Podíl skupiny 13.9 na celkových tržbách oddílu dosáhl v roce 2014 64,2 %.

Tabulka 9: Meziroční index vývoje tržeb skupiny CZ-NACE 13 v letech 2010–2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výroba textilií	2,9 %	10,24 %	-1,12 %	0,78 %	4,57 %	5,5 %

Zdroj: ČSÚ, Vlastní zpracování

Významný je podíl skupiny na zahraničním obchodu. Např. v roce 2013 stoupl export ve skupině CZ-NACE 13 až o 29,8 % – jedná se o vývoz textilních výrobků s vyšší přidanou hodnotou (technické textilie a náročnější výroby určené i pro konfekční zpracování). K tomuto výsledku jistě přispěla i provedená intervence České národní banky.

Saldo zahraničního obchodu s textilními produkty je po celé sledované období aktivní a tento trend by měl pokračovat. V zahraničním obchodu s textilem zaujímají největší podíl země EU-27. Největším a zároveň nejstabilnějším obchodním partnerem s textilními výrobky je Německo. Export: Německo, Itálie, Polsko, Slovensko. Import: Německo, Itálie, Čína.

Na základě trendů jednotlivých ukazatelů a celkového vývoje textilního odvětví lze konstatovat, že přes veškeré negativní vlivy plynoucí zejména z rostoucí konkurence ze strany asijských států má výroba textilií svoje tradiční a nezastupitelné místo v celém zpracovatelském průmyslu. Textilní stejně jako oděvní výrobky se nacházejí ve všech oblastech života. Přesto právě podniky řazené do těchto dvou skupin připadají k subjektům, jejichž existence bývá recesí (nepříznivou hospodářskou situací) ohrožena nejvíce.

6.1.2 Analýza atraktivity trhu

Jestliže je určen relevantní trh, pak další postup musí směřovat k podrobnějšímu kvalitativnímu hodnocení. Jednou variantou je zhodnocení atraktivity trhu. Níže uvedená tabulka 10 ji hodnotí dle jednotlivých kritérií z hlediska jejich pozitivního či negativního působení na atraktivitu trhu. K faktorům, které snižují atraktivitu trhu, se řadí především intenzita konkurence, existence bariér vstupu do odvětví a možnosti substituce. Bodové hodnocení bylo provedeno na základě konzultací s odborníkem z analyzovaného podniku P L E A S a.s.

Dle vybraných kritérií a jejich ohodnocení dle pozitivního či negativního hlediska jejich působení na atraktivitu trhu bylo zjištěno, že trh textilního odvětví se řadí k průměrně atraktivním.

K rizikům spojeným s trhem se řadí velká konkurence a možnosti substituce (oba faktory souvisejí s rostoucí konkurenceschopností asijských zemí). K příležitostem trhu se patří malé bariéry vstupu na trh, struktura zákazníků či rentabilita odvětví.

Tabulka 10: Hodnocení atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha x Body
		Negativní			Průměr	Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3					X			4	12
Velikost trhu	2				X				3	6
Intenzita konkurence	3			X					2	6
Průměrná rentabilita	2				X				5	10
Bariéry vstupu	1				X				3	3
Možnosti substituce	1			X					2	2
Citlivost na konjunkturu	1					X			4	4
Struktura zákazníků	2						X		5	10
Vlivy prostředí	1					X			4	4
Celkem	16									57

Maximální počet bodů	96
Dosažený počet bodů:	57
Hodnocení:	59,4 %

Zdroj: Mařík (2011, str. 66), vlastní zpracování

6.1.3 Prognóza vývoje trhu

Na zhodnocení atraktivity trhu navazuje analýza prognózy vývoje trhu. Jako podklad bude sloužit predikce ukazatele HDP.

Na základě hodnocení historických dat v období 2010–2014 je možné říci, že podíl odvětví (výroba textilií) na hrubém domácím produktu je stabilní a pohybuje se ve výši přibližně 1 %. Tento fakt se stal podkladem pro predikci vývoje odvětví podle predikce HDP. Předpokládané tempo růstu tržeb na relevantním trhu je následně dáno součtem předpokládaného tempa růstu reálného HDP a očekávané míry inflace vyjádřené deflátorem HDP.

Tabulka 11: Predikce tempa růstu HDP a tržeb na relevantním trhu (2015–2018)

	2015	2016	2017	2018
Předpokládané tempo růstu tržeb na relevantním trhu	5,50 %	3,50 %	4,10 %	4,10 %
Předpokládané tempo růstu reálného HDP	4,70 %	2,70 %	3,00 %	3,00 %
Očekávaná míra inflace dle deflátoru HDP	0,80 %	0,80 %	1,10 %	1,10 %

Zdroj: www.cnb.cz, www.czso.cz

Predikce vývoje HDP dle ČNB pro rok 2015 byla 4,7 %, pro r. 2016 2,7 % a pro r. 2017 odhadem 2,6–3,0 %. Začátek roku 2015 byl velmi příznivý. Česká ekonomika výrazně zrychlila svůj růst (přibližně o 0,3 procentního bodu více než byl odhad). Hlavní podíl na tom měl vysoký nárůst hrubé přidané hodnoty a zároveň nerovnoměrný výběr spotřební daně z tabákových výrobků. Dynamický růst české ekonomiky pokračoval i v dalších čtvrtletích roku 2015. Růst ekonomiky je zapříčiněn zejména domácí poptávkou. Nejrychleji rostoucí složkou zůstává tvorba hrubého fixního kapitálu, která zobrazuje snahu o maximální využití fondů EU (meziroční růst o 6,8 %).

Pro další roky se zmíněné odhady nemění. Ministerstvo financí ČR ve své makroekonomické predikci poukazuje na několik faktorů, které by mohly mít dopad na vývoj makroekonomických ukazatelů: zpomalování růstu čínské ekonomiky (riziko dopadu do ČR malé i přes nárůst propojení české a čínské ekonomiky z důvodu zapojení do globálních dodavatelských řetězců), geopolitická rizika – migrační krize (způsobená konflikty na Blízkém východě a v severní Africe, dopad do české ekonomiky v případě zvýšení počtu žadatelů o azyl v ČR), dále by byl možný vliv plynoucí z kauzy týkající se výše emisí dieselových motorů vozů koncernu Volkswagen (v rámci provázanosti obchodu s Německem). Naopak jako pozitivní je vnímán přetrvávající stav nízkých cen komodit.

6.2 Analýza vnitřního prostředí

Hlavním úkolem analýzy vnitřního prostředí je analýza konkurenční síly podniku s cílem odhadnout budoucí vývoj tržního podílu oceňované společnosti P L E A S a.s.

6.2.1 Analýza konkurence

Ve skupině CZ-NACE 13 výroba textilií panuje v české ekonomice poměrně značná konkurence, kterou představuje zejména dovoz ze třetích zemí (asijské státy). V ČR počet podniků pracujících v textilním odvětví zase tak četný není. Navíc velkou část z nich tvoří drobní podnikatelé a předmět podnikání jednotlivých subjektů je většinou odlišný (nejsou tedy přímými konkurenty).

Společnost P L E A S a.s. nachází na českém trhu vcelku malou konkurenci (právě díky specifickému předmětu podnikání), hlavní konkurenci nachází spíše v zahraničí (Německo, Švýcarsko...). Mezi konkurenty na českém trhu lze řadit společnosti:

- SINTEX, a.s. – česká společnost zabývající se textilní výrobou ve všech výrobních úrovních (od výroby příze, přes výrobu tkanin a pletenin až po hotové konfekční výrobky), klíčové je její působení v oblasti výzkumu a vývoje spolu s akreditovanou textilní laboratoří, v porovnání s analyzovaným podnikem je však poměrně malá,
- Veba, textilní závody a.s. – tradiční český výrobce afrických tkanin (žakársky tkaných bavlněných tkanin), zaměřuje se na produkci oděvního a domáckého sortimentu (bytový textil používaný v domácnostech),
- ELITE a.s. – společnost vyrábí dětské, dámské a pánské punčochové zboží (punčochové kalhoty, punčochy, podkolenky, ponožky a tlapky).
- malé „rodinné“ podniky zabývající se výrobou spodního prádla: SPOLTEX Kravaře s.r.o., Timo s.r.o., VILDTEX, s.r.o. aj.

K zahraničním konkurentům patří:

- Schellenberg Textildruck AG – švýcarská společnost, jejíž činnost zahrnuje úpravu, speciální barvení a potisk úpletů a jejich distribuci,
- Triumph – německá společnost zabývající se výrobou spodního prádla¹.

6.2.2 Souhrnná konkurenční síla podniku

Metoda je založena na poznání hlavních přímých a nepřímých faktorů, které mají vliv na tržní rozdělení (tržní podíly jednotlivých subjektů v odvětví). Kritéria spolu

¹ Informace o konkurentech čerpány z webových stránek: <http://www.sintex.cz/>, <http://www.veba.cz/cs/>, <http://www.elite-cz.cz/>, <http://www.estextildruck.ch/>, <http://uk.triumph.com/>

s jejich vahami jsou zobrazena v tabulce č. 12. Hodnocení konkurenční síly podniku bylo zpracováno na základě konzultací s odborníkem ze společnosti P L E A S a.s.

Tabulka 12: Hodnocení souhrnné konkurenční síly podniku P L E A S a.s.

Kritérium		Souhrnná konkurenční síla							
		Konkurence má převahu		Průměr			Podnik má převahu		
		0	1	2	3	4	5	6	
Přímé faktory	1	Kvalita výrobků						X	
	2	Technická úroveň výrobků						X	
	3	Cenová úroveň			X				
	4	Intenzita reklamy					X		
	5	Šíře sortimentu							X
	6	Dostupnost						X	
	7	Výhody distribuce			X				
	8	Image firmy				X			
	9	Servis a služby				X			
Nepřímé faktory	10	Kvalita managementu						X	
	11	Výkonný personál				X			
	12	Majetek a investice						X	
	13	Finanční situace							X
Četnost			0	0	2	3	1	5	2
Celkem			0	0	4	9	4	25	12

Maximální počet bodů	78
Dosažený počet bodů:	54
Hodnocení:	69,23

Zdroj: Mařík (2011, str. 89), vlastní zpracování

Dle vyhodnocení lze konstatovat, že konkurenční síla podniku je nadprůměrná. Mezi nejdůležitější konkurenční výhody se řadí finanční situace podniku, kvalita výrobků a šíře sortimentu. Velmi pozitivně je hodnocena kvalita managementu, jehož strategie, resp. její volba a realizace, vedou k udržení postavení společnosti na trhu výroby textilií.

6.2.3 Analýza tržního podílu a predikce tržeb

Tržní podíl podniku se určí jako poměr podnikových tržeb k velikosti tržeb relevantního trhu. Následující tabulka a graf zobrazují tržní podíl oceňovaného podniku ve sledovaných letech a predikují jeho vývoj na další čtyři roky. Vzhledem k tomu, že podíl oceňované společnosti na celém odvětví je od roku 2012 relativně stabilní, je tempo růstu tržeb odvozeno od tempa růstu tržeb na relevantním trhu.

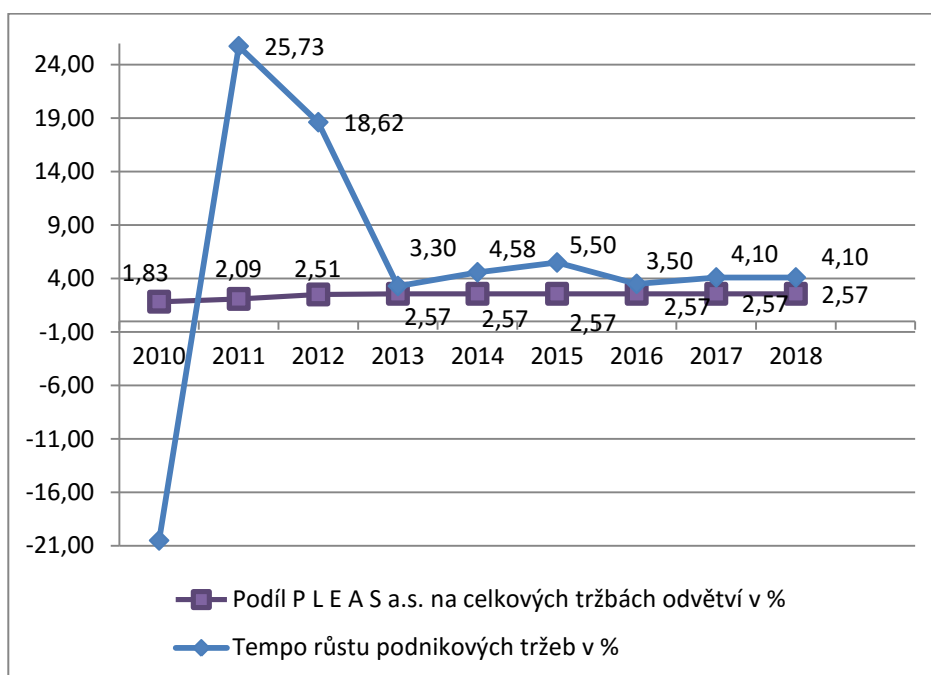
Tabulka 13: Analýza tržního podílu a predikce tržeb na období 2015–2018

Rok	Relevantní trh – Výroba textilií (tis.Kč)	Tempo růstu relevantního trhu v %	Tržby P L E A S a.s. (tis. Kč)	Tempo růstu podnikových tržeb v %	Podíl P L E A S a.s. na celkových tržbách odvětví v %	Průměrné tempo růstu tržeb
2010	38 828 928	-	711 520	20,56	1,83	13,06
2011	42 803 552	10,24	894 566	25,73	2,09	
2012	42 323 763	-1,12	1 061 110	18,62	2,51	
2013	42 654 300	0,78	1 096 098	3,30	2,57	
2014	44 604 000	4,57	1 146 328	4,58	2,57	
2015	47 057 433	5,50	1 209 376	5,50	2,57	4,3
2016	48 704 444	3,50	1 251 704	3,50	2,57	
2017	50 701 326	4,10	1 303 024	4,10	2,57	
2018	52 780 080	4,10	1 356 448	4,10	2,57	

Zdroj: Vlastní zpracování podnikových zdrojů, ČSÚ

Následující graf zobrazuje vývoj tempa růstu podnikových tržeb a vývoj podnikových tržeb na tržbách relevantního trhu.

Graf 2: Tempo růstu podnikových tržeb a podíl P L E A S a.s. na celkových tržbách odvětví v letech 2010–2018



Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ

6.2.4 Hodnocení perspektivnosti podniku

Na základě předchozích výsledků zjištěných jednak z analýzy atraktivity trhu a jednak z analýzy konkurenční síly podniku je možné díky matici, která posuzuje perspektivnost podniku, ohodnotit perspektivnost společnosti P L E A S a.s.

Jestliže se do matice dosadí 59,4% atraktivnost trhu a 69,23% konkurenční síla podniku, matice bude mít následující podobu.

Obrázek 3: Hodnocení perspektivnosti podniku P L E A S a.s.

K o n k u r e n č n í s í l a	100%	Velká	3. Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2. Podniky s dobrou perspektivou	1. Podniky s jednoznačnou perspektivou
		50%	Střední	6. Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	5. Podniky s přijatelnou perspektivou
	0%	Malá	9. Podniky téměř bez perspektivy	8. Podniky s malou perspektivou	7. Podniky s omezenou perspektivou
			Nízká 0%	Střední 50%	Vysoká 100%
			Atraktivita trhu →		

Zdroj: Mařík (2011), vlastní zpracování

Analyzovaná společnost se tedy nachází v sektoru č. 2, tj. P L E A S a.s. je charakterizována jako podnik s dobrou perspektivou.

6.3 SWOT analýza

SWOT analýza je analytická technika, které se používá pro zhodnocení vnějších a vnitřních faktorů, resp. jejich působení na úspěšnost společnosti. SWOT je zkratka tvořená počátečními písmeny anglických názvů jednotlivých analyzovaných faktorů: strength, weaknesses, opportunities a threats.

Tabulka 14: SWOT analýza

SWOT analýza	
Silné stránky - S	Slabé stránky - W
- kvalita výrobků	- cenová úroveň
- dlouholetá tradice, tradice značky	- nedostatek kvalifikovaných pracovníků
- dobré obchodní výsledky	- pokles vzdělávání v oborech textilní výroby
- velký export do zahraničí	
- vlastní zdroje financování	
- funkční organizační struktura	
- efektivní výroba (minimalizace nákladů)	
Příležitosti - O	Hrozby T
- moderní trendy v technologiích	- konkurence zboží ze třetích zemí (Asie)
- trendy v materiálech - jemnost, funkčnost	- citlivost spotřebitelů na ceny
- stabilizace a kvalita personálu	- revalvace kurzu CZK/EURO
- volný trh EU	- vstup konkurenční firmy na domácí trh

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě analýzy silných a slabých stránek (interní analýzy) a analýzy příležitostí a hrozeb (externí analýzy) podnik inklinuje k jedné ze čtyř strategií: S-O, W-O, S-T a W-T strategie.

Díky SWOT analýze je možné zachytit podnikové tendence směřující ke strategii S-O. Ta vynakládá snahu využít veškeré silné stránky a příležitosti. Je zde evidentní snaha k větší koncentraci a pronikání na trh, inovace. Jedná se o agresivní růstově orientovanou strategii.

7. FINANČNÍ ANALÝZA

Následující tabulky č. 15 a 16 zobrazují analýzu podnikových aktiv (stálých a oběžných aktiv a časového rozlišení) a pasiv (vlastní kapitál, cizí kapitál a časové rozlišení) v letech 2010–2014. V následující části bude popsán vývoj aktiv a pasiv (horizontální analýza) a znázorněna jejich struktura (vertikální analýza) v analyzovaných letech.

Tabulka 15: Analýza podnikových aktiv v tis. Kč

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	548 036	585 353	591 335	609 280	648 546
Stálá aktiva	276 335	274 484	272 863	277 796	293 245
Dlouhodobý nehmotný majetek	848	951	994	678	1 450
Dlouhodobý hmotný majetek	275 487	273 533	271 869	277 118	291 795
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	269 287	308 780	317 055	329 885	354 090
Zásoby	232 412	244 310	273 308	300 105	297 516
Pohledávky	32 335	54 119	30 745	21 729	41 089
Krátkodobý finanční majetek	4 540	10 351	13 002	8 021	15 485
Časové rozlišení	2 414	2 089	1 417	1 599	1 211

Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

Další tabulka popisuje vývoj pasiv a jejich složek v letech 2010–2014.

Tabulka 16: Analýza podnikových pasiv v tis. Kč

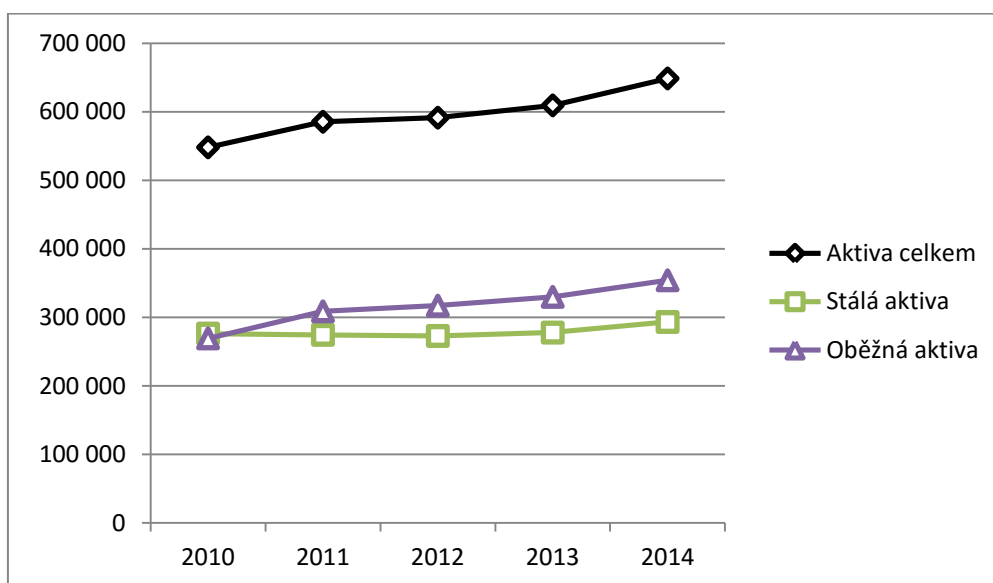
	2010	2011	2012	2013	2014
Pasiva celkem	548 036	585 353	591 335	609 280	648 546
Vlastní kapitál	244 701	259 616	365 066	442 515	524 284
Základní kapitál	425 641	425 641	425 641	425 641	425 641
Kapitálové fondy	0	0	0	0	155
Rezervní fondy, nedělit. fond a ost. fondy ze zisku	290	7 032	7 778	13 050	16 923
Výsledek hospodaření minulých let	-316 070	-187 972	-173 803	-73 625	671
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	134 840	14 915	105 450	77 449	80 894
Cizí zdroje	303 110	325 737	226 269	166 765	124 262
Rezervy	8 966	12 261	23 493	10 481	9 533
Krátkodobé závazky	97 469	95 592	101 987	124 847	96 047
Dlouhodobé závazky		80 011	228		1 682
Bankovní úvěry a výpomoci	196 675	137 873	100 561	31 437	17 000
Časové rozlišení	225	0	0	0	0

Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

7.1 Horizontální analýza aktiv a pasiv

Graf zobrazuje vývoj aktiv v předchozích pěti letech. Rostoucí trend u celkových aktiv je dán zejména nárůstem oběžných aktiv během sledovaného období přibližně o 84 803 tis. Kč. Naproti tomu u stálých aktiv je možné pozorovat konstantní vývoj. V průměru se jejich hodnota pohybovala kolem 278 945 tis. Kč.

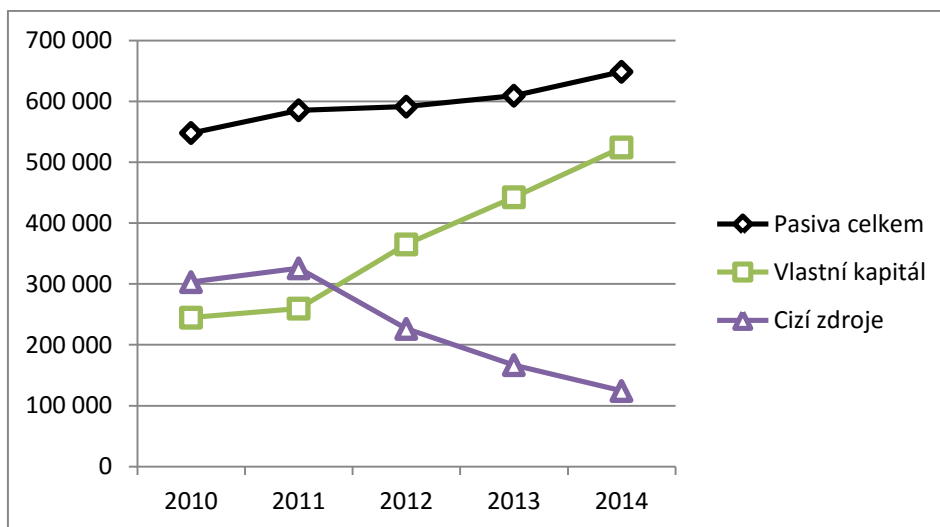
Graf 3: Vývoj podnikových aktiv v letech 2010–2014



Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

V rámci rovnosti aktiv a pasiv v rozvaze lze očekávat stejný trend u celkových pasiv jako v předchozí analýze celkových aktiv. Tento fakt potvrzuje následující graf, který dále zobrazuje rostoucí trend u vlastního kapitálu a klesající trend u zdrojů cizích. Nárůst vlastního kapitálu byl způsoben zejména snižováním ztráty z minulých období – během pěti let došlo k úhradě ztráty 316 070 tis. Kč, díky čemuž v roce 2014 položka výkazu zisku a ztráty „Výsledek hospodaření minulých let“ dosáhla kladných hodnot. Pokles objemu cizích zdrojů byl důsledkem snižující se zadluženosti – velikost bankovních úvěrů a výpomocí klesla mezi roky 2010 až 2014 téměř o 179 675 tis. Kč. Velikost klasických úvěrů pro podnik postupně klesala. Úvěry jsou pro podnikové potřeby nahrazovány úvěrovými limity na kontokorentních účtech.

Graf 4: Vývoj podnikových pasiv v letech 2010–2014

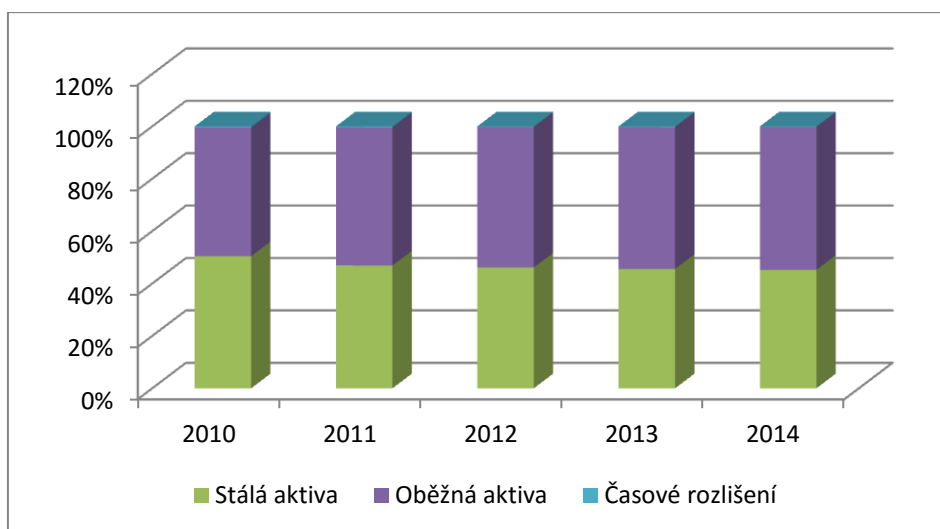


Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

7.2 Vertikální analýza aktiv a pasiv

Graf týkající se vertikální analýzy aktiv jasně zobrazuje téměř shodný podíl stálých aktiv na celkových aktivech a podíl oběžných aktiv na celkových aktivech.

Graf 5: Vertikální analýza aktiv v letech 2010–2014

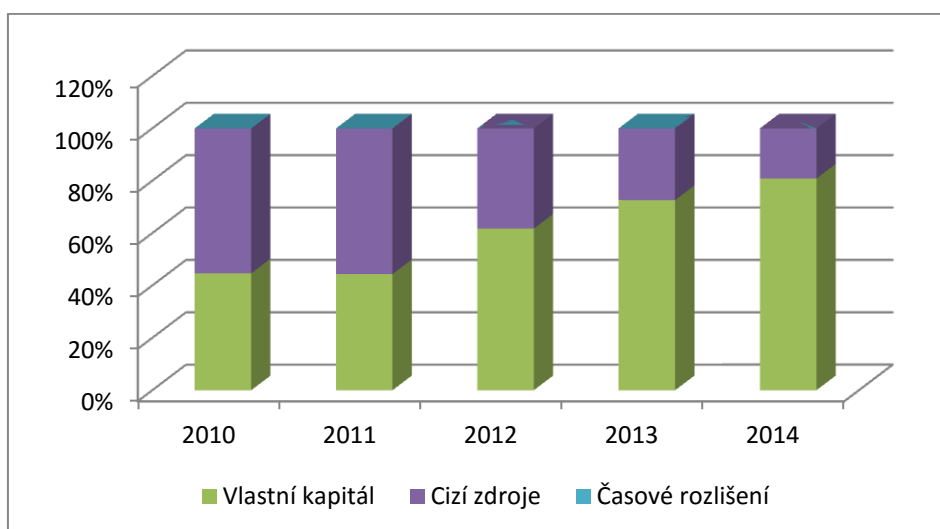


Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

Struktura oběžného majetku byla v jednotlivých letech majetku víceméně neměnná. V průměru podíl zásob činil 85 %, pohledávky zaujímaly 12 % a krátkodobý finanční majetek zbylá 3 % na oběžném majetku. Za zmínku stojí rok 2013, kdy zásoby atakovaly hranici 91 % na oběžném majetku. Stálá aktiva jsou tvořena z 99,65 % dlouhodobým hmotným majetkem. Dlouhodobý nehmotný majetek zaujímá v průměru 0,35 %. Dlouhodobý finanční majetek podnik neneviduje.

Vertikální analýza pasiv (následující graf) jasně doplňuje a potvrzuje fakta vyvozená z horizontální analýzy. V grafu je přehledně zobrazena změna struktury jednolitých složek pasiv. V roce 2010 byl poměr vlastního a cizího kapitálu rovnocenný (bezmála 50 %). V roce 2014 je však vidět nárůst podílu vlastního a pokles cizího kapitálu. Vlastní kapitál z původních 50 % v roce 2014 dosáhl téměř 81 %. Změna struktury kapitálu byla způsobena dvěma vlivy: rapidně se snižující zadlužeností podniku a úhradou ztráty z minulých let – výsledek hospodaření minulých let je od roku 2014 v kladných číslech.

Graf 6: Vertikální analýza pasiv v letech 2010–2014



Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

7.3 Analýza VZZ

7.3.1 Horizontální analýza VZZ

Vykázaný provozní VH v roce 2010 zahrnuje i vliv vzájemných zápočtů závazků a pohledávek ve skupině včetně jejich zřeknutí se. Hodnotitelný čistý provozní VH činil v tomto roce přibližně 12,7 mil. Kč. V roce 2011 byl VH oproti ostatním analyzovaným rokům poměrně nižší – důvodem byl nepříznivý vývoj kurzu CZK/EURO. Během dalších let však dochází k nárůstu výroby a obratu, a na tržby a tím i na celkových provozní VH působí velmi pozitivně vývoj kurzu CZK/EURO (oslabení koruny na přelomu let 2013 a 2014 z 25,77 na 27,51 CZK/EURO).

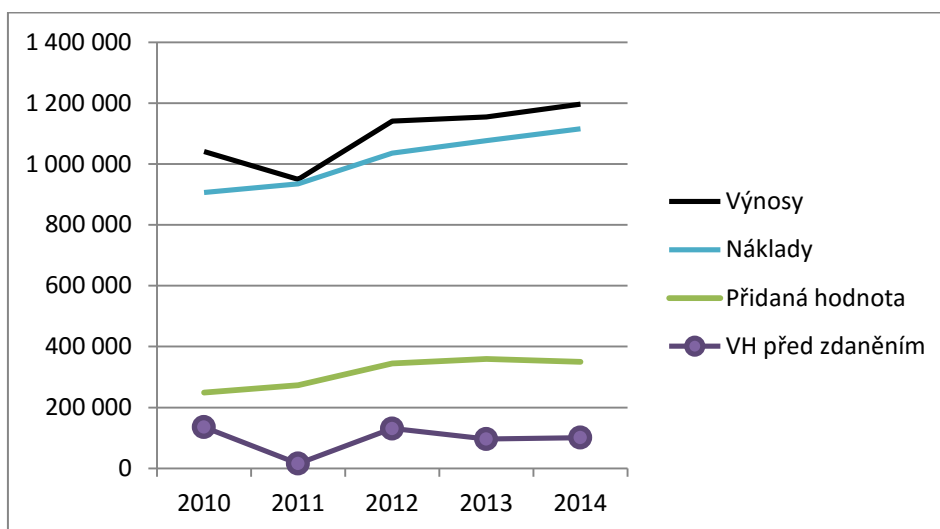
Tabulka 17: Horizontální analýza VZZ v letech 2010–2014 v tis. Kč

	2010	2011	2012	2013	2014
Obchodní marže	-405	362	-3 074	1 131	-3 669
Přidaná hodnota	248 662	272 708	344 610	359 061	349 652
Provozní výsledek hospodaření	130 732	37 495	121 817	106 356	96 081
Finanční výsledek hospodaření	4 995	-21 558	8 890	-9 989	-5 108
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	134 840	14 915	105 450	77 449	80 894
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	134 840	14 915	105 450	77 449	80 894
Výsledek hospodaření před zdaněním	135 727	15 937	130 707	96 367	101 189

Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

U finančního výsledku hospodaření došlo v r. 2010 meziročně k podstatnému zlepšení a stejně tak tomu bylo v r. 2012. V letech 2011, 2013 a 2014 byl finanční výsledek ztrátový. Ztráta byla způsobena úrokovým zatížením, které však mělo klesající trend. Celkový výsledek hospodaření ve všech sledovaných letech dosáhl kladných hodnot.

Graf 7: Vývoj nákladů, výnosů a výsledku hospodaření v letech 2010–2014



Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

Z grafu je zřejmé, že celkové náklady a celkové výnosy vykazovaly v analyzovaných letech obdobný vývoj, resp. rostoucí trend. Výjimkou byl rok 2011, kdy výnosy oproti nákladům poklesly z důvodu snížení tržeb. Přidaná hodnota si během sledovaných let udržovala mírně rostoucí trend. Největší nárůst nastal na přelomu let 2011 a 2012, kdy přidaná hodnota vzrostla přibližně o 71 902 tis. Kč (o 26 %).

7.3.2 Vertikální analýza VZZ

Vertikální analýza VZZ ukazuje, že na struktuře celkových výnosů měly největší podíl tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Nejmenší podíl byl v roce 2010, kdy tržby činily cca 67 %. Díky růstu výroby a obratu však v dalších letech byl podíl tržeb více jak 90 %, v roce 2014 téměř 94 % celkových výnosů.

V celkových nákladech je největší položkou výkonová spotřeba. Nejnižší podíl byl opět v roce 2010, kdy výkonová spotřeba představovala 55 %. V dalších letech nicméně tato položka dosáhla v průměru 70 % celkových výnosů. V pořadí druhý největší vliv na celkové náklady měly náklady osobní. V průběhu pěti let byl jejich podíl v průměru 20 % (velmi mírný rostoucí trend).

7.4 Poměrové ukazatele

7.4.1 Ukazatele rentability

Pro ukazatele rentability je obecně typický rostoucí trend. Analýzu rentability podniku zobrazuje následující tabulka č. 18.

Tabulka 18: Ukazatele rentability v letech 2010–2014

	2010	2011	2012	2013	2014
ROA nezdaněná	26,97 %	4,38 %	22,97 %	16,17 %	15,77 %
ROA zdaněná	21,84 %	3,55 %	18,60 %	13,10 %	12,78 %
ROE	20,06 %	2,21 %	17,90 %	12,81 %	12,64 %
ROCE	49,86 %	6,66 %	30,38 %	17,53 %	15,79 %
ROS	20,50 %	2,90 %	12,80 %	8,90 %	8,90 %

Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

Na první pohled si není možné nevšimnout výrazně odlišných hodnot ziskovosti podniku v roce 2011. Jelikož aktiva podniku se vyvíjí konstantně, je důvodem toho rozdílu velmi nízký výsledek hospodaření v daném roce. Jednou z hlavních příčin, která k němu vedla, byl nepříznivý vývoj kuru CZK/EURO. Díky tomu, že podnik uskutečňuje rozsáhlou řadu devizových obchodů, měl kurz negativní dopad nejen do tržeb, ale i do konečného výsledku hospodaření. Nepřízeň kurzu spočívala v posílení české koruny o 3,2 % (přibližně na 24,55 CZK/EURO) v průměru oproti roku 2010.

Ukazatel ROA se řadí k nejdůležitějším ukazatelům finanční analýzy, neboť zjišťuje rentabilitu podniku bez vlivu daně z příjmů a způsobu financování. Většina

publikací uvádí doporučenou hodnotu nad 8 %. Podnik tuto hranici splňuje, vyjma roku 2011 a to z výše uvedených důvodů.

Ukazatel ROE je velmi podstatný zejména pro vlastníky, jelikož hodnotí rentabilitu kapitálu, který vložili vlastníci podniku a akcionáři. Doporučovanou hodnotou je převýšení hranice 10 %. Podnik ji dosáhl ve všech sledovaných letech, kromě již zmiňovaného roku 2011. Stejná hladina je sledována i u ukazatele ROS, který se používá pro srovnání s konkurencí, a jeho hodnota je důležitá pro obchodního ředitele podniku. Jestliže bude pominut rok 2011, tak nepatrný propad nastal v letech 2013 a 2014, který byl způsoben nikoliv snížením tržeb (mají rostoucí trend), avšak drobným snížením EBITu v daných letech.

7.4.2 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity zobrazují schopnost podniku využívat vložený kapitál a vázanost jeho jednotlivých složek v jednotlivých složkách aktiv či pasiv. Proto se u těchto ukazatelů očekává vyrovnaný trend.

Tabulka 19: Ukazatele aktivity v letech 2010–2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Rychlost obratu aktiv	1,89	1,62	1,93	1,89	1,85
Vázanost zásob	0,26	0,29	0,24	0,24	0,25
Doba obratu pohledávek	16,38	22,03	10,57	7,18	13,07
Doba obratu závazků	49,38	71,47	35,14	41,26	31,08
Doba obratu zásob	117,76	99,43	93,96	99,18	94,61

Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

U ukazatelů doby obratu byl ve výpočtu použit aktuální počet kalendářních dnů v daném roce – tzn. rok 2012 jako přestupný 366 dní, zbytek 365 dní. Tyto ukazatele by měly být co nejnižší. Doba obratu pohledávek je vlastně dobou jejich splatnosti (na jakou dobu podnik poskytuje svým zákazníkům obchodní úvěr). Ukazatel je vhodné porovnat s dobou splatnosti faktur, ale v tomto případě je vidět velmi příznivý vývoj doby obratu pohledávek. Kromě roku 2011 nepřesáhla 20 dnů.

U doby obratu zásob je také žádoucí co nejnižší hodnota. Pro podnik v textilním odvětví s vlastní výrobou jednotlivých složek nemá tento ukazatel, který zobrazuje dobu, po kterou jsou zásoby vázány v podniku, a navíc vypočítaný na konci účetního období, téměř žádnou vypovídací schopnost. Jelikož v době prodeje finálních výrobků

má podnik na skladě již nové zásoby materiálu pro další činnost. Pro zvětšení vypovídací schopnosti by bylo třeba dobu obratu zásob počítat během období.

Doba obratu závazků naopak představuje dobu, na kterou podnik přijímá obchodní úvěr, tj. zadržuje peněžně prostředky obchodních partnerů po určitou dobu a používá je pro financování vlastních potřeb. Pro podnik je výhodné, jestliže doba obratu pohledávek je nižší než doba obratu závazků, neboť podnik poskytuje obchodní úvěr na dobu kratší než je doba, kdy sám obchodní úvěr čerpá. Z uvedené tabulky 19 plyne, že analyzovaný podnik měl tuto výhodu po celé sledované období.

Obrat celkových aktiv říká, kolik korun tržeb připadá na jednu korunu celkových aktiv. V literatuře se doporučované hodnoty pohybují v rozmezí 1,6-3 %. Tuto hranici ukazatel po celé období dodržel.

Vázanost zásob má stejnou vypovídací schopnost jako rychlost obratu zásob (je její převrácenou hodnotou). Jelikož podnik má velký podíl zásob, je i tato hodnota více než nadprůměrná.

7.4.3 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity zobrazují, jak plynule dokáže podnik uhrazovat své závazky. Jelikož se jedná o specifické odvětví, tj. výroba textilií, tak aby bylo hodnocení následující tabulky správné, budou výsledky porovnány s hodnotami ukazatelů v rámci odvětví. Tyto údaje byly získány z webových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu a jsou uvedeny v Příloze I.

Tabulka 20: Ukazatele likvidity v letech 2010–2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita (3. stupně)	0,92	1,32	1,57	2,34	3,13
Pohotová likvidita (2. stupně)	0,13	0,27	0,22	0,21	0,50
Okamžitá likvidita (1. stupně)	0,02	0,04	0,06	0,06	0,14

Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

Běžná likvidita odpovídá s drobnou odchylkou průměru odvětví. V prvních dvou letech byla pod jeho hladinou, ovšem v posledních dvou letech je nadprůměrná.

Pohotová likvidita byla během sledovaného období výrazně pod průměrem sledovaného období. Okamžitá likvidita byla i přes rostoucí trend podprůměrná v letech 2010-2011. V roce 2014 už však hodnota okamžité likvidity překonala průměr odvětví. Po konzultacích s odborníkem z podniku lze stanovit závěr, že velké odchylky

od odvětví a velká rozdílnost podnikové běžné a pohotové likvidity v jednotlivých letech jsou způsobeny rozsáhlým podílem zásob na oběžném majetku. Hodnoty ukazatelů pohotové a okamžité likvidity u podniků s takto vysokým podílem zásob obvykle nesplňují „učebnicové“ doporučené hodnoty (viz literární rešerše). Tento stav není nijak neobvyklý. Zásoby obdobný zůstatek vykazují během celého roku, neboť pro výrobu je třeba velké množství materiálu a zásob.

7.4.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti jsou obecně definovány jako poměr určité složky závazků k určitému druhu kapitálu. Jejich analýzou se zjišťuje, do jaké míry financuje podnik majetek z vlastních zdrojů a v jakém rozsahu k tomu užívá zdroje cizí.

Tabulka 21: Ukazatele zadluženosti v letech 2010–2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	55,31 %	55,65 %	38,26 %	27,37 %	19,16 %
Krátkodobá zadluženost	53,67 %	39,88 %	34,25 %	23,18 %	17,43 %
Dlouhodobá zadluženost	0,00 %	13,67 %	0,04 %	2,47 %	0,26 %
Koeficient samofinancování (kvóta VK)	44,65 %	44,35 %	61,74 %	72,63 %	80,84 %
Finanční páka	2,24	2,25	1,62	1,38	1,24
Koeficient zadluženosti	1,24	1,25	0,62	0,38	0,24
Úrokové krytí	12,25	2,64	26,56	45,91	91,99

Zdroj: Zpracováno z podnikových výkazů

Ukazatele celková zadluženost, zadluženost krátkodobá a dlouhodobá zachycují v procentním vyjádření situaci uvedenou v horizontální analýze pasiv, tj. snižování celkové zadluženosti během předchozích pěti let.

Koeficient samofinancování je doplňkem koeficientu zadluženosti. Dohromady tvoří 100 %. Ukazatel říká, do jaké míry je podnik schopný pokrýt veškeré své potřeby vlastními zdroji. Doporučovaná hodnota charakterizující příznivou finanční situaci se udává > 40 % (některé zdroje uvádějí 50 %). Z tabulky č. 20 je vidět, že kvóta vlastního kapitálu dosáhla ve všech obdobích pozitivních výsledků a nadále má rostoucí trend.

Jestliže se ukazatel finanční páka pohybuje v intervalu od 1 do 2, pak platí, že v podniku převažuje vlastní kapitál nad cizím. Čím více se blíží 1, tím více je vlastního kapitálu a naopak. Tento fakt přesně popisuje situaci podniku v letech 2010-2014. K podobným závěrům lze dojít i vyhodnocením ukazatele koeficient zadluženosti.

Pokud jeho hodnota je větší než 1, pak podnik využívá více cizích zdrojů (na 1 Kč vlastního kapitálu připadá více jak 1 Kč kapitálu cizího), tzn., že v letech 2010 a 2011 bylo v podniku využíváno více kapitálu cizího než vlastního.

Úrokové krytí říká, kolikrát hodnota EBITu převyšuje velikost nákladových úroků. Pro podnik je žádoucí co nejvyšší hodnota ukazatele, neboť čím je jeho hodnota vyšší, tím má podnik větší schopnost splácet úroky. Pro analyzovaný podnik má tento ukazatel velmi pozitivní výsledek.

8. FINANČNÍ PLÁN

Východiskem pro sestavení podnikového finančního plánu je definování jeho základních determinant, tzv. generátorů hodnot, včetně stanovení jejich velikosti pro prognózované období. K hlavním determinantům komplexního plánování budoucího vývoje podnikové finanční situace patří výše investic do provozně nutného majetku, plán vývoje tržeb, úroveň provozní ziskové marže a změny pracovního kapitálu. Nejdůležitějším cílem je určit plánovaný odhad zmíněných determinant a na základě sestavených výkazů – rozvahy a výkazu zisku a ztráty posoudit budoucí finanční situaci podniku.

Podklady pro sestavení finančního plánu tvoří ekonomická data z let 2011–2014 a dále predikce vybraných makroekonomických ukazatelů. Rok 2010 byl vynechán, neboť účetní závěrka tohoto období obsahovala i vliv vzájemných zápočtů pohledávek a závazků ve skupině včetně jejich zřeknutí se a opravnou položku na hodnotu pohledávek u společnosti Palco. Pro prognózu dalších let by byly takové údaje zkreslující.

8.1 Analýza a prognóza generátorů hodnot

8.1.1 Tržby

Výši tržeb pro plánované období 2015–2018 včetně fáze navazující na rok 2018 je možné odhadnout na základě výsledků prognózy podnikových tržeb v kapitole 6.2.3.

Tabulka 22: Celkové tržby a tempo růstu (2011–2014, predikce 2015–2018) v tis. Kč

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Celkové tržby	894 566	1 061 110	1 096 098	1 146 328	1 209 376	1 251 704	1 303 024	1 356 448	1 412 062
Tempo růstu	-	18,62 %	3,30 %	4,58 %	5,50 %	3,50 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %

Zdroj: Vlastní zpracování

8.1.2 Investice do dlouhodobého majetku

Plánovaná hodnota dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek je plánován jako souhrn netto majetku předchozího roku (sníženého o investice daného roku) a brutto investic daného roku, přičemž je v nich odražena změna cenové hladiny, která má zároveň dopad na růst majetku. Pro podnikové investice do DM je rozhodující zejména vývoj ročních odpisů, které jsou

nezbytné pro financování obnovy DM. Průměrný podíl za sledované období činil 8,14 %. V plánovaném období tato průměrná hodnota činí 7,83 %

Tabulka 23: Vývoj a predikce DM, investic a odpisů (2015–2018) v tis. Kč

	2011	2012	2013	2014	2014 upravené	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Netto DM provozně nutný (DHM +DNM)	274 484	272 863	277 796	293 245	266 953	267 117	267 446	268 005	268 795	269 819
Tempo růstu DM		-0,59 %	1,81 %	5,56 %		0,06	0,12	0,21	0,29	0,38
Netto DM provozně nepotřebný (DFM)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy	25 190	22 945	22 142	20 499	20 499	20 663	20 828	21 057	21 289	21 523
Tempo růstu odpisů						0,80	0,80	1,10	1,10	1,10
Podíl odpisů na DM	9,18 %	8,41 %	7,97 %	6,99 %	7,68 %	7,74 %	7,79 %	7,86 %	7,92 %	7,98 %
Průměrný podíl odpisů na DM	8,14 %				7,83 %					

Zdroj: Vlastní zpracování

Oběžný majetek

Oběžný majetek (bez finančního majetku) byl plánován stejným tempem růstu jako tržby.

8.1.3 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je stanovena na základě predikované nákladovosti výkonové spotřeby, nákladovosti osobních nákladů a nákladovosti poplatků (ostatní daně a poplatky) a nákladovosti odpisů. Nákladovost odpisů vyplývá z plánu vývoje dlouhodobého majetku (viz výše) a z vypočtené průměrné odpisové sazby. Pro stanovení ostatních nákladovostí byl sledován jejich vývoj od roku 2011. Zároveň byl zahrnut předpoklad, že nákladovost poroste i nadále ve výši odpovídající průměrné hodnotě. Nákladovost osobních nákladů byla dále zvyšována o 6 % ročně v souvislosti s předpokládaným tlakem na nárůst mezd v důsledku ekonomické situace České republiky a růstu tržeb a s tím spojené navýšení kapacity pracovní síly.

Provozní závazky, peníze na účtu a v hotovosti

Provozní závazky byly stanoveny na základě predikce vývoje tržeb a průměrné doby obratu závazků v předcházejícím období.

Peníze na účtu a v hotovosti jsou automaticky dopočteny ve výkazu cash flow v závislosti na vývoji hospodářského výsledku, nepeněžních operacích a vývoji změny čistého pracovního kapitálu.

Dluhové financování

Dodatečné dluhové financování nebylo plánováno z důvodu dostatečných peněžních toků, které byly generovány vlastní podnikatelskou činností a byly pro období finančního plánu dostatečné.

Finanční výsledek hospodaření

Finanční výsledek hospodaření byl plánován v nulové výši, jelikož finanční výnosy byly očištěny v rámci výpočtu provozně nezbytného majetku a nákladové úroky jsou i v reálné situaci podniku nulové. Podnik hospodařil od roku 2014 bez relevantních bankovních úvěrů.

Obchodní marže a přidaná hodnota

Obchodní marže a přidaná hodnota (nezbytné položky výkazu zisku a ztráty) byly odhadnuty na základě minulého vývoje.

Predikované hodnoty obchodní marže jsou určeny na základě průměrného podílu obchodní marže na podnikových tržbách z prodeje zboží v minulosti $-5,68$ %. Plánované hodnoty položky VZZ přidaná hodnota (rozdíl výnosů a nákladů jak z prodeje zboží, tak z vlastních výrobků a služeb) opět vychází z minulého období. Jelikož vývoj podílu přidané hodnoty na celkových tržbách byl téměř vyrovnaný, byl pro predikci použit průměr za toto období ve výši $31,56$ %.

Výkonová spotřeba a výkony

Stejně jako u předchozích položek VZZ bude nákladová položka výkonová spotřeba stanovena na základě jejího podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků služeb zjištěného ke konci roku 2014, který činí $70,56$ %, což znamená, že tempo růstu výkonové spotřeby odráží tempo růstu tržeb.

Osobní náklady, daně a poplatky

Osobní náklady jsou tvořeny následujícími položkami: mzdové náklady a náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Pro predikované období je tvořena dílčími součty zmíněných položek výkazu zisku a ztráty.

Mzdové náklady jsou pro plánované období 2015–2018 včetně pokračující fáze stanoveny na základě zohlednění růstu objemu celkových tržeb a s tím spojeným nárůstem délky pracovní doby či počtu zaměstnanců a zároveň je zde zohledněn nárůst odrážející mzdovou inflaci.

Položka náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění vyplývá z jejich podílu na mzdových nákladech. Pro predikované období je stanovena hodnota 34 % ze mzdových nákladů. Položka odměny členům orgánů společnosti a družstva a položka sociální náklady jsou pro budoucí roky stanoveny na základě průměrných hodnot předcházejícího období.

Daně a poplatky jsou plánované na základě průměrného podílu daní a poplatků na celkových tržbách minulých let. Průměr je určen ve výši 0,10 %.

8.1.4 Pracovní kapitál

Pro určení pracovního kapitálu je nezbytné znát odhad hodnot zásob, pohledávek, závazků a krátkodobého finančního majetku. Predikce byla stanovena na podkladě dat za minulá období 2011–2014.

Zásoby, pohledávky a závazky

Pro všechny tři položky rozvahy platí, že jejich hodnota je vztažena k úrovni celkových tržeb v jednotlivých letech, tzn. východiskem je doba obratu konkrétních položek za minulá období. Je třeba poznamenat, že do hodnoty pohledávek a závazků se nezahrnují pohledávky a závazky k ovládaným a řízeným osobám. U každé z položek je tedy nejprve vyčíslena doba obratu a následně průměr za předchozí roky, který bude použit pro následující období a pokračující fázi. Pro zásoby je plánovaná doba obratu 39 dnů.

Z pohledávek jsou podstatné krátkodobé pohledávky a kvalitní dlouhodobé pohledávky. Doba obratu u krátkodobých pohledávek je stanovena na 13 dnů. Dlouhodobé pohledávky se pro budoucí období očekávají nulové.

Průměrná doba obratu závazků je stanovena ve výši 28 dnů. V té samé výši bude přenesena do plánovaných let, neboť se neočekává výrazné zhoršení dodavatelsko-odběratelské platební morálky.

Krátkodobý finanční majetek

Poslední položkou, která je nutnou součástí pracovního kapitálu, je krátkodobý finanční majetek. Ten je tvořen peněžními prostředky v hotovosti a peněžními prostředky na bankovních účtech. Pro budoucí období byl stanoven na základě průměrné hodnoty peněžní likvidity v minulých letech. Odhad hodnot tedy vyplývá ze vztahu pro ukazatel, který poměruje peněžní prostředky a hodnotu krátkodobých

závazků. Peněžní likvidita se v předchozím období vyvíjela pod úrovní doporučených hodnot (viz kapitola 7. Finanční analýza). Průměr byl určen ve výši 0,102. Jestliže jako doporučená hodnota je stanoveno 0,2, pak z porovnání provozně nutných peněžních prostředků plánových a doporučených je zřejmé, že podnik nedisponuje provozně nepotřebnými peněžními prostředky.

Tabulka 24: Plán peněžních prostředků na období 2015–2018 včetně pokračující fáze

V tis. Kč	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Provozně nutné peněžní prostředky (peníze + bankovní účty)	52 533	9 652	10 048	10 460	10 889
Peněžní likvidita	0,573	0,102	0,102	0,102	0,102
Peněžní likvidita – doporučené hodnota	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Provozně nutné peněžní prostředky	18 331	18 972	19 750	20 560	21 403
Provozně nepotřebné peněžní prostředky	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Následující tabulka zobrazuje predikci pracovního kapitálu na plánované období.

Tabulka 25: Pracovní kapitál na období 2015–2018 včetně pokračující fáze

V tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	129 221	133 744	139 227	144 936	150 878
Pohledávky – krátkodobé	40 804	41 620	42 453	43 302	44 168
Pohledávky – dlouhodobé	0	0	0	0	0
Provozně nutné peněžní prostředky	52 533	9 652	10 048	10 460	10 889
Ostatní aktiva	2 546	2 546	2 546	2 546	2 546
Krátkodobé závazky	88 613	94 861	98 750	102 799	107 014
Ostatní pasiva	0	0	0	0	0
Upravený pracovní kapitál	136 491	92 701	95 524	98 444	101 467
Investice do pracovního kapitálu	57 588	-43 790	2 822	2 921	3 022

Zdroj: Vlastní zpracování

8.2 Finanční plán

8.2.1 Plánovaná rozvaha a plánovaný výkaz zisku a ztráty

Plánovaná rozvaha

Do plánované rozvahy jsou z předchozí kapitoly převzaty tyto položky: provozně potřebný dlouhodobý majetek, zásoby, pohledávky z obchodních vztahů (jak krátkodobé, tak dlouhodobé), časové rozlišení aktiv a pasiv, krátkodobý finanční majetek a krátkodobé závazky.

Netto hodnota dlouhodobého finančního majetku je na základě předchozího vývoje plánovaná v nulové výši. Stejně tak podnik vykázal nulovou hodnotu pohledávek za upsaný základní kapitál.

Z upravených podnikových výkazů za rok 2014 (viz příloha) byly do plánované rozvahy převzaty hodnoty dlouhodobého finančního majetku, krátkodobých pohledávek a závazků za ovládanými a řízenými osobami, kapitálových fondů a dlouhodobých závazků. Základní kapitál je určen hodnotou, která je konstantní během celého sledovaného období.

Tabulka 26: Plánovaná rozvaha - období 2015–2018 včetně pokračující fáze

V tis. Kč	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Aktiva celkem	537 330	634 923	733 664	832 818	932 161
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	267 117	267 446	268 005	268 795	269 819
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	267 117	267 446	268 005	268 795	269 819
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	267 667	364 931	463 113	561 478	659 796
Zásoby	129 221	133 744	139 227	144 936	150 878
Pohledávky – dlouhodobé	0	0	0	0	0
Pohledávky – krátkodobé	42 204	43 681	45 472	47 337	49 277
Finanční majetek	96 242	187 506	278 413	369 205	459 641
Časové rozlišení	2 546	2 546	2 546	2 546	2 546
Pasiva celkem	537 330	634 923	733 664	832 818	932 161
Vlastní kapitál	445 677	540 062	634 913	730 019	825 148
Základní kapitál	239 454	239 454	239 454	239 454	239 454
Kapitálové fondy	-213	-213	-213	-213	-213
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	110 950	206 436	300 821	395 672	490 778
Hospodářský výsledek minulých let					
Výsledek hospodaření běžného účetního období	95 485	94 386	94 851	95 106	95 128
Cizí zdroje	91 653	94 861	98 750	102 799	107 014
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	91 653	94 861	98 750	102 799	107 014
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Dlouhodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Plánovaný výkaz VZZ byl sestaven na základě dílčích propočtů položek VZZ, které tvoří provozní výsledek hospodaření z předchozí podkapitoly 8.1.

Tabulka 27: Plán VZZ na období 2015–2018 včetně pokračující fáze

	V tis. Kč	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
I.	Tržby za prodej zboží	24 915	25 588	26 356	27 146	27 961
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	26 331	27 042	27 853	28 688	29 549
+	Obchodní marže	-1 415	-1 453	-1 497	-1 542	-1 588
II.	Výkony	1 184 461	1 226 116	1 276 668	1 329 302	1 384 102
1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 184 461	1 226 116	1 276 668	1 329 302	1 384 102
B.	Výkonová spotřeba	826 610	851 730	877 282	903 601	930 709
+	Přidaná hodnota	381 623	394 979	411 174	428 032	445 581
C.	Osobní náklady	240 502	254 932	270 228	286 442	303 629
C.1.	Mzdové náklady	165 261	175 177	185 688	196 829	208 639
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	9 789	10 376	10 999	11 659	12 359
C.3.	Náklady na SZ a ZP	56 189	59 560	63 134	66 922	70 937
C.4.	Sociální náklady	8 237	8 731	9 255	9 811	10 399
D.	Daně a poplatky	1 159	1 240	1 291	1 344	1 399
E.	Odpisy DHM a DNM	20 663	20 828	21 057	21 289	21 523
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	0	0	0	0	0
F.	ZC prodaného DM a materiálu	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v provoz. oblasti	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0
H.	Ostatní provozní náklady	0	0	0	0	0
	Provozní výsledek hospodaření	117 883	116 525	117 100	117 415	117 442
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve fin. oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	0	0
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	22 398	22 140	22 249	22 309	22 314
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	95 485	94 386	94 851	95 106	95 128
*	Mimořádný výsledek hospodaření					
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	95 485	94 386	94 851	95 106	95 128
***	Výsledek hospodaření před zdaněním	117 883	116 525	117 100	117 415	117 442

Zdroj: Vlastní zpracování

U následujícího výčtu položek je uvažována nulová hodnota: tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, zůstatková cena dlouhodobého majetku, prodaný materiál, změna stavu rezerv a opravných položek, dále tržby z prodeje CP a podílů, výnosy z krátkodobého majetku, výnosy z dlouhodobého finančního majetku, výnosy z přecenění CP a derivátů a s tím související nákladové položky.

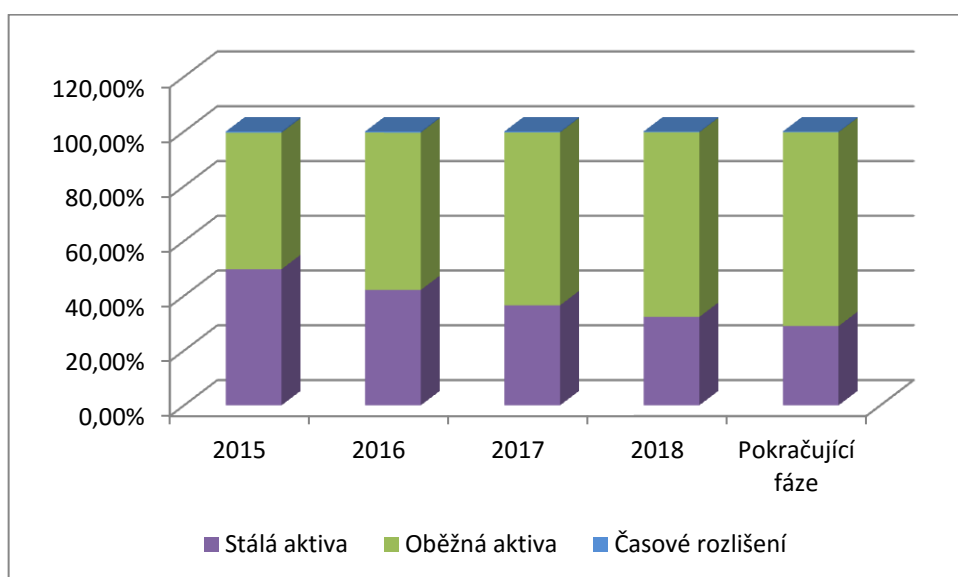
Velikost daně z příjmu za běžnou činnost je odvozena z konstantní výše sazby 19 % (sazba krát součet provozního a finančního výsledku hospodaření).

Díky posloupnosti dílčích výpočtů ve výkazu zisku a ztráty je pak vyčíslena hodnota výsledku hospodaření za účetní období (za předpokladu, že predikovaný mimořádný výsledek hospodaření je nulový).

8.2.2 Vybrané ukazatele finanční analýzy plánovaných výkazů

Následující grafy a tabulky se týkají finanční analýzy plánovaných hodnot rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Z grafů je patrný mírně rostoucí trend oběžných aktiv na celkových aktivech na úkor aktiv stálých.

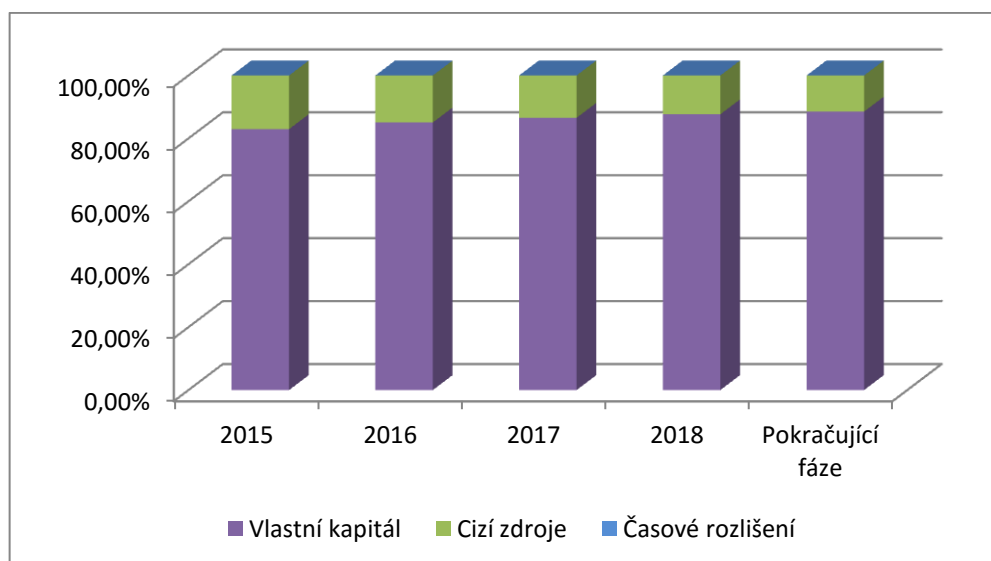
Graf 8: Analýza plánovaných aktiv



Zdroj: Vlastní zpracování

Co se týče pasiv z grafů je vidět konstantní vývoj podílu vlastního kapitálu na celkovém v průměru 85 %. Celková aktiva a pasiva se vyvíjela dle trendů popsanych výše.

Graf 9: Analýza plánovaných pasiv



Zdroj: Vlastní zpracování

Pro finanční analýzu predikovaných výkazů byly použity ukazatele rentability a zadluženosti. Hodnoty ukazatelů aktivity a likvidy jsou uvedeny v příloze.

Ukazatele rentability ve všech plánovaných letech vyšly pozitivně a splňují literaturou doporučované hodnoty.

Tabulka 28: Ukazatele rentability predikovaných výkazů

Ukazatele rentability	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
ROA nezdaněná	21,9 %	18,4 %	16,0 %	14,1 %	12,6 %
ROA zdaněná	17,8 %	14,9 %	12,9 %	11,4 %	10,2 %
ROE	17,8 %	14,9 %	12,9 %	11,4 %	10,2 %
ROCE	21,4 %	17,5 %	14,9 %	13,0 %	11,5 %
ROS	9,7 %	9,3 %	9,0 %	8,7 %	8,3 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatele zadluženosti potvrzují předpoklad nulové dlouhodobé zadluženosti. Díky tomu mají tyto ukazatele velmi příznivý vývoj.

Tabulka 29: Ukazatele zadluženosti predikovaných výkazů

Ukazatele zadluženosti	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Celková zadluženost	17,06 %	14,94 %	13,46 %	12,34 %	11,48 %
Krátkodobá zadluženost	17,06 %	14,94 %	13,46 %	12,34 %	11,48 %
Dlouhodobá zadluženost	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Koeficient samofinancování (kvóta vlastního kapitálu)	0,8294	0,8506	0,8654	0,8766	0,8852
Finanční páka	1,2056	1,1756	1,1555	1,1408	1,1297
Koeficient zadluženosti	0,2056	0,1756	0,1555	0,1408	0,1297

Zdroj: Vlastní zpracování

9. OCENĚNÍ PODNIKU

9.1 Metoda DCF

Stanovení hodnoty analyzovaného podniku výnosovou metodou diskontovaného cash flow – DCF equity (zaměřeno na vlastníky) bude provedeno ve dvou krocích. V prvním dojde k určení volných peněžních prostředků pro vlastníky, tzv. FCFE – free cash flow to the equity. Ty budou následně diskontovány na základě průměrných nákladů kapitálu. Díky tomu bude stanovena brutto hodnota podniku jako celku. V druhém kroku bude hodnota podniku přepočtena pro období od první fáze až do nekonečna. Tato hodnota bude snížena o cizí kapitál úročený a budou přičtena provozně zbytná aktiva. První fáze vyjde z finančního plánu na období 2015-2018 a druhá fáze od roku 2019 až do nekonečna. Ocenění společnosti P L E A S a.s. bude provedeno k 31. 12. 2014.

Následující tabulka zobrazuje sestavení plánovaného cash flow v jednotlivých predikovaných letech a pro pokračující fázi.

Tabulka 30: Plánované Cash flow - období 2015–2018 včetně pokračující fáze

V tis. Kč	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
(+) Zisk po zdanění	95 485	94 386	94 851	95 106	95 128
Úpravy o nepeněžní operace	20 663	20 828	21 057	21 289	21 523
- odpisy	20 663	20 828	21 057	21 289	21 523
- rezervy a opravné položky	0	0	0	0	0
(-) Změna pracovního kapitálu	-4 159	-2 792	-3 385	-3 524	-3 668
- zásoby	-6 737	-4 523	-5 483	-5 708	-5 942
- pohledávky	-2 200	-1 477	-1 791	-1 864	-1 941
- krátkodobé závazky	4 778	3 208	3 889	4 049	4 215
Provozní CF	111 990	112 422	112 523	112 871	112 983
Finanční CF	0	0	0	0	0
Investiční CF	-20 827	-21 158	-21 616	-22 079	-22 547
CF celkem = FCFE	91 163	91 264	90 907	90 792	90 436

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočet hodnoty podniku v první fázi je třeba určit diskontní míru. Tu představují náklady na kapitál WACC. Jejich stanovení je provedeno dle vzorce uvedeného v metodice. Jelikož je společnost nezadlužená, není třeba počítat náklady na cizí kapitál r_d . Hodnota WACC se bude rovnat hodnotě nákladů na kapitál vlastní r_e .

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny na základě vzorce z metodiky (dle modelu CAPM). Koeficient r_f (bezriziková výnosová míra) je dána hodnotami

výnosnosti desetiletých státních dluhopisů uvedených v předchozí kapitole. Hodnota koeficientu Beta je určena dle postupu výpočtu popsaného v metodice. Výpočet vypadá následovně:

$$\beta = [1 + (1 - 0,19) \times 0,32421] \times 1,09 = 1,3$$

Prémie za tržní riziko ($r_m - r_f$) se stanovuje na základě ratingového ohodnocení daného státu. Hodnocení České národní banky je zobrazuje následující tabulka. Základní premie pro ČR činí 5,5 % + dodatečnou premii za nižší rating publikuje profesor Damodaran ve výši 1,75 %.

Tabulka 31: Prémie za tržní riziko na období 2015–2018 včetně pokračující fáze

	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Ratingové ohodnocení ČR	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Základní premie	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %	5,50 %
Prémie za riziko ČR	1,75 %	1,75 %	1,75 %	1,75 %	1,75 %
Prémie za tržní riziko ($r_m - r_f$)	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %

Zdroj: Vlastní zpracování z ČNB a (Damodaran, 2016)

Výpočet nákladů na vlastní kapitál dle vzorce popsaného v metodice je zobrazen v tabulce č. 32.

Tabulka 32: Náklady na vlastní kapitál pro období 2015–2018 včetně pokračující fáze

	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Bezriziková výnosová míra - r_f	0,53 %	0,53 %	0,53 %	0,53 %	0,53 %
Beta koeficient	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Prémie za tržní riziko ($r_m - r_f$)	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %	7,25 %
Náklady na vlastní kapitál - re	9,96 %	9,96 %	9,96 %	9,96 %	9,96 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě vzorce z metodiky je pak hodnota podniku v první fázi určena ve výši **288 893,62 tis. Kč**.

Druhá fáze dle Gordonova vzorce vychází z hodnoty očekávaného FCFE pro rok 2019 až do nekonečna. Ve vzorci uvedené tempo růstu g je odvozeno dle odhadu meziročního růstu reálného HDP pro rok 2019 ve výši 3 %. Hodnota FCFE₂₀₁₉ bude ve výši **93 148,65 tis. Kč**.

Jestliže se výše zjištěné hodnoty dosadí do vzorce pro výpočet pokračující hodnoty podniku (viz metodika), pak pokračující hodnota analyzovaného podniku bude:

$$PH = \frac{93\,148,65}{0,0996 - 0,03} \times (1 + 0,0996)^{-4} = \mathbf{916\,261,67\,tis.\,Kč}$$

Postup zjištění výsledné hodnoty vlastního kapitálu ke dni ocenění, tj. 31. 12. 2014 je zobrazen v následující tabulce. Přičemž do tržní hodnoty podniku vstupuje nulová hodnota cizího úročeného kapitálu a provozně zbytný majetek ve výši 186 187 tis. Kč.

Tabulka 33: Výpočet ocenění podniku P L E A S a.s. k 31. 12. 2014

	31. 12. 2014
Hodnota podniku v první fázi	288 893,62
Pokračující hodnota podniku	916 261,67
Hodnota podniku celkem (provozní brutto hodnota podniku)	1 205 155,29
Cizí kapitál úročený	0
Provozně zbytný majetek	186 187,00
Celková hodnota vlastního kapitálu podniku (provozní netto hodnota podniku) v tis. Kč	1 391 342,29

Zdroj: Vlastní zpracování

Za použití oceňovací metody DCF equity odpovídá tržní hodnota předmětu ocenění (podnik P L E A S a.s.) ke dni 31. 12. 2014 částce po zaokrouhlení **1,39 mld. Kč.**

9.2 Zhodnocení rozdílností jednotlivých faktorů působících na tržní hodnotu podniku v průběhu jeho ocenění

Do konečné hodnoty oceňovaného podniku vstupuje během samotného procesu ocenění řada faktorů. Díky tomu může každý odhadce dojít k jiné výsledné podnikové hodnotě, přesto každá z těchto hodnot může být ta „správná“.

Tyto faktory je možné rozdělit do dvou skupin – externí a interní.

Z externích faktorů je nezbytné jmenovat vývoj hrubého domácího produktu dané země, vývoj inflace a s tím související vývoj cen, demografický vývoj a vývoj odvětví, neboť každý z těchto proměnných má dopad do vývoje poptávky a tím pádem dopad do vývoje podnikových tržeb (růst HDP, pokles inflace – pokles cen či růst populace působí pozitivně na poptávku, a se zvyšující poptávkou rostou tržby podniku).

K interním faktorům bez pochyby patří vývoj tržeb a jejich predikce, velikost trhu a pozice podniku na tomto trhu, a konkurenční síla podniku.

Pro stanovení konečné hodnoty podniku je velmi podstatný vývoj daňových sazeb, měr výnosnosti státních dluhopisů, vývoj bezrizikové výnosnosti, či pozice země v případě ratingového hodnocení.

Sestavené výpočty v případě metody DCF jsou založeny na údajích řešených v kapitole 8. Jedná se zejména o poznání a analýzu vývojových trendů u generátorů hodnot promítajících se do jejich predikce plánovaného období – analýza tržeb, investic do dlouhodobého majetku, provozní ziskové marže a pracovního kapitálu. Východiskem pro ocenění vybraného podniku je předpoklad jeho dlouhodobé existence, který je podložen finanční analýzou s pozitivním výsledkem a výraznou konkurenční silou. Důležitým faktem, se kterým se v postupu ocenění DCF metodou počítá, je konstantní růst odvětví. V predikovaném období se očekává kladná úroveň volného peněžního toku. To však v sobě nese riziko generování odlišných podnikových peněžních toků. Toto riziko je zahrnuto ve výpočtu úrokových sazeb (nákladů na vlastní kapitál), kterými jsou peněžní toky diskontovány v čase.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo sestavit ucelený teoretický přehled o oceňovacích metodách a pomocí vybrané z nich ocenit analyzovaný podnik P L E A S a.s. k 31. 12. 2014.

Aplikace metod v podmínkách České republiky má řadu nedostatků, které musí být nějakým způsobem napraveny nebo eliminovány, neboť by mohlo dojít ke zkreslení reality. Ocenění podniku je tedy velmi závislé na zhodnocení mnoha faktorů, které mají dopad do konečné hodnoty ocenění.

Přestože jejich výpočet přináší problémy týkající se vstupních dat a předpokladů, tak se k nejpoužívanějším metodám v České republice řadí výnosové metody. Nejzásadnější problém představuje predikce budoucího vývoje podniku, kterou odhadce se sebelepšími znalostmi a zkušenostmi není schopen úplně přesně odhadnout. Pro zjednodušení pracují výnosové metody se stabilním odhadem tempa růstu podnikových tržeb, který je však v praxi vídán velmi zřídka. Zásadní je proto stanovení diskontní míry, která v sobě nese i míru rizika, a která má přímý dopad do výsledného ocenění podniku (co nejpřesněji určené náklady na kapitál), a dále je nezbytná co nejvyšší kvalita vstupních dat získaných jak z podnikových účetních výkazů, tak ze zdrojů externích.

Jelikož v interpretaci jednotlivých skutečností mohou nastat odlišnosti, tak každý oceňovatel může dojít k jiné výsledné hodnotě ocenění. Není možné tedy přesně definovat tu „správnou“ metodu, která by určila jednoznačný výsledek odpovídající realitě.

Na základě teoretických poznatků zpracovaných v literární části bylo provedeno v druhé části práce ocenění vybraného podniku. Ke zjištění hodnoty společnosti byla použita metoda diskontovaných volných peněžních prostředků pro vlastníky (DCF equity). Byl zvolen dvoufázový způsob výpočtu, přičemž prognózované období (délka první fáze) bylo uvažované od roku 2015 do roku 2018, a druhou fází tvořil rok 2019 a dál. Výpočet hodnoty pokračovací fáze byl určen za pomoci Gordonova vzorce.

Před oceněním podniku bylo důležité jej charakterizovat a provést strategickou analýzu – z důvodu zjištění vývoje podnikových tržeb a tržeb odvětví a predikce jejich dalšího vývoje. Dále byla provedena finanční analýza podniku za období 2010–2014,

pomocí které byla analyzována finanční situace podniku, jejíž výsledek byl pro podnik velmi příznivý, zejména z důvodu rapidního snižování zadluženosti.

Nezbytné bylo sestavení finančního plánu, který bylo možné uspořádat prostřednictvím hodnot prognózovaných tržeb a dalších generátorů hodnot budoucího vývoje hospodářské situace společnosti, zejména tržeb, investic do dlouhodobého majetku, provozní ziskové marže a změn pracovního kapitálu. Právě tyto determinanty se pak staly podkladem pro tvorbu plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty pro období 2015–2018 a pokračující fáze.

Na bázi propočtů předcházejících samotné ocenění podniku byla na závěr praktické části diplomové práce stanovena hodnota vlastního kapitálu analyzované společnosti ve výši 1,39 mld. Kč po zaokrouhlení. Na základě tohoto výsledku a na základě strategické a finanční analýzy je možné vyvodit závěr, že finanční zdraví a finanční situace společnosti P L E A S a.s. jsou na velmi dobré úrovni, na trhu má podnik své místo a neustále upevňuje svoji pozici a dobré jméno jak na zahraničním, tak i domácím trhu. Podnik má tudíž velmi reálný předpoklad budoucího rozvoje.

SUMMARY

The main objective of this thesis is to value a selected company as a whole. The textile company P L E A S Ltd. has been chosen as the analyzed business. Valuation using DCF model in modification DFC equity due to a zero-debt company was selected as a valuation method.

The thesis is divided into two parts – the theoretical and the practical one. The first part deals with business valuation and value assessment of the company. Individual chapters are devoted to theoretical definitions of valuation issues, evaluation methods and procedures for valuation.

The practical part is focused on value determining of the company. Firstly, the company was characterized then the strategic and financial analyzes were done on the basis of which the company position on the market was investigated: CZ-NACE 13 Manufacture of textiles, the competitive strength of the company was analyzed and the financial situation and financial health of the company was assessed. The financial plan for the period 2015–2018 was essential for the valuation, including the continued phase. For the financial plan it was necessary to modify existing reports by operational and non-essential assets, since the plan was drawn up on their basis.

Although the valuation methods are based on substantial restrictive conditions and simplification, their consideration and elimination together with undertaken analyzes and plans enable to build business valuation using DCF equity of the model and the value of P L E A S Ltd. was determined to date 31/ 12 2014.

Keywords

Business, strategic and financial analysis, financial plan, market price, yield method, discounted cash flow method

JEL Classification: D46, G32

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ

- I. Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- II. Godwin, N. H., & Alderman, W. C. (2011). *Financial acct2*. OH: Cengage South-Western.
- III. Grünwald, R., & Holečková, J. (2009). *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, s.r.o.
- IV. Hrdý, M., & Krechovská, M. (2013). *Podnikové finance v teorii a praxi*. Praha: Wolters Kluwer ČR.
- V. Kislingerová, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck.
- VI. Kliestik, T., Lyakin, A. N., & Valaskova, K. (2014). Stochastic calculus and modelling in economics and finance. In: *2nd international conference on economics and social science (ICESS 2014)*, Information Engineering Research Institute, *Advances in Education Research*, stránky 161-167.
- VII. Kollar, B., & Kliestik, T. (2014). Simulation approach in credit risk models. In: *4th International Conference on Applied Social Science (ICASS 2014)*, Information Engineering Research Institute, *Advances in Education Research*, stránky 150-155.
- VIII. Krabec, T. (2009). *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, a.s.
- IX. Lumbly, S., & Jones, C. (2011). *Corporate finance: theory & practice*. London: Cengage Learning.
- X. Marek, P. (2009). *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, s.r.o.
- XI. Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku - Proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, s.r.o.
- XII. Mařík, M., & Maříková, P. (2008). Kapitalizované čisté výnosy a reziduální zisky jako alternativa diskontovaných peněžních toků? *Český finanční a účetní časopis*, stránky 7-20.
- XIII. Mařík, M., & Maříková, P. (II/2015). K některým sporným otázkám ohledně přípustnosti rozdílů mezi výsledky různých znaleckých posudků při oceňování podniků. *Odhadce a oceňování podniku*, stránky 3-16.
- XIV. Mlčoch, J. (1998). *Oceňování podniku - Ekonomické aspekty*. Praha: Linde Praha a.s.

- XV. Mrkvička, J., & Strouhal, J. (2011). *Manažerské finance*. Praha: INSTITUT CERTIFIKACE ÚČETNÍCH, a.s.
- XVI. Neumaierová, I., & Neumaier, I. (2002). *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: GRADA Publishing, a. s.
- XVII. Ort, P. (2013). *Oceňování nemovitostí - moderní metody a přístupy*. Praha: Nakladatelství Leges, s.r.o.
- XVIII. Růčková, P. (2010). *Finanční analýza - metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha: GRADA Publishing, a.s.
- XIX. Sabolovič, M. (2011). *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Mendelova univerzita v Brně.
- XX. Sedláček, J. (2011). *Finanční analýza podniku*. Brno: Computer Press, a.s.
- XXI. Sedláčková, H. (2000). *Strategická analýza*. Praha: C. H. Beck.
- XXII. Tichý, G. E. (1991). *Oceňování podniku*. Praha: Linde Praha a.s.
- XXIII. Váchal, J., & Vochozka, M. (2013). *Podnikové řízení*. Praha: GRADA Publishing, a.s.
- XXIV. Valach, J. (2010). *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, s.r.o.
- XXV. Vochozka, M. (2011). *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: GRADA Publishing, a.s.
- XXVI. Vochozka, M., & Mulač, P. (2012). *Podniková ekonomika*. Praha: GRADA Publishing, a.s.

Internetové zdroje

- I. ČNB. (19. Březen 2016). Načteno z Databáze časových řad ARAD - Výnosy dluhopisového koše státních dluhopisů: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=22048&p_uka=3&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=201602&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C
- II. ČSÚ. (23. Prosinec 2015). *Úroveň vzdělání obyvatelstva podle výsledků sčítání lidu*. Načteno z Lidé a společnost: <https://www.czso.cz/documents/10180/20536250/17023214.pdf/7545a15a-8565-458b-b4e3-e8bf43255b12?version=1.1>
- III. Damodaran, A. (1. Březen 2016). *Damodaran online*. Načteno z Country Default Spreads and Risk Premiums: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- IV. Krpata, T. (Prosinec 2015). *Oceňování firem a akcií znaleckým posudkem nebo analýzou*. Načteno z Ekonomické analýzy, znalecké posudky: <http://www.ekonomicke-analyzy.cz/zasady.html>
- V. Managementmania.com. (Prosinec 2015). *Metody oceňování podniku*. Načteno z Management mania: <https://managementmania.com/cs/metody-ocenovani-podniku>
- VI. *Ministerstvo životního prostředí*.(2. Březen 2016). Načteno z Státní politika životního prostředí ČR: http://www.mzp.cz/cz/statni_politika_zivotniho_prostrediwww.cnb.cz
- VII. Worschová, K. V. (Prosinec 2015). *Metody oceňování*. Načteno z Oceňování podniků, částí a podílů: <http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>
- VIII. MPO. (citováno průběžně). *Panorama zpracovatelského průmyslu 2013*. Dostupné z: <http://download.mpo.cz/get/51648/58724/617202/priloha001.pdf>
- IX. MPO. (citováno průběžně). *Panorama zpracovatelského průmyslu 2014*. Dostupné z: <http://download.mpo.cz/get/53512/61048/636522/priloha002.pdf>
- X. www.mpo.cz – citováno průběžně
- XI. www.cszo.cz – citováno průběžně
- XII. www.pleas.cz – citováno průběžně
- XIII. www.mpsv.cz – citováno průběžně

Legislativa:

- I. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- II. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů
- III. Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, ve znění pozdějších předpisů
- IV. Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů
- V. Mezinárodními oceňovací standardy - International Valuation Standards 2011

Další zdroje:

Podnikové výroční zprávy z let 2010, 2011, 2012, 2013 a 2014

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Modely DCF z pohledu budoucích výnosů a vypovídací schopností výsledné hodnoty	20
Obrázek 2: Schéma výrobního postupu společnosti P L E A S a.s.	49
Obrázek 3: Hodnocení perspektivnosti podniku P L E A S a.s.	64

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Vývoj HDP v b. c. (mil. Kč) v ČR a Německu (bil. USD) v letech 2007–2014	52
Tabulka 2: Vývoj výnosnosti desetiletých státních dluhopisů v letech 2010–2015	52
Tabulka 3: Obecná míra nezaměstnanosti v ČR v letech 2010–2015	53
Tabulka 4: Míra inflace ČR v letech 2009–2015 (v %).....	53
Tabulka 5: Vývoj cen CZ-NACE 13 Výroba textilií v letech 2010–2015	56
Tabulka 6: Vývoj počtu podniků ve skupině CZ-NACE 13 v letech 2010–2015	56
Tabulka 7: Vývoj počtu zaměstnanců ve skupině CZ-NACE 13 v letech 2010–2015... ..	57
Tabulka 8: Průměrná roční hrubá mzda v odvětví CZ-NACE 13 v letech 2010–2015.. ..	57
Tabulka 9: Meziroční index vývoje tržeb skupiny CZ-NACE 13 v letech 2010–2015 . ..	57
Tabulka 10: Hodnocení atraktivity trhu.....	59
Tabulka 11: Predikce tempa růstu HDP a tržeb na relevantním trhu (2015–2018).....	60
Tabulka 12: Hodnocení souhrnné konkurenční síly podniku P L E A S a.s.....	62
Tabulka 13: Analýza tržního podílu a predikce tržeb na období 2015–2018.....	63
Tabulka 14: SWOT analýza.....	65
Tabulka 15: Analýza podnikových aktiv v tis. Kč.....	66
Tabulka 16: Analýza podnikových pasiv v tis. Kč	66
Tabulka 17: Horizontální analýza VZZ v letech 2010–2014 v tis. Kč	70
Tabulka 18: Ukazatele rentability v letech 2010–2014	71
Tabulka 19: Ukazatele aktivity v letech 2010–2014	72
Tabulka 20: Ukazatele likvidity v letech 2010–2014	73
Tabulka 21: Ukazatele zadluženosti v letech 2010–2014.....	74
Tabulka 22: Celkové tržby a tempo růstu (2011–2014, predikce 2015–2018) v tis. Kč ..	76
Tabulka 23: Vývoj a predikce DM, investic a odpisů (2015–2018) v tis. Kč	77
Tabulka 24: Plán peněžních prostředků na období 2015–2018 včetně pokračující fáze	80

Tabulka 25: Pracovní kapitál na období 2015–2018 včetně pokračující fáze	80
Tabulka 26: Plánovaná rozvaha - období 2015–2018 včetně pokračující fáze	81
Tabulka 27: Plán VZZ na období 2015–2018 včetně pokračující fáze	82
Tabulka 28: Ukazatele rentability predikovaných výkazů	84
Tabulka 29: Ukazatele zadluženosti predikovaných výkazů	84
Tabulka 30: Plánované Cash flow - období 2015–2018 včetně pokračující fáze.....	85
Tabulka 31: Prémie za tržní riziko na období 2015–2018 včetně pokračující fáze.....	86
Tabulka 32: Náklady na vlastní kapitál pro období 2015–2018 včetně pokračující fáze	86
Tabulka 33: Výpočet ocenění podniku P L E A S a.s. k 31. 12. 2014.....	87

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Vývoj kurzu CZK/EURO v letech 2009–2015	53
Graf 2: Tempo růstu podnikových tržeb a podíl P L E A S a.s. na celkových tržbách odvětví v letech 2010–2018.....	64
Graf 3: Vývoj podnikových aktiv v letech 2010–2014.....	67
Graf 4: Vývoj podnikových pasiv v letech 2010–2014	68
Graf 5: Vertikální analýza aktiv v letech 2010–2014	68
Graf 6: Vertikální analýza pasiv v letech 2010–2014.....	69
Graf 7: Vývoj nákladů, výnosů a výsledku hospodaření v letech 2010–2014	70
Graf 8: Analýza plánovaných aktiv	83
Graf 9: Analýza plánovaných pasiv.....	84

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Hodnoty ukazatelů likvidity v textilním odvětví	
Příloha 2: Rozvaha v období 2010–2014 v tis. Kč	
Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty za období 2010–2014 tis. Kč	
Příloha 4: Výkaz cash flow za období 2010–2014	
Příloha 5: Rozvaha - upravený rok 2014 a plán 2015–2018 včetně pokračující fáze	
Příloha 6: Výkaz zisku a ztráty - upravený rok 2014 a plán 2015–2018 včetně pokračující fáze	
Příloha 7: Poměrové ukazatele likvidity predikovaných výkazů	
Příloha 8: Poměrové ukazatele aktivity predikovaných výkazů	

PŘÍLOHY

Příloha 1: Hodnoty ukazatelů likvidity v textilním odvětví

Data za odvětví celkem (v tis. Kč)	Likvidita L3	Likvidita L3	Likvidita L2	Likvidita L2	Likvidita L1	Likvidita L1
NACE	1.-4.Q.13	1.-4.Q.14	1.-4.Q.13	1.-4.Q.14	1.-4.Q.13	1.-4.Q.14
13 Výroba textilií	1,73	1,76	1,07	1,04	0,11	0,09
Data za odvětví celkem (v tis. Kč)	Likvidita L3	Likvidita L3	Likvidita L2	Likvidita L2	Likvidita L1	Likvidita L1
NACE	1.-4.Q.11	1.-4.Q.12	1.-4.Q.11	1.-4.Q.12	1.-4.Q.11	1.-4.Q.12
13 Výroba textilií	2,00	2,04	1,25	1,28	0,09	0,16
Data za odvětví celkem	Likvidita L3	Likvidita L3	Likvidita L2	Likvidita L2	Likvidita L1	Likvidita L1
NACE	1.-4.Q.09	1.-4.Q.10	1.-4.Q.09	1.-4.Q.10	1.-4.Q.09	1.-4.Q.10
13 Výroba textilií	1,45	1,20	0,93	0,83	0,15	0,09

Zdroj: MPO

Příloha 2: Rozvaha v období 2010–2014 v tis. Kč

	2010	2011	2012	2013	2014
	548 036	585 353	591 183	680 819	648 546
A.					
B.	276 335	274 484	272 863	277 796	293 245
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek	848	951	994	678	1 450
B. I. 1.					
1.					
2.					
3.	848	777	560	150	53
4.					
5.					
6.		174	434	528	895
7.					502
8.					
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek	275 487	273 533	271 869	277 118	291 795
B. II.1	7 567	7 607	7 438	7 441	7 441
2.	222 727	218 068	209 169	198 415	193 523
3.	44 739	40 006	49 160	49 195	65 734
4.					
5.					
6.					
7.	454	7 852	6 102	4 643	11 782
8.				17 424	13 315
9.					
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B. III.1.					0
2.					
3.					
4.					
5.					
6.					
7.					
C.	269 287	308 780	317 055	329 885	354 090
C. I. Zásoby	232 412	244 310	273 308	300 105	297 516
C. I. 1.	62 331	68 619	68 049	80 086	79 315
2.	120 179	131 329	140 685	156 305	162 766
3.	34 346	29 764	51 319	46 525	45 547
4.				0	
5.	9 219	11 701	9 272	7 686	9 033
6.	6 337	2 897	3 983	9 503	855
C. II. Dlouhodobé pohledávky	0	2 825	0	77	0
C. II.1.					
2.					

3.	Pohledávky - podstatný vliv					
4.	Pohledávky za společníky, členy družstev a za účast. Sdruž.					
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy					
6.	Dohadné účty aktivní					
7.	Jiné pohledávky					
8.	Odložená daňová pohledávka		2 825		77	
C. III.	Krátkodobé pohledávky	32 335	51 294	30 745	21 652	41 089
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	25 262	41 011	19 395	12 891	27 722
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba					
3.	Pohledávky - podstatný vliv					
4.	Pohledávky za společníky, členy družstev a za účast. Sdruž.					
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
6.	Stát - daňové pohledávky	2 160	4 454	3 104	3 374	8 668
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	4 146	5 287	6 393	4 313	3 942
8.	Dohadné účty aktivní	16	66	141	522	62
9.	Jiné pohledávky	751	476	1 712	552	695
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	4 540	10 351	13 002	8 051	15 485
C.IV.1.	Peníze	230	196	401	481	353
2.	Účty v bankách	4 310	10 155	12 601	7 570	15 132
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly					
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek					
D. I.	Časové rozlišení	2 414	2 089	1 417	1 599	1 211
D. I. 1.	Náklady příštích období	2 414	2 089	1 417	1 599	1 211
2.	Komplexní náklady příštích období					
3.	Příjmy příštích období					

	PASIVA CELKEM	548 036	585 353	591 335	609 280	648 546
A.	Vlastní kapitál	244 701	244 701	244 701	244 701	244 701
A. I.	Základní kapitál	425 641	425 641	425 641	425 641	425 641
A.I. 1.	Základní kapitál	425 641	425 641	425 641	425 641	425 641
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)					
3.	Změny základního kapitálu					
A. II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	155
A.II. 1.	Emisní ážio					
2.	Ostatní kapitálové fondy					
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků					155
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách					
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	290	7 032	7 778	13 050	16 923
A.III.1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	290	7 032	7 778	13 050	16 923
2.	Statutární a ostatní fondy					
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-316 070	-187 972	-173 803	-73 625	671
A.IV.1.	Nerozdělený zisk z minulých let					720
2.	Neuhrazená ztráta z minulých let	-316 070	-187 972	-173 803	-73 625	-49

A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	134 840	14 915	105 450	77 449	80 894
B.	Cizí zdroje	303 110	325 737	226 269	166 765	124 262
B. I.	Rezervy	8 966	12 261	23 493	10 481	9 533
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů		1 697			
2.	Rezervy na důchody a podobné závazky					
3.	Rezerva na daň z příjmu	887	3 455	15 552	2 274	
4.	Ostatní rezervy	8 079	7 109	7 941	8 207	9 533
B. II.	Dlouhodobé závazky	0	80 011	228	0	1 682
B. II.1.	Závazky z obchodních vztahů					
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba		54 211			
3.	Závazky - podstatný vliv					
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy					
6.	Vydané dluhopisy					
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě					
8.	Dohadné účty pasivní					
9.	Jiné závazky		25 800			
10.	Odložený daňový závazek			228		1 682
B. III.	Krátkodobé závazky	97 469	95 592	101 987	124 847	96 047
B. III.1.	Závazky z obchodních vztahů	73 806	41 309	43 827	34 921	36 204
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba					
3.	Závazky - podstatný vliv					
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účast. Sdružení					
5.	Závazky k zaměstnancům	9 567	10 114	10 331	10 427	10 723
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav.pojištění	5 546	5 772	5 748	5 973	6 282
7.	Stát - daňové závazky a dotace	1 193	1353	1 420	1 582	1 917
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	30	114	417	152	143
9.	Vydané dluhopisy					
10.	Dohadné účty pasivní	7 327	6 260	15 104	63 011	38 967
11.	Jiné závazky		30670	25 140	8 781	1 811
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	196 675	137 873	100 561	31 437	17 000
B. IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé				15 055	
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	196 675	137 873	100 561	16 382	17 000
3.	Krátkodobé finanční výpomoci					
C. I.	Časové rozlišení	225	0	0	0	0
C. I. 1.	Výdaje příštích období					
2.	Výnosy příštích období	225				

Zdroj: Převzato z podnikových účetních závěrek

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty za období 2010–2014 tis. Kč

Označení	TEXT	2010	2011	2012	2013	2014
a	b					
I.	Tržby za prodej zboží	15 511	16 601	21 445	23 315	23 797
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	15 916	16 239	24 519	22 184	27 466
+	Obchodní marže	-405	362	-3 074	1 131	-3 669
II.	Výkony	749 026	902 486	1 079 344	1 100 375	1 149 235
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	696 009	877 965	1 039 665	1 072 783	1 122 531
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	35 934	7 011	23 707	12 950	6 830
3.	Aktivace	17 083	17 510	15 972	14 642	19 874
B.	Výkonová spotřeba	499 959	630 140	731 660	742 445	795 914
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	332 997	422 937	478 806	497 585	527 751
B.2.	Služby	166 962	207 203	252 854	244 860	268 163
+	Přidaná hodnota	248 662	272 708	344 610	359 061	349 652
C.	Osobní náklady	200 776	202 704	210 798	223 520	226 889
C.1.	Mzdové náklady	145 908	146 490	152 209	153 718	155 907
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva				9 289	9 235
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	48 287	49 447	51 522	52 599	53 976
C.4.	Sociální náklady	6 581	6 767	7 067	7 914	7 771
D.	Daně a poplatky	-484	524	1 148	1 425	1 140
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	29 654	25 190	22 945	22 142	20 499
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	8 796	2 269	3 511	8 385	1 424
III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	7 152	1 374	2 746	7 653	223
III.2	Tržby z prodeje materiálu	1 644	895	765	732	1 201
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	9 850	6 655	4 180	5 544	2 972
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4 757	1 542	1 408	2 838	
F.2.	Prodaný materiál	5 093	5 113	2 772	2 706	2 972
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů	19 828	-7 975	-32 541	3 895	-2 311
IV.	Ostatní provozní výnosy	235 233	6 034	4 189	2 568	2 445
H.	Ostatní provozní náklady	102 335	16 418	23 963	7 132	8 251
V.	Převod provozních výnosů					
I.	Převod provozních nákladů					
*	Provozní výsledek hospodaření	130 732	37 495	121 817	106 356	96 081
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů					
J.	Prodané cenné papíry a podíly					
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku					
VII.1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách podniku					
VII.2	Výnosy z ostatních dlouhodobých CP a podílů					
VII.3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku					
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku					
K.	Náklady z finančního majetku					
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů			5 081		6 970
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů		4 870		8 992	
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti					184
X.	Výnosové úroky	1	2	22	28	46
N.	Nákladové úroky	12 064	9 699	5 114	2 146	1 112
XI.	Ostatní finanční výnosy	32 603	21 832	26 710	19 608	12 697
O.	Ostatní finanční náklady	15 545	28 823	17 809	18 487	13 309

XII.	Převod finančních výnosů					
P.	Převod finančních nákladů					
*	Finanční výsledek hospodaření	4 995	-21 558	8 890	-9 989	5 108
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	887	1 022	25 257	18 918	20 295
Q.1	splatná	887	3 847	22 204	19 222	18 536
Q.2	odložená		-2 825	3 053	-304	1 759
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	134 840	14 915	105 450	77 449	80 894
XIII.	Mimořádné výnosy					
R.	Mimořádné náklady					
S.	Daň z příjmu z mimořádné čin. – splatná a odložená					
*	Mimořádný výsledek hospodaření					
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)					
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	134 840	14 915	105 450	77 449	80 894
***	Výsledek hospodaření před zdaněním	135 727	15 937	130 707	96 367	101 189

Zdroj: Převzato z podnikových účetních závěrek

Příloha 4: Výkaz cash flow za období 2010–2014

		2010	2011	2012	2013	2014
		v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč
A	PS peněžních prostředků	5 992	4 540	10 351	13 002	8 758
B1	Výsledek hospodaření za účetní období před zdaněním	135 727	15 937	130 707	96 367	101 189
B2	Zisk/ztráta z prodeje DHM a DNM	-2 395	168	-1 338	-4 815	-223
B3	Odpisy stálých aktiv, umoř. opr. pol. k úpl. nabytému majetku, dary IM	29 654	25 190	22 945	22 142	20 499
B4	Změna stavu rezerv	-4 547	3 295	11 232	-13 012	-948
B5.1	Změna stavu krátkodobých pohledávek	206 542	-18 634	21 221	8 911	-19 036
B5.2	Změna stavu krátkodobých závazků	-129 761	-2 102	6 395	22 860	-28 800
B5.3	Změna stavu zásob	4 218	-11 898	-28 998	-26 797	2 589
B6	Změna stavu krátkodobých úvěru a výpomocí	-70 496	-58 802	-37 312	-84 179	618
B7	Daň z příjmů splatná i odložená	-887	-1 022	-25 257	-18 918	-20 295
B	Peněžní tok z provozní činnosti	168 055	-47 868	99 595	2 559	55 593
C1	Nabytí DHM a DNM (-odpisy- ZC)	-7 284	-24 881	-22 732	-29 913	-35 948
C2	Tržby z prodeje DHM a DNM	7 152	1 374	2 746	7 653	223
C3	Změna stavu dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	155
C	Peněžní tok z investiční činnosti	-132	-23 507	-19 986	-22 260	-35 570
D1	Změna stavu dlouhodobých pohledávek	0	-2 825	2 825	-77	77
D2	Změna stavu dlouhodobých závazků	-169 375	80 011	-79 783	-228	1 682
D3	Změna stavu dlouhodobých a střednědobých úvěrů	0	0	0	15 055	-15 055
D	Peněžní tok z finanční činnosti	-169 375	77 186	-76 958	14 750	-13 296
E	Celkový peněžní tok od počátku roku	-1 452	5 811	2 651	-4 951	6 727
F	KS peněžních zůstatků	4 540	10 351	13 002	8 051	15 485

Zdroj: Převzato z podnikových výročních zpráv, vlastní zpracování

Příloha 5: Rozvaha - upravený rok 2014 a plán 2015–2018 včetně pokračující fáze

V tis. Kč	2014 upravené	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Aktiva celkem	437 066	537 330	634 923	733 664	832 818	932 161
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	266 953	267 117	267 446	268 005	268 795	269 819
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	266 953	267 117	267 446	268 005	268 795	269 819
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	167 567	267 667	364 931	463 113	561 478	659 796
Zásoby	122 484	129 221	133 744	139 227	144 936	150 878
Pohledávky - dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
Pohledávky - krátkodobé	40 004	42 204	43 681	45 472	47 337	49 277
Finanční majetek	5 079	96 242	187 506	278 413	369 205	459 641
Časové rozlišení	2 546	2 546	2 546	2 546	2 546	2 546
Pasiva celkem	437 066	537 330	634 923	733 664	832 818	932 161
Vlastní kapitál	267 959	445 677	540 062	634 913	730 019	825 148
Základní kapitál	239 454	239 454	239 454	239 454	239 454	239 454
Kapitálové fondy	-213	-213	-213	-213	-213	-213
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	28 718	110 950	206 436	300 821	395 672	490 778
Hospodářský výsledek minulých let	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	82 232	95 485	94 386	94 851	95 106	95 128
Cizí zdroje	86 875	91 653	94 861	98 750	102 799	107 014
Rezervy	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	86 875	91 653	94 861	98 750	102 799	107 014
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 6: Výkaz zisku a ztráty - upravený rok 2014 a plán 2015–2018 včetně pokračující fáze

	V tis. Kč	2014 upravené	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
I.	Tržby za prodej zboží	23 797	24 915	25 588	26 356	27 146	27 961
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	27 496	26 331	27 042	27 853	28 688	29 549
+	Obchodní marže	-3 699	-1 415	-1 453	-1 497	-1 542	-1 588
II.	Výkony	1 122 531	1 184 461	1 226 116	1 276 668	1 329 302	1 384 102
	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 122 531	1 184 461	1 226 116	1 276 668	1 329 302	1 384 102
B.	Výkonová spotřeba	791 879	826 610	851 730	877 282	903 601	930 709
+	Přidaná hodnota	353 687	381 623	394 979	411 174	428 032	445 581
C.	Osobní náklady	226 889	240 502	254 932	270 228	286 442	303 629
C.1	Mzdové náklady	155 907	165 261	175 177	185 688	196 829	208 639
C.2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	9 235	9 789	10 376	10 999	11 659	12 359
C.3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	53 976	56 189	59 560	63 134	66 922	70 937
C.4	Sociální náklady	7 771	8 237	8 731	9 255	9 811	10 399
D.	Daně a poplatky	1 129	1 159	1 240	1 291	1 344	1 399
E.	Odpisy DHM a DNM	20 449	20 663	20 828	21 057	21 289	21 523
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů	0	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0	0
H.	Ostatní provozní náklady	0	0	0	0	0	0
V.	Převod provozních výnosů						
I.	Převod provozních nákladů						
	Provozní výsledek hospodaření	101 521	117 883	116 525	117 100	117 415	117 442
*	Finanční výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	19 289	22 398	22 140	22 249	22 309	22 314
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	82 232	95 485	94 386	94 851	95 106	95 128
XIII.	Mimořádné výnosy						
R.	Mimořádné náklady						
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti						
*	Mimořádný výsledek hospodaření						
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	82 232	95 485	94 386	94 851	95 106	95 128
***	Výsledek hospodaření před zdaněním	101 521	117 883	116 525	117 100	117 415	117 442

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 7: Poměrové ukazatele likvidity predikovaných výkazů

Ukazatele likvidity	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Běžná likvidita (3. stupně)	2,92	3,85	4,69	5,46	6,17
Pohotová likvidita (2. stupně)	1,51	2,44	3,28	4,05	4,76
Okamžitá likvidita (1. stupně)	1,05	1,98	2,82	3,59	4,30

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 8: Poměrové ukazatele aktivity predikovaných výkazů

Ukazatele aktivity	2015	2016	2017	2018	Pokračující fáze
Rychlost obratu aktiv	2,25	1,97	1,78	1,63	1,51
Vázanost zásob	0,22	0,21	0,21	0,20	0,19
Doba obratu pohledávek	21	18	16	16	16
Doba obratu závazků	46	39	34	34	34
Doba obratu zásob	65	54	48	48	48

Zdroj: Vlastní zpracování