DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty podniku EKOMOR, s.r.o.

Valuation of the Company EKOMOR, s.r.o.

STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

VEDOUCÍ PRÁCE

doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

DONÁT

JAKUB

2018

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: Donát Jméno: Jakub Osobní číslo: 424119

Fakulta/ústav: Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)

Zadávající katedra/ústav: Oddělení ekonomických studií

Studijní program: Řízení rozvojových projektů

Studijní obor: Projektové řízení inovací v podniku

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Stanovení hodnoty podniku Ekomor s.r.o.

Název diplomové práce anglicky:

Valuation of the Company Ekomor s.r.o.

Pokyny pro vypracování:

CÍL: Cílem DP je stanovit hodnotu podniku Ekomor s.r.o.
PŘÍNOS: Přínosem práce bude stanovení hodnoty pro potenciálního externího investora
OSNOVA 1. Cíl práce a zdůvodnění zadání; 2. Teoretická část - problematika oceňování podniku, riziko a čas v oceňování, postup při oceňování podniku, metody oceňování; 3. Praktická část - představení společnosti, strategická analýza, finanční analýza, aplikace metod ocenění; 4. Závěr

Seznam doporučené literatury:

1. DAMODARAN, A. The little book of valuation, 2011. 2. GRÜNWALD, R. Finanční analýza pro oceňování podniků, 2004.
3. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, 2001. 4. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. Finanční analýza:krok za krokem, 2005.
5. MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku, 2011. 6. SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. Strategická analýza, 2006
7. VALACH, J. Finanční řízení podniku, 1999.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

doc. RNDr. Ing. Hana SCHOLLEOVÁ, Ph.D., MÚVS ČVUT v Praze, oddělení ekonomických studií

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 6. 12. 2017 Termín odevzdání diplomové práce: 4. 5. 2018

Platnost zadání diplomové práce: 30. 9. 2019

Podpis vedoucí(ho) práce | Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry | Podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

9. 4. 2018

Datum převzetí zadání

Podpis studenta(ky)

© ČVUT v Praze, Design: ČVUT v Praze, VIC

DONÁT, Jakub. *Stanovení hodnoty podniku EKOMOR, s.r.o*. Praha: ČVUT 2018. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.

MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v přiloženém seznamu použité literatury. Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 03. 05. 2018 Podpis:

Poděkování

Rád bych poděkoval všem, kteří mi pomáhali s vypracováním diplomové práce, především pak vedoucí mé diplomové práce paní doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D za čas a užitečné rady, které mi věnovala. Také bych rád poděkoval své přítelkyni Bc. Markétě Fišerové za psychickou podporu a gramatické úpravy.

Abstrakt

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku EKOMOR, s.r.o., který se zabývá technologiemi povrchových úprav kovů a výrobou a prodejem těchto zařízení. Účelem této práce je stanovení hodnoty podniku pro potřeby potenciálního externího investora. Ocenění bylo provedeno k 1. 5. 2018. Ocenění vychází z principu „going concern", který ve zkratce předpokládá, že podnik bude i nadále pokračovat ve stejné podnikatelské činnosti do budoucna. V teoretické části je popsána problematika oceňování podniku včetně postupu ocenění, ze které pak vychází část praktická v podobě strategické a finanční analýzy, tvorby finančního plánu a samotného ocenění podniku. Podnik je oceněn pomocí výnosových metod, které jsou pro porovnání doplněny metodami jednodušími.

Klíčová slova

Stanovení hodnoty, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, diskontní míra, DCF, FCF, EVA

Abstract

The aim of this thesis is to determine the value of the company EKOMOR, s.r.o. whose primary business activity is the development of technologies for surface treatment of metals and production and sale of devices using these technologies. The purpose of this thesis is to determine the value of the business for the needs of a potential external investor. The valuation was made on 1 May 2018. The valuation is based on the "going concern" principle, which in short means that the valuation is made with the presumption that the company will continue to carry out the same business activities in the future. The theoretical part of the thesis describes the subject of business valuation including its procedures and methods. This is followed by the practical part, which consists of strategic and financial analysis, construction of a financial plan and the business valuation itself. The value of the company is determined by using income approaches, which are complemented by simpler approaches for the sake of comparison.

Key words

Valuation, strategic analysis, financial analysis, financial plan, discount rate, DCF, FCF, EVA

Obsah

Úvod **13**

1 Problematika oceňování podniku **15**

1.1 Podnik 15

1.2 Předpisy pro oceňování 16

1.3 Kategorie hodnoty 16

1.3.1 Tržní hodnota 16

1.3.2 Investiční hodnota 16

1.3.3 Objektivizovaná hodnota 17

1.3.4 Kolínská škola 17

1.4 Metody ocenění podniku 17

1.4.1 Výnosové metody 17

1.4.2 Tržní metody 17

1.4.3 Majetkové metody 17

1.5 Riziko a čas v oceňování 18

1.6 Postup při oceňování podniku 18

2 Strategická analýza **18**

2.1 Analýza makroprostředí 19

2.1.1 PEST analýza 19

2.2 Analýza mikroprostředí 20

2.2.1 Vymezení relevantního odvětví a jeho charakteristika 20

2.2.2 Porterův model pěti sil 21

2.2.3 Prognóza vývoje odvětví 23

2.3 Analýza vnitřního prostředí 23

3 Finanční analýza **23**

3.1 Analýza absolutních ukazatelů 25

3.1.1 Horizontální analýza 25

3.1.2 Vertikální analýza 25

3.1.3 Pracovní kapitál 26

3.2 Bilanční pravidla 26

3.2.1 Zlaté bilanční pravidlo 26

3.2.2 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika ... 26
3.2.3 Zlaté pari pravidlo ... 27
3.2.4 Zlaté poměrové pravidlo ... 27
3.3 Analýza poměrových ukazatelů ... 27
3.3.1 Ukazatele rentability ... 27
3.3.2 Ukazatele aktivity ... 28
3.3.3 Ukazatele zadluženosti ... 29
3.3.4 Ukazatele likvidity ... 30
3.3.5 Ukazatele produktivity ... 30
3.4 Bankrotní modely ... 31
3.4.1 Syntetický pohled na finanční zdraví ... 31
3.4.2 Altmanova analýza ... 31
3.4.3 Souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN ... 32
3.5 EVA ... 32
3.6 SWOT analýza ... 32
4 Sestavení finančního plánu ... 33
4.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná ... 33
4.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty ... 33
4.2.1 Tržby ... 33
4.2.2 Provozní zisková marže ... 33
4.2.3 Pracovní kapitál ... 34
4.2.4 Investice do dlouhodobého majetku ... 34
4.3 Finanční plán ... 34
5 Metody oceňování ... 34
5.1 Ocenění na základě analýzy majetku ... 35
5.1.1 Likvidační hodnota ... 35
5.1.2 Účetní hodnota ... 36
5.1.3 Substanční hodnota ... 36
5.2 Metody založené na analýze trhu ... 36
5.2.1 Přímé ocenění za použití dat kapitálového trhu ... 37
5.2.2 Metoda tržního porovnání ... 37
5.3 Ocenění na základě analýzy výnosů ... 38

5.3.1 Metoda kapitalizace zisku 38
5.3.2 Metoda diskontovaného cash flow 39
5.3.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty 42
5.4 Kombinované metody 43
5.4.1 Schmalenbachova metoda 43
5.4.2 Metoda vážené střední hodnoty 43
6 Popis společnosti EKOMOR, s.r.o. 45
6.1 Předmět, účel a datum ocenění 45
6.2 Základní údaje o společnosti 45
6.3 Historie společnosti 45
6.4 Velikost společnosti a předmět podnikání 46
7 Strategická analýza 46
7.1 Analýza makroprostředí 46
7.1.1 Politicko-legislativní faktory 47
7.1.2 Ekonomické faktory 47
7.1.3 Sociálně-ekologické faktory 50
7.1.4 Technologické faktory 52
7.2 Analýza mikroprostředí 52
7.2.1 Vymezení relevantního trhu a jeho charakteristika 52
7.2.2 Porterův model pěti sil 53
7.2.3 Prognóza vývoje odvětví 55
7.3 Analýza vnitřního potenciálu 56
8 Finanční analýza 57
8.1 Horizontální analýza rozvahy 57
8.1.1 Horizontální analýza rozvahy (aktiva) 57
8.1.2 Horizontální analýza rozvahy (pasiva) 59
8.2 Vertikální analýza rozvahy 60
8.2.1 Vertikální analýza rozvahy (aktiva) 61
8.2.2 Vertikální analýza rozvahy (pasiva) 64
8.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty 65
8.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty 67
8.5 Bilanční pravidla 69

8.5.1 Zlaté bilanční pravidlo ... 69
8.5.2 Pravidlo vyrovnání rizika ... 70
8.5.3 Pari pravidlo ... 70
8.5.4 Poměrové pravidlo ... 71
8.6 Analýza pracovního kapitálu ... 71
8.7 Poměrové ukazatele ... 74
8.7.1 Ukazatele rentability ... 75
8.7.2 Ukazatele likvidity ... 76
8.7.3 Ukazatele aktivity ... 77
8.7.4 Ukazatele produktivity ... 78
8.8 Bankrotní modely ... 79
8.8.1 Altmanova analýza ... 79
8.8.2 Souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN ... 80
8.9 EVA ... 81
8.10 Shrnutí strategické a finanční analýzy ... 82
8.10.1 SWOT analýza ... 82
8.10.2 Prognóza tržeb ... 84
9 Ocenění podniku ... 85
9.1 Finanční plán ... 85
9.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty ... 85
9.1.2 Plánovaná rozvaha ... 87
9.2 Stanovení hodnoty společnosti EKOMOR, s.r.o. ... 88
9.2.1 Stanovení diskontní míry ... 88
9.2.2 Metoda DCF entity ... 88
9.2.3 Metoda DCF equity ... 90
9.2.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty ... 91
9.2.5 Souhrnné ocenění podniku ... 92
Závěr ... 94
Seznam použité literatury ... 96
Seznam obrázků a tabulek ... 98
Přílohy ... 100

Úvod

Oceňování společností je v prostředí České republiky relativně nový pojem a rozhodně zde nemá takové kořeny, jako např. v sousedním Německu nebo ve Spojených státech. Potřeba ocenit podnik nebo majetek zde obecně nastala až s pádem komunistického režimu, do té doby nebylo nic z toho logicky potřeba. První vlna se tedy dá datovat přibližně od roku 1990. V současné době však dochází k opětovnému rozmachu této disciplíny, a to z důvodu především stárnutí podnikatelů, kteří právě v 90. letech zakládali své podniky a nyní je nemají komu předat a přemýšlí o jejich prodeji.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku EKOMOR, s.r.o. k 1. 5. 2018, a to především pro potřeby potenciálního externího investora či případného zájemce o koupi podniku. Společnost se také v posledních letech dostala do situace, kdy bude pravděpodobně zapotřebí jisté kapitálové přeměny či změny vlastnické struktury a znalost její hodnoty by tedy mohla posloužit jako základ pro správná rozhodnutí.

Diplomová práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část popisuje problematiku oceňování podniku, včetně popisu použitelných metod ocenění. Jelikož je však vycházeno z většího množství publikací a všechny očividně předpokládají dokonalou znalost oceňovaného podniku, v praktické části budou použity pouze poznatky, které lze v tomto případě reálně využít. Myslím si, že je však vhodné pro úplnost tyto poznatky v teoretické části zmínit.

Samotnému ocenění předchází několik neodmyslitelných kroků. Sběr dat asi zmiňovat nemusím, ale nejprve je potřeba provést důkladnou strategickou analýzu podniku, tedy analýzu vnějšího a vnitřního potenciálu, ze které vzejde především výnosový potenciál společnosti. Finanční analýza pak ukáže současnou finanční situaci podniku a lze z ní odvodit budoucí vývoj. Pro možnost využití výnosových metod musí podnik splňovat tzv. going concern princip, který předpokládá, že bude v současné podnikatelské aktivitě pokračovat i nadále. Zda ho společnost splňuje, by mělo být zřejmé právě z finanční a strategické analýzy.

Jednou z nejdůležitějších částí této práce je pak finanční plán, který je vypracován na základě procentní metody z tržeb, kde předpokládaný růst tržeb vychází právě ze strategické a finanční analýzy. Na něj pak bezprostředně navazuje samotné ocenění podniku, které bude provedenou metodou adekvátně zvolenou na základě předchozí analýzy současného stavu a budoucího potenciálu oceňovaného podniku. Pro porovnání bude základní metoda doplněna dalšími případně možnými metodami, které napoví, zda bylo postupováno správně a zda je vůbec pro podnik výhodné pokračovat v další činnosti.

V závěru práce shrnuji všechny zjištěné informace o podniku a jeho okolí a také postup ocenění. Nakonec uvedu zjištěnou hodnotu podniku EKOMOR, s.r.o. k 1. 5. 2018, čímž bude cíl práce považován za splněný.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Problematika oceňování podniku

Termín oceňování podniku může na první pohled znít, obzvláště nezasvěcenému člověku, poněkud jednoduše. Bohužel tato problematika není jednoduchá ani v nejmenším. Člověk by si mohl říci, že se podívá na účetní závěrku, konkrétně na rozvahu, sečte aktiva, resp. podívá se na celková aktiva, odečte závazky a vyjde mu, jakou účetní hodnotu společnost má. V případě brutto hodnoty ani nic odečítat nemusí. Toto je však jen jedna z mnoha metod, kterými lze podnik ocenit a slouží pouze jako doplňková metoda, a to především z důvodu, že historická účetní hodnota a současná reálná hodnota majetku se dosti liší. V této práci pro ocenění konkrétního podniku použiji především výnosových metod, které se dívají do budoucna a odhadují hodnotu podniku v závislosti na jeho budoucích očekávaných výnosech, ale především, tyto metody lze využít pouze v případě, že společnost splňuje going concern princip a lze předpokládat její budoucí fungovaní.

Než ale vůbec začnu se samotným oceňováním, je důležité uvědomit si, co vlastně bude předmětem ocenění. Je nutné si správně definovat pojem podnik, na jakých hladinách hodnoty může být podnik oceňován a také z jakého důvodu se podnik vlastně oceňuje. (Mařík, 2011, s. 15)

1.1 Podnik

Aby bylo možné podnik správně ocenit, je nutné vědět, co vlastně pojem podnik znamená. Definic podniku existuje poněkud více. Obecně lze říci, že podnik je organizace vytvořená za účelem vytvoření nějaké hodnoty při zapojení určitých zdrojů, které samy o sobě by toto nedokázaly. V ekonomii se za cíl podniku dříve obecně považovala maximalizace zisku, i když v poslední době tento cíl nahrazuje jiný, a to právě maximalizace hodnoty.

Např. Peter F. Drucker ve svých publikacích cíl maximalizace zisku odsuzuje jako nesprávný, irelevantní nebo dokonce nesmyslný. Tím však netvrdí, že zisk není důležitý, naopak. Zisk však není účel, ale limitující faktor podniku. (Drucker, 2002, s. 27)

Podnik lze také definovat jako málo likvidní, jedinečné aktivum, pro které neexistují nijak zvlášť účinné trhy. (Mařík, 2011, s. 15)

Oficiální definice podniku v prostředí České republiky podle § 5 obchodního zákoníku je následující. Podnik je: *„…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 vhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná…"*

Z této definice plyne, že podnik se skládá z hmotných a nehmotných věcí, z lidí a jejich znalostí a zkušeností. To hlavní ale je, že tyto složky tvoří komplexní celek a je nutné na ně jako na funkční celek pohlížet, a nikoliv jako na jednotlivé části zvlášť. (Kislingerová, 2001, s. 8)

1.2 Předpisy pro oceňování

V České republice neexistuje žádný závazný zákon nebo předpis pro oceňování podniku. Oceňovatelé se řídí především ekonomickou teorií. Avšak existuje několik předpisů, které se alespoň dílčím způsobem uplatňují. (Mařík, 2011, s. 18)

Mezi dva základní české předpisy patří Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., který se však zabývá pouze oceněním nehmotného majetku nebo nemovitostí, a to jen v souvislosti s konkurzy nebo v rámci zákona o daních jako jsou dědické, darovací apod. Druhým předpisem je metodický pokyn ČNB, kterým je však závazný jen pro znalecké posudky předkládané ČNB. (Mařík, 2011, s. 18)

V zahraničí se oceňovatel může inspirovat evropskými nebo mezinárodními oceňovacími standardy (EVS/IVS), které však obsahují jen určité zásady, které by měl oceňovatel respektovat. Dále je možné použít např. americké oceňovací standardy (US PAP), kde je tradice oceňování delší než v Evropě, nebo Německý standard IDW S1. Poslední zmíněný standard je vhodný díky tomu, že je speciálně určen pro potřebu ocenění podniku. (Mařík, 2011, s. 19)

1.3 Kategorie hodnoty

I když je v praxi běžně po oceňovateli požadováno určení objektivní hodnoty společnosti, nic jako objektivní hodnota společnosti neexistuje. Hodnota podniku, pokud bereme v úvahu výnosové metody ocenění, je daná očekávanými budoucími příjmy, které jsou převedeny na současnou hodnotu. (Mařík, 2011, s. 20)

Hodnotu podniku lze rozdělit do několika kategorií:

1.3.1 Tržní hodnota

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (IVS, 2005, s. 82)

Vychází se zde z otázky, kolik by byl ochotný zaplatit průměrný zájemce na trhu. Předpokládá se existence trhu s podniky nebo podíly vlastního kapitálu podniků. (Mařík, 2011, s. 22)

1.3.2 Investiční hodnota

Jedná se o subjektivní hodnotu majetku pro určitého investora, která je odvozena z jeho očekávaných užitků plynoucích z tohoto majetku. Tento pojem nelze zaměnit s tržní hodnotou, jelikož investiční hodnota může být vyšší nebo i nižší, než je hodnota tržní. (IVS, 2005, s. 94)

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Jak už jsem zmínil v předchozím textu, objektivní hodnota podniku neexistuje. Toto však ztěžuje práci profesionálním odhadcům, a proto přišli s termínem objektivizovaná hodnota. Tento postup je založen na využití dat nezávislých na konkrétním oceňovateli. (Mařík, 2011, s. 27)

Objektivizovaná hodnota je typizovaná a ostatními subjekty přezkoumatelná výnosová hodnota, stanovena z pohledu tuzemské osoby. Bere se v úvahu pokračování podniku v nezměněném konceptu a realistická očekávání v rámci trhu. (IDW S 1)

1.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola se zaměřuje na to, jaký mají výsledky ocenění pro uživatele účel nebo funkci. Za nejdůležitější považují funkci poradenskou, kdy dvěma stranám poskytnou informaci a minimální a maximální ceně, o které lze uvažovat, aniž by ani jedna strana neprodělala. Po ní přichází funkce rozhodčí, kdy by měl oceňovatel nalézt spravedlivou hodnotu mezi maximální a minimální cenou. (Mařík, 2011, s. 31)

1.4 Metody ocenění podniku

Existují tři základní okruhy metod oceňování. V praxi se většinou výsledek ocenění opírá o více z nich. Zde jde jen o jakýsi přehled těchto metod, podrobně se k jednotlivým metodám, které lze při oceňování podniku použít vrátím v závěru této teoretické části.

1.4.1 Výnosové metody

Jak již název napovídá, jedná se o metody založené na analýze budoucích výnosů podniku. Patří sem metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty. (Mařík, 2011, s. 37)

1.4.2 Tržní metody

Tyto metody jsou založené na analýze cen trhu. Oceňuje se na základě tržní kapitalizace, srovnatelných podniků, údajů z burzy, srovnatelných transakcí nebo odvětvových multiplikátorů. (Mařík, 2011, s. 37)

1.4.3 Majetkové metody

V tomto případě se jedná o oceňování jednotlivých majetkových položek podniku. Zde oceňovatel zkoumá účetní hodnotu vlastního kapitálu, substanční hodnotu na principu reprodukčních cen nebo úspory nákladů, likvidační hodnotu a majetkové ocenění na principu tržní hodnoty. (Mařík, 2011, s. 37)

1.5 Riziko a čas v oceňování

Faktor rizika a času se do oceňování promítá především v podobě diskontní míry. Hodnota aktiva je vyjádřena jako současná hodnota budoucích příjmů, které z aktiva plynou. Tyto příjmy však nemají pro příjemce pokaždé stejný význam. Jedná se o časovou hodnotu peněz, což vlastně znamená, že současný příjem má vyšší hodnotu než příjem budoucí. Je to hlavně z toho důvodu, že majitel může tyto prostředky dříve investovat a získat z nich další výnosy. Proto také nemůže oceňovatel budoucí příjmy jednoduše sečíst, nejdříve musí tyto hodnoty přepočítat k datu ocenění a teprve je poté sečíst. (Mařík, 2011, s. 39)

Riziko hraje při oceňování podniku podstatnou roli. Analýza rizika je klíčová pro správnost výsledného ocenění. (Kislingerová, 2001, s. 104)

Hodnota aktiva též záleží na riziku s ním spojeným, respektive s jakou pravděpodobností dojde k příjmu z tohoto aktiva. Čím vyšší je pravděpodobnost, že k příjmu dojde, tím vyšší bude hodnota aktiva, ze kterého příjem plyne a naopak. Riziko lze rozčlenit do několika typů. Rozlišuje se riziko obchodní a finanční, kdy obchodní riziko je dáno variabilitou prodeje a fixních provozních nákladů. Finanční riziko je pak spjato s placením fixních nákladových úroků. Riziko se také člení na systematické a nesystematické. Systematické riziko neboli riziko tržní v zásadě nelze ovlivnit, lze s ním pouze počítat. Jedná se např. o vývoj HDP nebo cenové hladiny. Riziko nesystematické neboli jedinečné již podnik ovlivnit může. Skrývají se v něm např. chyby vedení nebo uplatňování neověřených postupů v podniku. (Mařík, 2011, s. 46)

1.6 Postup při oceňování podniku

Neexistuje žádný jeden správný postup pro ocenění, vždy záleží na konkrétních podmínkách a účelu ocenění. Za jakýsi obecný postup by se však dal považovat následující. Prvním krokem je sběr vstupních dat, jak o podniku samotném, tak i o prostředí, ve kterém se podnik nachází. Druhým krokem je analýza těchto dat. Zde přichází na řadu strategická a finanční analýza, analýza generátorů hodnoty. Třetím krokem je sestavení finančního plánu podniku a posledním čtvrtým krokem je samotné ocenění podniku. (Mařík, 2011, s. 53)

2 Strategická analýza

Strategická analýza je jednou ze součástí strategického řízení podniku. To, jakou si strategii podnik zvolí, vychází právě z této analýzy. Strategická analýza si klade za cíl identifikaci a následné vyhodnocení faktorů, které by mohly ovlivnit konečnou volbu cílů a strategii podniku, stejně tak jako pochopení souvislostí, které mezi těmito faktory existují. Strategická analýza umožňuje podniku nalézt trendy v chování okolí vůči němu samotnému a také vysvětlit vztahy, které mezi nimi panují. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 9)

Strategickou analýzu lze považovat za klíčovou fázi oceňování. Funkce strategické analýzy pro účel ocenění podniku je vymezení celkového výnosového potenciálu. Ten je závislý na vnitřním a vnějším potenciálu podniku. (Mařík, 2011, s. 56)

Strategická analýza se tedy dělí na analýzu vnějšího prostředí, resp. okolí podniku, která se dále dělí na analýzu makroprostředí a mikroprostředí a na analýzu vnitřního prostředí podniku. Je možno se setkat i s jiným rozdělením, které ale podává tytéž informace. Někteří autoři dělí prostředí podniku na makro, mezo a mikro, jedná se však jen o jiné pojmenování výše uvedeného.

2.1 Analýza makroprostředí

Výkonnost podniku je značně závislá na vývoji makroprostředí, ve kterém se podnik nachází. Faktory, které však na podnik působí z vnějšího okolí lze jen stěží ovlivnit. Podnik se s nimi tedy musí vyrovnat a jeho další úspěšnost závisí na tom, jak dobře na ně bude reagovat. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 16)

2.1.1 PEST analýza

Pro analýzu makroprostředí se nejčastěji používá analýza PEST, nebo její různé mutace, jako je PESTL, PESTLE atd. Zkratka v sobě skrývá první písmena faktorů, které na podnik působí. Konkrétně jsou to faktory politické, ekonomické, sociální, technologické a někdy se přidávají i faktory legislativní či ekologické. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 16)

Politické faktory úzce souvisí s faktory legislativními. Zahrnují v sobě např. politickou stabilitu, která podnikatelský sektor značně ovlivňuje. Dále se jedná o členství v mezinárodní organizaci. Situaci v ČR velice významně ovlivnil vstup do Evropské unie. Pro podniky se tak objevilo mnoho příležitostí jako jsou nové trhy, ale na druhou stranu také hrozeb v podobě nové konkurence. Legislativní faktory zase v sobě zahrnují různé zákony, kterými se podnik musí řídit. Jejich časté změny mohou podniku přinášet zbytečné náklady. Podnik nejvíce ovlivňují zákony daňové, protimonopolní, různé regulace importu a exportu, cenová politika dané země, přístup k ochraně životního prostředí, ale i ochrana osob, ať již zaměstnanců nebo zákazníků. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 16-17)

Ekonomické faktory v sobě zahrnují ekonomickou situaci jak domácí, tak zahraniční. V dnešní době je již všechno tak propojeno, že špatná situace v nějaké silné ekonomice ovlivní většinu světa. Podnik musí sledovat makroekonomické ukazatele jako jsou ekonomický růst, úroková míra, devizový kurz, míra inflace a daňová politika. Ekonomický růst obecně vede k vyšší spotřebě, a tedy i poptávce po produktech podniku, tím spíše pokud podnik podniká v cyklickém odvětví. Úroková míra zase ovlivňuje výnosnost podniku, cenu kapitálu a jeho investiční aktivitu. Stejně tak míra inflace ovlivňuje investiční aktivity firem, pokud bude vysoká, tak tyto aktivity bude utlumovat a bude tak brzdit ekonomický rozvoj. Devizový kurz zase ovlivňuje podniky exportně zaměřené. Všechny tyto ukazatele nelze brát v úvahu odděleně, existují mezi

nimi souvislosti a je nutné je zachytit a předvídat jejich vývoj a vliv na samotný podnik. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 17)

Jak zjistíme dále, pro vybranou společnost nebude důležitý vývoj ekonomické situace ČR jako spíše celé Evropy a potažmo i celého světa, jelikož v posledním roce přibližně trojnásobek (průměrně to bývá dvojnásobek) tržeb plyne ze zahraničí. S tím také souvisí již výše zmíněný vývoj devizového kurzu. Také úrokové míry nebudou hrát moc velkou roli, jelikož podnik nevyužívá úročené cizí zdroje.

Sociální faktory jsou např. složení obyvatelstva, které souvisí s poptávkou po zboží a službách. Dále se jedná o životní styl obyvatel, jaké hodnoty zastávají, o úroveň vzdělání, ale také o změny v těchto oblastech. (Lhotský, 2010, s. 31)

Se sociálními faktory souvisí také ekologické. Hlavně v poslední době roste zájem o ochranu životního prostředí. Tím jsou podniky nuceny k lepším výrobním postupům nebo k efektivnější likvidaci odpadů, což jim logicky zvyšuje náklady. Je to však řekněme nutnost, jelikož dnes si již téměř nikdo nekoupí produkt od společnosti, která ničí přírodu jen pro to, aby ušetřila náklady. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 18)

Technologické faktory v sobě zahrnují rychlost vývoje vědy a techniky. Konkurenceschopnost podniku na těchto faktorech vysoce závisí. Podnik musí neustále sledovat technologický vývoj a v poslední době i předvídat vývoj budoucí. Nespočet společností zaspalo a následně na to doplatilo. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 18)

2.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí se zabývá konkrétním odvětvím, ke kterému podnik přísluší. Logicky již tuto oblast dokáže podnik na rozdíl od makroprostředí více či méně svou činností ovlivňovat. Pro oceňování je tato analýza velice důležitá a zaměřuje se na dva hlavní problémy. Identifikuje základní charakteristické znaky odvětví a na samotnou analýzu by měla navázat prognóza vývoje odvětví, resp. trhu. (Kislingerová, 2001, s. 32)

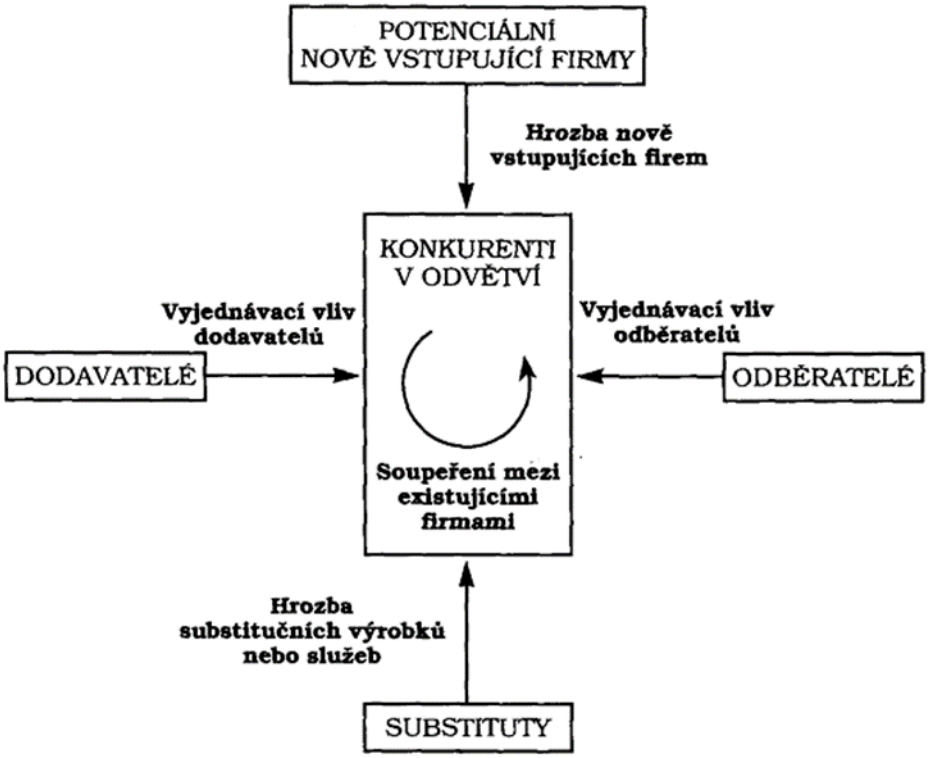
2.2.1 Vymezení relevantního odvětví a jeho charakteristika

Důležitým krokem pro správnou analýzu mikroprostředí, ve kterém se podnik nachází a provozuje svou podnikatelskou činnost, je toto mikroprostředí, resp. odvětví správně vymezit. Toto však bývá často problém, a to jednak z důvodu rozvoje nových technologií, které znehodnocují zažité členění odvětví a také z toho důvodu, že podniky často vyrábí široký sortiment produktů. Obecně je odvětví definováno jako určitá skupina podniků, které na trhu nabízí podobné výrobky nebo služby. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 30)

V praktické části použiji pro vymezení odvětví členění dle CZ-NACE, jak ale bude vysvětleno dále, pro další účely bude lepší použít hlavní konkurenční podniky spíše než odvětví jako celek, jelikož zaměření vybrané společnosti je dosti specifické.

2.2.2 Porterův model pěti sil

Při analýze mikroprostředí se nejčastěji využívá Porterův model pěti sil. Ten ukazuje pět faktorů, které na podnik působí, co se mikroprostředí týče a jsou tedy lépe ovlivnitelné než faktory vnější. Podnik musí identifikovat, které faktory mají větší či menší význam a které může více či méně ovlivnit. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 47)



Obrázek 1 Porterův model pěti sil (zdroj: Porter, 1994, s. 4)

Když podnik zkoumá současnou konkurenci, je třeba, aby věděl, kdo všechno jeho konkurent vlastně je. Poté zkoumá, v jaké finanční situaci konkurence je a jaký má tržní podíl. Tyto podniky mezi sebou neustále soupeří, např. o již zmíněnou tržní pozici. Je nutné, aby společnost reagovala na chování konkurence. Konkurenční boj je ovlivněn několika faktory. Jsou jimi množství a síla konkurentů, rychlost růstu odvětví, překážky pro výstup z odvětví apod. (Porter, 1994, s. 19)

Více konkurentů znamená větší pravděpodobnost, že některý z nich přijde s novým a kreativním strategickým tahem. Paradoxně trhy, kde existuje jeden dominantní podnik jsou daleko stabilnější a nedochází zde k tolika konkurenčním akcím jako na trzích, kde se podobně velké podniky neustále perou o lepší tržní pozici. Rychlý růst trhu způsobuje obvykle nižší rivalitu v odvětví, díky tomu, že podnik roste díky rostoucí poptávce, a ne nutně na úkor ostatních. To však nutí podniky držet krok s poptávkou, aby naopak o svůj tržní podíl nepřišly. K vyšší rivalitě naopak nutí odvětví, kde lze nalézt vysoké fixní náklady. V dobách recese nebo poklesu poptávky jsou pak tyto podniky nuceny uchýlit se k různým slevám a dalším formám podpory prodeje, aby nedošlo k nevyužití výrobních kapacit. V odvětví, kde nejsou diferenciované produkty opět dochází k intenzivním konkurenčním bojům, jelikož náklady k přechodu

ke konkurenci jsou téměř nulové. Různé výstupní bariéry z trhu, jako jsou např. vysoké investice do strojního zařízení, vysoké odstupné zaměstnancům, penále za nedodržení smluv atd. opět zvyšují rivalitu v odvětví a za nepříznivých podmínek nutí podniky v konkrétním odvětví zůstat za každou cenu, což se může projevovat např. cenovými válkami. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 49-50)

Hrozba potenciální konkurence přichází od podniků, které ještě v současné době konkurence nejsou, avšak hrozí, že se jí někdy v budoucnu stanou. Vstupem nových podniků do odvětví hrozí pokles cen nebo růst nákladů, v horším případě oboje, a tím také pokles zisku původním podnikům. Proti tomuto vstupu však působí různé překážky, které jsou v závislosti na odvětví větší či menší. (Porter, 1994, s. 7)

V některých odvětvích jsou za účelem efektivnosti podniky nuceny k tzv. úsporám z rozsahu, kde velké objemy prodejů výrazně snižují náklady. Nově vstupující podniky pak musí počítat s určitým znevýhodněným, které budou mít oproti zaběhlým podnikům disponujícími dlouholetými zkušenostmi v odvětví. Další překážku představují technologie a know-how, které by si musely nově vstupující podniky do určitých odvětví nějakým způsobem obstarat. Znalost značky a věrnost zákazníků jsou dalším problémem, který musí nově příchozí podnik překonat. Musí investovat nemalé částky do reklamy nebo různých slev, aby přetáhl zákazníky k sobě. Počet potenciálních konkurentů také ovlivňuje výše investic nutných k proniknutí na trh. Odvětví, kde je nutná např. výstavba výrobní haly a nákup drahých strojů velké množství potenciálních konkurentů nepřiláká. Další problém může být nalezení vhodných distribučních kanálů, obzvláště v případě, kdy podniky dlouhá léta pracovaly na navázání obchodních vztahů a investovaly do svých obchodních partnerů. Poslední velkou překážkou mohou být legislativní opatření. Stát může vstup omezit např. udělováním licencí. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 51-52)

Za substitut lze považovat takový produkt, který je podobný jinému, nebo plní stejnou funkci. Poptávka po substitutech roste za předpokladu, že roste cena produktu a za předpokladu, že jsou pouze minimální náklady na přechod k tomuto substitutu. Proto je důležité, aby podnik tuto možnost substituce jeho výrobků sledoval a snažil se tuto nežádoucí situaci eliminovat. (Porter, 1994, s. 24)

Pokud existuje substitut výrobku konkrétního podniku, velmi to limituje cenu, kterou si může podnik dovolit stanovit. Pokud cena konkrétního produktu převýší cenu substitutu, bude zákazník motivován přejít právě k podobnému, ne-li stejnému konkurenčnímu výrobku. Tato skutečnost omezuje zisk společnosti a nutí ji ke snižování nákladů. Významným faktorem, co se substitutů týče, je velikost nákladů spojených s tímto přechodem. K tomuto se vztahuje např. pořízení dalšího vybavení na přestavbu substitutů do požadovaného stavu, přeškolení zaměstnanců, náklady vzniklé změnou dodavatele substitutu atp. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 50-51)

Výnosnost sledovaného podniku může silně ovlivňovat také síla klíčového dodavatele, případně dodavatelů. Čím vyšší vyjednávací pozici mají, tím vyšší cenu materiálu či energií si mohou účtovat. Tato situace nastává v případě, pokud existuje malý počet dodavatelů, v krajním případě, pokud existuje pouze jeden, resp. pokud neexistuje žádný substitut potřebného vstupního produktu. Podnik může také doplatit

na to, že není zvláště významným odběratelem pro jeho dodavatele. Silní dodavatelé mohou požadovat např. platbu tzv. „na ruku", kdy firma musí platit závazky hned a pohledávky přijdou se štěstím za měsíc. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 54)

Podobně jako u dodavatelů, hraje důležitou roli vyjednávací síla odběratelů, resp. zákazníků. Pokud má podnik např. jednoho výhradního odběratele, ten může zisk podniku snížit např. tlakem na pokles cen, růst kvality nebo nadstandartní podmínky. Síla odběratele roste s jejich nižším počtem, a jeho nízkými náklady přechodu ke konkurenci. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 54-55)

2.2.3 Prognóza vývoje odvětví

Prognóza vývoje odvětví vychází z historického vývoje především tržeb a zisků společností, které v odvětví, případně ve zvoleném relevantním trhu působí. Tato prognóza je důležitá pro určení budoucího vývoje tržeb oceňovaného podniku. Je důležité zjistit, zda je podnik v cyklickém odvětví, neutrálním či acyklickém, aby byla zjištěna závislost na vývoji HDP. Od vývoje a prognózy HDP se pak dá odhadnout i budoucí vývoj samotného odvětví. Dalším způsobem, jak zjistit odhadovaný vývoj odvětví, jsou prognózy zpracované např. makléřskými nebo investičními společnostmi nebo bankami. Pro vývoj odvětví v ČR lze využít i prognózy MPO. (Kislingerová, 2001, s. 37)

2.3 Analýza vnitřního prostředí

Cílem analýzy vnitřního prostředí podniku je identifikovat zdroje a schopnosti podniku, kterými disponuje, a které využívá a pomocí nich reaguje na vnější příležitosti a hrozby, které jsem popsal výše. Tato analýza zkoumá jednak jednotlivé druhy zdrojů a jednak schopnost podniku tyto zdroje efektivně využívat. Na základě této analýzy lze identifikovat specifické přednosti, které podnik má, a které jsou základem jeho konkurenční výhody. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 11)

Jelikož je tato práce vypracována externě z veřejně dostupných zdrojů, logicky není možné zjistit příliš mnoho interních informací o podniku. Z tohoto důvodu bude tvořit stěžejní část analýzy vnitřního prostředí poměrně obsáhlá finanční analýza, které je věnována následující kapitola.

3 Finanční analýza

Jak už jsem zmínil výše, finanční analýza by se de facto dala zařadit pod strategickou analýzu, jelikož ukazuje silné a slabé stránky podniku co se financí týče. Pokud to ukážu na příkladu z mé vlastní zkušenosti, tak v situaci, kdy se provádí ekonomická analýza podniku, je důležité, aby se na konci strategická a finanční analýza propojily a vznikl tak souhrnný závěr. Finanční analýza se zde nachází jako součást SWOT analýzy, přesněji její části, kde se analyzuje vnitřní prostředí podniku, tedy silné a slabé stránky. Finanční analýza je však příliš obsáhlá, a i samotné její výsledky mají velikou vypovídací hodnotu a rozhodně si zaslouží vlastní kapitolu.

Finanční analýza se provádí za účelem zjištění finančního zdraví společnosti. Její výsledky, a hlavně jejich správná interpretace ukazují finanční situaci podniku, a některé ukazatele dokonce předpovídají s větší či menší přesností jeho budoucí vývoj. Nejčastěji to, zda se předpokládá, že společnost bude do budoucna tvořit hodnotu, stagnovat, nebo zda jí hrozí bankrot. Je to umožněno právě tím, že se finanční analýza provádí za několik let a ukazuje nám vývoj podniku v čase.

Pro finanční řízení podniku je finanční analýza nezbytná. Zpětně ukazuje, jak velký je rozdíl mezi plány a skutečností, jak se liší předpokládaný efekt rozhodnutí vedení a jaká je realita. Finanční analýza je úzce spjata s účetnictvím. Čerpá z něj data a informace, které následně analyzuje. Tato data čerpá ze tří základních účetních výkazů. Jedná se o rozvahu, výkaz zisku a ztráty, stručně výsledovku a o výkaz peněžních toků neboli cash flow. (Valach, 1999, s.91)

Mezi uživatele finanční analýzy patří kromě podnikového managementu také mnoho externích subjektů. Akcionáře zajímá výnosnost akcií a předpověď jejich budoucího vývoje, banky zase to, zda podnik bude schopen splácet úvěr. Dodavatele zajímá, zda společnost bude schopna hradit faktury, ale také to, jestli se bude jednat o dlouhodobého partnera. Ostatně totéž zajímá i odběratele, jelikož hledat náhradu by mohlo být v určitých situacích obtížné. Zaměstnance zajímá, zda jim nehrozí propuštění a stát se zase zajímá o výši veřejných příjmů, tedy o daně. Konkurence pak sleduje úroveň výzkumu a vývoje, cenovou politiku, investice atd. Pro účel této práce je ale nejdůležitější oceňovatel. Ten využívá finanční analýzu pro účel odhadu výnosnosti a rizikovosti investice do dané společnosti. (Grünwald, 2004, s. 7)

Jelikož finanční analýza patří mezi nejdůležitější nástroje finančního řízení, je samozřejmé, že se bez ní ocenění podniku neobejde. Pro potřeby ocenění plní finanční analýza dvě hlavní funkce. A to již dříve zmiňované prověření finančního zdraví společnosti a za druhé tvoří základ pro sestavení finančního plánu. Jak již bylo řečeno, první funkce nám podává obraz o finanční situaci podniku, ukazuje nám vývoj v čase a naznačuje také očekávaný vývoj v budoucnosti. Druhá funkce slouží k využití informací z minulost pro plánování důležitých finančních veličin. (Mařík, 2011, s. 96)

Otázku finančního zdraví podniku proberu v této části. K finančnímu plánu se dostanu v dalších kapitolách.

Jak už jsem zmínil v předchozím textu, samotné výsledky finanční analýzy nemají valný význam, pokud nejsou správně interpretovány. Krom toho je u některých ukazatelů důležité vědět, jakou společnost analyzujeme. Jiné doporučené hodnoty, podle kterých budeme společnost hodnotit, může mít společnost výrobní, jiné společnost obchodní a úplně jiné třeba společnost finanční.

Pro účely ocenění by měl oceňovatel z finanční analýzy vyvodit závěr ohledně perspektivnosti podniku, resp. doplnit částečný závěr, který již vyplynul ze strategické analýzy. Také by měl doplnit dříve zmíněný faktor rizika, pokud se tedy v hospodaření podniku vyskytují nějaké nedostatky nebo také přednosti. To znamená, že oceňovatel ze získaných dat z minulosti a současnosti zjišťuje, zda podnik netrpí vážnými finančními problémy, které by ohrožovaly jeho další existenci. (Mařík, 2011, s. 96)

Postup finanční analýzy pro účely ocenění podniku by se měl skládat z ověření vstupních dat, z analýzy absolutních ukazatelů, vyhodnocení poměrových ukazatelů a ze souhrnného zhodnocení výsledků. (Mařík, 2011, s. 97)

3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Prvním krokem samotné finanční analýzy je analýza absolutních ukazatelů. Jedná se o analýzu horizontální a vertikální. I když je tato analýza základem, je velice jednoduchá, co se výpočtů týče. Absolutní ukazatelé jsou stavové a tokové veličiny, které nalezneme v účetních výkazech. Stavové veličiny ukazují hodnotu k určitému datu a jsou k nalezení v rozvaze, tokové veličiny naopak ukazují hodnoty za určité období, většinou za jeden rok. Tokové veličiny jsou uvedeny ve výkazu zisku a ztráty a ve výkazu peněžních toků. (Kislingerová, 2001, s. 63)

3.1.1 Horizontální analýza

V případě horizontální analýzy se jednotlivé údaje sledují v čase. Meziročně se porovnávají jejich změny a ty se dají vyjádřit, jak rozdílově, tak podílově. Z tohoto vyplývá název horizontální, jelikož se ve výkazech postupuje horizontálně po jednotlivých řádcích. Někdy se také se nazývá jako analýza trendů.

Je však nutné výsledky správně interpretovat a analýzu provádět komplexně. Jako příklad je možno uvést podnik, kterému vzrostou meziročně tržby v řádu statisíců, ale zisk jen v řádu desetitisíců. Na první pohled se to zdá jako nepoměr a mohlo by dojít k nesprávné interpretaci výsledků. Pokud totiž budou základny, se kterými poměřujeme, ve stejném nepoměru, znamená to, že procentní nárůst je jak u tržeb, tak u zisku stejný a najednou je vše v pořádku. U horizontální analýzy by se také měla brát v úvahu inflace. (Kovanicová, 1995, s. 249)

3.1.2 Vertikální analýza

Při vertikální analýze, jak již název napovídá, se postupuje od shora dolů a analyzuje se struktura jednotlivých položek výkazu. Zabývá se tedy vždy jedním rokem, i když poté je možné výsledky opět meziročně porovnat a zjistit tak vývoj ve struktuře jednotlivých položek. Zpravidla se zkoumá, jaká je struktura aktiv, pasiv a tržeb. Na rozdíl od horizontální analýzy, vertikální neovlivňuje inflace. (Kovanicová, 1995, s. 253)

Vertikální analýza má značnou vypovídací hodnotu o ekonomice společnosti. Ukáže, zda společnost investuje do obecně výnosnějších dlouhodobých aktiv či do méně výnosných krátkodobých aktiv. Zda nemá příliš zbytečné hotovosti a peněz na běžném účtu, které téměř žádný výnos nepřináší, či naopak, zda těchto prostředků nemá málo a není ohrožena schopnost společnosti platit své závazky. Struktura pasiv zase ukáže, z jakých zdrojů společnost financuje svůj majetek a jak moc efektivně ho financuje. (Kovanicová, 1995, s. 254)

Na otázku efektivnosti využití zdrojů se snaží odpovědět bilanční pravidla, ke kterým se dostanu později.

3.1.3 Pracovní kapitál

Z absolutních ukazatelů lze také dopočítat rozdílový ukazatel pracovního kapitálu. V dnešní době se za pracovní kapitál považuje tzv. čistý pracovní kapitál a v této práci ho za něj budu považovat také. Čistý pracovní kapitál jsou oběžná aktiva, od kterých se odečtou krátkodobé závazky.

Pracovní kapitál představuje tu část oběžného majetku, který je financován z drahého dlouhodobého kapitálu. Společnosti ale drží pracovní kapitál pro zajištění potřebné míry likvidity. (Kislingerová, 2001, s. 64)

Není tedy cílem pracovní kapitál minimalizovat, nýbrž optimalizovat tak, aby podnik byl financován co nejefektivněji a zároveň aby nebyl ohrožen jeho běžný provoz. Pracovní kapitál můžeme považovat za jakýsi nárazník proti finančním výkyvům. (Kislingerová, 2005, s. 42)

Podnik by měl pracovní kapitál sledovat ve vztahu k tržbám. Podíl pracovního kapitálu a tržeb by měl být v čase stabilní. Vyšší růst pracovního kapitálu oproti tržbám znamená jeho špatné řízení. (Kislingerová, 2001, s. 65)

Další možnost určení optimálního množství pracovního kapitálu je pomocí oběhového cyklu peněz a také je možno jej určit jako podíl na celkových aktivech. Obecně se pro výrobní podnik, udává hodnota mezi 10 a 15 %.

3.2 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla jsou jakési doporučení, která doplňují horizontální a vertikální analýzu a radí, jak by vedení mělo financovat svou společnost, aby dosáhla dlouhodobé finanční stability a rovnováhy. (Kislingerová, 2001, s. 66)

Jedná se však jen o doporučení a jeho nedodržení nemůže být vnímáno negativně. Existují čtyři základní pravidla.

3.2.1 Zlaté bilanční pravidlo

Podle tohoto pravidla by měl být dlouhodobý majetek financován z dlouhodobých zdrojů, tedy z vlastního kapitálu a z dlouhodobých cizích zdrojů a krátkodobý majetek by tedy měl být zajištěn zdroji krátkodobými. (Kislingerová, 2001, s. 66)

3.2.2 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika

Toto pravidlo říká, že vlastní kapitál by měl převyšovat nad cizím. Při nejhorším by se měly vlastní a cizí zdroje rovnat. (Kislingerová, 2001, s. 67)

3.2.3 Zlaté pari pravidlo

Toto pravidlo sleduje vztah mezi dlouhodobými aktivy a vlastním kapitálem. Předpokládá se, že podnik využívá i cizích zdrojů, tudíž hodnota vlastních zdrojů by měla být menší, než je hodnota dlouhodobého majetku, v krajním případě se tyto položky můžou rovnat. (Kislingerová, 2001, s. 67)

3.2.4 Zlaté poměrové pravidlo

Toto pravidlo sleduje vztah mezi investicemi a tržbami. Podle něj by v rámci udržení finanční rovnováhy tempo růstu investic nikdy nemělo přesáhnout tempo růstu tržeb. (Kislingerová, 2001, s. 67)

3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Jedná se o jednu z nejvyužívanějších metod finanční analýzy, především díky její praktické a univerzální použitelnosti. Při analýze poměrových ukazatelů se sledují absolutní hodnoty z účetních výkazů a dávají se do vzájemných poměrů. (Kislingerová, 2001, s. 68)

Poměrové ukazatele se dají zařadit do několika skupin. Níže popíšu ty nejpoužívanější.

3.3.1 Ukazatele rentability

Jedná se o jednu z nejdůležitějších skupin poměrových ukazatelů. Ukazují schopnost podniku přetvářet investovaný kapitál na zisk. Čím vyšší je rentabilita, tím lépe podnik svůj kapitál využívá. (Valach, 1999, s. 94)

Ukazatele rentability by měly vždy obsahovat alespoň následující čtyři poměrové ukazatele.

Rentabilita investovaného kapitálu měří, jak efektivně podnik využívá dlouhodobě investovaný kapitál. Sleduje kolik 1 Kč dlouhodobých zdrojů přinese Kč zisku. (Kislingerová, 2001, s. 69)

$$ROI = \frac{EBIT}{Investovaný\ kapitál}$$

Rentabilita aktiv ukazuje produkční sílu podniku. Je základním měřítkem rentability. Je to komplexní ukazatel, který porovnává zisk (EBIT) a celkové zdroje. Měří tedy, jaký efekt má jednotka kapitálu, který je zapojen do podnikatelské činnosti. (Kislingerová, 2001, s. 69)

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}$$

Rentabilita vlastního kapitálu již pracuje s čistým ziskem a ukazuje jaká je výnosnost vlastního kapitálu. ROE je hojně využíváno např. investory, akcionáři nebo

majiteli, jelikož jim umožní sledovat, zda výnosnost kapitálu odpovídá investičnímu riziku. (Kovanicová, 1995, s. 279)

$$ROE = \frac{Zisk}{VK}$$

Rentabilita tržeb porovnává tržby (v některých případech výnosy) s čistým ziskem a říká tedy, kolik Kč zisku vytvoří 1 Kč tržeb. (Kislingerová, 2001, s. 69)

$$ROS = \frac{Zisk}{Tržby}$$

3.3.2 Ukazatele aktivity

Tato skupina ukazatelů informuje o tom, jak podnik využívá svůj majetek nebo jeho jednotlivé části. Tyto majetkové časti jsou většinou poměřovány s tržbami nebo někdy také s výnosy. Lze pracovat s ukazateli ve dvou variantách. Za prvé lze sledovat obrátkovost, tedy počet obratů za rok, za druhé dobu obratu, která informuje o tom kolik dní trvá jeden obrat. V poslední době se preferuje používat ukazatel obrátkovosti. (Kislingerová, 2001, s. 71)

Pokud má podnik majetku více než potřebuje, jsou s ním spojeny nadbytečné náklady, což logicky snižuje zisk, pokud ho má naopak méně, tak může přicházet o potenciální tržby. (Synek, 2009, s. 240)

Stejně jako u ukazatelů rentability zde popíši několik nejdůležitějších a nejpoužívanějších ukazatelů aktivity.

Obrat aktiv je spolu s rentabilitou tržeb jedním z hlavních ukazatelů efektivnosti podniku. Ukazuje celkové využití aktiv. Je žádoucí, aby tato hodnota byla co nejvyšší, ale minimálně by měla dosahovat hodnoty 1. (Kislingerová, 2001, s. 72)

$$Obrat\ aktiv = \frac{Tržby}{Aktiva}$$

Obrat zásob ukazuje, kolikrát za rok podnik přemění zásoby v jiné oběžné aktivum, které prodá a opětovně zásoby nakoupí. Opět je žádoucí, aby se tato hodnota zvyšovala. (Valach, 1999, s. 102)

$$Obrat\ zásob = \frac{Tržby}{Zásoby}$$

Obrat pohledávek ukazuje, kolikrát se za jeden rok pohledávky přemění v peněžní prostředky. Zajímavější je obrácená hodnota, která říká, kolik dní uplyne od vystavení faktury odběrateli a připsáním peněz na účet podniku. Během této doby poskytuje společnost bezplatný obchodní úvěr svým obchodním partnerům. Obrat pohledávek se tedy snaží zvyšovat, naopak dobu inkasa pohledávek snižovat. (Kislingerová, 2001, s. 72)

$$Obrat\ pohledávek = \frac{Tržby}{Pohledávky}$$

Obrat krátkodobých závazků se na rozdíl od předešlých snaží společnosti snižovat. Obrácená hodnota, tedy doba obratu dluhů, je protipólem doby inkasa pohledávek a ukazuje, za jak dlouho podnik splatí své obchodní závazky. Ideální je, když jsou tyto dva ukazatele v rovnováze, což v praxi většinou ale neplatí a vzniká tak tzv. obchodní deficit. (Kislingerová, 2001, s. 73)

$$Obrat\ kr.závazků = \frac{Tržby}{Krátkodobé\ závazky}$$

3.3.3 Ukazatele zadluženosti

Tato skupina poměrových ukazatelů zkoumá proporce vlastního a cizího kapitálu a také schopnost hradit dluhy, respektive hradit náklady dluhu, tedy úroky. Je důležité zmínit, že dluh rozhodně není nic špatného. Společnost však musí být zadlužena optimálně. Čím vyšší platí podnik úroky, tím více snižuje svou daňovou základnu, čemuž se říká efekt finanční páky. Avšak s rostoucím podílem cizích zdrojů roste riziko, které vede k rostoucím cenám právě těchto zdrojů, v krajním případě k neochotě věřitelů zdroje poskytovat. Toto optimum lze vyjádřit pomocí vážených nákladů na kapitál. Podnik se snaží najít takový poměr vlastních a cizích zdrojů, aby tyto náklady byly co nejnižší. (Kislingerová, 2001, s. 74)

Celková zadluženost se také dá nazvat věřitelským rizikem. Z tohoto ukazatele je patrné, jak velkou majetkovou základnou jsou kryty cizí zdroje. (Kislingerová, 2001, s. 74)

$$Celková\ zadluženost = \frac{Cizí\ zdroje}{Aktiva}$$

Dlouhodobá zadluženost počítá jen s kapitálem, který je spjat s placením úroků.

$$Dl.zadluženost = \frac{Dlouhodobý\ cizí\ kapitál}{Aktiva}$$

Úrokové krytí je poměr mezi ziskem (před zdaněním a odpisy) a nákladovými úroky. Říká, kolikrát je společnost schopna zaplatit úroky ze svého zisku, nebo pokud to vezmu z opačného pohledu, kolikrát může zisk klesnout, aby byl podnik stále schopen platit své dluhy. Minimální hodnota je 1 a tato situace by znamenala, že veškerý zisk bude použit k zaplacení úroků. Za bezpečnou lze považovat hodnotu 3. Zde však neplatí čím vyšší hodnota, tím lepší. Hodnota vyšší než 6 je už považována za zbytečně vysokou. (Kislingerová, 2001, s. 74)

$$Úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{Nákladové\ úroky}$$

3.3.4 Ukazatele likvidity

Jedním z předpokladů, aby podnik mohl v dnešním světě existovat, je skutečnost, že musí včas plnit své závazky. A z tohoto důvodu také musí sledovat úroveň své likvidity. Existuje několik úrovní likvidity. Vždy se poměřuje nějaká složka oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům. Nejde o to být likvidní maximálně, ale optimálně. (Kovanicová, 1995, s. 292)

Jelikož z oběžného majetku neplyne žádný zisk, naopak jsou v něm vázány zdroje, podnik se snaží na jedné straně udržet likviditu na co nejnižší možné úrovni a na druhé straně na dostatečně vysoké úrovni, aby byla zaručena schopnost dostát svým závazkům. (Kislingerová, 2001, s. 75)

Běžná likvidita poměřuje veškerá oběžná aktiva a krátkodobé závazky. Zde nastává problém se zásobami, které se za příliš likvidní považovat nedají. Z tohoto důvodu má hodně podniků daleko příznivější výsledky než u dalších ukazatelů likvidity. Doporučená hodnota běžné likvidity je mezi 1,8 a 2,5. (Kovanicová, 1995, s. 293)

$$Běžná\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva}{Krátkodobé\ závazky}$$

Pohotová likvidita je očištěna právě o nejméně likvidní složku oběžných aktiv, tedy o zásoby. Udává schopnost společnosti plnit své závazky prostřednictvím peněz nebo podstoupením pohledávek. Hodnota tohoto ukazatele by měla být v rozmezí 1 až 1,5. (Kislingerová, 2004, s. 79)

$$Pohotová\ likvidita = \frac{Oběžná\ aktiva - zásoby}{Krátkodobé\ závazky}$$

Okamžitá likvidita je očištěna od pohledávek a ukazuje tedy schopnost, jakou má podnik plnit své závazky za použití pouze hotovosti nebo peněz na bankovních účtech. Hodnota tohoto ukazatele by neměla v podniku klesnout pod úroveň 0,2. (Kovanicová, 1995, s. 294)

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{Krátkodobý\ finanční\ majetek}{Krátkodobé\ závazky}$$

3.3.5 Ukazatele produktivity

Tato poměrně nová skupina ukazatelů ukazuje výkonnost podniku v porovnání s počtem zaměstnanců, resp. s náklady na ně. Tyto náklady se porovnávají s přidanou hodnotou. Čím je tento poměr vyšší, tím více ze „zisku" jde na zaměstnance. Pokud se tento poměr obrátí, podnik získá informaci, kolik 1 Kč osobních nákladů vytvoří přidané hodnoty. (Kislingerová, Hnilica, 2005, s. 37)

3.4 Bankrotní modely

Vedle výše zmíněných metod lze pro rychlé zjištění finanční situace podniku použít tzv. bankrotní modely. Výhodou je, že tyto modely jedním číslem, které je porovnáno s tabulkou, shrnou finanční situaci společnosti. Využívají je především zainteresované subjekty, které mají přístup pouze k veřejně dostupným informacím o společnosti. Bankrotní modely však neukáží nic jiného než výše popsané ukazatele. (Kislingerová, 2005, s. 76)

3.4.1 Syntetický pohled na finanční zdraví

Pro účel ocenění by měl být závěr finanční analýzy ohledně finančního zdraví podniku víceméně jednoznačný. Buď je podnik zdravý a počítá se s ním do budoucna, nebo není. Takto jednoznačné výsledky však z předešlé analýzy nikdy nedostaneme. Za použití předešlých analýz vždy vyjde podnik někdy lépe, někdy hůře. Konečný verdikt ohledně finanční analýzy může vynést na základě svých zkušeností buď finanční analytik nebo lze použít určitý algoritmus, který jedním číslem situaci podniku vyjádří. Jednou z možností je rychlý test za pomoci bodovací metody. (Mařík, 2011, s. 109)

V tomto případě jsou v tabulce ukazatele poměru vlastního a cizího kapitálu, podíl provozního CF a tržeb, rentabilita kapitálu a doba splácení dluhu ohodnoceny podle stupnice německých finančních analytiků, tyto hodnoty jsou zprůměrovány a následně vyhodnoceny. (Mařík, 2011, s. 110)

3.4.2 Altmanova analýza

Altmanova analýza a její index tzv. Altmanův Z faktor, je diskriminační funkce, která jedním číslem shrne finanční zdraví podniku a případně poukáže na jeho hrozící bankrot. Vzorec pro výpočet obsahuje ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a strukturu kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 82)

Existuje více variant vzorce pro výpočet Z faktoru, pro účely této práce však využiji jen variantu pro společnosti neobchodované na kapitálovém trhu. Je důležité zmínit, že tento model se příliš nehodí pro prostředí České republiky a vhodnější bude ukazatel IN, který zmíním následně.

$$Z = 0{,}717 * \frac{NWC}{A} + 0{,}847 * \frac{Zadržené\ zisky}{A} + +3{,}107 * \frac{EBIT}{A} + 0{,}420 * \frac{VK}{CK} + 0{,}998 * \frac{T}{A}$$

Tento vzorec ukazuje postup výpočtu Altmanova Z-Score. Výsledné skóre se zařadí do jedné z následující oblasti:

Z> 2,90 – výborné finanční zdraví

1,21 <Z <2,89 – tzv. šedá zóna, kdy nelze udělat žádný statisticky podložený závěr

Z <1,2 – společnost na pokraji bankrotu

3.4.3 Souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN

Pro podmínky České republiky byl odvozen manžely Neumaierovými tzv. index finanční důvěryhodnosti. Jak již bylo řečeno, tento ukazatel neřekne nic nového, ale měl by potvrdit předešlé závěry. (Mařík, 2011, s. 110)

$$IN05 = 0{,}13 * \frac{aktiva}{cizí\ zdroje} + 0{,}04 * \frac{EBIT}{nákl.\ úroky} + 3{,}97 * \frac{EBIT}{aktiva} + 0{,}21 * \frac{výnosy}{aktiva} + 0{,}09 * \frac{OA}{KZ}$$

Opět je zde popsán postup výpočtu indexu IN, resp. nejnovější verze, tedy IN05. A opět se zde porovná výsledná hodnota s referenčními hodnotami.

IN05> 1,6 – výborné finanční zdraví, podnik tvoří hodnotu

0,9 <IN05 <1,6 – podnik spadá do šedé zóny, kde nelze vytvořit prognózu

IN05 <0,9 – podnik má cca 80% šanci bankrotu

3.5 EVA

Ukazatel EVA (Economical Value Added), představuje ekonomickou přidanou hodnotu společnosti. Na rozdíl od účetního zisku, který je rozdílem mezi výnosy a náklady, ekonomický zisk, který EVA představuje, je rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady. Ekonomické náklady v sobě zahrnují také náklady ušlé příležitosti, tedy jednoduše řečeno to, co zdroje podniku mohly vydělat, pokud by byly investovány do jiné alternativy. (Kislingerová, 2001, s. 88)

Vypočítat hodnotu EVA lze dvěma způsoby. První možností je výpočet za použití průměrných nákladů na kapitál za použití ratingového modelu MPO.

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

NOPAT představuje čistý provozní zisk, WACC průměrné náklady na kapitál a C investovaný kapitál.

Druhou možností je zjednodušená metoda CAPM. Ekonomická přidaná hodnota je zde rozdílem mezi čistým zdaněným ziskem a požadovanou výnosností kapitálu.

$$EVA = EAT - (r_e * E)$$

Hodnota ukazatele EVA by měla být kladná, jedině tak podnik tvoří novou přidanou hodnotu. (Kislingerová, 2001, s. 89)

3.6 SWOT analýza

SWOT analýza by si jistě zasloužila svou vlastní kapitolu, velmi často se také zařazuje do strategické analýzy, jelikož však v sobě zahrnuje i výsledky finanční analýzy, rozhodl jsem se ji zařadit až na konec této kapitoly.

SWOT analýza je jednoduchý, ale zároveň jeden z nejpoužívanějších nástrojů analýzy strategického postavení podniku. Spojuje v sobě výsledky výše zmíněné strategické a finanční analýzy. Konkrétně v sobě zahrnuje příležitosti a hrozby vycházející z analýzy vnějšího prostředí a silné a slabé stránky z analýzy vnitřního

prostřední, což v tomto případě je právě finanční analýza. Nejde jen o vytvoření seznamu těchto faktorů, ale je důležité také posoudit jejich vliv na podnik a také jejich vzájemné souvislosti. Cílem poté je rozvíjet silné a tlumit slabé stránky, využít příležitosti a být připraven na hrozby. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 91)

4 Sestavení finančního plánu

4.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Ještě, než oceňovatel začne tvořit finanční plán, je potřeba rozdělit aktiva na nutná k oné jedné hlavní činnosti podniku a na ta, která k této činnosti zapotřebí nejsou. Provozně nutná aktiva tedy vytvářejí nějakou hodnotu, která se v celkové hodnotě podniku objeví v podobě generovaných peněžních příjmů. Toto však neplatí o neprovozních aktivech, která se tak ve výnosovém ocenění neobjevují. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 137-138)

Problém nastává, pokud je společnost oceňována externě, pak pouze z těchto veřejně dostupných informací nelze přesně určit, které části majetku podnik opravdu potřebuje. Bezpečně se dá určit možná tak přebytečný finanční majetek.

4.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují soubor nejdůležitějších veličin v podniku, které dohromady udávají hodnotu tohoto podniku. Nejčastěji se jedná o následující veličiny: tržby, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku. (Mařík, 2011, s. 125)

4.2.1 Tržby

Prognóza tržeb by měla vycházet ze strategické analýzy s ohledem na předpokládaný vývoj podmínek na trhu a s tím spojeným předpokládaným odbytem podnikového produktu. To tedy znamená, že výsledky strategické analýzy nejsou definitivní. V závislosti na rozdílu prognózy a reality je možno tyto výsledky upravovat pomocí kapacitních možností podniku. (Mařík, 2011, s. 126)

4.2.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže se dá spočítat jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním a tržeb. Čitatel v tomto popsaném zlomku odpovídá veličině NOPBT, což je v překladu čistý operační zisk před zdaněním. (Mařík, 2011, s. 127)

4.2.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál, který se používá pro účel ocenění, se poněkud liší od toho, se kterým jsem pracoval např. ve finanční analýze. Od oběžných aktiv se místo krátkodobého cizího kapitálu odečítá cizí kapitál neúročený. V praxi to znamená, že se ke krátkodobému finančnímu majetku přičtou zásoby, pohledávky a časové rozlišení aktivní a odečtou neúročené závazky a časové rozlišení pasivní. Druhou modifikací je započítání pouze provozně nutných veličin. (Mařík, 2011, s. 132-133)

4.2.4 Investice do dlouhodobého majetku

Toto zde zmíním spíše jen pro zajímavost. Jedná se o nejobtížnější část analýzy generátorů hodnoty. Je to jednak z toho důvodu, že se investice většinou nevyvíjí plynule a dále by se investice měly chápat včetně investic do R&D a do lidského kapitálu. Jelikož je tato práce vypracována s využitím pouze veřejně dostupných zdrojů, jen těžko by se tyto informace hledaly. (Mařík, 2011, s. 136)

4.3 Finanční plán

Pro ocenění podniku za využití výnosových metod, což je právě předmětem této práce, je důležité sestavit finanční plán podniku. Plán je složen ze tří základních finančních výkazů, a to z výsledovky, rozvahy a výkazu cash flow. Výše popsané generátory hodnoty tvoří základ pro finanční plán a zásadně ovlivňují hodnotu podniku. Pro kompletní sestavení plánované výsledovky, rozvahy a výkazu cash flow, je nutné generátory hodnoty doplnit především o plán financování. Dále je možné doplnit méně významné položky o položky, které nesouvisejí s hlavním provozem. Nakonec je třeba dopočítat dosud nespočtené položky jako celkové cash flow, nerozdělený zisk, dlouhodobý majetek atd. (Mařík, 2011, s. 149-151)

Pro tvorbu finančního plánu existuje více metod, které se dají různě kombinovat a mezi ty nejvýznamnější patří následující. Jedná se o metodu procenta tržeb, extrapolaci časových řad, propočet z doplňujících údajů a o expertní techniky. Metoda procenta tržeb je základem při sestavování plánu. Spočívá v tom, že vývoj zásadních položek se chová lineárně vůči vývoji obratu podniku. U položek, kde tato závislost neplatí, je vhodné využít analýzu časových řad. Pokud se však položky chovají v čase chaoticky, bez žádného viditelného trendu, což je i případ oceňované společnosti, je nejlepší použít buď hodnotu z posledního roku nebo průměr za sledované období. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 138-139)

5 Metody oceňování

Pro účel ocenění lze v praxi využít hned několik odlišných metod. Tyto metody lze roztřídit do třech základních okruhů, a to na metody ocenění na základě analýzy majetku, na metody výnosové a na metody založené na analýze trhu. Všechny tyto okruhy ještě obsahují několik konkrétních metod, ze kterých si oceňovatel může

vybrat. Je důležité zmínit, že neexistuje žádná jedna správná metoda. Při výběru je třeba vycházet z účelu ocenění a také rozsahu informací o podniku a okolí, kterými oceňovatel disponuje. Aby se ověřila správnost ocenění, používají se minimálně dvě různé metody a následně se výsledky analyzují, porovnávají a teprve poté může oceňovatel vynést konečný verdikt o hodnotě podniku. (Kislingerová, 2001, s. 22)

Výše zmíněné metody v následujících podkapitolách více rozvedu. I když již v této chvíli vím, s jakými metodami budu při samotném ocenění pracovat, přijde mi vhodné zmínit zde všechny, tedy i ty které využívat nebudu, samozřejmě je ale nebudu rozebírat tolik dopodrobna.

5.1 Ocenění na základě analýzy majetku

Hodnota v tomto případě je dána souhrnem jednotlivě oceněných majetkových položek, od kterých se poté odečte suma opět jednotlivě oceněných závazků. Do ocenění by měly být zahrnuty všechny majetkové položky, které souvisí s výdaji podniku a od kterých se do budoucna očekává tvorba zisku. V první řadě je zde důležité určit, za jakých předpokladů bude podnik oceněn. V zásadě existují dvě situace. Za prvé ta příznivější varianta pro podnik, a to tzv. going concern princip, což znamená, že se předpokládá, že podnik bude i nadále pokračovat ve stávající činnosti bez výrazných změn i do budoucna. V tomto případě se využívají hlavně reprodukční ceny, resp. substanční hodnota, doplňkovou úlohu tvoří hodnota účetní. Druhou variantou je likvidační hodnota, pokud se nepředpokládá další budoucí existence podniku. (Mařík, 2011, s. 321)

5.1.1 Likvidační hodnota

Jak jsem již zmínil výše, tato metoda je použita, pokud se nepředpokládá další pokračování činnosti podniku a je nutné ocenit majetek, který bude rozprodán, rozdělen atd. Jedná se o statickou metodu ocenění k datu ukončení činnosti, která může být dosti ovlivněna vnějším tlakem. Pokud jde o dobrovolnou likvidaci, tak se jí to netýká, ale pokud je na podnik vytvářen časový tlak ze strany věřitelů, bývá likvidační hodnota daleko nižší, než pokud by byl majetek rozprodán za běžných podmínek za nejvýhodnější cenu. (Mařík, 2011, s. 321-322)

Likvidační hodnota je tedy suma získaná prodejem majetku, od které je odečtena odměna pro likvidátora a jedná se o dolní hranici hodnoty, kterou podnik má. (Kislingerová, 2001, s. 143)

Likvidační hodnota má ještě jedno využití, a to porovnání s výnosovou metodou, pokud si vlastník či vlastníci nejsou jisti perspektivou svého podniku. Pokud je likvidační hodnota kladná a je vyšší než hodnota zjištěná pomocí výnosových metod, je pro ně likvidace a odprodej majetku výhodnější než další pokračování současné činnosti podniku. (Kislingerová, 2001, s. 144)

5.1.2 Účetní hodnota

Účetní hodnota zkoumá historické ceny, za které byl oceňovaný majetek pořízen a z něj po odečtení závazků vychází hodnota oceňovaného podniku. Jedná se tedy o hodnotu vlastního kapitálu. Na rozdíl od předchozí metody, se zde již počítá i s předpokladem budoucího pokračování podniku, i když při tomto způsobu ocenění tato skutečnost nehraje příliš velkou roli. Jedná se o velmi jednoduchý způsob, kterým může být podnik oceněn, avšak nemá příliš velkou vypovídací hodnotu. Jak jsem již zmínil v úvodu, jedná se o doplňkovou metodu, která může sloužit spíše jako výchozí informace, kterou oceňovatel použije, nebo také jako možnost porovnání k výnosovým metodám. Pokud by hodnota podniku za použití účetní metody vyšla vyšší než ta za použití výnosové, je nasnadě ještě zjistit hodnotu likvidační a rozhodnout, zda je lepší podnikatelskou činnost ukončit než v ní pokračovat, jak již bylo zmíněno v předešlé podkapitole. Nevýhoda této metody spočívá především v tom, že pořizovací cena majetku, která se promítá v účetnictví většinou nekoresponduje s hodnotou reálnou, resp. tržní, kterou majetek k datu ocenění má. Druhým problémem je nezahrnutí veškerých aktiv, což jsou v dnešní době hlavně aktiva nehmotná, která tvoří stále větší podíl na celkových aktivech. (Mařík, 2011, s. 324)

5.1.3 Substanční hodnota

Jak jsem již zmínil výše, jedná se o hodnotu reprodukční, tedy v užším slova smyslu. Opět se zde počítá i s dalším pokračováním činnosti podniku. Tato metoda má dlouhodobou tradici a je využívána i v dnešní době, jelikož podává relevantní a lehce kontrolovatelné výsledky. Avšak tato metoda je velice pracná a složitá, což spočívá hlavně ve zjišťování reprodukčních nákladů, které souvisí se znovupořízením dlouhodobého majetku, k čemu se dostanu hned v dalším odstavci. (Kislingerová, 2001, s. 128-129)

Výše zmíněné znovupořízení dlouhodobého majetku souvisí s cílem této metody ocenění, a to s odpovědí na otázku, kolik by stálo vybudování podniku znovu tzv. „na zelené louce" v tom stavu, ve kterém se nachází nyní, resp. v době ocenění. V případě zjištění reálné reprodukční hodnoty aktiv, která jsou očištěna o opotřebení, získá oceňovatel substituční hodnotu brutto. Po odečtení závazků od této hodnoty, získá hodnotu netto, což je vlastně hodnota vlastního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 324-325)

Rozdíl účetní a substanční hodnoty tedy spočívá ve složitosti ocenění a z toho vyplývající vypovídací hodnoty. Účetní hodnota se zaobírá historickými cenami a substanční hodnota obsahuje víceméně ceny tržní.

5.2 Metody založené na analýze trhu

Jinými slovy tržní metody jsou metody oceňování, které vychází z ceny srovnatelných statků, za které se na trhu v dané době běžně prodávají. Pokud se jedná o celkem hojně obchodovaný statek, toto ocenění by nemělo činit větší potíže, bohužel toto kritérium podnik nesplňuje. V tomto případě se tedy statkem myslí podnik, podíl

v podniku a cenné papíry, resp. jejich obchodování na kapitálovém trhu. Při použití tržních metod oceňování podniku, lze rozlišit dvě základní situace. Jednak se může jednat a přímé ocenění podniku za využití dat kapitálového trhu. Druhou variantou je metoda tržního porovnání. (Mařík, 2011, s. 303)

5.2.1 Přímé ocenění za použití dat kapitálového trhu

Tato metoda se používá při ocenění akciových společností, akcie, kterých jsou běžně obchodovány a je tedy známa tržní cena těchto akcií. Vynásobením počtu akcií a jejich tržní cenou je získána tzv. tržní kapitalizace. Často bývá právě tržní kapitalizace brána jako tržní hodnota podniku, což však není přesné. Pro tržní hodnotu je potřeba nepočítat s poslední hodnotou akcie, ale s jejím dlouhodobějším průměrem, kdy zvolení jeho délky závisí na samotném oceňovateli. (Mařík, 2011, s. 303)

Z výše popsaného logicky nastává problém pro oceňování podniku touto metodou v prostředí České republiky a potažmo Evropy obecně. Počet obchodovaných akciových společností se v ČR pohybuje v řádu jen pár desítek. Pro ocenění neobchodovaných akciových společností a společností s jinou právní formou v případě, kdy se jeví vhodné využít tržní metody, resp. není v hodné použít metody majetkové nebo výnosové, je potřeba použít metodu následující. (Mařík, 2011, s. 304)

5.2.2 Metoda tržního porovnání

Jak jsem již tedy zmínil výše, metoda tržního porovnání se používá v případě oceňování jiných než akciových společností, nebo akciových společností, které nejsou obchodovány. Jak již název napovídá, jedná se o metodu, která odvozuje tržní cenu aktiva z cen aktiv jiných, ale obdobných. Jelikož je ale podnik aktivum jedinečné, je důležité nalézt alespoň podnik velmi podobný. V nejlepším případě by bylo vhodné nalézt totožné podniky co se výnosnosti, rizika a předpokládaného růstu týče. Toto se v praxi však příliš často nepodaří, a tak by se podobnost srovnávaných podniků měla týkat alespoň znaků, jako je stejný obor podnikání, stejné produkty, velikost podniků, podobná struktura financování a využívané technologie, stejná struktura dodavatelů a odběratelů, podobná výkonnost i perspektiva. Jelikož vždy budou mezi podniky existovat větší či menší rozdíly, považuje se za vhodné použít 5 až 8 podobných podniků. (Mařík, 2011, s. 304-306)

Základem této metody jsou násobitelé, jinak také tržní multiplikátory, jejichž hodnota je dána podílem tržní ceny kapitálu a nějakého vztahového ukazatele. Nejpoužívanějším multiplikátorem je poměr mezi hodnotou akcie a ziskem na tuto akcii. Znační se jako P/E, což je zkratka z angl. Price/Earnings Ratio. Multiplikátory lze rozlišovat jednak podle způsobu jakým vyjadřují tržní cenu, a to na Equity value, kdy se jedná o hodnotu vlastního kapitálu na akcii, nebo na Enterprise value, kdy se zase jedná o hodnotu celého podniku na akcii. Druhým způsobem, jak rozlišovat multiplikátory je způsob vyjádření vztahové veličiny. První variantou jsou výnosové multiplikátory, které se počítají na základě veličin, kterými jsou zisk, EBIT, EBITDA nebo

tržby a majetkové, které počítají s účetní hodnotou vlastního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 306-307)

5.3 Ocenění na základě analýzy výnosů

Při ocenění pomocí výnosových metod, je jako hodnota podniku brána současná hodnota budoucích výnosů plynoucích majiteli po dobu, kterou bude podnik vlastnit. Tento způsob ocenění je dosti podobný jakékoliv jiné investici. Investor si pořídí aktivum nebo statek, v tomto případě podnik, a očekává, že se jeho investice zhodnotí. Jelikož každá investice je více či méně riziková a vstupuje do ní také faktor času, rozhodnutí o tom, zda investici provést či ne, rozhoduje právě současná hodnota budoucích předpokládaných výnosů z ní. (Kislingerová, 2001, s. 145-146)

Při ocenění na základě analýzy výnosů lze vycházet ze tří základních metod, kterými jsou metoda kapitalizace zisku, metoda diskontovaného cash flow a metoda založená na ekonomické přidané hodnotě. (Mařík, 2011, s. 163)

Pan Mařík také mezi výnosové metody řadí metody kombinované, ty však mám popsány zvlášť, jelikož jak název napovídá, jsou to metody kombinované, a ne čistě výnosové.

5.3.1 Metoda kapitalizace zisku

Jako první uvedu metodu kapitalizace zisku, jelikož je to metoda z této skupiny nejjednodušší, ale jak už to v oceňování bývá, čím lehčí metoda, tím menší vypovídací hodnotu má, a tím více korekcí je třeba provést. Hodnota podniku, resp. hodnota výnosů se v tomto případě stanovuje jako čistý zisk plynoucí vlastníkům. Diskontní míra je zde tedy představena jako náklady vlastního kapitálu a výsledná hodnota představuje hodnotu vlastního kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 153)

Ocenit podnik metodou kapitalizace zisku lze dvěma způsoby. Jedná se o analytickou metodu a o paušální metodu. Paušální metodu je vhodné využít u podniku, kde nelze jistě předpovědět budoucí vývoj nebo u podniku, který nevykazuje žádný růst. Hodnota se pak stanoví jako podíl odnímatelného čistého výnosu a kalkulované úrokové míry.

$$Hn = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

Odnímatelný čistý výnos vyjadřuje hodnotu prostředků, které mohou být rozděleny vlastníkům, aniž by došlo k narušení běžného provozu podniku. Analytickou metodu je pak vhodné využít ve všech ostatních případech. Vychází tedy z prognózy budoucího zisku, který je upraven o vliv financování. Hodnota podniku je pak vypočtena následovně. (Mařík, 2011, s. 270-273)

$$Hn = \sum_{t=1}^{T} \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

Prostřední část vzorce odpovídá výpočtu paušální metody, nově se zde akorát objevuje odhad odnímatelného čistého výnosu a délka období, po které jsou čisté výnosy odhadovány.

5.3.2 Metoda diskontovaného cash flow

Jedná se o základní a také nejvyužívanější výnosovou metodu, která zároveň nejlépe vystihuje danou definici hodnoty. K ohodnocení podniku totiž využívá peněžních toků, které vyjadřují reálný příjem, který z vlastnictví daného podniku plyne. Metodu diskontovaného cash flow lze využít ve třech základních variantách. Ty se od sebe liší jednak základem této metody, který tvoří tzv. Free Cash Flow a také diskontní mírou, se kterou je zde počítáno. V podstatě záleží, zda se oceňuje podnik jako celek, anebo pouze hodnota vlastního kapitálu. Existují tedy tři základní metody, a to metoda DCF entity, kdy je oceňován podnik jako celek a logicky počítá s Free Cash Flow, které je k dispozici pro vlastníky i věřitele. Tyto peněžní toky se oficiálně označují jako FCFF, tedy Free Cash Flow to the Firm. Za diskontní míru se zde považují vážené náklady na kapitál, které v sobě zahrnují jednak náklady vlastního kapitálu, tak i náklady cizího. Metoda DCF equity se používá k ocenění vlastního kapitálu podniku, avšak hodnotu podniku lze snadno dopočítat. Zde se pracuje s tzv. FCFE, tedy Free Cash Flow to the Equity, kdy se vychází z peněžních toků určených pro vlastníky podniku. Za diskontní míru se zde považují pouze náklady vlastního kapitálu. Poslední je metoda DCF APV, jejíž název je vlastně zkratkou pro upravenou současnou hodnotu, tato metoda se však téměř nepoužívá. (Mařík, 2011, s. 164-165)

Aby však oceňovatel mohl využít pro ocenění výnosové metody a obzvláště metody DCF, je zapotřebí splnit několik základních předpokladů. Musí existovat efektivní kapitálové trhy, kapitálová struktura podniku musí být tvořena pouze vlastním a cizím kapitálem, existuje jenom daň z příjmu a poslední asi nejdůležitější pravidlo, které zde neustále zmiňuji a dále bude zmíněno ještě několikrát a tím je going concern prncip. (Kislingerová, 2001, s. 157)

V čem tento princip spočívá, jsem již popisoval výše, ve zkratce podnik musí do budoucna pokračovat ve stejné podnikatelské činnosti, nesmí mu hrozit bankrot a musí průběžně investovat alespoň do výše odpisů. Jedním z hlavních důvodů, proč jsem vlastně dělal finanční analýzu, bylo zjistit, zda je možné s podnikem počítat i do budoucna.

Nyní se zaměřím na dvě výše zmíněné metody podrobněji. Jelikož minimálně jednu z nich budu využívat, je důležité zmínit, jak se ocenění pomocí metod DCF provádí.

Metoda DCF entity je považována za metodu základní a také nejvyužívanější. Jak jsem již naznačil výše, prvním krokem je výpočet FCFF, tedy volných peněžních toků do firmy. Výpočet FCFF lze vyjádřit následujícím vzorcem.

$$FCFF_t = EBIT_t(1-t) + ODP_t - \Delta WC_t - Investice_t$$

kde FCFF jsou volné peněžní toky do firmy,
EBIT - provozní zisk před zdaněním,
t - daňová sazba,
ODP - odpisy,
ΔWC - změna potřebného pracovního kapitálu.

FCFF zde představuje pouze provozní peněžní toky, ze kterých po zajištění fungování a rozvoje podniku budou uspokojeny nároky jak vlastníků, tak i věřitelů. FCFF není ovlivněno zadlužeností podniku, vliv kapitálové struktury se promítne v diskontní míře. (Kislingerová, 2001, s. 161)

V praxi se nejčastěji při oceňování pracuje s dvoufázovou metodou. Vychází se z předpokladu nekonečně dlouhé existence podniku. Logicky naplánovat peněžní toky až do nekonečna je nemožné, budoucnost se tedy rozdělí do dvou fází. V první fázi se tedy počítá s volnými peněžními toky, které oceňovatel pro jednotlivé roky odhadl, nebo lépe řečeno provedl jejich prognózu. Délka první fáze by se měla pohybovat mezi 3 a 6 lety. Druhá fáze pak pokračuje od konce první až do nekonečna. Ve druhé fázi se vychází z předpokladu trvalého a stabilního růstu volného cash flow. Tato fáze se také nazývá fází pokračující. Hodnota podniku se pak vypočte podle následujícího vzorce. (Mařík, 2011, s. 178-179)

$$Hodnota\ podniku\ = \sum_{t=1}^{n} FCFF_t(1+i_k)^{-t}\ + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde PH je výše pokračující hodnoty,
T - délka první fáze v letech,
i - diskontní míra v podobě WACC.

Levá část rovnice vyjadřuje hodnotu v první fázi, pravá část zobrazuje fázi pokračující. Pokračující hodnotu lze vypočítat pomocí Gordonova vzorce níže. (Mařík, 2011, s. 183)

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde $FCFF_{T+1}$ představuje volné peněžní toky v prvním roce pokračující fáze,
g - předpokládané tempo růstu volného cash flow ve druhé fázi.

Metoda DCF equity, jak již bylo řečeno, oceňuje pouze hodnotu vlastního kapitálu. Jedná se o tzv. netto hodnotu podniku. Prvním krokem při použití této metody je výpočet FCFE, což jsou volné peněžní toky pro vlastníky. Vzorec pro výpočet je následující. (Kislingerová, 2001, s. 162)

$$FCFE_t = EBIT(1-t) + ODP - INV - \Delta WC - splátky\ úvěru$$

kde FCFE je volné cash flow pro vlastníky,
EBIT - provozní zisk před zdaněním,
t - daňová sazba,
ODP - odpisy,
ΔWC - změna potřebného pracovního kapitálu,
INV - investice.

Opět se nejčastěji používá dvoufázový model, akorát v tomto případě se jako diskontní míra používají pouze náklady vlastního kapitálu. Vzorec pro výpočet hodnoty podniku je následující.

$$Hodnota\ VK = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \times \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

Všechny položky obsažené v rovnici již byly vysvětleny výše, jen pro připomenutí, prostřední část rovnice je vzorec pro výpočet pokračující hodnoty. (Mařík, 2011, s. 206)

Konec této kapitoly bych ještě rád věnoval tomu, jakým způsobem se diskontní míra, která hraje významnou roli ve výsledné hodnotě podniku, vypočítá. V kapitole věnované času a riziku jsem diskontní míru zmínil, nyní to tedy uzavřu. Diskontní míra jednak převádí budoucí výnosy na současnou hodnotu a také v sobě zahrnuje i faktor rizika. Diskontní míra také odráží očekávanou výnosnost investora v porovnání s podobnou investicí při stejné míře rizika. Diskontní míra se tedy objevuje v podobě nákladů na kapitál. V závislosti na formě budoucích výnosů, se kterými se počítá, jedná se buď o vážené náklady na kapitál, nebo pouze o náklady vlastního kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 174)

Vážené náklady na kapitál v sobě zahrnují náklady vlastního kapitálu i náklady kapitálu cizího, jednoduše řečeno úrokovou míru. Pro výpočet WACC jsou náklady vlastního kapitálu násobeny poměrem vlastního a celkového kapitálu, náklady cizího kapitálu jsou násobeny poměrem cizího a celkového kapitálu, a navíc také daňovým štítem. Náklady vlastního a cizího kapitálu se poté sečtou a vyjde hodnota WACC. (Kislingerová, 2001, s. 174-175)

Toto byla ta lehčí část, nyní se dostanu k určení dílčích položek nutných k výpočtu WACC. Začnu jednodušími náklady na cizí kapitál. Ty vlastně v praxi představují úroky, které musí podnik hradit svým věřitelům, pro účely této práce, za předpokladu, že by byly potřeba, by se daly určit jako podíl nákladových úroků a dlouhodobých bankovních úvěrů. (Kislingerová, 2001, s. 178)

Poněkud složitější, resp. časově a informačně náročnější je určení nákladů vlastního kapitálu. Tyto náklady vyjadřují určitá výnosová očekávaní vlastníků v porovnání s jinou alternativou se stejným rizikem. Nejpoužívanější metodou pro určení nákladů vlastního kapitálu je metoda CAPM, kterou jsem již zmínil v kapitole o ekonomické přidané hodnotě podniku. Tento model slouží primárně pro ocenění akcií, avšak náklady vlastního kapitálu víceméně výnosnost akcií reflektují. Náklady vlastního kapitálu se tedy určí podle následujícího vzorce. (Kislingerová, 2001, s. 188-189)

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

kde r_e jsou náklady vlastního kapitálu,
r_f - bezriziková výnosová míra dané země,
β - rizikovost podniku, resp. odvětví,
$r_m - r_f$ - riziková prémie dané země.

Bezrizikovou výnosnost představují v ČR běžně desetileté a víceleté státní dluhopisy. Riziková prémie je dána rozdílem výnosnosti akcií na daném kapitálovém trhu a bezrizikovou výnosovou mírou, avšak jednoduše ji lze nalézt v databázi profesora Damodarana nebo také z dat ratingových agentur. Koeficient beta, který zde lze také nalézt vyjadřuje riziko daného podniku či odvětví k trhu jako celku. Koeficient beta zde uváděný je však v podobě tzv. nezadlužené bety. Aby se očistil o vliv vlastní kapitálové struktury, je třeba ho převést na tzv. zadluženou (levered) betu. Vzorec pro výpočet je následující. (Mařík, 2011, s. 216-224)

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered}\left(1 + (1-t)\frac{D}{E}\right)$$

kde β_{lev} je zadlužená beta,
β_{unlev} - beta nezadluženého podniku,
D - cizí kapitál,
E - vlastní kapitál,
t - daňová sazba.

5.3.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Základem pro použití této metody je ekonomická přidaná hodnota, kterou jsem již rozebíral ve finanční analýze. Jen pro připomenutí, hodnotu EVA lze spočítat pomocí následující rovnice. (Kislingerová, 2001, s. 224)

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde NOPAT je zdaněný provozní zisk,
WACC - již několikrát zmiňované vážené náklady kapitálu,
C - investovaný kapitál.

Hodnota podniku, resp. netto hodnota podniku nebo také hodnota vlastního kapitálu, se opět počítá dvoufázově. Výsledek je dán součtem čistých operativních aktiv a diskontované hodnoty EVA pro první a druhou fázi. Počítá se sice s váženými náklady kapitálu, úročené cizí zdroje jsou však odečteny, a tím je získána hodnota vlastního kapitálu. Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody EVA je následující. (Mařík, 2011, s. 297)

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^{T}\left(\frac{EVA}{(1+WACC)^t}\right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

kde H_n je netto hodnota podniku, resp. hodnota vlastního kapitálu,
NOA_0 - čistá operativní aktiva,
T - počet let po které je EVA plánována,
D_0 - zmíněný odečtený úročený cizí kapitál,
A_0 - neoperativní aktiva, které je nutno přičíst.

5.4 Kombinované metody

Kombinované metody ocenění podniku spojují výnosové metody a metody majetkové, resp. konkrétně metodu substanční. Jedná se buď o odvození těchto metod nebo jejich kombinaci. (Kislingerová, 2001, s. 237)

5.4.1 Schmalenbachova metoda

Tato metoda pracuje s myšlenkou, že hodnota podniku je tvořena jak vloženým majetkem a výkony podniku, tak i jeho budoucími výnosy. Přičemž obě tyto složky jsou brány jako rovnocenné. I když je této metodě vytýkána skutečnost, že substanční hodnota a budoucí výnosy podniku nelze příliš slučovat, je v praxi hojně využívána. Výsledná hodnota podniku za použití této metody je dána aritmetickým průměrem výnosové a substanční hodnoty. (Kislingerová, 2001, s. 237)

5.4.2 Metoda vážené střední hodnoty

Metoda vážené střední hodnoty je opět velmi často využívána v praxi pro ocenění podniku. Tato metoda se dosti podobá metodě předchozí, jen je zde jednotlivým hodnotám (substanční a výnosové) přiřazena váha důležitosti, na jejímž základně pak vyjde hodnota výsledná. (Kislingerová, 2001, s. 238-239)

PRAKTICKÁ ČÁST

6 Popis společnosti EKOMOR, s.r.o.

6.1 Předmět, účel a datum ocenění

Předmětem ocenění je podnik EKOMOR, s.r.o., který sídlí ve Frýdku-Místku a zabývá se technologiemi povrchových úprav kovů, prodejem strojů, které k povrchovým úpravám slouží a výrobou a prodejem čistíren odpadních vod, které jsou důležitou součástí provozu povrchových úprav. Společnost EKOMOR je lídrem ve svém oboru a zakládá si na svém ekologickém přístupu. Sama společnost uvádí, že název EKOMOR je synonymem pro Ekologické Moření, ale i další technologie povrchových úprav.

Účelem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku pro potřeby potenciálního externího investora. Společnost je oceněna k datu 1. 5. 2018.

6.2 Základní údaje o společnosti

Název společnosti:	EKOMOR, s.r.o.	
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným	
Sídlo společnosti:	Frýdek-Místek, Lískovec 397, 73930	
IČO:	48397571	
DIČ:	CZ48397571	
Datum zápisu do OR:	18. března 1993	
Telefon:	555 889 320	
E-mail:	ekomor@ekomor.cz	
Předmět podnikání:	Výroba strojů a zařízení	
Základní kapitál:	1 000 000 Kč	
Společníci:	Ing. Pavel Váňa	50% podíl
	Ing. Jiří Váňa	50% podíl

6.3 Historie společnosti

Společnost vznikla v roce 1993, kdy byla založena pracovníky z oboru povrchových úprav kovů. Rok na to již realizovala svou první velkou dodávku, a tou byla žárová zinkovna do společnosti PROMPTUS Děčín. V roce 1996 realizovala svou první velkou exportní dodávku do Německa, a to mořící linku pro společnost BGH EDELSTAHL. Již tři roky na to realizovala další velikou zakázku do USA, kterou byla mořící linka pro společnost Talley Metals Technology. V roce 2001 společnost získala certifikát managementu kvality ISO 9001. Rok na to společnost realizovala první velkou zakázku do Asie. V roce 2006 došlo k dodání do té doby největší mořící linky pro společnost VIRAJ PROFILES v Indii. V roce 2010 došlo k rozšíření prostor společnosti EKOMOR, kdy došlo k vybudování nového pracoviště projekce a konstrukce. Posledním milníkem je

rok 2016, kdy došlo k realizaci dosud největší zakázky a dodání technologie pro komplexní úpravu drátů opět pro BGH EDELSTAHL. (Ekomor, ©2018)

6.4 Velikost společnosti a předmět podnikání

Společnost působí v odvětví strojírenského průmyslu a spadá pod klasifikaci CZ-NACE 28, tedy zpracovatelský průmysl a konkrétně výroba strojů a zařízení. Pokud bych to ještě více upřesnil, podnik může být zařazen do klasifikace CZ-NACE 28.4, tedy do odvětví výroby kovoobráběcích a ostatních obráběcích strojů. Konkrétně se jedná o mořící linky, linky pro žárové zinkování, galvanické linky a s tím vším související průmyslové čistírny odpadních vod.

Společnost EKOMOR se pohybuje na hranici mezi malým a středním podnikem co se obratu týče, počtem zaměstnanců od roku 2014 spadá již do kategorie středních podniků.

Tabulka 1 Počet zaměstnanců společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Počet zaměstnancu	43	43	49	52	55	58

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je vidět, že společnost postupně, jak roste poptávka po jejich strojích, počty zaměstnanců navyšuje, není to však nijak výrazně. Z tohoto celkového počtu je 5 pracovníků řídících. Společnost také najímá operativně agenturní pracovníky, kteří vyplňují výkyvy výrobní náplně, ti tu však nejsou zahrnuti.

7 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy pro účely ocenění podniku je především určení výnosového potenciálu podniku, jinak řečeno jde o to odhadnout o kolik procent porostou tržby podniku během prognózované budoucnosti. Toho bude dosaženo analýzou vnějšího a vnitřního potenciálu podniku, kdy však vnitřní potenciál bude analyzován spíše pomocí finanční analýzy. Ve strategické analýze se zaměřím především na makro a mikroprostředí podniku.

7.1 Analýza makroprostředí

Jak již bylo řečeno v teoretické části, toto prostředí společnost jen těžko ovlivní, je však nutné, aby znala skutečnosti, které se zde odehrávají a mohla na ně adekvátně reagovat. Bude použita PEST analýza, která zkoumá nejdůležitější faktory, které podnik ovlivňují a v tomto případě také jeho tržby.

7.1.1 Politicko-legislativní faktory

Na úvod je nutno říci, že společnost má průměrně o dost vyšší obrat ze zahraničních zakázek než z domácích. To znamená, že podnik neovlivňuje pouze politická situace v ČR, ale také v Evropské unii, a dokonce i jinde ve světě. Zmíním např. zakázky do USA, Jižní Koreji nebo do Indie. Politická situace ve světě se však složitě monitoruje, a navíc podnik ovlivňuje spíše pouze z hlediska potenciálních embarg nebo zavedení, resp. zvýšení cla. Výrazný dopad na společnost by však měl např. Czexit, tedy opuštění EU. Jelikož evropské firmy patří mezi nejdůležitější odběratele, tato skutečnost by mohla podnik velice ohrozit, resp. výrazně snížit zakázky a s tím související tržby.

Politická situace v ČR je v poslední době velmi nestálá, nemluvě o tom, že v době psaní této práce už několik měsíců žádnou oficiální vládu nemá. Na této úrovní je podnik nejvíce ovlivněn daňovými zákony a zákony ohledně sociálních a zdravotních odvodů. Tyto zákony jsou však na rozdíl od politické situace stálé a daň z příjmu a výše odvodů zůstávají na stejné úrovni a lze to tak předpokládat i do budoucna, pokud se však nějakým zázrakem nedostanou do vlády socialisté, kteří stále hlásají, jak by daně, včetně daně z příjmu, zvyšovali. Podniky také ovlivňuje celkem aktuální pravidelné zvyšování minimální mzdy, které souvisí s růstem průměrných mezd, ke kterým se dostanu níže. Jelikož však podnik zaměstnává vysoce kvalifikované pracovníky, minimální mzda se ho sama o sobě příliš netýká.

Dalším významným okruhem zákonů, které podnik ovlivňují, jsou zákony o ochraně životního prostředí. V nedávné době došlo ke změně zákona o posuzování vlivu na životní prostředí, který se přizpůsobil evropské směrnici. Jelikož však společnost na ekologii klade veliký důraz, a navíc má přímo v názvu slovo ekologické, na tyto změny i na změny budoucí je dobře připravena, což bude vidět dále, kdy společnost je nucena plnit přísné ekologické normy každé země, do které své stroje dodává. Krom ochrany životního prostředí, musí podnik dodržovat i ochranu osob, čehož se týkají směrnice BOZP a pravidelné proškolování zaměstnanců.

7.1.2 Ekonomické faktory

Společnost EKOMOR opět ovlivňuje ekonomická situace nejen v ČR, ale i ekonomický vývoj EU i celého světa. Základním ukazatelem vývoje ekonomiky je vývoj HDP.

Tabulka 2 Vývoj HDP

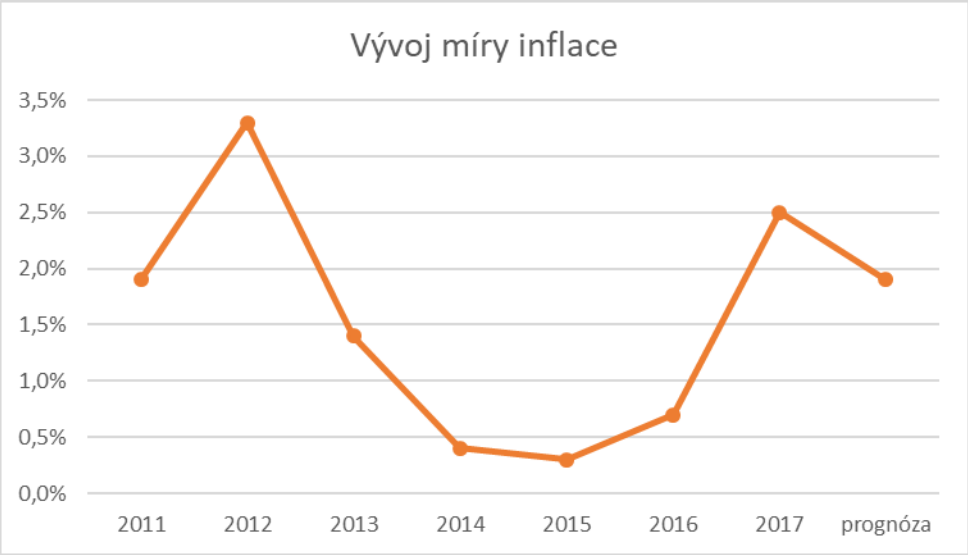
Růst HDP	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	prognóza
HDP ČR	2,0%	-0,8%	-0,5%	2,7%	4,5%	2,4%	4,5%	2,9%
HDP EU	1,7%	-0,5%	0,2%	1,6%	2,2%	2,5%	2,4%	2,5%
HDP Svět	2,6%	2,5%	2,6%	2,8%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%

Zdroj: vlastní zpracování podle Eurostat

Z tabulky výše je vidět reálný vývoj HDP v minulých letech, i prognóza do budoucna, a to jak domácí ekonomiky, tak i EU a světové ekonomiky celkově. V roce 2014 dochází konečně k nastartování ekonomiky, hlavně tedy v ČR a EU, která kvůli krizi

v roce 2008 a recesi v roce 2012 na tom byla poměrně špatně. To bude vidět i ve finanční analýze, kdy podnik v prvních dvou sledovaných letech dosahoval dosti špatných výsledků a postupné zlepšování ve výkonosti lze pozorovat právě až od roku 2014. Výkyv v roce 2013 je dán rekordní zakázkou a nelze s ním počítat do budoucna jako s nějakým trendem. Co se HDP týče, do budoucna se počítá se stálým růstem mezi 2,5 a 3 %. Pro účely ocenění budu počítat s pravděpodobnější hodnotou 2,5 %, která bude v dalších částech představovat tempo růstu g.

Dalším významným ekonomickým faktorem je míra inflace a její vývoj. Růst inflace snižuje hodnotu majetku, ale v tomto případě hlavně hodnotu finančních prostředků, kterých má společnost poměrně nadbytek. Dále míra inflace, přenesena na úrokovou míru, ovlivňuje investice, jelikož však společnost nevyužívá cizí úročený kapitál, tato skutečnost bude mít na oceňovanou společnost méně významný dopad.



Obrázek 2 Vývoj míry inflace (zdroj: vlastní zpracování podle ČSÚ)

V roce 2012 začala inflace v ČR rychle klesat, na což ČNB zareagovala intervencemi na oslabení CZK. K těm se dostanu dále v této kapitole. Inflace se tedy po roce 2016 vrátila na požadovanou hodnotu okolo 2 %. Po ukončení intervencí, které skončily v roce 2017 se předpokládá, že do budoucna míra inflace mírně poklesne na úroveň těsně pod 2 %.

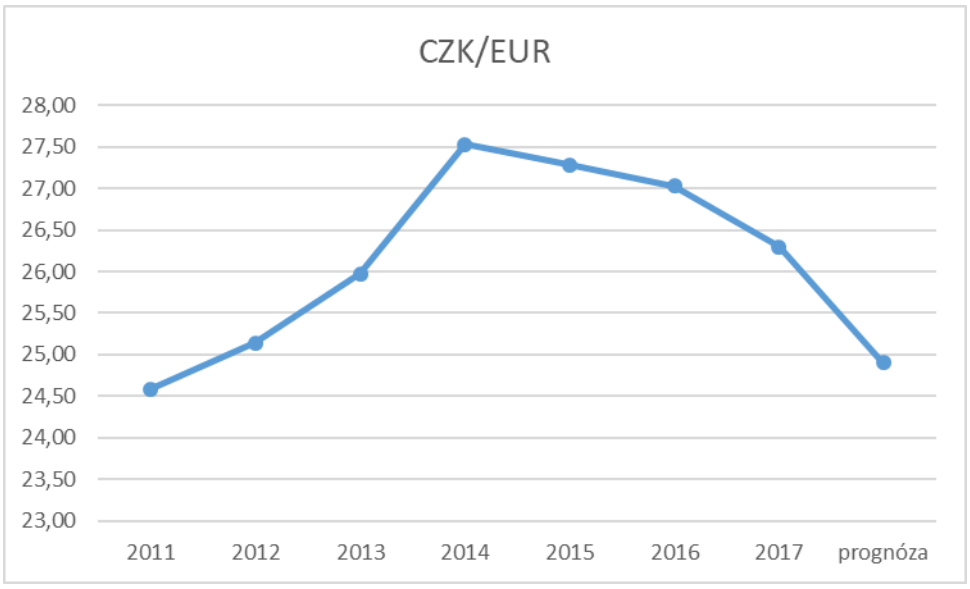
Pro přehlednost ještě přikládám tabulku s reálnými hodnotami i s prognózou do budoucna.

Tabulka 3 Vývoj míry inflace

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	prognóza
Míra inflace	1,9%	3,3%	1,4%	0,4%	0,3%	0,7%	2,5%	1,9%

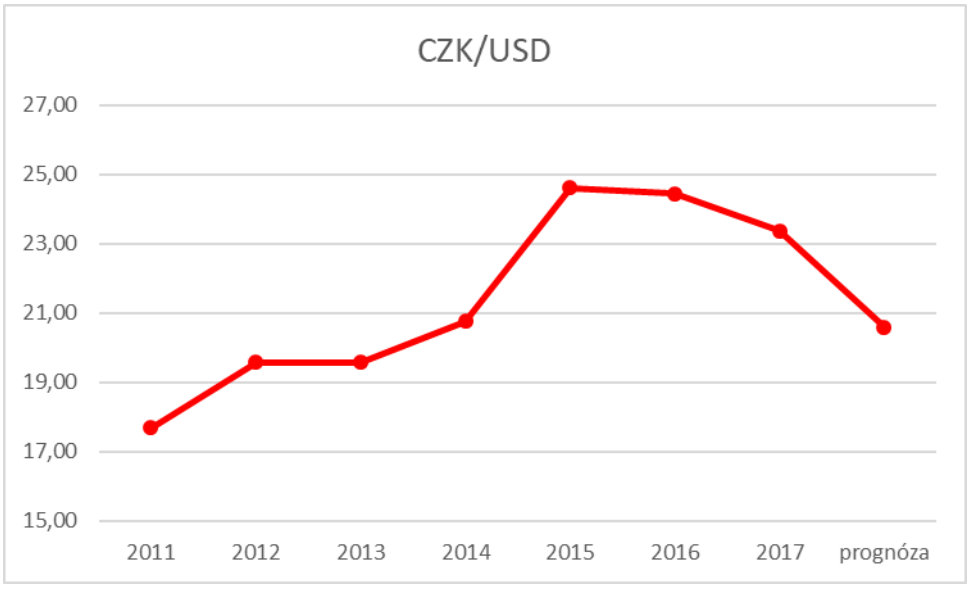
Zdroj: vlastní zpracování podle ČSÚ

Jak jsem již zmínil výše, nyní se podívám na měnový kurz a intervence ČNB. Pro společnost EKOMOR je vývoj kurzu obzvláště důležitý, jelikož se jedná z větší části o exportní firmu. Pro společnost je důležitý jak kurz CZK/EUR, tak i kurz CZK/USD.



Obrázek 3 Vývoj měnového kurzu CZK/EUR (zdroj: vlastní zpracování podle ČSÚ)

Graf výše ukazuje vývoj kurzu, který byl značně ovlivněn již zmiňovanými intervencemi ČNB. V letech 2014 až 2016 byl kurz uměle držen na hodnotě okolo 27 Kč za EUR. Oslabení CZK bylo však pro EKOMOR pozitivní, jelikož se jedná o z velké části exportní firmu. Její produkce tedy byla pro zákazníky v Eurozóně levnější. Po ukončení intervencí však CZK začala logicky posilovat a do budoucna se předpokládá, že se bude držet okolo úrovně 25 CZK/EUR. Podnik tedy musí do budoucna počítat s určitým znevýhodněním.



Obrázek 4 Vývoj měnového kurzu CZK/USD (zdroj: vlastní zpracování podle ČSÚ)

Vývoj kurzu CZK/USD se chová logicky podobně, avšak v absolutních hodnotách jsou změny výrazně vyšší. Dolar se z kurzu necelých 18 CZK/USD vyšplhal v roce 2015 až na úroveň 24,60 CZK/USD. Do budoucna se předpokládá pokles kurzu na hodnotu přibližně 21 CZK/EUR. Zakázky do zemí, kde je měna USD, jsou však v porovnání se zakázkami do zemí EU méně časté a tento kurz nehraje příliš důležitou roli.

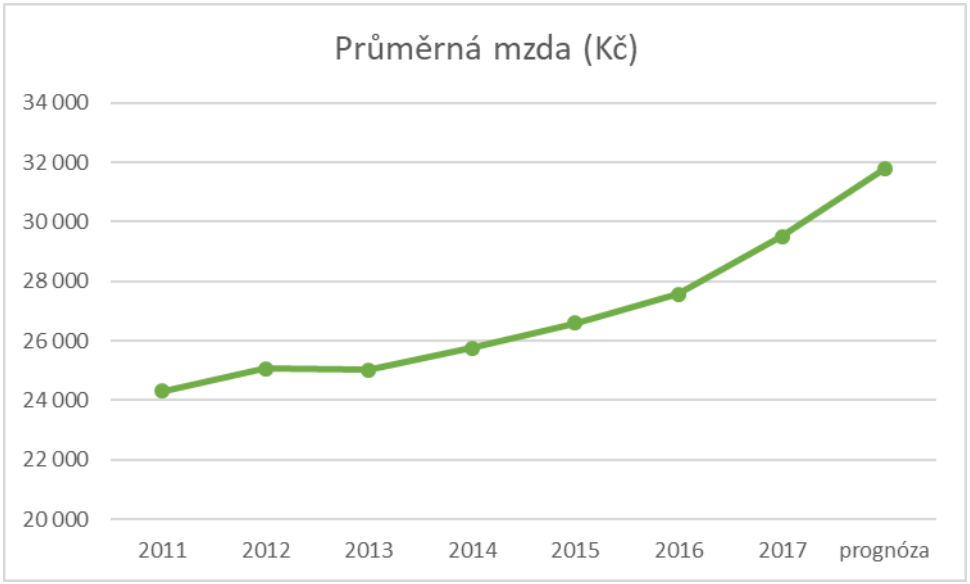
Pro přehlednost ještě uvádím konkrétní hodnoty kurzu v jednotlivých letech.

Tabulka 4 Vývoj měnového kurzu

Devizový kurz	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	prognóza
CZK/EUR	24,59	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03	26,30	24,90
CZK/USD	17,69	19,58	19,57	20,75	24,60	24,43	23,36	20,60

Zdroj: vlastní zpracování podle ČSÚ

Posledním faktorem, který zde zmíním, je výše průměrné mzdy v ČR. Tento faktor úzce souvisí s nízkou nezaměstnaností, kterou uvedu v sociálních faktorech. Rostoucí mzdy souvisí s osobními náklady, které snižují zisk společnosti.



Obrázek 5 Vývoj průměrné mzdy v ČR (zdroj: vlastní zpracování podle ČSÚ)

Průměrná mzda v ČR v posledních letech poměrně výrazně roste a další růst se předpokládá i do budoucna. Pokud tedy společnost nechce, aby ji klesala rentabilita, bude muset najít způsob snižování jiných provozních nákladů. Realitou však je, že EKOMOR i přes rostoucí průměrnou mzdu i rostoucí počet zaměstnanců, drží osobní náklady na přibližně podobné úrovni. Je tedy otázkou, zda své zaměstnance adekvátně ohodnocuje, je totiž možné, že by jí je mohla přetáhnout jiná společnost v odvětví, což z důvodu velkého nedostatku zaměstnanců není až tak nereálná situace. Společnost však působí v regionu, kde je nezaměstnanost vyšší a průměrná mzda naopak nižší, než je republikový průměr a situace se zde jen tak nezlepší, tudíž tlaky na růst mezd zde nebudou tak silné.

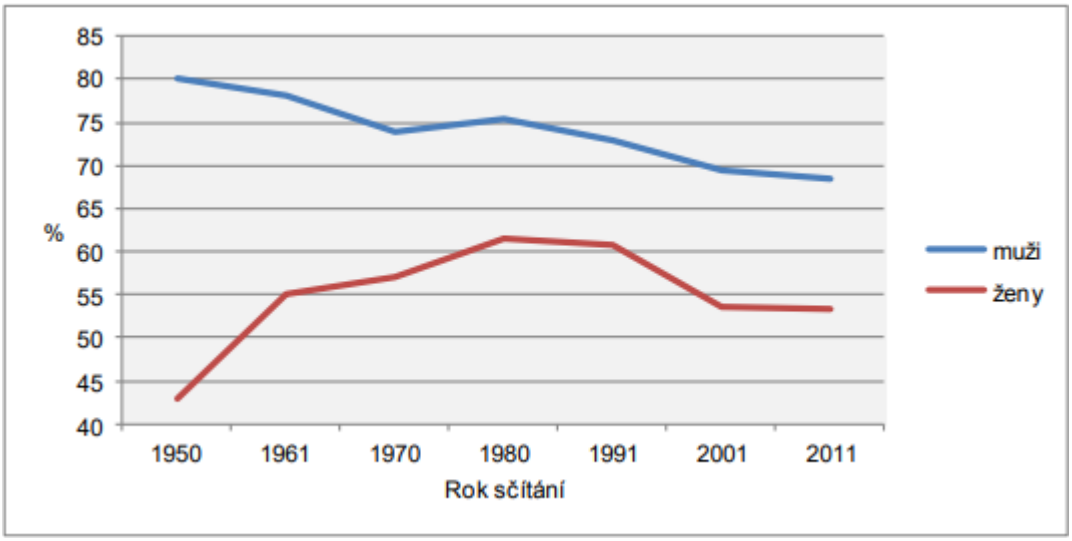
Jen pro představu, pokud bych bral průměrnou mzdu a reálný počet řadových zaměstnanců, tak by jim EKOMOR v roce 2011 vyplatil na mzdách 11 mil. Kč, v roce 2016 by to však bylo již 17,5 mil. Kč.

7.1.3 Sociálně-ekologické faktory

Jelikož zákazníky společnosti EKOMOR jsou veliké společnosti a jednotlivci, resp. tzv. koncový uživatel to opravdu není, je potřeba se na tyto faktory podívat

z jiného úhlu. Sociální faktory, které podnik ovlivňují, jsou především dostupnost pracovní síly a rostoucí požadavky obyvatel na ekologičnost víceméně úplně všeho.

Dostupnou pracovní sílu ovlivňuje jednak dlouhodobý trend ve stárnutí populace, ale v poslední době především příliš nízká míra nezaměstnanosti.

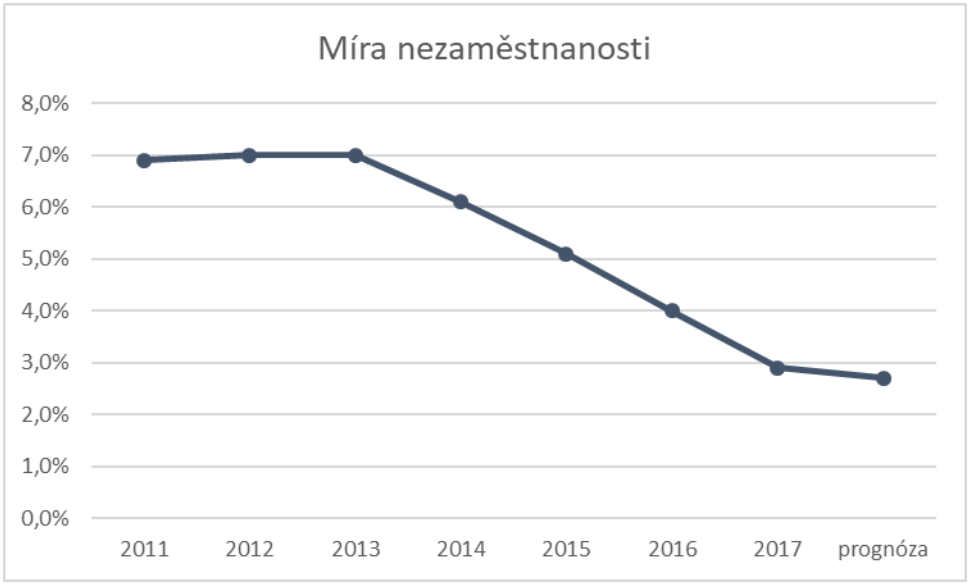


Obrázek 6 Vývoj ekonomické aktivity obyvatelstva ČR (zdroj: ČSÚ)

Graf výše jsem si vypůjčil ze stránek ČSÚ a ukazuje ekonomickou aktivitu obyvatelstva zjišťovanou při sčítání lidu. Je patrný klesající trend, který bude i nadále pokračovat a je způsoben právě stárnutím obyvatelstva. Najít kvalifikovanou pracovní sílu tak bude stále obtížnější. Nemluvě o strukturálních aspektech, kde zájem o průmyslovou činnost mezi lidmi obecně opadá. Řešením by do budoucna mohla být ještě vyšší úroveň automatizace, která by zbavila výrobní firmy závislosti na lidské pracovní síle.

Druhý problém je poněkud nový, ale o to více společnosti zatěžuje. Tím je klesající míra nezaměstnanosti. Tato skutečnost je z pohledu státu jistě vítaným jevem, avšak z pohledu zaměstnavatelů již nikoliv. Obecně se optimální míra nezaměstnanosti v ekonomii bere mezi 4 a 5 %. Dnes je tato hodnota ještě níže a do budoucna se předpokládá další mírné snížení. EKOMOR je však atraktivním zaměstnavatelem v regionu a tyto problémy se jeho ani samotného regionu zatím netýkají.

Z grafu níže je patrný klesající trend. Tato skutečnost má za následek výše zmíněný růst mezd. A to jednak nárůst nástupních platů, ale také nutnost navyšování mezd stávajícím zaměstnancům, kde by jinak hrozil jejich odchod na lépe placenou pozici do jiné firmy. Jelikož se v tomto případě jedná o kvalifikované pozice, odpadá možnost zaměstnání dostupné a levné pracovní síly z východní Evropy. Společnost tedy bude muset držet krok ve zvyšování mezd, čímž bude snižovat své zisky, nebo bude muset investovat do vyšší míry automatizace, kde nastává otázka, zda se to finančně vyplatí a které pozice je vlastně vůbec možno stroji úplně nahradit.



Obrázek 7 Vývoj míry nezaměstnanosti (zdroj: vlastní zpracování podle ČSÚ)

7.1.4 Technologické faktory

Technologické faktory podnik ovlivňují ze dvou hledisek. Jednak se jedná o technologii výroby samotných strojů a za druhé se jedná o požadavky, které tyto stroje musí splňovat, které se odvíjí zase od požadavků na konečnou podobu kovových součástek, které tyto stroje opracovávají. Pokud to řeknu srozumitelněji, EKOMOR dodává stroje na povrchovou úpravu kovů jiným firmám, ty ale buď tyto součástky samy využívají ve výrobě, nebo je dodávají dalším firmám. V obou těchto případech však může docházet k přísnějším požadavkům na finální podobu těchto součástek, jako je např. hrubost, pevnost atd.

EKOMOR tedy musí sledovat jednak změny v technologiích výroby svých produktů, ale také technologii samotných produktů. V současnosti se toto týká především zavádění, resp. rozšiřování stávající úrovně informačních a komunikačních technologií. Asi největší výzvou do budoucna bude příchod Průmyslu 4.0., v ČR se však předpokládá pozdější příchod než například v západní Evropě.

7.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí zkoumá faktory, které na podnik působí v rámci konkrétního trhu či odvětví a na rozdíl od vlivů makroprostředí, tyto faktory nejsou dané, ale podnik je svým chováním může do jisté míry ovlivňovat. Mikroprostředí podniku budu analyzovat pomocí především pomocí Porterova modelu pěti konkurenčních sil, nejdříve si však musím vymezit, v jakém odvětví podnik působí.

7.2.1 Vymezení relevantního trhu a jeho charakteristika

Společnost EKOMOR se pohybuje v odvětví zpracovatelského průmyslu a spadá pod označení CZ-NACE 28.4. Upřesnění je důležité z toho důvodu, že CZ-NACE 28

představuje výrobu strojů a zařízení obecně a jak ukáži ve finanční analýze, porovnávat výsledky podniku s tímto celým odvětvím není příliš vhodné. Přesněji podnik spadá do odvětví výroby kovoobráběcích a ostatních obráběcích strojů. Toto však také nebude vždy úplně nejvhodnější, např. pro srovnávání nebo určení vývoje trhu, jelikož některé společnosti mohou být zaměřeny na úzký segment nebo zemi, např. Rusko, kde EKOMOR žádné zakázky nemá a nikdy neměl a podniky zaměřené hlavně na tuto zemi nemohou být brány jako relevantní pro srovnávání nebo prognózy. Jedno je však pro odvětví společné, a to silná fluktuace všech finančních ukazatelů.

7.2.2 Porterův model pěti sil

Přímou konkurenci podniku tvoří jen několik různě velkých podniků, nepřímou konkurenci, která se dá považovat spíše za substituci, zmíním právě v části potenciálních substitutů. Konkurence má víceméně stejné produkty, a to stroje pro povrchové úpravy a zařízení na čištění průmyslových odpadních vod. Kvalita a ekonomičnost provozu, stejně tak minimalizace zátěže životního prostředí, jsou všude samozřejmostí, odběratelům by tak teoreticky nevznikly nijak vysoké transakční náklady při změně dodavatele. Společnosti navíc byly většinou založeny odborníky v oboru povrchových úprav kovů. Podniky tak musí buď minimalizovat náklady, tak aby zákazníky přilákaly lepší cenou, nebo se musí zaměřit na ještě užší segment tohoto trhu. Např. společnost ESA PLATING, která se zaměřila na dodávky firmám pohybujícím se v leteckém průmyslu v Rusku. Tuto společnost tedy nelze brát příliš jako konkurenci, i když je ve stejném odvětví a vyrábí velmi podobné stroje, a proto jsem ji z relevantního trhu vyřadil. EKOMOR dodává stroje společnostem vyrábějícím či upravujícím ocelové tyče, profily, dráty či menší součástky s využitím ve stavebnictví, v automobilovém průmyslu atd. V následující tabulce představím hlavní konkurenční podniky, ukáži jejich velikost měřenou obratem, resp. výkony a také určím jejich vývoj ve sledovaném období, který bude poté také využit v prognóze vývoje odvětví.

Tabulka 5 Vývoj tržeb společnosti a relevantního trhu

Výkony (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Celkem růst
EKOMOR	61 305	91 396	159 719	128 352	116 508	219 153	29,02%
EKOL	165 950	124 834	94 771	191 265	284 191	115 111	-7,05%
ATF	24 301	10 146	19 708	35 616	15 193	13 286	-11,38%
KOVOFINIŠ	603 872	528 630	821 767	1 186 000	965 170	871 397	7,61%
W.P.E.	32 399	32 399	32 399	44 991	33 763	18 444	-10,66%
AITEC	19 037	19 334	8 522	25 167	18 015	18 015	-1,10%
JVŠ	58 903	47 401	37 676	87 618	76 371	84 522	7,49%
Celkem trh	965 767	854 140	1 174 562	1 699 009	1 509 211	1 339 928	6,77%
Celkem bez EKOMOR	904 462	762 744	1 014 843	1 570 657	1 392 703	1 120 775	4,38%
Celkem odvětví 28.4	21 228 669	24 372 917	24 511 258	27 527 288	29 343 892	26 167 564	4,27%

Zdroj: vlastní zpracování podle MPO a výročních zpráv

Tato poměrně pestrá tabulka zobrazuje vývoj ve výkonech celého odvětví, kde se EKOMOR pohybuje, ale také hlavních konkurentů společnosti, které budu brát jako relevantní trh spíše než odvětví celkem. Zvýrazněné hodnoty u některých firem značí

absenci údajů a hodnoty byly pro jednoduchost dopočteny jako průměr hodnot zbylých. Toto není nejpřesnější metoda, ale pro názornost to jistě stačí. Je jasně vidět, že odvětví celkem, ani zvolený relevantní trh příliš neroste. Růst se pohybuje těsně nad 4 % u obou případů. Za to EKOMOR vykázal růst o 29 %. Tato hodnota je však zkreslena dvěma rekordními roky, o kterých ještě bude dále řeč a je rozumné brát za běžné hodnoty výkony z let 2014 a 2015. Pokud bych tedy očistil růst o tyto výkyvy, dostala by se společnost na přibližných 16 % růstu za sledované období. To je však stále slušný výsledek v porovnání s konkurencí. Společnost EKOMOR o sobě tvrdí, že je lídrem v oboru a svými výsledky to jen potvrzuje. Do budoucna se tak dá předpokládat, že poroste rychleji než konkurence.

Tabulka 6 Podíl konkurence na relevantním trhu

Podíl na trhu (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
EKOMOR	6%	11%	14%	8%	8%	16%	10%
EKOL	17%	15%	8%	11%	19%	9%	13%
ATF	3%	1%	2%	2%	1%	1%	2%
KOVOFINIŠ	63%	62%	70%	70%	64%	65%	66%
W.P.E.	3%	4%	3%	3%	2%	1%	3%
AITEC	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
JVŠ	6%	6%	3%	5%	5%	6%	5%

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv

Zde je ještě tabulka zobrazující jakýsi tržní podíl, který vyplývá z relevantního trhu. Jelikož společnosti vykazují silné fluktuace, raději jsem tabulku doplnil o průměrnou hodnotu. Z tabulky je poznat nejsilnější podnik KOVOFINIŠ, společnost EKOMOR si pak drží průměrných 10 % tržního podílu.

Potenciální konkurence v domácím prostředí nejspíše nehrozí. Existují značné bariéry vstupu, jako investice do budov, strojů, software, know-how. Navíc se jedná o téměř nerostoucí a nasycený trh, na kterém existuje velmi výrazná hrozba substituce, ke které se brzy dostanu. Potenciální konkurent je tedy takový, který již v zahraničí působí a pokusil by se proniknout na náš trh. Jelikož společnost EKOMOR je celkem výrazně exportně zaměřena, hrozí jí potenciální konkurence spíše na zahraničních trzích. Je potřeba dávat pozor, aby zahraniční zákazníci nenašli levnějšího či kvalitnějšího dodavatele.

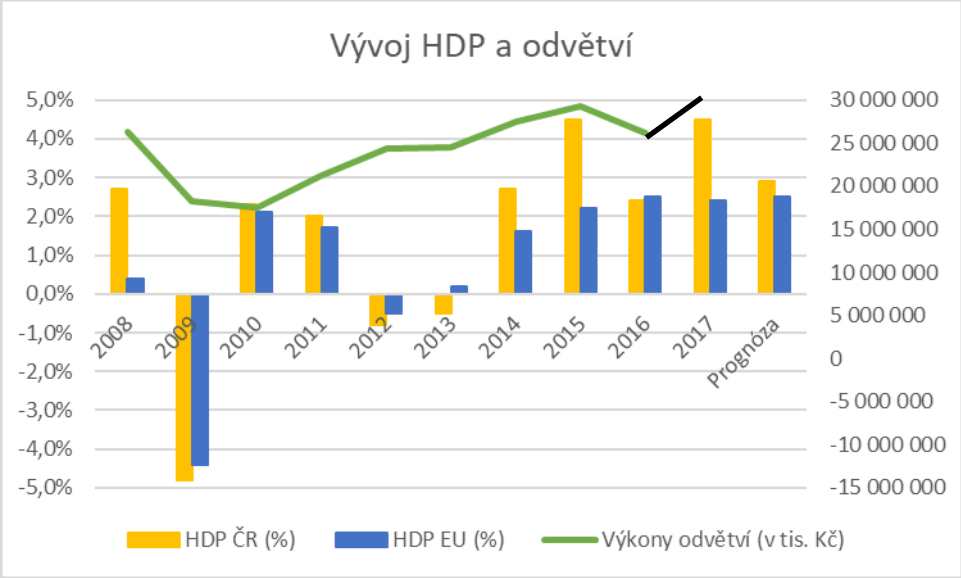
Substitutem v tomto odvětví jsou společnosti, které stroje na povrchové úpravy nevyrábějí, avšak povrchové úpravy nabízejí jako službu na vlastních strojích. Na jednu stranu tak představují hrozbu, na druhou potenciální zákazníky, pokud zařízení nakupují a nevyrábí si je samy. Těchto společností je obrovské množství a záleží pak na každém podniku, zda je pro něj výhodnější investovat do strojů a dělat si to sám, nebo za povrchové úpravy platit jiným.

Co se dodavatelů týče, zde toho není moc co analyzovat, jelikož žádná veřejně dostupná data o nich neexistují. Je však možné říci, že společnost má celkem silnou vyjednávací pozici, což však ukáži až ve finanční analýze.

Odběratelé podniku jsou již však známi a jak jsem už zmínil, významnější část tvoří zahraniční subjekty. Společnost má dva okruhy zákazníků, jednak ty, kterým dodává kompletní zařízení a ty, pro které dělá subdodávky. Dodávka kompletního

zařízení má samozřejmě větší vliv na výsledné výkony společnosti. Mezi nejvýznamnější projekty patří dodávka mořící linky do Švédska v roce 2013 a kombinované mořící linky do Německa v roce 2016. Tyto dvě obrovské zakázky prověřily schopnost řízení rozsáhlých projektů, schopnost řešit složité technické projekt, a hlavně to, že EKOMOR dokáže plnit přísné legislativní normy ohledně životního prostředí v zahraničí. Kvůli poslední zakázce byl např. podnik nucen získat certifikát pro systém řízení rizik podle německého zákona o vodách.

7.2.3 Prognóza vývoje odvětví



Obrázek 8 Vývoj HDP a tržeb v odvětví (zdroj: vlastní zpracování podle MPO)

Tento graf porovnává vývoj odvětví s růstem HDP v ČR, ale také v EU, jelikož EKOMOR a spousta ostatních společností v tomto oboru je silně exportně zaměřená. Důležitější pro určení budoucího vývoje je však domácí vývoj HDP, který výkony celkem kopírují. Výkony v odvětví po krizi v roce 2008 silně poklesly, poté to vypadalo, že začne ekonomika dlouhodobě růst, avšak přišla recese v roce 2012, kdy výkony stagnovaly. Od roku 2013 je vidět opětovný růst, ale mezi lety dochází znovu k poklesu, a to mimo jiné z důvodu, že růst HDP byl poloviční oproti roku 2016. Pro rok 2017 lze očekávat opět nárůst, jelikož však nejsou ještě dostupná data, je to spíše odhad s použitím údajů za 1. pol. 2017 a dopočítání podle minulých trendů. Výkony v CZ-NACE 28 by měly dosáhnout hodnoty 193 mld. Kč a výkony v části 28.4 by měly dosáhnout 32 mld. Kč. S touto hodnotu by se růst odvětví mezi lety 2011 a 2017 dostal přes 8 %. Do budoucna je však potřeba počítat s nižší mírou růstu tržeb, jelikož růst HDP se nejspíše dostane pod 3 % a nadále by na této úrovni měl setrvat. Lze tedy předpokládat, že v roce 2018 dojde k poklesu ve výkonech, které by se mohly pohybovat okolo hodnoty 28,5 mld. Kč a poté bude následovat mírný trvalý růst, za předpokladu, že nenastane krize, nebo se neobjeví např. nová úplně odlišná technologie na povrchové úpravy kovů atp. Tempo růstu nebude nijak vysoké, stačí se podívat na to, že odvětví se dokázalo pouze vrátit na původní hodnotu z roku 2008.

7.3 Analýza vnitřního potenciálu

Několikrát jsem již zmínil to, že společnost je oceňována externě a největší váhu v analýze vnitřního potenciálu bude mít finanční analýza. Jsou však určité informace, které lze o podniku zjistit např. z výročních zpráv.

Nejdříve se zaměřím na výzkum a vývoj, kde se společnost již delší dobu zaměřuje na regeneraci odpadních mořících lázní a oplachových vod. V roce 2015 pak byla odzkoušena technologie, díky které bylo zregenerováno několik tun odpadní vody. Tato technologie bude předmětem dalšího vylepšování, především v oblasti automatizace a robustnosti samotného zařízení. Do budoucna je pak naplánován a zatím je rozpracován výzkum ohledně regenerace směsné kyseliny.

Další důležitou oblastní vnitřního potenciálu jsou investice a technický rozvoj. Společnost investuje jednak do obnovy či nových výrobních strojů, kdy v roce 2014 pořídila nové stroje pro výrobu mořících linek v celkové hodnotě přes 1 mil. Kč, ale také do informačních technologií. V roce 2013 společnost v této oblasti dosáhla významného pokroku. V tomto roce byla dobudována serverová stanice, která umožňuje použití modernější technologie virtualizace, dále byl pořízen nový CAD software a došlo k přechodu na nový ERP systém Helios Orange. Tyto investice přišly společnost na 1,3 mil. Kč. V posledních dvou letech dochází pouze k obnovovacím investicím, menším investicím do modernizace, či investice do vozového parku.

Jendou z nejdůležitějších součástí podniku jsou jeho zaměstnanci a jejich kvalita. Společnost si udržuje přibližně stejný stav kmenových vysoce kvalifikovaných pracovníků, kteří jsou z důvodů výkyvů výrobní náplně v jednotlivých měsících doplňováni krátkodobými poměry a agenturními pracovníky. Rozvoj zaměstnanců je pro společnost velmi důležitý, a tudíž krom školení nových zaměstnanců pořádá též jednak standartní vzdělávací programy pomocí interních i externích školitelů, ale také v roce 2013 realizovala dvě vzdělávací aktivity v oblasti používání pokročilých prostředků 3D konstruování pomocí systému Autodesk Inventor. V roce 2014 byly realizovány další dvě vzdělávací aktivity na zvýšení kvalifikace pracovníků v oblasti svařování. Lidské zdroje jsou tak velmi silným faktorem společnosti EKOMOR.

Poslední oblastí, ke které lze něco říci, je management kvality. Od roku 2000 má tento systém certifikován. V roce 2014 získala společnost certifikát ohledně svařování dle normy ČSN EN ISO 3834-2. V roce 2015 obdržela výše zmíněný certifikát, který společnosti umožňuje působit v Německu jako odborná firma pro dodávky strojů, které představují nebezpečí pro vody. Tento certifikát otevírá nové příležitosti na Německém trhu. Posledním certifikátem z roku 2016 ohledně svařování termoplastů společnost završila certifikace všech hlavních využívaných technologií.

Výsledky strategické analýzy zhodnotím až spolu s finanční analýzou v závěru kapitoly pomocí SWOT analýzy.

8 Finanční analýza

Jak jsem již zmínil v předchozím textu, finanční analýza podává obraz o finančním zdraví a finanční výkonnosti, resp. efektivitě daného podniku. Pro účel této finanční analýzy jsem využil veřejně dostupné výroční zprávy společnosti EKOMOR za roky 2011–2016. Účetní výkazy za rok 2017 nejsou bohužel v době tvorby této práce ještě k dispozici. V této diplomové práci pro ocenění podniku využívám výnosové metody, a je tedy nutné, aby podnik splňoval tzv. going concern princip. Právě finanční analýza spolu s analýzou strategickou ukáží, zda je podnik perspektivní a lze předpokládat jeho další působení na trhu.

V samotné finanční analýze nejprve analyzuji účetní výkazy pomocí horizontální a vertikální analýzy. Dále budu zjišťovat, zda se podnik řídí bilančními pravidly a jak hospodaří s pracovním kapitálem. Poté provedu analýzu poměrových ukazatelů a také pomocí bankrotních modelů zjistím, zda podniku nehrozí bankrot, což by znamenalo nemožnost využití výnosových metod pro ocenění podniku. Nakonec spočítám, jakou má společnost EKOMOR ekonomickou přidanou hodnotu.

8.1 Horizontální analýza rozvahy

Pomocí této analýzy sleduji meziroční, resp. celkové změny jednotlivých položek rozvahy, které níže ukáži jednak v absolutních číslech a jednak v relativním, tedy procentním vyjádření. Je dobré výsledky vyjadřovat v obou těchto podobách, jelikož jak uvidíme níže, použití pouze relativního vyjádření může být velice zavádějící. Analyzovat budu zvlášť aktiva a pasiva a v níže uvedených tabulkách zobrazím pro přehlednost pouze nejdůležitější položky rozvahy.

8.1.1 Horizontální analýza rozvahy (aktiva)

Tabulka 7 Horizontální podílová analýza aktiv

ř.		ROZVAHA	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	Celkem růst
1		AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	0,94	1,21	0,90	1,94	1,20	18,96%
3	B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	1,08	1,03	1,00	2,37	1,25	27,03%
4	B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	20,34	1,11	0,72	1,32	0,85	78,62%
13	B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	1,03	1,03	1,02	1,09	1,02	3,75%
23	B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	0,35	0,00	nelze	nelze	1,46	315,78%
31	C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	0,91	1,24	0,89	1,84	1,19	17,01%
32	C.I.	ZÁSOBY (ř. 33 až 38)	2,00	0,59	1,42	0,51	1,17	0,23%
39	C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	0,62	1,20	0,39	0,71	1,54	-20,40%
47	C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	0,36	4,75	0,61	0,58	0,47	-22,50%
57	C.IV.	KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	1,13	0,35	1,73	6,00	1,33	40,67%
62	D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	0,18	9,25	0,28	1,64	0,30	-25,37%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 8 Horizontální rozdílová analýza aktiv

ř.		ROZVAHA (v tis. Kč)	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
1		AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	-5 656	17 194	-9 782	85 748	35 748
3	B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	1 186	560	73	23 946	10 313
4	B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	735	86	-239	197	-126
13	B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	468	483	312	1 583	299
23	B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	-17	-9	0	22 166	10 140
31	C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	-6 587	16 172	-9 483	61 709	25 602
32	C.I.	ZÁSOBY (ř. 33 až 38)	12 439	-10 144	6 165	-10 154	1 834
39	C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	-1 011	326	-1 197	-222	298
47	C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	-21 305	44 333	-21 784	-14 548	-10 564
57	C.IV.	KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	3 290	-18 343	7 333	86 633	34 034
62	D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	-255	462	-372	93	-167

Zdroj: vlastní zpracování

I když lze pozorovat určité výkyvy ve vývoji hodnoty celkových aktiv, tak jejich důležitá část neustále roste. Teď mám konkrétně na mysli dlouhodobý majetek, hlavně tedy dlouhodobý hmotný majetek. Aby podnik dodržel již několikrát zmíněný going concern princip, musí v průměru investovat do svého majetku minimálně do výše odpisů a jelikož se v tomto případě jedná o výrobní podnik, jsou pro něj stroje a zařízení obzvláště důležité. Zde je vidět, že hodnota dlouhodobého hmotného majetku meziročně neustále roste. Hodnota celkových aktiv se tedy za sledované období zvýšila o 19 %, což činí nějakých 123 mil. Kč. Nejvyšší růst lze zaznamenat v posledních dvou letech a podílely se na něm především oběžná aktiva, která celkově vzrostla o 17 % a dlouhodobý finanční majetek, který vzrostl o obrovských 316 %, což je však dané jeho téměř nulovou hodnotou na počátku a pořízením většího množství finančních aktiv právě v posledních dvou sledovaných letech.

Hodnota dlouhodobého majetku podniku meziročně neustále roste. Celkový nárůst činí 27 %, resp. 36 mil. Kč. Jak jsem již zmínil výše, za nárůstem dlouhodobého majetku nejvíce stojí růst dlouhodobého finančního majetku v posledních dvou letech. Jedná se o realizovaný plán zhodnocování volných finančních prostředků, které byly investovány do diverzifikovaného portfolia finančních investic. Nehmotný majetek zde nehraje příliš velikou roli, pouze v roce 2012 došlo k jeho razantnímu navýšení, kdy bylo investováno přes 700 tis. Kč do nového software a od té doby se hodnota nehmotného majetku pohybuje přibližně na stejné úrovni, plus mínus nějaký ten odpis a obnova. Zde jen poznámka k výše zmíněné možnosti zavádějícího zobrazení relativní změny určité položky - nehmotný majetek vykazuje nárůst za období 79 %, což je nárůst v této sekci druhý nejvyšší, v absolutních číslech se však jedná o zanedbatelnou částku. Nejdůležitější položku dlouhodobého majetku jsem již zmínil výše. Hodnota hmotných aktiv meziročně neustále roste, i když se však nejedná a nějaké závratné částky. Hodnota pozemků se zde nemění, podnik také nepořídil žádnou novou stavbu, jejich hodnota však klesá v důsledku odepisování. Jediné, co se zde mění, je hodnota samostatných věcí movitých, lidsky řečeno strojů, které podnik používá pro výrobu svých produktů. Každoročně dochází k milionovým investicím do obnovy nebo nákupu nových strojů a zařízení.

Výše zmíněné výkyvy v celkových aktivech souvisí převážně s vývojem oběžných aktiv. Z rozdílové tabulky je mezi nimi vidět celkem silná korelace. Vývoj oběžných aktiv je ve sledovaném období dosti kolísavý. Pokud se zaměřím na

jednotlivé položky, tak zásoby, které tvoří převážně nedokončená výroba, sice zaznamenaly silnou fluktuaci, ale v průměru se drží na stejné hodnotě. Za to pozorovatelný trend lze vidět na pohledávkách. Zajímavé jsou hlavně ty krátkodobé, které ve sledovaném období klesly o 22,5 %. Dlouhodobé pohledávky sice klesly přibližně o stejnou hodnotu, ale jejich absolutní hodnota je v porovnání s krátkodobými pohledávkami zanedbatelná. Od roku 2014 lze tedy vypozorovat rostoucí vyjednávací sílu společnosti, co se inkasa pohledávek týče. Z toho také vyplývá růst krátkodobého finančního majetku, který logicky vykazuje opačný trend než pohledávky. V posledních dvou letech však dochází k enormnímu nárůstu krátkodobého finančního majetku. Toto je způsobeno jednak výše zmíněnou vyšší vyjednávací silou podniku a také daleko lepším poměrem mezi výkony a výkonovou spotřebou v posledních dvou letech.

8.1.2 Horizontální analýza rozvahy (pasiva)

Tabulka 9 Horizontální podílová analýza aktiv

ř.		ROZVAHA	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	Celkem růst
66		PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	0,94	1,21	0,90	1,94	1,20	18,96%
67	A.	VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	0,49	1,94	1,16	1,44	1,65	21,25%
68	A.I.	ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
72	A.II.	KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	nelze	1,53	1,00	0,19	-30,80	
77	A.III.	REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	1,00	1,00	1,00	0,00	nelze	-100,00%
80	A.IV.	VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	0,46	1,16	1,98	1,16	1,43	11,83%
83	A.V.	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+- (ř. 60 VZZ)	0,73	7,01	0,32	3,23	2,16	63,08%
84	B.	CIZI ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	1,71	0,84	0,60	3,12	0,66	12,20%
85	B.I.	REZERVY (ř. 86 až 89)	0,54	1,62	0,91	0,91	1,68	4,24%
90	B.II.	DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
101	B.III.	KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	1,88	0,80	0,57	3,42	0,68	15,31%
113	B.IV.	BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
117	C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	76,43	0,36	0,26	1,59	2,84	99,82%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 10 Horizontální rozdílová analýza aktiv

ř.		ROZVAHA (v tis. Kč)	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
66		PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	-5 656	17 194	-9 782	85 748	35 748
67	A.	VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	-29 214	26 653	8 590	27 794	59 429
68	A.I.	ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	0	0	0	0	0
72	A.II.	KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	-17	-9	0	21	159
77	A.III.	REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	0	0	0	-100	0
80	A.IV.	VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	-27 794	3 802	26 661	8 692	27 000
83	A.V.	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+- (ř. 60 VZZ)	-1 403	22 860	-18 071	19 181	32 270
84	B.	CIZI ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	22 502	-8 776	-18 084	57 896	-28 939
85	B.I.	REZERVY (ř. 86 až 89)	-1 844	1 367	-317	-292	2 018
90	B.II.	DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	0	0	0	0	0
101	B.III.	KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	24 346	-10 143	-17 767	58 188	-25 988
113	B.IV.	BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	0	0	0	0	0
117	C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	1 056	-683	-288	58	289

Zdroj: vlastní zpracování

Jelikož základním pravidlem v účetnictví jest, že aktiva se musí rovnat pasivům, logicky i v tomto případě bude vývoj celkových pasiv kopírovat vývoj celkových aktiv. Opět je tedy možné pozorovat poněkud kolísavý vývoj pasiv. Tuto skutečnost způsobil

v roce 2012 především výrazný pokles hodnoty vlastního kapitálu, konkrétně pokles hodnoty výsledku hospodaření minulých let, kdy došlo k vyplacení téměř 30 mil. Kč vlastníkům. Od té doby k žádnému dalšímu rozdělovaní zisku minulých let nedochází. Od roku 2012 se tedy hodnota vlastního kapitálu meziročně zvyšuje, celkem o 93 mil. Kč, což, jak je vidět z tabulky, činí nějakých 21 %. Ke zvyšování hodnoty vlastního kapitálu dochází i přes výrazné výkyvy co se zisku běžného období týče. Společnost se však během sledovaného období nikdy nedostala do ztráty. K prvnímu velkému výkyvu dochází v roce 2013, kdy zisky společnosti vzrostly ze 4 mil. Kč na necelých 27 mil. Kč, což bylo způsobeno dvojnásobným růstem tržeb díky rekordní zakázce do Švédska a zároveň celkem výrazným poklesem osobních nákladů, k čemuž se ale konkrétně dostanu až v analýze výsledovky. Rok na to lze z tabulky výše pozorovat výrazný pokles zisku, jedná se však spíše o jakýsi návrat do normálu, dá-li se to takto říci. Od té doby dochází k výrazným meziročním růstům zisku. Celkový nárůst činí 55 mil. Kč, tedy celkem vysokých 63 %. Tyto skoky nelze brát automaticky negativně. Pokud by se jednalo např. o pekárnu, tak jsou tyto výsledky dosti zarážející, ale v tomto případě se jedná o společnost, která vyrábí a prodává velice drahé stroje a skutečnost, že v jednom roce prodá o jeden stroj více než v předchozím, může mít obrovský dopad na tržby a tím i na zisk.

Než se dostanu k analýze cizích zdrojů, přijde mi vhodné zdůraznit, že podnik není vůbec zadlužen. Cizí zdroje se tedy skládají téměř výhradně z krátkodobých závazků. Rezervy se příliš nemění a nehrají zde velkou roli. Opět zde lze pozorovat výrazné výkyvy. Největší roli v pohybu krátkodobých závazků hrají závazky z obchodních vztahů a přijaté zálohy, v posledním roce pak také daňový závazek vůči státu. Závazky vůči obchodním partnerům celkem logicky kopírují vývoj výkonové spotřeby podniku a z jejich vývoje lze vypozorovat rostoucí vyjednávací sílu společnosti vůči dodavatelům. Nárůst závazků za sledované období činí téměř 46 %, tedy celých 24 mil. Kč.

8.2 Vertikální analýza rozvahy

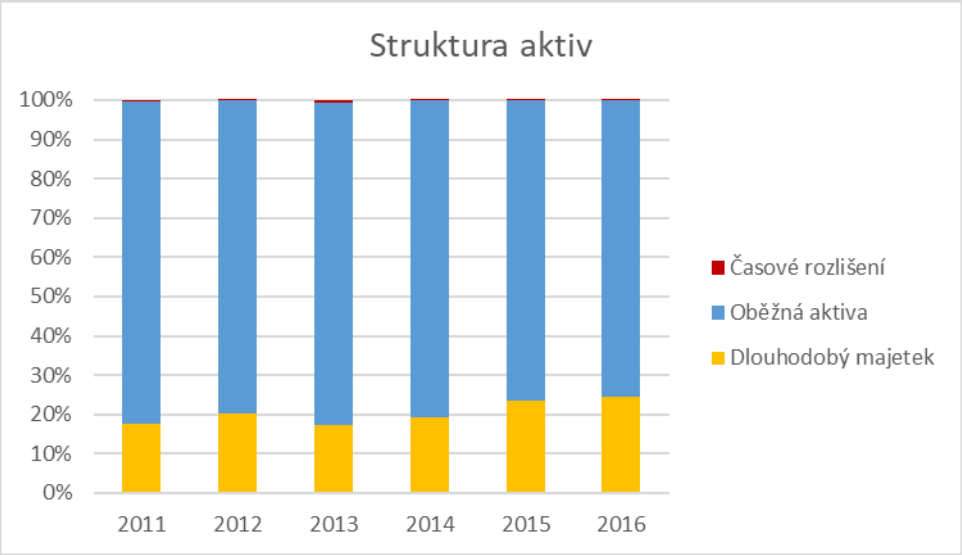
Účel vertikální analýzy jsem již popsal v teoretické části, zde jen uvedu, jak bylo postupováno v praxi. Následující tabulka ukazuje procentní podíl jednotlivých složek aktiv a pasiv na aktivech a pasivech celkových. Také je zobrazen podíl dílčích částí jednotlivých větších skupin majetku. Opět zde pro přehlednost uvádím jen ty nejdůležitější položky, další položky, které zde nejsou uvedeny, jsou popsány alespoň slovně níže.

8.2.1 Vertikální analýza rozvahy (aktiva)

Tabulka 11 Vertikální analýza aktiv

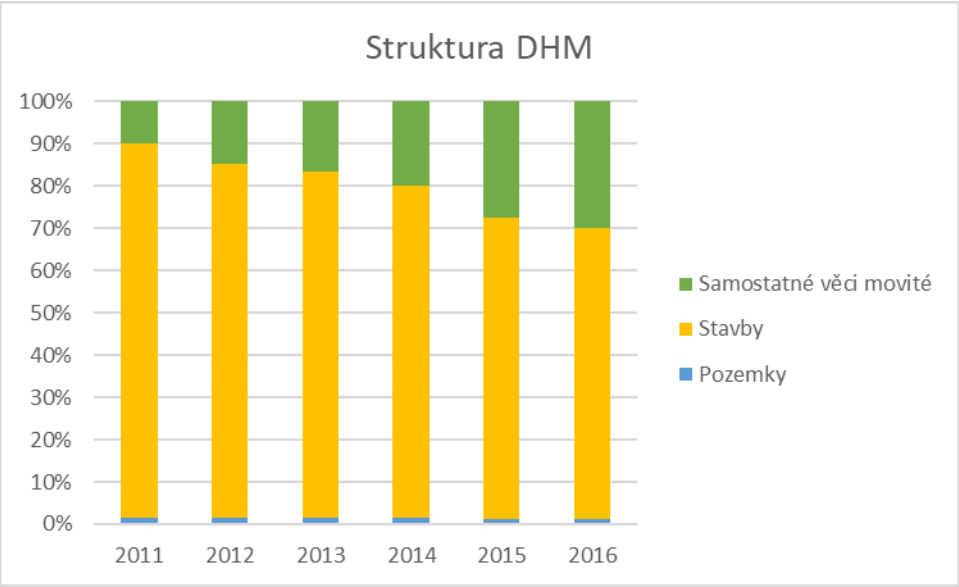
ř.		ROZVAHA	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1		AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
3	B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	17,53%	20,14%	17,26%	19,19%	23,43%	24,34%
4	B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	0,04%	0,93%	0,85%	0,68%	0,46%	0,33%
13	B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	17,46%	19,20%	16,40%	18,51%	10,42%	8,81%
23	B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	12,55%	15,21%
31	C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	82,12%	79,79%	82,23%	80,65%	76,43%	75,62%
32	C.I.	ZÁSOBY (ř. 33 až 38)	13,89%	29,72%	14,58%	22,92%	6,05%	5,90%
39	C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	2,98%	1,97%	1,96%	0,85%	0,31%	0,40%
47	C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	37,16%	14,16%	55,76%	37,81%	11,22%	4,36%
57	C.IV.	KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	28,10%	33,94%	9,93%	19,07%	58,85%	64,97%
62	D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	0,35%	0,07%	0,51%	0,16%	0,14%	0,03%

Zdroj: vlastní zpracování



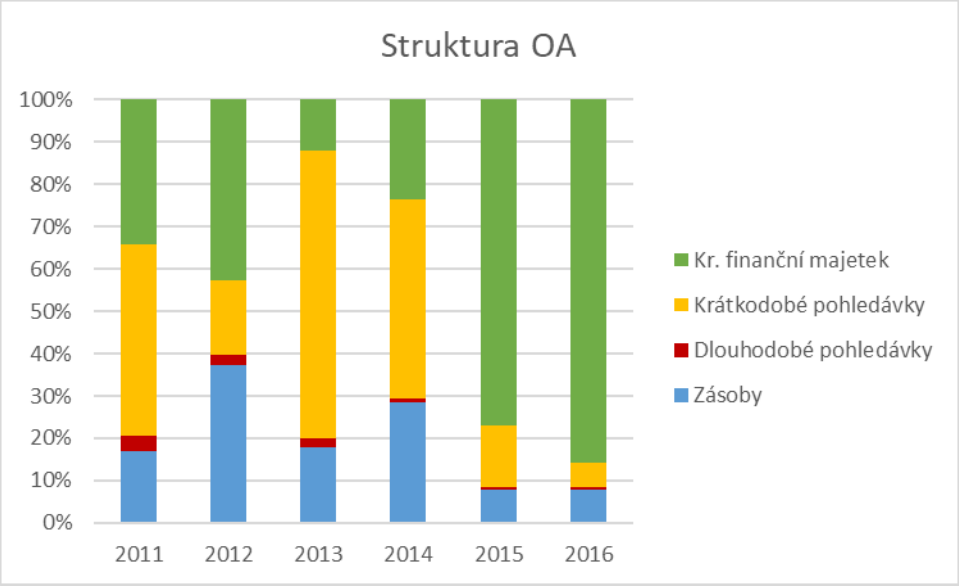
Obrázek 9 Struktura aktiv (zdroj: vlastní zpracování)

Ve výše uvedené tabulce, a hlavně v grafu je přehledně zobrazena struktura majetku společnosti. Již na první pohled je zarážející poměr oběžného a dlouhodobého majetku. Výrobní podnik pro svůj Core Business potřebuje stroje a výrobní haly a pokud tyto položky tvoří pouze 20 % celkového majetku, je nasnadě otázka, zda by se vedení nemělo zamyslet, jak s aktivy nakládat efektivněji. Podíl hodnoty dlouhodobého majetku na aktivech sice v průběhu let mírně roste, v posledním roce na cca 24 %, avšak v porovnání s průměrem v odvětví, který v roce 2016 činil 46,63 % (MPO ©2018), je tato hodnota opravdu nízká. Navíc v posledních dvou letech tvoří velikou část dlouhodobého majetku majetek finanční, který není pro hlavní činnost společnosti důležitý a lze tedy usuzovat, že šlo o efektivnější uložení nevyužitých volných finančních prostředků, kterých již tak společnost má až moc. Avšak výroba strojů pro povrchové úpravy kovů atp. je dosti specifická a vztáhnout ji k celému odvětví výroby strojů a zařízení není příliš vhodné, proto byly porovnány tyto hodnoty s největšími konkurenčními podniky a ty jsou na tom daleko hůře. Společnosti EKOL s.r.o. a KOVOFINIŠ s.r.o. dosahují podílu dlouhodobého majetku na aktivech ve výši pouze přibližně 10 %. (Výroční zprávy EKOL a KOVOFINIŠ, 2016)



Obrázek 10 Struktura dlouhodobého majetku (zdroj: vlastní zpracování)

Důležitá část majetku je v tomto případě majetek dlouhodobý hmotný, který je tvořen převážně stavbami, které konkrétně představují především výrobní haly. Od roku 2011 je vidět postupný pokles podílu staveb na dlouhodobém hmotném majetku, což je způsobeno výstavbou nástavby hlavní budovy a vybudováním nového pracoviště v oddělení konstrukce a projekce v roce 2010, které ovšem není v této práci zachyceno ve výkazech, které začínají až rokem 2011. Pokles hodnoty staveb je způsoben odepisováním těchto nových a velice nákladných budov. Na úkor staveb svůj podíl na DHM zvyšují samostatné věci movité, tedy stroje a zařízení potřebné ve výrobě, do kterých je na rozdíl od staveb pravidelně investováno ať již do oprav a obnovy nebo rovnou do pořízení nových kusů. Jelikož pozemky se neodepisují a společnost žádné nové nepořídila, tato položka se nemění, respektive její podíl na DHM je závislý na pohybu předchozích položek.



Obrázek 11 Struktura oběžného majetku (zdroj: vlastní zpracování)

Oběžná aktiva se na první pohled chovají dosti chaoticky, avšak jisté zákonitosti lze vypozorovat. Největší podíl na oběžných aktivech má krátkodobý finanční majetek a krátkodobé pohledávky. Tyto dvě hlavní položky se v čase dosti hýbou, avšak je vidět, že celkem logicky, pokud jedna roste, druhá klesá. To je způsobeno tím, zda podnik v daném roce obdržel víc plateb v hotovosti nebo na fakturu. Tyto dvě položky se celkem z původního 80% podílu na aktivech celkem kolísavě dostaly až na výsledných, v posledních dvou letech stálých 90 %. Co se však drasticky změnilo, je jejich vzájemný poměr. Zpočátku sledovaného období byly celkem vyrovnané, poté nastává obrovský nárůst pohledávek v roce 2013 a 2014, kdy společnosti výrazně vzrostly tržby a lze usuzovat, že zpočátku byla tlačena do pro ni méně výhodných plateb na fakturu. V následujících dvou letech však zvýšila svou vyjednávací pozici a poměr peněz a pohledávek se zcela otočil. V roce 2016 tedy oběžná aktiva tvořil převážně krátkodobý finanční majetek, a to z 85 %, což je 65 % podílu na celkových aktivech. Toto je obrovská hodnota a pokud se podíváme na průměr odvětví, který činí necelých 9 % (MPO ©2018), jedná se o veliký nepoměr. Opět zde beru krátkodobý finanční majetek včetně peněžních prostředků. Pokud však tato čísla porovnám s konkurencí, najednou to nevypadá až tak zle. Společnost EKOL je na tom sice asi o deset procentních bodů lépe, ale firma KOVOFINIŠ má podíl peněz na aktivech dokonce ve výši 75 %. (VZ EKOL a KOVOFINIŠ, 2016) Na rozdíl od konkurence podnik EKOMOR alespoň v posledních třech letech tyto volné finanční prostředky, které nejspíše nemá, jak lépe investovat, vložil do krátkodobých cenných papírů, aby z nich měl alespoň nějaký výnos.

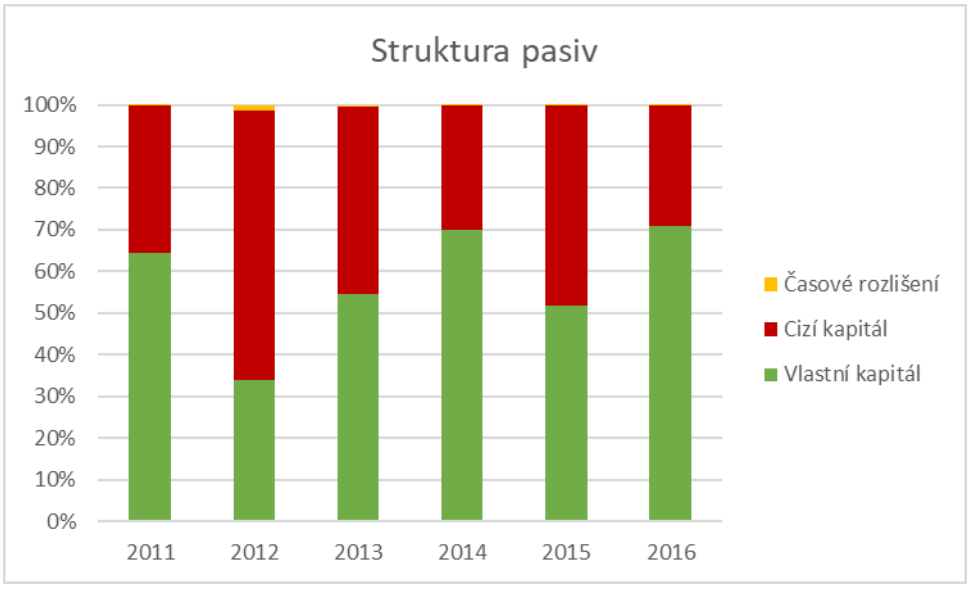
Zásoby se kromě roků 2012 a 2014, kdy skokově vzrostly, drží okolo hodnoty 10 mil. Kč. Jejich výrazný pokles podílu v posledních dvou letech je způsoben již zmiňovaným nárůstem krátkodobého finančního majetku. Podíl zásob na celkovém majetku je necelých 6 %. Navíc zásoby jsou tu tvořeny hlavně nedokončenou výrobou a materiál tvoří pouze malou část této položky. Toto vychází z povahy podnikání, kdy společnost neseká produkty jak Baťa cvičky, ale vyrobí malý počet drahých strojů, či celých linek a projekty přesahující účetní období se zobrazí právě jako nedokončená výroba. Podnik využívá principu just in time a zbytečně neváže své prostředky v zásobách, resp. materiálu určenému pro výrobu. Průměr v odvětví v tomto případě činí 18 % (MPO ©2018) a i v porovnání s konkurencí je velikost zásob společnosti EKOMOR nízká. U společnosti KOVOFINIŠ a EKOL se podíl zásob pohybuje okolo 20 % (Výroční zprávy EKOL a KOVOFINIŠ, 2016).

8.2.2 Vertikální analýza rozvahy (pasiva)

Tabulka 12 Vertikální analýza pasiv

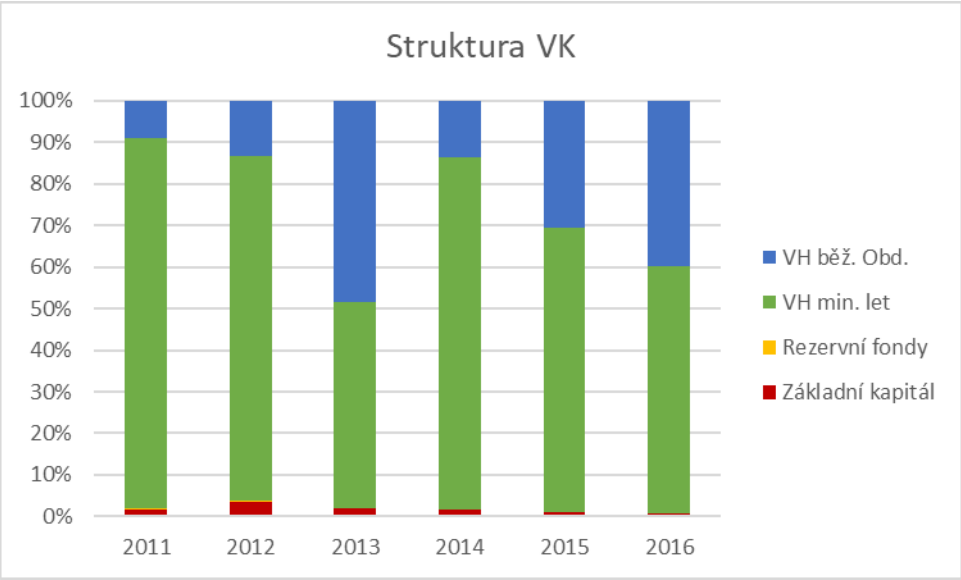
ř.		ROZVAHA	2011	2012	2013	2014	2015	2016
66		PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
67	A.	VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	64,53%	33,92%	54,59%	69,91%	51,71%	70,99%
68	A.I.	ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	1,12%	1,20%	0,99%	1,10%	0,57%	0,47%
72	A.II.	KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	0,00%	-0,02%	-0,03%	-0,03%	0,00%	0,07%
77	A.III.	REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	0,11%	0,12%	0,10%	0,11%	0,00%	0,00%
80	A.IV.	VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	57,46%	28,07%	27,05%	59,28%	35,43%	42,18%
83	A.V.	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+- (ř. 60 VZZ)	5,84%	4,55%	26,47%	9,45%	15,72%	28,26%
84	B.	CIZI ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	35,46%	64,80%	45,02%	29,98%	48,20%	28,80%
85	B.I.	REZERVY (ř. 86 až 89)	4,53%	2,63%	3,53%	3,57%	1,67%	2,34%
90	B.II.	DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
101	B.III.	KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	30,93%	62,17%	41,49%	26,41%	46,53%	26,46%
113	B.IV.	BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
117	C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	0,02%	1,28%	0,38%	0,11%	0,09%	0,21%

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 12 Struktura pasiv (zdroj: vlastní zpracování)

Z vertikální analýzy pasiv vyplývá, že kromě roku 2012 převažuje vlastní kapitál nad cizím, tak, jak by to mělo být, k čemuž se podrobněji dostanu v kapitole bilančních pravidel. Avšak je potřeba vzít v úvahu, že společnost není zadlužena, jak jsem již zmínil. Respektive veškeré případné úvěry byly čerpány jen po krátkou část roku a do účetních výkazů se tedy nedostaly. Cizí kapitál je tedy tvořen jen z krátkodobých závazků, a to především ze závazků z obchodních vztahů a z přijatých záloh. Vlastní kapitál tvoří průměrně 60 % celkových pasiv, v posledním roce dosahuje 70 %. Z vývoje z minulosti lze jen těžko vyčíst nějaký trend. Pohyby v cizím kapitálu jsou způsobeny především silnou fluktuací v přijatých zálohách, závazky vůči dodavatelům tuto položku ovlivňují již méně.



Obrázek 13 Struktura vlastního kapitálu (zdroj: vlastní zpracování)

Největší složkou vlastního kapitálu je výsledek hospodaření minulých let. I přesto, že v roce 2012 došlo k rozdělení asi 30 mil. Kč z nahromaděných zisků, k poklesu podílu na vlastním kapitálu došlo až v roce 2013, z důvodu enormního navýšení zisku běžného období. Tento zisk již byl ve společnosti ponechán, a tak se rok na to situace vrátila do původních hodnot. V roce 2015 a hlavně 2016 opět došlo k významnému nárůstu výsledku hospodaření za účetní období, a tato položka v roce 2016 tvoří 40 % vlastního kapitálu. Tento výrazný nárůst zisku lze jednoznačně připsat především dokončení projektu výroby a dodání kombinované mořící linky pro společnost BGH EDELSTAHL LUGAU v Německu, k čemuž došlo právě v roce 2016. Tato zakázka byla historicky největší zakázkou společnosti EKOMOR, jak z hlediska technologické náročnosti, tak hlavně z hlediska té finanční. Jelikož se však další takto velká zakázka v nejbližší budoucnosti neplánuje, očekává se v následujícím roce znatelný pokles v tržbách.

8.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 13 Horizontální podílová analýza pasiv

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	Celkem růst
04	II.	Výkony (řádek 5až 7)	1,49	1,75	0,80	0,91	1,89	29,20%
08	B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	1,62	1,92	0,86	0,61	2,03	27,26%
11	**+**	**Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)**	**1,33**	**1,48**	**0,69**	**1,64**	**1,77**	**31,51%**
12	C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	1,64	0,78	1,01	1,11	1,17	10,90%
17	D.	Daně a poplatky	1,00	1,37	2,92	0,82	0,45	8,06%
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,86	1,21	1,16	0,74	1,24	1,69%
30	*****	**Provozní výsledek hospodaření**	**0,92**	**4,67**	**0,42**	**2,89**	**2,06**	**60,47%**
60	*******	**EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)**	**0,73**	**7,01**	**0,32**	**3,23**	**2,16**	**63,08%**
61	*******	**EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)**	**0,71**	**7,18**	**0,37**	**2,86**	**2,15**	**62,83%**

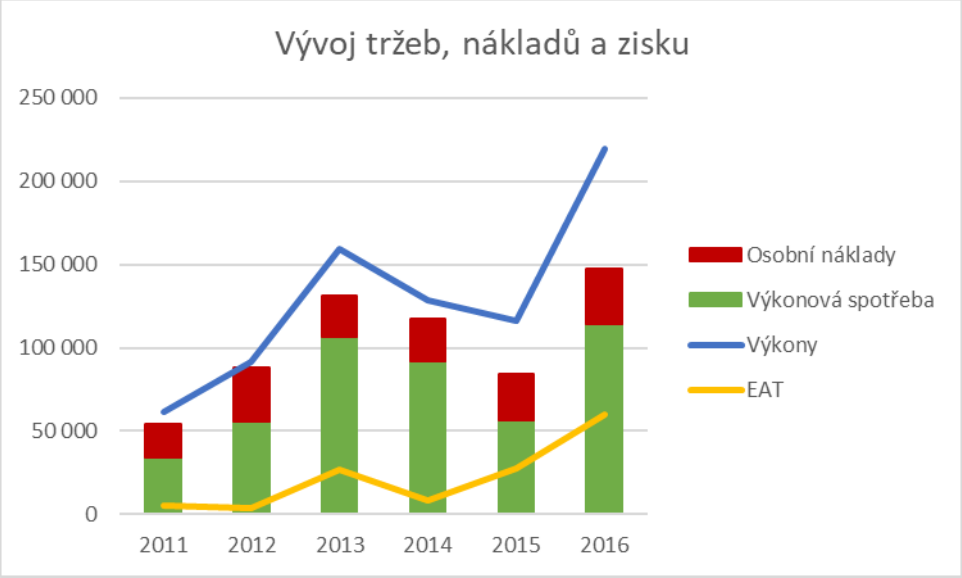
Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 14 Horizontální rozdílová analýza pasiv

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč.)	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
04	II.	Výkony (řádek 5až 7)	30 091	68 323	-31 367	-11 844	104 233
08	B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	21 286	50 994	-14 737	-35 394	57 829
11	**+**	**Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)**	**8 805**	**17 329**	**-16 630**	**23 550**	**46 404**
12	C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	12 603	-7 117	325	2 713	4 793
17	D.	Daně a poplatky	0	21	150	-42	-102
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-175	216	200	-387	253
30	*	**Provozní výsledek hospodaření**	**-542**	**22 552**	**-16 761**	**22 574**	**36 691**
60	***	**EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)**	**-1 403**	**22 860**	**-18 071**	**19 181**	**32 270**
61	***	**EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)**	**-1 879**	**28 281**	**-20 821**	**22 404**	**39 476**

Zdroj: vlastní zpracování

V těchto dvou výše zobrazených tabulkách je vidět, jak se v čase vyvíjel zisk společnosti a jak se vyvíjely hlavní položky, které na zisk mají vliv. Změny jsou vyjádřeny jak v absolutních číslech, tak i podílově. Podnik neprodává žádné zboží, jeho tržby jsou tvořeny pouze prodejem vlastních výrobků a služeb. Podle ČSÚ byla situace za sledované období ve zpracovatelském průmyslu a konkrétně i v odvětví výroby strojů a zařízení příznivá, avšak jak jsem již zmiňoval několikrát, společnost realizuje pouze několik velkých zakázek ročně, a tudíž spíše než ekonomická situace, její výnosy ovlivňuje právě schopnost tyto zakázky domluvit a realizovat. Krom toho větší část zisků plyne ze zahraničí, takže ekonomická situace v ČR není příliš relevantní ukazatel.



Obrázek 14 Vývoj tržeb, nákladů a zisku v tis. Kč (zdroj: vlastní zpracování)

V roce 2013 došlo k výraznému nárůstu ve výkonech, což lze jednoznačně a téměř výhradně připsat do té doby největší zakázce, kterou bylo dodání mořící linky pro Švédskou společnost WIRE SANDVIKEN. Rok 2013 byl pro společnost rekordní a i když v roce následujícím lze vidět podstatný pokles ve výkonech, společnost ho stále bere jako úspěšný a také zde nejsou zahrnuty rozpracované projekty, které se promítnou do výsledku hospodaření až v následujícím roce. V tom sice dochází k dalšímu poklesu ve výkonech, avšak výkonová spotřeba klesá daleko více, a tudíž společnost realizuje stejný zisk jako v roce 2013. Rok 2016 jsem již rozebíral výše, ale

jen pro připomenutí se jednalo o další rekordní zakázku realizovanou v tomto roce. Jen pro představu, společnost v prvních dvou letech realizovala čistý zisk jen něco okolo 5 mil. Kč, v letech 2013 a 2015 už to bylo okolo 25 mil. Kč a v prozatím rekordním roce dosáhla společnost zisku 60 mil. Kč. Z grafu výše je jasně vidět, že společnost je schopná efektivně řídit své náklady. Výkony rostou více než výkonová spotřeba, a naopak klesají méně, tedy až na rok 2014. Díky tomu, tedy až na tento rok, dochází k meziročnímu růstu přidané hodnoty.

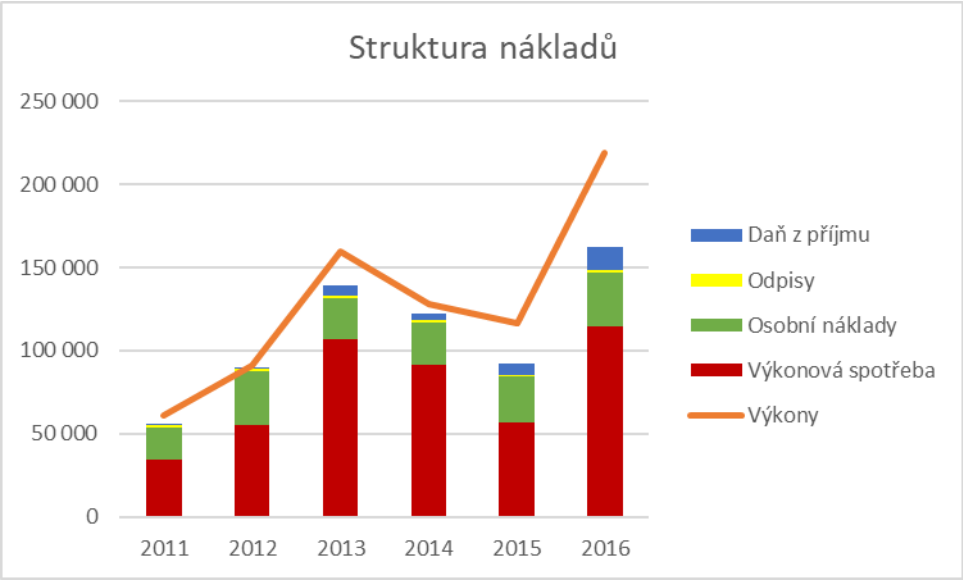
8.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 15 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2011	2012	2013	2014	2015	2016
04	II.	Výkony (řádek 5až 7)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
08	B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	55,81%	60,73%	66,68%	71,49%	48,38%	51,73%
11	**+**	**Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)**	**44,19%**	**39,27%**	**33,32%**	**28,51%**	**51,62%**	**48,27%**
12	C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	32,07%	35,30%	15,75%	19,85%	24,19%	14,94%
17	D.	Daně a poplatky	0,09%	0,06%	0,05%	0,18%	0,16%	0,04%
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1,99%	1,15%	0,79%	1,14%	0,92%	0,60%
30	*	**Provozní výsledek hospodaření**	**10,91%**	**6,73%**	**17,97%**	**9,30%**	**29,62%**	**32,26%**
60	***	**EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)**	**8,49%**	**4,16%**	**16,69%**	**6,69%**	**23,84%**	**27,20%**
61	***	**EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)**	**10,53%**	**5,01%**	**20,57%**	**9,38%**	**29,56%**	**33,49%**

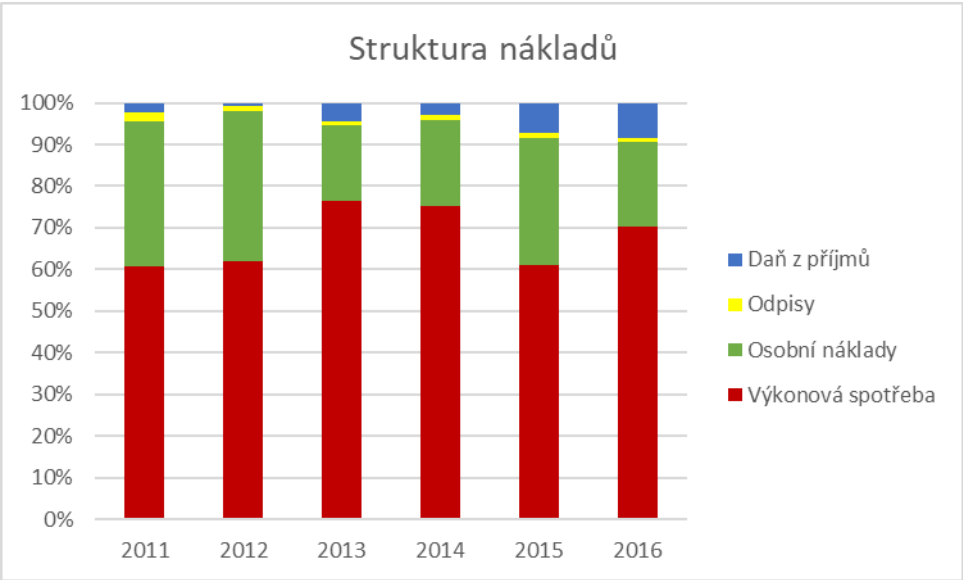
Zdroj: vlastní zpracování

Vertikální analýza ukazuje podíl, jaký mají jednotlivé výnosové a nákladové položky na provozních tržbách společnosti, které jsou v tomto případě tvořeny pouze výkony, resp. tedy hlavně tržbami za prodej vlastních výrobků a tržeb, což je pro toto odvětví typické. Z ostatních výnosů stojí za zmínku snad jen výnosy finanční. Jak jsem již zmiňoval, společnost v posledních letech část své přebytečné hotovosti ukládá do finančních investic, aby došlo ke zhodnocení těchto volných finančních prostředků. Avšak větší podíl mají až v posledním roce, tedy 6 %. Již na první pohled jsou vidět dosti slušné výsledky jednak co se přidané hodnoty týče, která již nově ale v účetnictví neexistuje a také v posledních letech přímo v samotném výsledku hospodaření. V roce 2015, když lze ještě přidanou hodnotu vyhledat na stránkách MPO, tvořila tato položka průměrně 26 % obratu. Z tabulky výše je vidět, že společnost EKOMOR tuto hodnotu vysoce překračuje. Takových vysokých hodnot nedosahovala ani přímá konkurence. Nejvyšší hodnota se dostala jen na úroveň 35 %. Co se týče podílu zisku na tržbách, je na tom společnost také velmi dobře, tedy alespoň v posledních dvou letech. Toho bylo dosaženo hlavně díky tomu, že se jí během sledovaného období podařilo snížit podíl osobních nákladů na tržbách až na polovinu. V posledních dvou letech tedy podíl čistého zisku na tržbách tvořil přibližně 25 %, což, jak ještě ukážu v analýze poměrových ukazatelů, je obrovská hodnota. Pro představu průměr v odvětví byl pouhých necelých 5 % a konkurence dosahovala 9 %, resp. 22 %, což sice opět převyšuje průměr v odvětví, ale v prvním případě ani zdaleka nedosahuje hodnot společnosti EKOMOR. V druhém případě se jedná o daleko větší podnik se čtyřnásobným obratem.



Obrázek 15 Struktura nákladů v absolutních hodnotách (zdroj: vlastní zpracování)

Největší podíl na nákladech má v tomto případě logicky výkonová spotřeba, kde se jedná se o náklady související s hlavní činností podniku. Její vývoj přibližně kopíruje vývoj hodnoty výkonů, která je zde pro představu také zobrazena. Další velkou položku tvoří osobní náklady. Ty se v absolutních hodnotách drží přibližně na stejné úrovni, což je celkem logické, jelikož společnost si udržuje přibližně stejný počet zaměstnanců za sledované období, konkrétně se jedná plus mínus o 55 zaměstnanců. Pro úplnost je v grafu zobrazena i daň z příjmu. Přesně je zde vidět, kdy společnost dosahovala enormních zisků, od kterých se platba daně odvíjí. Položka odpisy je po celé období stejná a drží se okolo hodnoty 1 mil. Kč/rok, kterou tvoří především odepisování budov vystavěných v roce 2010.



Obrázek 16 Struktura nákladů v procentním vyjádření (zdroj: vlastní zpracování)

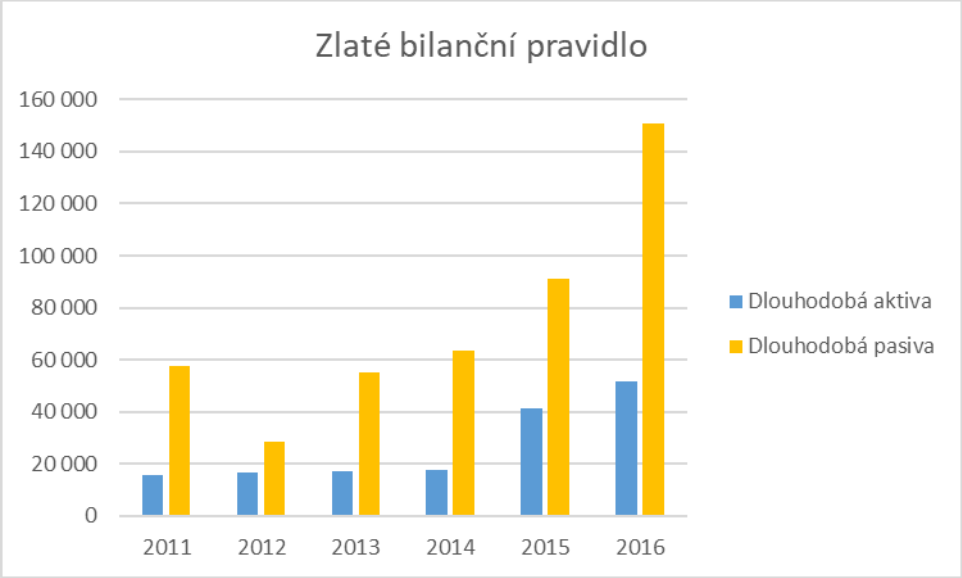
V tomto grafu je struktura jednotlivých položek nákladů zobrazena přehledněji jako podíl na celkových nákladech. S rostoucími výkony roste výkonová spotřeba na

úkor osobních nákladů, které, jak jsem již zmínil, jsou v absolutních hodnotách přibližně stejné. Podíl osobních nákladů v posledním roce odpovídá průměru odvětví. Co se týče výkonové spotřeby, je na tom však EKOMOR opět lépe přibližně o dvacet pět procentních bodů v porovnání s průměrem. S rostoucími zisky zase roste podíl nákladů plynoucích z placení daně z příjmu, která v posledním období dosahuje celkem vysokých 10 %.

8.5 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla jsou určitá obecná doporučení, díky kterým by podnik měl dosáhnout finanční rovnováhy a stability. Avšak jejich nedodržení nelze automaticky brát negativně a je nutný širší pohled na situaci podniku. Níže uvedu čtyři základní pravidla, kterými se podnik může řídit.

8.5.1 Zlaté bilanční pravidlo



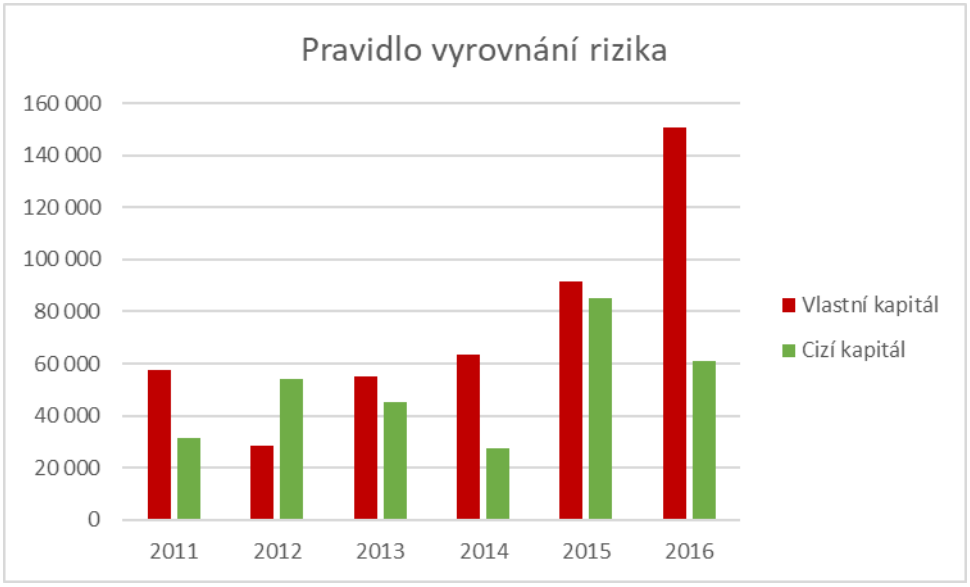
Obrázek 17 Zlaté bilanční pravidlo (zdroj: vlastní zpracování)

Jak jsem již popsal v teoretické části, toto pravidlo doporučuje časově sladit majetek a zdroje, ze kterých je financován. To tedy znamená, že se porovnávají dlouhodobá aktiva s dlouhodobými pasivy, která v tomto případě tvoří jen vlastní kapitál a tyto dvě položky by měly být na podobné úrovni. To jinými slovy znamená, že dlouhodobý majetek má být financován dlouhodobými zdroji, a oběžný zase těmi krátkodobými. Z grafu je patrné, že společnost toto pravidlo rozhodně nedodržuje a v posledním roce se navíc situace výrazně zhoršila. Hodnota dlouhodobého majetku sice v posledních dvou letech roste, avšak hodnota vlastního kapitálu roste ještě více, což je způsobeno kumulací zisků z předchozích období.

Podnik tedy využívá tzv. konzervativní způsob financování, kdy z drahého vlastního kapitálu financuje i oběžný majetek. Tento způsob je sice daleko méně rizikový, avšak je nákladnější a také brzdí další potenciální rozvoj podniku, jelikož by

tyto zdroje mohl investovat např. do dalších výrobních budov a strojů, které by v budoucnu zvyšovaly jeho obrat.

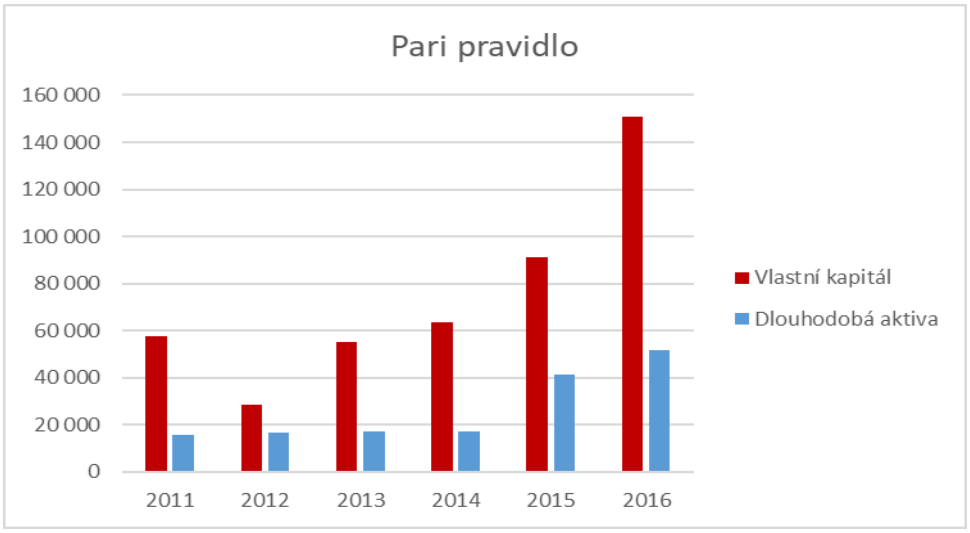
8.5.2 Pravidlo vyrovnání rizika



Obrázek 18 Pravidlo vyrovnání rizika (zdroj: vlastní zpracování)

Toto pravidlo společnostem radí ohledně využívání cizích zdrojů financování a doporučuje, aby vlastní kapitál převyšoval ten cizí. Z grafu je vidět, že až na rok 2012 podnik toto pravidlo dodržuje. Tato situace v roce 2012 byla způsobena rozdělením velké části nakumulovaného zisku, což způsobilo výrazný pokles hodnoty vlastního kapitálu a na druhé straně přijetím záloh ve výši okolo 30 mil. Kč a také výjimečným nárůstem závazků vůči zaměstnancům. Jen připomenu, že společnost nevyužívá pro financování dlouhodobé závazky, nemusí se tudíž zabývat splácením žádných úvěrů.

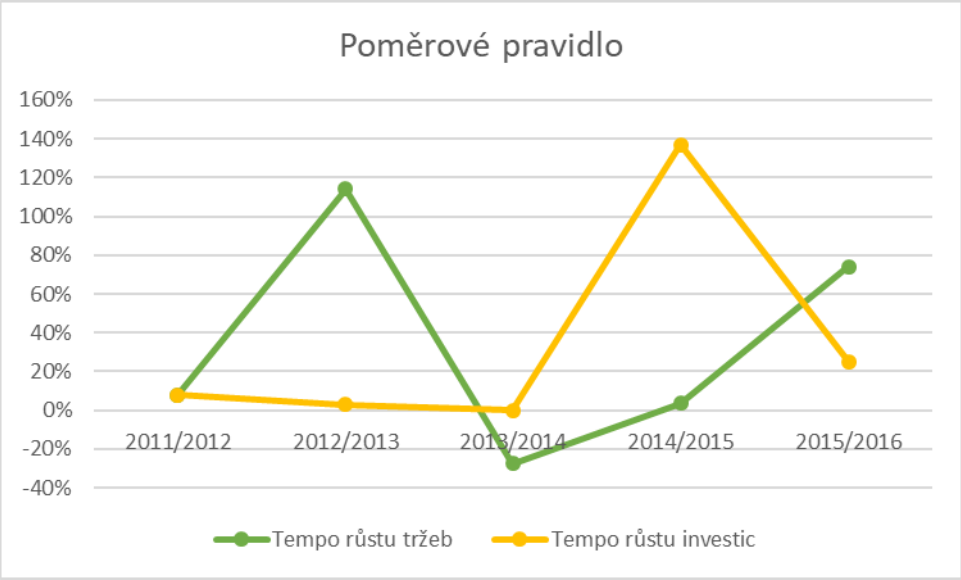
8.5.3 Pari pravidlo



Obrázek 19 Pari pravidlo (zdroj: vlastní zpracování)

Pari pravidlo doplňuje zlaté bilanční pravidlo a radí, aby podnik využíval vlastní kapitál pouze do výše hodnoty dlouhodobého majetku, aby byl prostor pro jeho financování i z dlouhodobých cizích zdrojů, a tudíž došlo k využití efektu finanční páky. Jelikož však podnik žádné dlouhodobé cizí zdroje nevyužívá, logicky toto pravidlo dodržet nemůže, což je vidět z grafu, který je vlastně totožný s grafem zlatého bilančního pravidla.

8.5.4 Poměrové pravidlo



Obrázek 20 Poměrové pravidlo (zdroj: vlastní zpracování)

Aby byla udržena dlouhodobá finanční rovnováha, poměrové pravidlo říká, že růst investic by nikdy neměl překročit růst tržeb. Z grafu výše je vidět, že společnost se tohoto pravidla až na rok 2015 drží. V roce 2015 však došlo k masivní investici do dlouhodobého finančního majetku, jejíž návratnost se ukáže až v delším časovém horizontu.

8.6 Analýza pracovního kapitálu

V teoretické části jsem to zmínil a zde ještě připomínám, že pracovním kapitálem, se kterým pracuji, je vlastně čistý pracovní kapitál, tedy pracovní kapitál bez krátkodobých závazků, což tedy odpovídá té části oběžných aktiv, která je financována z dlouhodobého kapitálu.

Tabulka 16 Vývoj pracovního kapitálu

Pracovní kapitál (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NWC	45 649	14 716	41 031	49 315	52 836	104 426

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota čistého pracovní kapitálu společnosti je ve všech sledovaných letech kladná a od roku 2012 pořád roste. To znamená, že velká část oběžných aktiv podnik financuje dlouhodobým kapitálem. Tato skutečnost však již byla zjištěna např. při

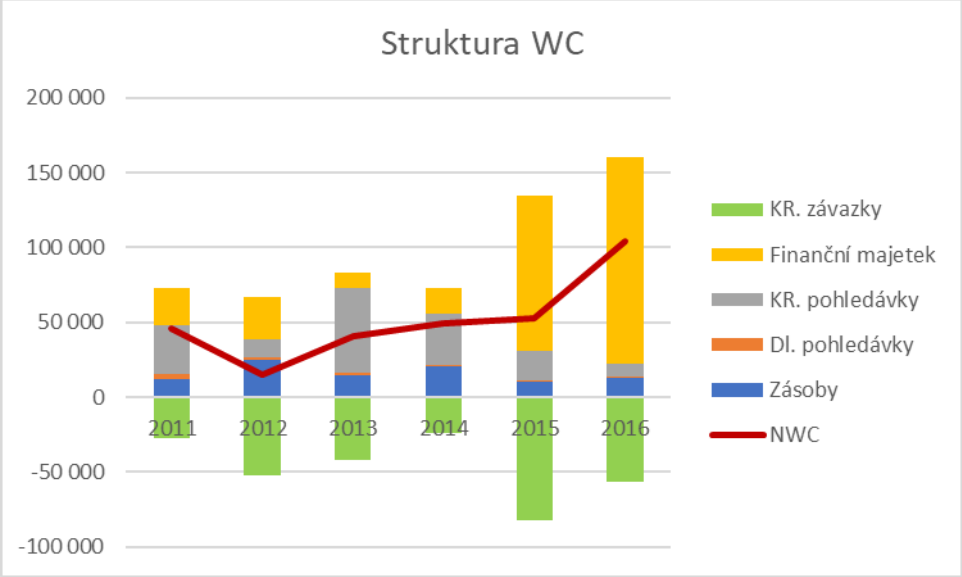
zkoumání, zda podnik dodržuje bilanční pravidla. Během sledovaného období navýšil podnik hodnotu svého pracovního kapitálu více jak dvojnásobně, tedy přibližně o 59 mil Kč. V praxi však nejde o minimalizaci pracovního kapitálu, ale o jeho optimalizaci, tudíž ze samotného vývoje pracovního kapitálu ještě nelze dělat žádné závěry. Z tabulky níže pak je vidět, jak velkou část pracovního kapitálu zaujímají peněžní prostředky.

Tabulka 17 Vývoj nepeněžního pracovního kapitálu

Pracovní kapitál (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NCWC	20 591	-13 632	31 026	31 977	-51 135	-33 579

Zdroj: vlastní zpracování

Struktura pracovního kapitálu, o které se zmíním níže, se v čase velmi výrazně mění. O tom vypovídá již hodnota nefinančního pracovního kapitálu, která neobsahuje krátkodobý finanční majetek, který již na první pohled v některých letech tvoří podstatnou část oběžných aktiv.



Obrázek 21 Struktura pracovního kapitálu (zdroj: vlastní zpracování)

Nyní se tedy dostanu ke struktuře pracovního kapitálu. Z grafu výše je patrné, které jeho položky měly na jeho vývoji největší podíl. Čistý pracovní kapitál byl z počátku tvořen hlavně krátkodobými pohledávkami a finančním majetkem. Zásoby se po celou dobu drží na přibližně stejné úrovni a dlouhodobé pohledávky jsou zanedbatelné. Největší změny se tedy dějí u peněz a krátkodobých pohledávek. Nárůst pohledávek v roce 2013 byl způsoben již výše zmíněnou do té doby rekordní zakázkou. V té době však společnost nedosahovala takové tržní síly jako ve dvou posledních letech. Z grafu je vidět, jak hodnota i podíl krátkodobých závazků od roku 2013 klesá až na téměř zanedbatelnou hodnotu v roce 2016. Naopak mezi lety 2014 a 2015 došlo k navýšení hodnoty finančního majetku šestinásobně. To lze připsat více faktorům. Jednak v roce 2015 došlo k dokončení většího množství projektů, které byly rozpracovány o rok dříve. V roce 2016 zase došlo k dokončení rekordní zakázky. Dalším

faktorem je rostoucí vyjednávací síla společnosti, o čemž vypovídají jednak klesající pohledávky a rostoucí suma prostředků obdržených v hotovosti a za druhé také rostoucí hodnota závazků. Společnost tedy od zákazníků dostává zaplaceno dříve, a naopak dodavatelům může splácet faktury později. Toto bude zajímavé ještě z pohledu obratového cyklu peněz, ke kterému se dostanu později.

Tabulka 18 Podíl pracovního kapitálu na aktivech a tržbách

Pracovní kapitál (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NWC/A	51%	18%	41%	54%	30%	49%
NWC/T	62%	19%	24%	40%	42%	47%

Zdroj: vlastní zpracování

Jak jsem již zmínil, samotná hodnota a vývoj pracovního kapitálu toho moc neřeknou, nejčastěji se tak vývoj porovnává ve vztahu k aktivům nebo tržbám. Podíl pracovního kapitálu na aktivech je dosti vysoký, a navíc zde dochází k výrazným výkyvům, což by mělo společnost přimět k lepšímu řízení pracovního kapitálu. Poslední rok činil podíl pracovního kapitálu na aktivech 49 %. Toto sice vysoce převyšuje doporučené hodnoty pro výrobní podniky, v porovnání s konkurencí v oblasti povrchových úprav kovů již ale tato hodnota vypadá normálně. Oba konkurenční podniky, se kterými v této práci nejvíce pracuji, se pohybují také okolo hodnoty 50 %.

V případě podílu pracovního kapitálu na tržbách se již neuvádějí doporučené hodnoty, je však žádoucí, aby tento podíl nerostl. I přes určité výkyvy je zřejmé, že za sledované období podnik snížil podíl pracovního kapitálu na tržbách o patnáct procentních bodů, což lze považovat za úspěch, avšak stále je tento podíl dosti vysoký. Společnost by se měla do budoucna snažit snížit hodnotu pracovního kapitálu, jelikož současná situace snižuje výnosnost kapitálu a také pro tuto práci důležitou hodnotu společnosti.

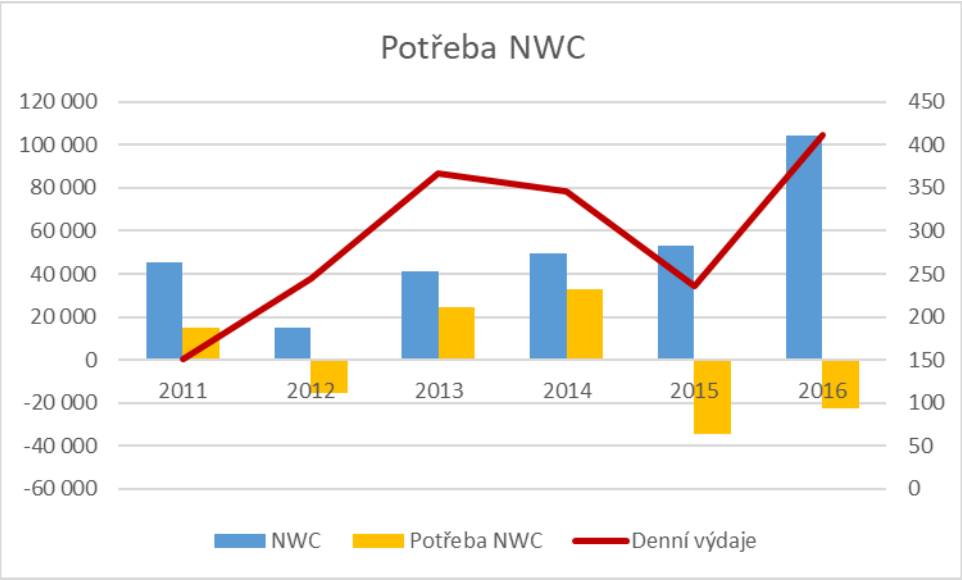
Nakonec se ještě dostanu k optimální výši pracovního kapitálu, kterou podnik pro svou činnost potřebuje. K tomu využiji obratový cyklus peněz, ke kterému se více dostanu v poměrové analýze.

Tabulka 19 Obratový cyklus peněz a průměrné denní výdaje

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OCP (dny)	101,29	-62,20	66,17	94,15	-145,22	-54,76
denní výdaje (v tis. Kč)	150	245	367	346	237	411

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka opět zobrazuje celkem výrazné výkyvy v jednotlivých letech, ale ukazuje také rostoucí sílu společnosti, kdy se její obratový cyklus peněz dostal až do záporných čísel.



Obrázek 22 Potřeba čistého pracovního kapitálu (zdroj: vlastní zpracování)

Z tohoto grafu je patrné nejen, že společnost má pracovního kapitálu více než potřebuje, ale také to, že v letech 2012, 2015 a 2016 vlastně žádný pracovní kapitál nepotřebovala vůbec, což znamená, že by klidně mohla přejít na agresivní způsob financování. Pro tyto výsledky lze najít jedno odůvodnění, a to již zmíněné specifické zaměření společnosti, kdy meziroční změny ve výkonech mohou dosahovat obrovských hodnot, v případě, že společnost nemá naplánovaný žádný významný projekt. Jistá finanční rezerva je v tomto případě na místě, otázka je, zda není zbytečně vysoká. Pozitivně lze vnímat skutečnost, že v posledních dvou letech EKOMOR část přebytečné hotovosti investuje do cenných papírů, aby došlo alespoň k nějakému zhodnocení.

Abych to tedy shrnul, na první pohled se zdá, že podnik má veliké mezery v řízení pracovního kapitálu. Je však nutno vzít v úvahu povahu jeho podnikatelské činnosti a nutnost vyšších finančních rezerv. Dále je také potřeba říci, že téměř 50 mil. Kč, které se v pracovním kapitálu v roce 2016 vyskytují, jsou investovány do krátkodobých cenných papírů, které generují zisky a tyto výsledky zkreslují. I přesto všechno mají však stále pracovního kapitálu více než dost.

8.7 Poměrové ukazatele

V této části finanční analýzy budu zkoumat finanční situaci podniku pomocí nejdůležitějších poměrových ukazatelů, které jsou pro tento podnik relevantní. Logicky nebudu používat např. ukazatele kapitálového trhu ani ukazatele zadluženosti.

8.7.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability patří mezi nejvíce sledované ukazatele výkonnosti podniku, které udávají, jak se podniku daří zhodnotit vložený kapitál. Vlastníkům dávají obraz o tom, zda zisky pokrývají riziko a náklady obětované příležitosti.

Tabulka 20 Ukazatele rentability

Rentabilita	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	9%	13%	48%	14%	30%	40%
ROA	7%	5%	33%	13%	19%	35%
ROS	7%	5%	16%	7%	22%	27%
ROA(1-t)	6%	5%	26%	9%	16%	28%

Zdroj: vlastní zpracování

Z této tabulky lze opět vyčíst jistý trend ve vývoji společnosti, který byl vidět i v předchozích analýzách. Slabší roky 2011, 2012 a 2014, výjimečný, resp. rekordní rok 2013 a postupné a výrazné zlepšování situace od roku 2015. Rentabilita vlastního kapitálu za sledované období vzrostla o poměrně slušných jednatřicet procentních bodů. Hodnoty z let 2013 a 2016 je však nutné brát s rezervou, jelikož se jednalo o výjimečné zakázky, které se zatím do budoucna neplánují opakovat. V následujícím roce, tedy lze očekávat určitý pokles v hodnotách těchto ukazatelů. Průměrně společnost dosahuje ROE přes 25 %, což je velmi slušná hodnota, např. v porovnání s odvětvím, kde ROE dosahuje v roce 2016 pouze 7 %, ale i v porovnání s konkurencí, která dosahuje hodnot mezi 16 a 20 % v tom samém roce.

Vývoj rentability aktiv se chová podobně jako ROE, až na jednu výjimku, kdy v roce 2012 dochází k propadu. To je způsobeno poklesem zisku, který však byl v ukazateli ROE zastíněn rozdělením velké částky výsledku hospodaření minulých let, což snížilo hodnotu vlastního kapitálu, tedy jmenovatele ve zlomku, ze kterého se ROE počítá. ROA tedy opět vykazuje výrazný skok v roce 2013 a postupný růst od roku 2014. V posledním roce hodnota ROA dosahovala vysokých 35 %, je tedy vidět, že podnik se svými aktivy zachází efektivně, i přes nedostatky v řízení pracovního kapitálu.

Rentabilita tržeb vykazuje podobný trend, zde však za růstem tohoto ukazatele stojí dobré řízení nákladů, kdy společnost jistě využívá efektu provozní páky. Společnost dokázala zvýšit hodnotu ukazatele ROS o dvacet procentních bodů, což znamená, že v roce 2016 dokázala více jak čtvrtinu svých tržeb převést na čistý zisk.

Shrnu-li výsledky ukazatelů rentability, je vidět, že společnosti se v posledních letech daří velice dobře, ať již na první pohled, tak i v porovnání s odvětvím i s konkrétní konkurencí. Bohužel rostoucí trend nelze v nejbližší budoucnosti dále předpokládat, jelikož na rok 2017 jsou naplánovány pouze menší projekty.

8.7.2 Ukazatele likvidity

Tato skupina ukazatelů zkoumá a také vyjadřuje schopnost podniku plnit svoje závazky, což jinak řečeno znamená přeměnit oběžný majetek v peněžní prostředky, ze kterých své závazky zaplatí. Jak jsem již zmínil v teoretické části, existují tři základní úrovně likvidity.

Tabulka 21 Ukazatele likvidity

Likvidita	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Běžná	2,66	1,28	1,98	3,05	1,64	2,86
Rychlá	2,21	0,81	1,63	2,19	1,51	2,63
Pohotová	0,91	0,55	0,24	0,72	1,26	2,45

Zdroj: vlastní zpracování

Běžná likvidita, tedy podíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků, by měla dosahovat hodnot mezi 1,8 a 2,5, i když tyto doporučené hodnoty se mění v závislosti na autorovi a také v čase. Z tabulky je vidět, že podnik se okolo těchto hodnot víceméně drží a v letech, kdy úroveň klesla pod požadovanou hodnotu, byla tato skutečnost způsobena vysokou hodnotou přijatých záloh, které společnost však splácet nemusí. Nyní je však vidět, že i když z předchozích analýz byla společnosti vytýkána nepřiměřená výše oběžného majetku, z pohledu likvidity odpovídá optimálním hodnotám. Tedy alespoň co se běžné likvidity týče.

Rychlá likvidita v sobě nezahrnuje nelikvidní zásoby a doporučuje se, aby dosahovala hodnot mezi 1 a 1,5. Zde již dochází k významnějším přebytkům, což jen potvrzuje nízký podíl zásob na oběžných aktivech.

Hodnota pohotové likvidity by se měla pohybovat v rozmezí 0,2 a 0,5 a udává schopnost podniku uhradit závazky pouze z krátkodobého finančního majetku. V tomto případě je již společnost převyšuje doporučené hodnoty a v některých letech opravdu výrazně. Toto je způsobeno již výše zmíněným obrovským nárůstem peněžních prostředků na úkor pohledávek. V posledních třech letech se však v pohotové likviditě objevují i krátkodobé cenné papíry, do kterých se právě společnost snaží část přebytečné likvidity uložit. Bez nich by v roce 2016 pohotová likvidita dosahovala hodnoty 1,6, což je však stále velmi vysoká hodnota.

Z analýzy těchto ukazatelů plyne, že podnik je na druhé a třetí úrovni zbytečně likvidní, a to i přes to, že se velkou část svých peněžních prostředků snaží investovat do krátkodobých cenných papírů. Jen pro představu, průměrná hodnota likvidity v odvětví byla pro běžnou likviditu 1,65, pro rychlou 1,09 a pro pohotovou jen 0,28. (MPO ©2018)

8.7.3 Ukazatele aktivity

Tento ukazatel hodnotí efektivitu využívání podnikového majetku a jeho jednotlivých položek. Výsledné hodnoty lze vyjádřit jednak jako počet obratů za rok, nebo také jako dobu jednoho obratu.

Tabulka 22 Ukazatele aktivity

Aktivita	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obrat aktiv	0,82	0,94	1,68	1,34	0,72	1,04
Obrat zásob	5,91	3,18	11,50	5,87	11,86	17,62
Obrat pohledávek	2,04	5,86	2,90	3,48	6,22	21,83
Obrat krátkodobých závazků	2,65	1,52	4,04	5,09	1,54	3,93

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel obratu aktiv udává kolik 1 Kč celkového majetku společnosti vyprodukuje tržeb. Hodnota tohoto ukazatele by se měla držet nad úrovní 1, což se v případě této společnosti však většinou nedaří. Tento na první pohled nepříjemný stav je však potřeba porovnat s předchozí analýzou ukazatelů rentability, kdy společnost dokáže z této analýzy vyplývajících nepříliš vysokých tržeb vytěžit enormní zisk. Navíc společnost musí neustále investovat do obnovy svého dlouhodobého majetku, avšak významnější zakázky generující vysoké tržby se daří získávat pouze v určitých letech. To znamená, že EKOMOR je schopen pomocí svého majetku vyprodukovat velmi slušné tržby, jde však o to tyto potenciálně lukrativní zakázky získat.

Obrat zásob ukazuje, kolikrát během roku podnik dokáže svoje zásoby přeměnit na výrobky a za utržené peníze opět zásoby nakoupit. Hodnota tohoto ukazatele by se měla podle doporučení zvyšovat, což se v tomto případě opravdu děje. Společnost obecně udržuje nízkou hodnotu zásob, a hlavně materiálu a je vidět, že zvyšuje i svou schopnost zásoby protočit, čehož je dosaženo právě držením přibližně stejné úrovně zásob i přes výrazně rostoucí tržby.

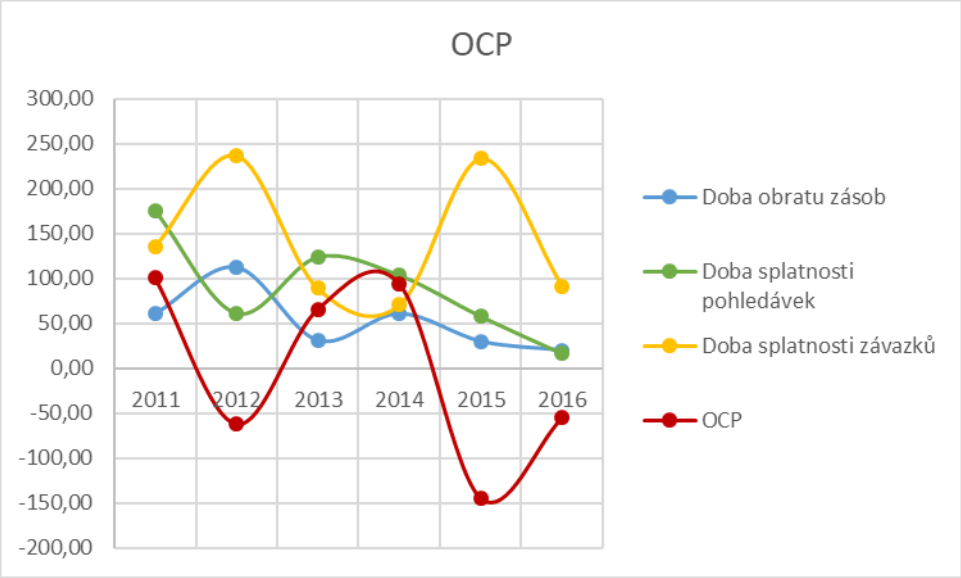
Co se týče obratu pohledávek a obratu krátkodobých závazků, tyto dva ukazatele ukazují vývoj vyjednávací síly podniku jak vůči odběratelům, tak vůči dodavatelům. Snahou podniku by mělo být obrat pohledávek navyšovat, což se mu obzvláště v posledním roce podařilo velmi výrazně, avšak již od roku 2013 lze sledovat rostoucí vývoj. Obrat krátkodobých závazků by podnik zase měl snižovat. Z tabulky výše je vidět poměrně kolísavý vývoj, průměrně se podnik drží na hodnotě 3,1, což je slušná hodnota. Z výše uvedeného se dá očekávat rostoucí vyjednávací schopnost společnosti, což ještě potvrdí následující tabulka s obratovým cyklem peněz.

Tabulka 23 Ukazatele aktivity

Aktivita	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob	60,93	113,27	31,31	61,37	30,36	20,43
Průměrná doba inkasa	176,05	61,47	123,98	103,49	57,88	16,49
Průměrná doba splatnosti	135,69	236,94	89,11	70,72	233,46	91,68
OCP	**101,29**	**-62,20**	**66,17**	**94,15**	**-145,22**	**-54,76**

Zdroj: vlastní zpracování

Doby obratu na rozdíl od obratovosti ukazují, kolik dní trvá jeden obrat. Z nich se také dá spočítat obratový cyklus peněz. Logicky je zde doporučení ohledně vývoje opačné, tedy podnik se snaží dobu obratu zásob a pohledávek snižovat, dobu obratu krátkodobých pohledávek naopak zvyšovat.



Obrázek 23 Obratový cyklus peněz (zdroj: vlastní zpracování)

Zde pro názornost ještě grafické znázornění jednotlivých položek obratového cyklu peněz a jejich vývoj v čase. Je patrné, že největší vliv na vývoj OCP má doba splatnosti závazků, která vykazuje značné výkyvy, zatímco dobra obratu pohledávek a zásob plynule klesá. V letech 2012, 2015 a 2016 společnost dokonce vykazuje záporný obratový cyklus peněz, kdy tuto skutečnost způsobila nízká doba inkasa pohledávek a velmi výrazný skok v hodnotě splatnosti závazků. Z tohoto vyplývá, že společnost čerpá daleko delší bezplatné obchodní úvěry od dodavatelů, než jaké sama poskytuje zákazníkům.

8.7.4 Ukazatele produktivity

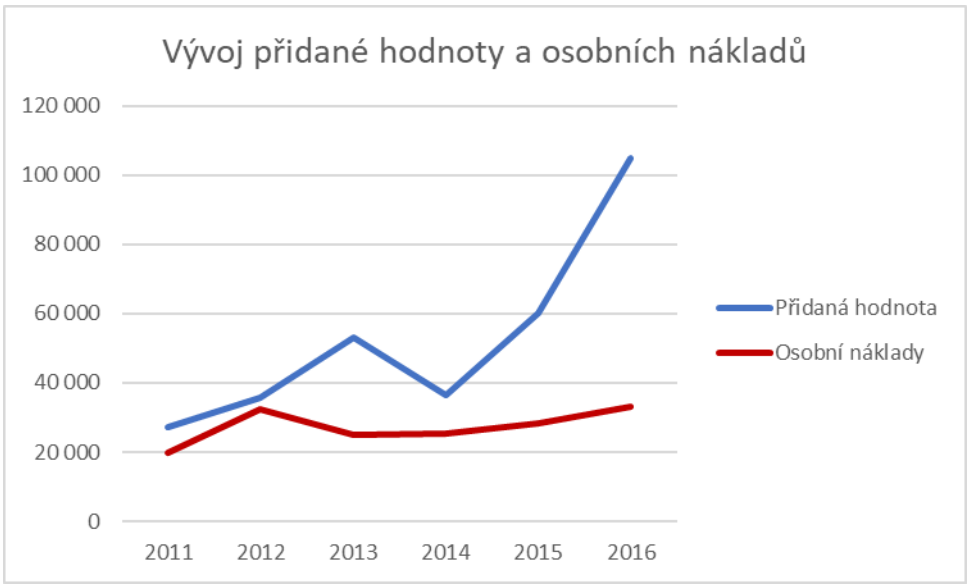
Tato skupina poměrových ukazatelů porovnává přidanou hodnotu s osobními náklady, čímž opět jiným způsobem zkoumá výkonnost podniku.

Tabulka 24 Ukazatele produktivity

Produktivita	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Přidaná hodnota	27 088	35 893	53 222	36 592	60 142	104 958
Osobní náklady/PH	73%	90%	47%	70%	47%	31%
PH/Osobní náklady	1,4	1,1	2,1	1,4	2,1	3,2

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je možné vidět, jak osobní náklady v poměru k přidané hodnotě výrazně kolísaly, avšak od roku 2014 dochází pravidelnému a výraznému poklesu až na hodnotu 31 %, což je méně než polovina hodnoty původní. Výkonnost podniku v tomto ohledu tedy za 6 let výrazně vzrostla.



Obrázek 24 Vývoj přidané hodnoty a osobních nákladů (zdroj: vlastní zpracování)

Z grafu výše je patrné, že za růstem produktivity stojí hlavně výrazný růst přidané hodnoty, osobní náklady v čase rostou jen velmi pomalu.

8.8 Bankrotní modely

Jak jsem již zmiňoval v teoretické části, finanční analýza musí poskytnout jednoznačný závěr o zdraví podniku a o tom, zda daný podnik bude existovat i nadále, nebo zda se blíží jeho konec. Z předešlých analýz podnik vyšel někdy velmi dobře, v jiném případě již hůře. Z tohoto důvodu je vhodné využít bankrotní modely, které jedním číslem shrnou situaci společnosti a dokáží předpovědět blížící se bankrot nebo naopak ukázat, že se podnik těší výbornému zdraví.

8.8.1 Altmanova analýza

Jedním z nejznámějších způsobů rychlého ohodnocení finanční situace podniku je tzv. Altmanův Z faktor, jinými slovy také Z-Score. Tato analýza je tvořena pěti poměrovými ukazateli, které se násobí empiricky vypozorovanými hodnotami. Existuje několik variant pro výši těchto hodnot, já využiji tu pro podniky neobchodované na kapitálovém trhu. Pro přehlednost ještě jednou zobrazím tři zóny, kde může podnik ve výsledku skončit.

Z> 2,9 - zdraví podnik, bankrot nehrozí

1,21 <Z <2,89 – tzv. šedá zóna, zde nelze udělat závěr o zdraví podniku

Z <1,2 – společnosti hrozí bankrot

Tabulka 25 Altmannovo Z-Score

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NWC/A	0,37	0,13	0,29	0,39	0,21	0,35
zadrž. Zisky/A	0,49	0,24	0,23	0,50	0,30	0,36
ROA	0,23	0,17	1,01	0,41	0,61	1,08
VK/Celkový kapitál	0,27	0,14	0,23	0,29	0,22	0,30
Obrat aktiv	0,82	0,94	1,67	1,34	0,72	1,04
Z Score	**2,17**	**1,62**	**3,44**	**2,94**	**2,05**	**3,13**

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky výše je vidět, že společnost rozhodně bankrotem ohrožena není. V několika letech sice spadá do šedé zóny, v roce 2016 však bezpečně překročila hranici zdravého podniku. Zde je vidět výše zmiňovaný slabý obrat aktiv, který výslednou hodnotu snižuje, naopak nadprůměrné ROA ji zase zvyšuje. Z této analýzy celkem jasně vyplývá, že s podnikem lze počítat i do budoucna. I přes to, že tento ukazatel je vhodný pro neobchodované výrobní podniky, jeho konstrukce je šitá na míru americkým společnostem. Pro to bude mít větší vypovídací hodnotu ukazatel následující.

8.8.2 Souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN

Index IN a konkrétně jeho zatím nejaktuálnější varianta IN05, byl zkonstruován s ohledem na české prostředí. Princip je stejný jako u Z faktoru, jen se částečně liší ukazatele a násobitele. Opět pro přehlednost zóny, kde může podnik skončit.

IN05> 1,6 – dobré finanční zdraví, podnik vytváří hodnotu

0,9 <IN05 <1,6 – šedá zóna, nelze nic prognózovat

IN05 <0,9 – podnik má cca 80% šanci bankrotu

Tabulka 26 Index IN05

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Aktiva/ cizí zdroje	0,37	0,20	0,29	0,43	0,27	0,45
Úrokové krytí	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
ROA	0,29	0,22	1,30	0,53	0,77	1,38
Výnosy/aktiva	0,19	0,21	0,41	0,31	0,19	0,29
Běžná likvidita	0,24	0,12	0,18	0,27	0,15	0,26
IN05	**1,44**	**1,11**	**2,53**	**1,90**	**1,74**	**2,74**

Zdroj: vlastní zpracování

Podle indexu IN05 je na tom společnost ještě o něco lépe a dá se tedy potvrdit skutečnost, že tento model je pro českou společnost opravdu vhodnější než Altmann. První dva roky, které byly hodnoceny jako slabší i v předešlých analýzách, společnost spadá do šedé zóny a od roku 2013 již vykazuje znaky dobrého finančního zdraví, což opět odpovídá výše zmíněným skutečnostem. Výsledky zjištěné pomocí bankrotních modelů předpovídají další fungování společnosti bez nějakých zásadních problémů, čímž je splněna jedna z podmínek pro ocenění pomocí výnosových metod.

8.9 EVA

Ukazatel EVA použiji jednak ve finanční analýza, abych zjistil, zda podnik dosahuje i ekonomického zisku a také ho využiji jako jednu z metod pro výpočet hodnoty společnosti. EVA se dá spočítat několika způsoby, já jsem zvolil výpočet z čistého zisku očištěného o výnosy oprávněně očekávané vlastníky. K tomu bylo třeba určit re jako výnosovou míru vlastníků očekávanou vzhledem k riziku. Pro výpočet re byla zvolena metoda s využitím modelu CAPM.

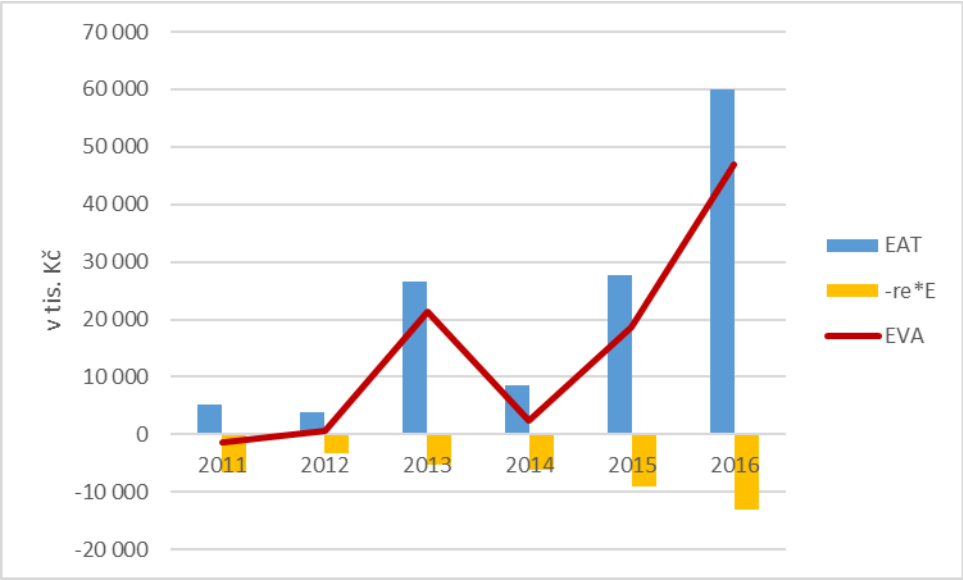
Tabulka 27 Výpočet EVA

CAPM	2011	2012	2013	2014	2015	2016
rf	4,00%	3,85%	3,75%	2,40%	2,40%	2,40%
rm-rf	7,28%	7,08%	6,05%	6,80%	7,36%	6,69%
beta unlevered (mach	1,04	1,04	0,98	1,08	1,02	0,94
beta levered	1,04	1,04	0,98	1,08	1,02	0,94
re	**11,57%**	**11,21%**	**9,68%**	**9,74%**	**9,91%**	**8,69%**
EVA (v tis. Kč)	**-1 454**	**625**	**21 340**	**2 396**	**18 720**	**46 940**
EAT	5 205	3 802	26 662	8 591	27 772	60 042
-re*E	-6 659	-3 177	-5 322	-6 195	-9 052	-13 102
re z MPO	16,17%	13,11%	10,27%	9,85%	9,88%	8,99%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka výše ukazuje výpočet a hodnoty ukazatele EVA. Náklady na vlastní kapitál jsem získal výpočtem za pomoci údajů o bezrizikové úrokové míře, kterou zde představují dlouhodobé státní dluhopisy, jejichž hodnota byla zjištěna z databáze ČNB. Dále do výpočtu vstupuje riziková prémie ČR a beta koeficient odvětví, ve kterém podnik působí. Tyto hodnoty byly zjištěny ze stránky profesora Damodarana. Jenom pro zajímavost je v posledním řádku zobrazena průměrná hodnota vlastního kapitálu pro odvětví, která je uvedena na stránkách MPO. S ní však počítáno nebylo.

Ukazatel EVA je tedy až na první rok kladný. Opět je zde vidět jakýsi stejný vzorec vývoje jako v celé předešlé analýze. První dva slabé roky společnost měla zápornou, resp. téměř nulovou hodnotu EVA, avšak mírně kladná EVA v roce 2012 je způsobena rozdělením zisku minulých období, a tím výrazným snížením vlastního kapitálu, z něhož se EVA počítá. V rekordním roce 2013 EVA vyskočila až na hodnotu 21 mil. Kč, v roce 2014, kdy se situace vrátila do normálu, opět EVA klesá, avšak již bylo řečeno, že v tomto roce byly rozpracovány projekty, které se dokončily a zpeněžily až v roce následujícím. Rok 2015 tedy opět zaznamenal celkem vysoký nárůst, avšak největší růst nastal v roce 2016, kdy se podařilo dokončit doposud největší a nejdražší projekt. EVA v tomto roce dosáhla hodnoty velmi vysokých 47 mil. Kč. Jen pro srovnání, průměrná hodnota v odvětví je v tomto roce záporná.



Obrázek 25 Vývoj hodnoty ukazatele EVA (zdroj: vlastní zpracování)

Z grafu je přehledněji vidět vývoj ukazatele EVA a položek, které tento ukazatel ovlivňují. Bohužel nelze očekávat další růst v roce 2017, s největší pravděpodobností dojde k poklesu, jelikož naplánované projekty se ani zdaleka neblíží situaci v roce 2016.

8.10 Shrnutí strategické a finanční analýzy

Nyní je potřeba veškeré analýzy shrnout v jeden ucelený závěr, který umožní zhodnotit stav a potenciál společnosti a zvolit vhodnou metodu pro samotné ocenění.

8.10.1 SWOT analýza

Společnost EKOMOR působí na trhu, který vykazuje velmi pomalý růst okolo 4 % a hlavně se teprve nedávno dostal na předkrizové hodnoty, a tudíž lze očekávat, že další budoucí růst se bude spíše ještě zpomalovat. Tato skutečnost se však týká pouze českého trhu. Společnost si svou poslední největší zakázkou vytvořila možnost expanze na Německém trhu, především díky certifikátu, který získala. Společnosti také nahrávají dobré vyhlídky na budoucí vývoj evropské ekonomiky, který poměrně významně ovlivňuje její výkony. Na druhou stranu společnost ohrožuje výrazný růst mezd, který bude do budoucna znamenat růst nákladů, další nebezpečí představuje enormně nízká míra nezaměstnanosti, která má ještě dále klesat a mohla by znamenat hrozbu nevyužití výrobních kapacit, pokud by společnost neměla dostatek pracovní síly. Její působení na evropských trzích také do budoucna ohrožuje, resp. ztěžuje sílící CZK, která bude znamenat zdražení produktů pro odběratele. Společnosti EKOMOR se však v současné době velice daří, na rozdíl od většiny jejích českých konkurentů, a to především díky svému unikátnímu know-how, které neustále rozvíjí a díky rozvinutým vývojovým, projekčním a výrobním kapacitám, které umožňují realizovat obrovské projekty, jako např. ten z roku 2016. Díky certifikovanému systému managementu jakosti mohou svým zákazníkům dodávat produkty té nejvyšší kvality. Samozřejmě

nesmím zapomenout na vysoce kvalifikovanou pracovní sílu, kterou EKOMOR neustále vzdělává.

Silné stránky:	**Slabé stránky:**
• využívání nejmodernějších technologií • vysoce kvalitní produkty • schopnost udržet si vysoce kvalifikované pracovníky • dlouholetá tradice a zkušenosti • R&D, investice do automatizace • vysoce nadprůměrná rentabilita • flexibilní nákladová struktura	• řízení pracovního kapitálu • neefektivní financování • nevyužívání cizích zdrojů • citlivost na vývoj ekonomiky
Příležitosti:	**Hrozby:**
• německý trh volný pro expanzi • růst významu odvětví • růst tržního podílu v ČR • využití růstu ekonomiky ČR a EU • vnější podpora ekologických projektů a produktů	• zahraniční konkurence • stárnutí populace a pokles nezaměstnanosti • nízký dynamika českého trhu • vnější tlak na růst mezd • apreciace CZK • nedostatek významných zakázek

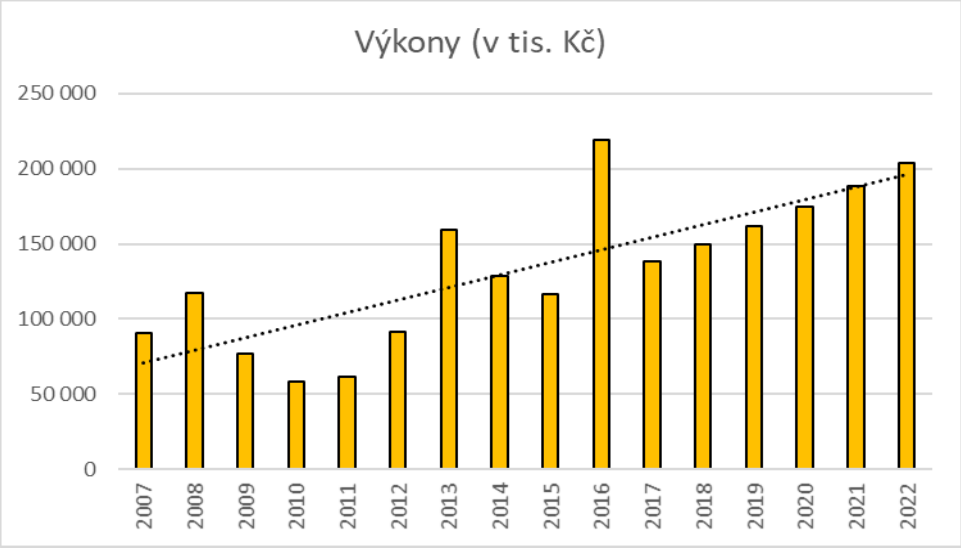
Vnitřní sílu podniku v posledních letech potvrzují také výsledky finanční analýzy. Některé ukazatele sice vypadaly v porovnání s řekněme normálními hodnotami poněkud hůře, v porovnání s relevantním trhem již však vypadaly normálně, ve většině případů dokonce lépe než v případě konkurence. Společnost má však problém s finanční stabilitou. Během sledovaného období dochází k obrovským výkyvům téměř ve všech ukazatelích a ve struktuře aktiv a pasiv, a je tak téměř nemožné reálně předvídat budoucí vývoj ať již samotnému managementu, nebo mě jako externímu oceňovateli. Společnost např. v dobách krize nedosahovala téměř žádného, resp. minimálního čistého zisku, v roce 2016 však vykázala čistý zisk ve výši 60 mil. Kč. Z tohoto důvodu je potřeba jistá, poněkud vyšší finanční rezerva, kterou společnost bezpečně drží. Lze říci, že i přesto je podnik zbytečně likvidní, a i když volné prostředky investuje, mohl by investovat ještě více. Z obratového cyklu peněz bylo vidět, že vlastně nepotřebuje žádný pracovní kapitál, přesto ho drží na velmi vysoké úrovni. Toto se odráží také na poměru oběžných aktiv na celkovém majetku, který je pro výrobní podnik opravdu obrovský. Společnost také nevyužívá žádný dlouhodobý cizí kapitál, tudíž veškerý majetek je financován drahým vlastním kapitálem. S tímto také souvisí nedodržování zlatého a pari pravidla. Společnost však i přes tyto drobnější nedostatku dosahuje v porovnání s konkurencí úžasných výsledků. Krom již výše zmíněného výsledku hospodaření vykazuje taky obrovskou míru rentability aktiv a vlastního kapitálu, která v posledním roce byla ve výši 35 %, resp. 40 %. Toho je dosaženo růstem výkonů a zároveň kvalitním řízením nákladů, a to především těch osobních. Na těchto vysokých hodnotách se také podílí fakt, že společnost dosahuje stále vyšších tržeb, a hlavně tedy zisku, na stále stejné úrovni výrobních zařízení, jinak

řečeno, hodnota hmotného majetku roste v porovnání s výkony a výsledkem hospodaření jen nepatrně. Společnost však do svého hmotného majetku investuje poctivě, nejen do výše odpisů. Mezi další pozitiva lze počítat rostoucí vyjednávací pozici podniku, kdy pohledávky během několika let téměř zanikly a přeměnily se na finanční hotovost a na druhé straně rostou závazky z obchodních vztahů. Podnik také prošel testem v podobě bankrotních modelů, kdy ve slabších letech sice spadal do šedé zóny, ale v současné době vykazuje silné finanční zdraví a rozhodně se s ním dá počítat do budoucna. Nakonec bych ještě zmínil vysokou hodnotu ukazatele EVA, který ukazuje, že podnik tvoří hodnotu. V roce 2017 tato hodnota poklesne, avšak nadále by se měla držet okolo 15 mil. Kč a pomalu růst.

Společnost je tedy finančně zdravá, i když ne příliš finančně stabilní a vykazuje značné výkyvy jak v hodnotách jednotlivých ukazatelů, tak i ve struktuře majetku a struktuře pasiv. Hlavně ale splňuje going concern princip a je možné pro její ocenění využít výnosové metody. V budoucnu by měl EKOMOR využít svých silných stránek a zvýšit svůj tržní podíl na domácím trhu, a hlavně expandovat na trhu evropském, především pak německém.

8.10.2 Prognóza tržeb

Výši tržeb společnosti v minulosti nejvíce ovlivňoval vývoj ekonomiky především v ČR a v EU celkově, nyní jsou tržby nejvíce ovlivněny nárazovými obrovskými zakázkami, které společnost získává jednou za několik let. Toto velmi ztěžuje situaci ohledně prognózy budoucích tržeb. Bude tedy nutné vzít tyto výjimečné zakázky v potaz, ale v plánu tržeb budou tyto zakázky rozděleny mezi všechny prognózované roky. Výsledkem je tedy průměrná hodnota růstu, která bude pro každý rok stejná. Tato hodnota je odhadována na 8 %, a vychází ze strategické analýzy, a to především z dosavadního vývoje tržeb společnosti EKOMOR, konkurenčních podniků a odvětví jako celku, dále se odvíjí od očekávaného růstu ekonomiky, inflace a vývoje kurzu CZK vůči EUR. To, že je předpokládán vyšší růst než u konkurence, je také dáno na základě výsledků finanční analýzy.



Obrázek 26 Prognóza vývoje výkonů (zdroj: vlastní zpracování)

Tento graf ukazuje prognózovanou výši tržeb do budoucna. V roce 2017 je předpokládán výrazný pokles tržeb oproti předchozímu roku a od té doby je plánován růst tržeb průměrně o 8 % ročně. Výkyvy, které nastaly v letech 2013 a 2016 lze jen těžko takto dopředu odhadnout, je s nimi však počítáno a jsou rozděleny v oněch 8 procentech. Podle spojnice trendu je vidět, že odhadovaný vývoj tržeb odpovídá vývoji minulému. Při prvotní analýze dat z let 2011 až 2016 společnost vykazovala růst o obrovských 30 %. Toto však bylo zkresleno několika faktory a mohlo jednoduše dojít k chybné prognóze. Jednalo se především o výrazný pokles tržeb po roce 2008 a rekordní zakázky v letech 2013 a 2016. Při pohledu na údaje před krizí je vidět, že společnost měla dvakrát takové výkony než v prvním sledovaném roce. Pokrizový návrat do původních hodnot tedy nelze do budoucího růstu brát v úvahu. Pokud vezmu za původní hodnotu data z roku 2008 a nebudu brát v úvahu výjimečnou situaci v roce 2016, vyjde hodnota růstu právě okolo 8 %.

9 Ocenění podniku

Vzhledem k předešlému hodnocení společnosti je zřejmé, že má potenciál dlouhodobé existence, tudíž hodnota podniku bude v jeho budoucích výnosech, které je nutné odhadnout. Za tímto účelem bude vytvořen odhad budoucího vývoje ve formě komplexního finančního plánu.

9.1 Finanční plán

Finanční plán byl vytvořen na základě metody procenta z tržeb, resp. z výkonů. Toto procento bylo určeno jako průměr z hodnot naměřených v minulosti. Tento postup byl zvolen z důvodu enormních fluktuací poměru položek účetních výkazů vůči výkonům během sledovaného období a jak je popsáno v teoretické části, v tomto případě je doporučeno použít buďto hodnotu posledního roku nebo průměr za celé období. Pokud bych počítal s hodnotu posledního roku, došlo by k takovému zkreslení, že by tato práce ztratila veškerý význam. Rok 2016 byl rekordní a dosti specifický a další taková situace nastane možná tak jednou za dobu, po kterou je dělána prognóza, ale spíše k takovému výkyvu nedojde vůbec.

Prvním krokem při tvorbě finančního plánu je rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Za provozně nenutný majetek zde bude považován nepotřebný krátkodobý finanční majetek ve formě přebytečných peněžních prostředků a dlouhodobý finanční majetek, prostřednictvím kterého společnost zhodnocuje své volné finanční prostředky. Účetní hodnota těchto aktiv bude následně přičtena k hodnotě firmy.

9.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Nejdůležitějším krokem bylo určení průměrného tempa růstu tržeb, které bylo pomocí strategické analýzy odhadnuto na 8 %. Od růstu tržeb, resp. výkonů, se pak při použití procentní metody plánují ostatní položky výsledovky a rozvahy. Z tabulky níže bude vidět, že i přes plánovaný růst tržeb došlo v roce 2017 k poklesu. To je způsobeno

rekordním rokem 2016, kdy byl dokončen obrovský projekt pro německou společnost. Projekt tohoto rozsahu není v nejbližší budoucnosti naplánován, vychází se tedy z hodnot v letech 2014 a 2015, které představovaly běžnou situaci podniku a ve kterých se realizovaly podobné zakázky, které jsou naplánovány na rok 2017.

Tabulka 28 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Výkony	138 620	149 710	161 687	174 621	188 591	203 678
Výkonová spotřeba	81 786	88 329	95 395	103 027	111 269	120 170
Spotřeba materiálu a energie	51 289	55 393	59 824	64 610	69 779	75 361
Služby	30 496	32 936	35 571	38 417	41 490	44 809
Přidaná hodnota	56 834	61 381	66 291	71 595	77 322	83 508
Osobní náklady	30 496	32 936	35 571	38 417	41 490	44 809
Daně a poplatky	180	180	180	180	180	180
Odpisy dlouhodobého nehmotného a h	1 386	1 497	1 617	1 746	1 886	2 037
Výnosy zbytku	1 268	1 268	1 268	1 268	1 268	1 268
Provozní výsledek hospodaření	26 040	28 036	30 192	32 520	35 034	37 750
Daň z příjmů za běžnou činnost	4 948	5 327	5 736	6 179	6 657	7 173
Výsledek hospodaření za účetní obdob	21 092	22 709	24 455	26 341	28 378	30 578
Výsledek hospodaření před zdaněním (	26 040	28 036	30 192	32 520	35 034	37 750

Zdroj: vlastní zpracování

Výkonová spotřeba je dána součtem zvlášť plánovaného vývoje spotřeby materiálu a energie a služeb. Spotřeba materiálu a energie tvoří vzhledem k povaze podnikání logicky velmi významnou část výkonů. V prognózovaném období se počítá, že bude dosahovat hodnoty 37 % z výkonů. Hodnota v posledním roce byla sice o sedm procentních bodů nižší, počítat budu ale s průměrnou hodnotou, které bylo také dosahováno během většiny sledovaných let. Podíl služeb je plánován ve výši 22 % z výkonů, kdy tato hodnota odpovídá jak průměru za období, tak i poslednímu roku. Celkem tedy výkonová spotřeba bude v plánovaném období tvořit 59 % výkonů.

Podíl osobních nákladů dosti kolísal, avšak jeho absolutní výše byla stabilní a mírně rostla. Budu tedy počítat s průměrnou hodnotou 22 %, která také odpovídá běžným rokům 2014 a 2015. Odpisy se drží trvale na hodnotě 1 % z výkonů a předpokládá se, že tomu tak bude i nadále.

Položka výnosy zbytku v sobě zahrnuje rozdíl mezi tržbami z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jeho zůstatkovou cenou a dále rozdíl mezi ostatními provozními náklady a výnosy. Jelikož tyto položky nedosahují výrazných hodnot, pro zjednodušení byly shrnuty do jednoho a do budoucna se počítá s průměrnou hodnotou, která lehce přesahuje 1 mil. Kč ročně. Provozní výsledek hospodaření by se měl mezi lety 2018 a 2022 zvýšit přibližně o 10 mil. Kč.

Finanční výsledek hospodaření v dřívějších letech nehrál příliš velkou roli. V roce 2015 a 2016 však společnost investovala značné množství přebytečných peněz do diverzifikovaného portfolia finančních instrumentů a dá se předpokládat každoroční výnos z této investice. Finanční výsledek hospodaření zde však není zobrazen, resp. není s ním vůbec počítáno, jelikož dlouhodobý finanční majetek není v tomto případě provozně nutný majetek. Níže je zařazen do provozně nepotřebných aktiv, která pak

budou k hodnotě společnosti přičtena. Společnost nevyužívá cizí úročený kapitál, tudíž zde nejsou ani nákladové úroky.

9.1.2 Plánovaná rozvaha

Tabulka 29 Plánovaná rozvaha

Rozvaha (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	168 074	184 227	202 118	221 406	242 201	264 625
Dlouhodobý majetek	21 593	23 256	25 053	26 993	29 089	31 352
Dlouhodobý nehmotný majetek	800	800	800	800	800	800
Dlouhodobý hmotný majetek	20 793	22 456	24 253	26 193	28 289	30 552
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	83 885	90 483	97 610	105 306	113 618	122 595
Zásoby	20 100	21 708	23 445	25 320	27 346	29 533
Dlouhodobé pohledávky	1 406	1 406	1 406	1 406	1 406	1 406
Krátkodobé pohledávky	34 655	37 427	40 422	43 655	47 148	50 920
Krátkodobý finanční majetek	27 724	29 942	32 337	34 924	37 718	40 736
Provozně nepotřebná aktiva	62 596	70 487	79 456	89 107	99 495	110 678
PASIVA CELKEM	168 074	184 227	202 118	221 406	242 201	264 625
Vlastní kapitál	111 734	123 897	136 998	151 111	166 319	182 707
Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Výsledek hospodaření minulých let	89 642	100 188	111 543	123 770	136 941	151 130
Výsledek hospodaření běžného účetníh	21 092	22 709	24 455	26 341	28 378	30 578
Cizí zdroje	55 894	60 330	65 121	70 295	75 882	81 917
Krátkodobé závazky	55 448	59 884	64 675	69 849	75 436	81 471
Časové rozlišení	446	446	446	446	446	446

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky plánované rozvahy je vidět, že celková bilanční suma podniku poroste. Největší podíl na tom budou mít provozně nutná oběžná aktiva, stejně tak jako provozně nepotřebná aktiva, která v tomto případě představují přebytečnou hotovost a dlouhodobý finanční majetek. Dlouhodobý hmotný majetek společnosti sice každoročně roste o menší absolutní hodnoty, ale roste pravidelně a sám o sobě tento růst převyšuje odpisy. Dlouhodobý nehmotný majetek je plánován v průměrně stejné výši, podnik využívá SW zmíněný v předchozím textu a bude jen obnovovat licence. Dlouhodobý finanční majetek zde není pro potřebu práce zahrnut. Jeho výše se pohybuje okolo 32 mil. Kč a je zde obsažen v provozně nepotřebných aktivech, jelikož se jedná o investice do diverzifikovaných portfolií, které však s hlavní činností podniku nijak nesouvisí. Oběžná aktiva, jak jsem již zmínil, porostou více. Struktura celkového majetku ale zůstává na podobné úrovni. S rostoucí výrobou budou samozřejmě růst zásoby, opět se ale bude především jednat o nedokončenou výrobu a ne o nadbytečné zásoby materiálu. Toto je logické, společnost realizuje velké projekty, které často přesahují dobu jednoho účetního období. S rostoucími tržbami také porostou pohledávky, především ty krátkodobé, a také samozřejmě finanční hotovost,

resp. peníze na účtu. Opět pro správné ocenění je počítáno pouze s provozně nutnou výší krátkodobého finančního majetku a zbytek je obsažen v nepotřebném majetku.

V pasivech budou rostoucí aktiva financována především neustále rostoucím vlastním kapitálem. Ten roste díky každoročně vyšším výsledkům hospodaření. Z minulého vývoje se však předpokládá, že společnost v roce 2017 rozdělila větší sumu tohoto kumulovaného zisku, konkrétně 60 mil. Kč. V dalších letech je plánováno zadržování průměrně 50 % hospodářského výsledku. Jelikož společnost není zadlužena, cizí zdroje zde představují pouze krátkodobé závazky, které opět s růstem produkce porostou. Bude se opět jednat především o přijaté zálohy a závazky z obchodních vztahů.

9.2 Stanovení hodnoty společnosti EKOMOR, s.r.o.

Podnik byl oceněn pomocí výnosových metod k 1. 5. 2018. Požadavky pro možnost jejich použití splnil, což je prokázáno ve finanční analýze. Pro porovnání je uvedena účetní hodnota podniku a také hodnota zjištěná pomocí ukazatele VE/EBITDA, který je zástupcem metod tržního porovnání.

9.2.1 Stanovení diskontní míry

Pro ocenění podniku pomocí metody DCF entity a ekonomické přidané hodnoty je potřeba spočítat, resp. odhadnout diskontní míru pro roky 2018 až 2022. Za diskontní míru zde budou považovány náklady vlastního kapitálu. Jelikož podnik není zadlužen, hodnota DCF equity bude stejná jako hodnota DCF entity. Na rozdíl od WACC, která mimo jiné závisí na měnící se struktuře pasiv, budou náklady vlastního kapitálu v čase konstantní.

Tabulka 30 Výpočet nákladů vlastního kapitálu pro roky 2018 až 2022

	2018-2022
rf	2,70%
rm-rf	5,89%
beta unlevered (machine	0,98
beta levered	0,98
re	**8,47%**

Zdroj: vlastní zpracování podle Damodaran

Výpočet hodnoty nákladů vlastního kapitálu je zmíněn v teoretické části a také je již proveden v části výpočtu ekonomické přidané hodnoty podniku. Zde jen pro přehlednost malá tabulka, která ukazuje výpočet hodnoty pro plánované období. Hodnotu WACC není potřeba počítat, jelikož společnost není zadlužena, tak se tyto náklady vlastně rovnají nákladům na vlastní kapitál. V ocenění je tedy počítáno s diskontní mírou ve výši 8,47 % po celé plánované období.

9.2.2 Metoda DCF entity

První a nejvýznamnější, resp. základní metodu, kterou pro ocenění použiji, je dvoufázová metoda DCF entity. Prvním krokem je zde určení FCFF, tedy volných

peněžních toků do firmy. Vychází se ze zdaněné hodnoty EBIT, ke které se přičítají odpisy a odečítá se nárůst pracovního kapitálu a odečítají se nové investice.

Tabulka 31 Výpočet FCFF

Položka v tis. Kč	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	28 036	30 192	32 520	35 034	37 750
EBIT PO ZDANĚNÍ	22 709	24 455	26 341	28 378	30 578
+ODPISY	1 497	1 617	1 746	1 886	2 037
- RŮST wc	-2 162	-2 335	-2 522	-2 724	-2 942
- NOVÉ INV	-3 161	-3 413	-3 686	-3 981	-4 300
FCFF	12 675	20 323	21 879	23 558	25 372

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky výše je tedy vidět hodnota FCFF. Podnik je oceňován k 1. 5. 2018, hodnota v roce 2018 je tedy diskontována, aby ukazovala jen hodnotu za zbývající část roku. Již jsem zmiňoval, že ve výnosových metodách je počítáno jen s provozně nutným majetkem, růst pracovního kapitálu je tedy očištěn právě o provozně nepotřebná oběžná aktiva.

Dalším krokem je výpočet hodnoty první fáze, kde se vychází z výše popsaných FCFF za jednotlivé plánované roky. Nyní přichází na řadu již popsaná diskontní míra.

Tabulka 32 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF entity

1. fáze (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022	
FCFF	12 675	20 323	21 879	23 558	25 372	
Diskont	1,056	1,146	1,243	1,348	1,462	
Diskontované FCFF	12 002	17 741	17 608	17 479	17 355	
Hodnota 1. fáze						82 184

Zdroj: vlastní zpracování

Stejně jako FCFF je diskontní míra za rok 2018 upravena o již proběhlou část roku. Součtem hodnot diskontovaných hodnot FCFF je získána hodnota 1. fáze, která činí 82 mil. Kč.

Nyní přichází na řadu výpočet druhé fáze, která představuje pokračující hodnotu podniku, tedy od roku 2022 až do nekonečna. Je to tedy období, které již nelze plánovat, tak jak tomu bylo v 1. fázi. Zde využiji tempo růstu g, které bylo odhadnuto ve strategické analýze. Diskontní míra bude v této fázi shodná s tou z fáze první.

Tabulka 33 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou DCF entity

2. fáze (v tis. Kč)	2022-?
Pokr. hodnota FCFF	26 007
Diskontní míra	8,47%
Temrpo růstu g	2,50%
Hodnota 2. fáze	297 970

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota druhé fáze tedy činí 298 mil. Kč a dostáváme se tak k určení výsledné hodnoty podniku.

Tabulka 34 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity

Hodnota společnosti EKOMOR k 1. 5. 2018	hodnota v tis. Kč
Hodnota 1. fáze	82 184
Hodnota 2. fáze	297 970
Hodnota provozně nepotřebného majetku	70 487
Výsledná hodnota podniku	450 642

Zdroj: vlastní zpracování

K 1. a 2. fázi je ještě nutné přičíst účetní hodnotu provozně nepotřebného majetku, se kterým nebylo při ocenění počítáno. Výsledná hodnota podniku EKOMOR, s.r.o. vypočtena pomocí metody DCF entity k 1. 5. 2018 činí 450 641 734 Kč.

9.2.3 Metoda DCF equity

Hodnota stanovena pomocí metody DCF entity byla stěžejní, avšak pro porovnání či kontrolu je vhodné použít metod více. Metodu DCF equity zde zmíním spíše pro kontrolu správnosti výpočtů, jelikož hodnota podniku za použití této metody by měla vyjít stejně jako hodnota za použití DCF entity. Toto je způsobeno nezadlužeností oceňované společnosti.

Tabulka 35 Výpočet FCFE

Položka v tis. Kč	2018	2019	2020	2021	2022
Čistý zisk	22 709	24 455	26 341	28 378	30 578
+ Odpisy	1 497	1 617	1 746	1 886	2 037
- RŮST wc	-2 162	-2 335	-2 522	-2 724	-2 942
- NOVÉ INV	-3 161	-3 413	-3 686	-3 981	-4 300
- Splátky úvěru	0	0	0	0	0
FCFE	12 675	20 323	21 879	23 558	25 372

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet FCFE se od FCFF mírně liší. Začíná se od čistého zisku, a ne od zdaněné hodnoty EBIT. Jelikož však společnost neplatí nákladové úroky, je vidět, že EBIT po zdanění a EAT společnosti se rovnají. Další odlišností ve výpočtu je odečet splátek úvěrů, společnost však žádný úvěr nemá.

Nyní následuje stejný postup jako při výpočtu předešlou metodou.

Tabulka 36 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF equity

1. fáze (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022	
FCFE	12 675	20 323	21 879	23 558	25 372	
Diskont	1,056	1,146	1,243	1,348	1,462	
Diskontované FCFE	12 002	17 741	17 608	17 479	17 355	
Hodnota 1. fáze						82 184

Zdroj: vlastní zpracování

Normálně se v při výpočtu hodnoty tímto způsobem počítá s diskontní mírou v podobě WACC, jelikož však podnik není zadlužen, počítá se opět s náklady vlastního kapitálu. Výpočet druhé fáze je totožný s předchozí metodou.

Tabulka 37 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou DCF equity

2. fáze (v tis. Kč)	2022-?
Pokr. hodnota FCFE	26 007
Diskontní míra	8,47%
Temrpo růstu g	2,50%
Hodnota 2. fáze	297 970

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 38 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity

Hodnota společnosti EKOMOR k 1. 5. 2018	hodnota v tis. Kč
Hodnota 1. fáze	82 184
Hodnota 2. fáze	297 970
Hodnota provozně nepotřebného majetku	70 487
Výsledná hodnota podniku	450 642

Zdroj: vlastní zpracování

Z poslední tabulky je vidět, že výsledná hodnota podniku vypočtena metodou DCF equity je totožná při použití metody DCF entity. Z tohoto lze usuzovat, že bylo postupováno správně a během výpočtů nedošlo k žádné početní chybě.

9.2.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Jako poslední výnosovou metodu jsem zvolil stanovení hodnoty podniku pomocí metody EVA. Zde se již předpokládá odlišný výsledek, jelikož se počítá s výsledky hospodaření, a ne s peněžními toky jako v předchozím případě. Rozdíl by však neměl být nijak velice výrazný. Prvním krokem je výpočet hodnoty EVA pro jednotlivé plánované roky. Tento výpočet již bylo možno vidět ve finanční analýze, tam ale byla hodnota EVA počítána pro minulé roky.

Tabulka 39 Výpočet plánované hodnoty EVA v letech 2018 až 2022

Položka v tis. Kč	2018	2019	2020	2021	2022
EAT	22 709	24 455	26 341	28 378	30 578
E	123 897	136 998	151 111	166 319	182 707
re	8,47%	8,47%	8,47%	8,47%	8,47%
EVA	8 199	12 851	13 542	14 291	15 102

Zdroj: vlastní zpracování

Tento způsob výpočtu se na první pohled liší od toho originálního, to je opět způsobeno nezadlužeností společnosti. NOPAT je totožný s čistým ziskem, jelikož společnost neplatí žádné nákladové úroky a s finančním výsledkem hospodaření není počítáno, zpoplatněný kapitál je pouze vlastní kapitál a WACC je totožné s náklady vlastního kapitálu. Opět hodnota v roce 2018 je diskontována, aby obsáhla pouze oceňovanou část roku. Z tabulky je vidět, že i přes výrazně rostoucí hodnotu vlastního kapitálu bude hodnota EVA růst také.

V tomto případě také byla zvolena dvoufázová metoda, kde se pro první fázi počítá s diskontní mírou v podobě nákladů vlastního kapitálu. Proč nepoužívám WACC již bylo zmíněno několikrát. V pokračující fázi je opět použito tempo růstu g.

Tabulka 40 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA

1. fáze (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022	
EVA	8 199	12 851	13 542	14 291	15 102	
Diskont	1,056	1,146	1,243	1,348	1,462	
Diskontovaná EVA	7 764	11 219	10 898	10 603	10 330	
Hodnota 1. fáze						50 814

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota 1. fáze činí téměř 51 mil. Kč, což je však v porovnání s 1. fází předchozích metod podstatně méně. Není však důvod se znepokojovat, k výsledné hodnotě bude nutno přičíst ještě hodnotu investovaného kapitálu.

Tabulka 41 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou EVA

2. fáze (v tis. Kč)	2022-?
Pokr. hodnota EVA	15 867
Diskontní míra	8,47%
Temrpo růstu g	2,50%
Hodnota 2. fáze	181 792

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 42 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA

Hodnota společnosti EKOMOR k 1. 5. 2018	hodnota v tis. Kč
Hodnota 1. fáze	50 814
Hodnota 2. fáze	181 792
Investovaný kapitál	123 897
Hodnota provozně nepotřebného majetku	70 487
Výsledná hodnota podniku	426 989

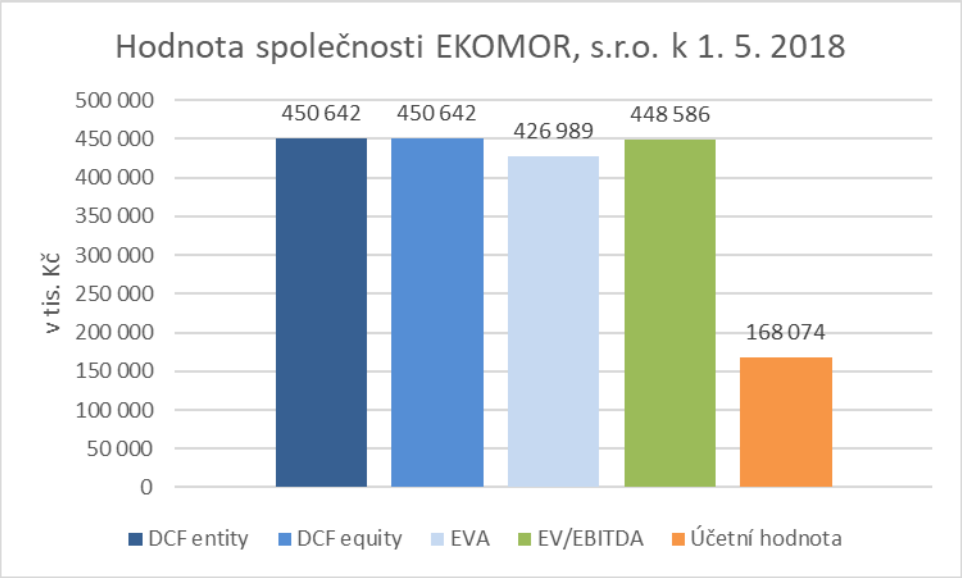
Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota podniku stanovena pomocí metody EVA činí 427 mil. Kč. Tato hodnota je přibližně o 23 mil. Kč nižší než hodnota stanovená pomocí metody DCF. To se může na první pohled zdát celkem hodně, v praxi však často dochází ke značným rozdílům mezi hodnotou podniku stanovenou pomocí metody DCF a pomocí metody EVA. V tomto případě se v porovnání s jinými pracemi zabývajícími se oceněním jedná o celkem drobný rozdíl. Navíc tato metoda plní spíše kontrolní funkci, stěžejní je hodnota určena pomocí metody DCF entity.

9.2.5 Souhrnné ocenění podniku

Před výsledným verdiktem ohledně hodnoty podniku ještě porovnám zatím zjištěné hodnoty podniku s hodnotami zjištěnými jednak pomocí tržního porovnání a s účetní hodnotou podniku. Jak již bylo zmíněno, pokud by byla účetní hodnota podniku vyšší než hodnota vycházející z výnosových metod, bylo by třeba zjistit hodnotu likvidační, která by podniku ukázala, jestli není výhodnější rozprodat majetek a ukončit činnost. Za zástupce ukazatelů tržního porovnání jsem vybral ukazatel EV/EBITDA. Je nutno zmínit, že na rozdíl od výnosových metod se zde již počítá s celkovým majetkem a k položce EBITDA je přičten i plánovaný finanční výsledek

hospodaření v hodnotě 3,5 mil. Kč ročně. Tato suma vychází z minulého vývoje a také z poměrně vysokých investic do dlouhodobého finančního majetku v posledních dvou letech, které v budoucnu budou přinášet další finanční výnosy.



Obrázek 27 Souhrnné ocenění společnosti EKOMOR, s.r.o. (zdroj: vlastní zpracování)

Z tabulky je vidět, že hodnota podniku vysoce převyšuje účetní hodnotu, což znamená, že podnik v budoucnu vytvoří větší hodnotu, než je částka, kterou by dnes utržil, pokud by podniková aktiva rozprodal. Dále je vidět, že i přes použití více různých metod se hodnota podniku pohybuje přibližně ve stejné výši. Z tohoto lze usuzovat, že bylo při ocenění postupováno správně a hodnota podniku zjištěna metodou DCF entity je relevantní. Výsledná hodnota společnost k 1. 5. 2018 stanovena metodou DCF entity činí 450 641 734 Kč a je považována za tu nejpřesnější.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti EKOMOR, s.r.o. k 1. 5. 2018 pro potřeby potenciálního externího investora, resp. zájemce o koupi podniku. Společnost je lídrem v oboru výroby a prodeje strojů určených pro povrchové úpravy kovů. Podnik byl oceněn pomocí výnosových metod. Před samotným oceněním podniku však bylo potřeba udělat několik nutných kroků. Nejdříve bylo nutno získat především účetní, ale i jiná data o podniku, která byla přebrána především z výročních zpráv. Na jejich základě byla provedena strategická analýza a finanční analýza. Následně byl vytvořen finanční plán a na něj navázalo samotné ocenění.

Strategická analýza sloužila především k určení budoucího výnosového potenciálu podniku, který byl využit ve finančním plánu pro odhad růstu budoucích tržeb. V rámci strategické analýzy byla provedena analýza vnějšího a vnitřního prostředí, resp. potenciálu podniku. Podrobně jsou závěry strategické a finanční analýzy probrány v kapitole SWOT analýza a zde je tedy zmíním jen stručně. Co se ČR týče, podnik působí na velmi pomalu rostoucím trhu, kdy se růst za sledované období pohyboval okolo 4 %. Navíc tento růst představoval pouze návrat na předkrizové hodnoty. Odvětví je tedy velmi citlivé na ekonomický vývoj. Společnost má naštěstí pro ni dvakrát tak vysoké tržby ze zahraničních zakázek, především z těch z Německa. Na rozdíl od české konkurence se jí tak dařilo daleko lépe. Růst tržeb za sledované období byl v jejím případě čtyřnásobný. Ten však také vykazuje faktory návratu do předkrizových hodnot a také jsou v něm zahrnuty dvě rekordní zakázky. Po zvážení všech faktorů a předchozího vývoje i mimo sledované období, bylo budoucí tempo růstu tržeb do roku 2022 odhadnuto na 8 % ročně.

Úkolem finanční analýzy bylo určení budoucí perspektivy podniku, zda se dá předpokládat, že svou současnou činnost bude, resp. bude moci provozovat i nadále. Jedná se o tzv. going concern princip. Ten musí společnost splňovat, pokud je oceňována výnosovými metodami. Společnost vykazovala občasné deviace od obecně doporučených hodnot či poměrů konkrétních položek. Např. skutečnost, že nevyužívá zpoplatněný cizí kapitál znamená, že veškerý majetek musí financovat z dražšího vlastního kapitálu. Dále má společnost mezery, co se likvidity týče. Společnost má obrovskou zásobu krátkodobého finančního majetku, který se od roku 2015 snaží vložit do finančních investic, stále jí ho však mnoho přebývá. Ve srovnání s relevantním odvětvím si však podnik vede nadprůměrně. Ve všech sledovaných oblastech si vedla stejně či lépe než konkurence a do budoucna se předpokládá, že v tomto pozitivním trendu bude pokračovat. To, že je společnost finančně zdravá a bankrot ji neohrožuje nakonec potvrdily i bankrotní modely.

Před sestavením finančního plánu byla vyčleněna provozně nepotřebná aktiva, jejichž účetní hodnota za rok 2018 byla posléze přičtena k hodnotě podniku v případě ocenění výnosovými metodami. Nepotřebný majetek zde představuje přebytečnou hotovost a celý dlouhodobý finanční majetek, který sice přináší výnosy, ale nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností firmy. Finanční plán byl sestaven za roky 2017 až 2022 a obsahuje plánovaný výkaz zisku a ztráty a plánovanou rozvahu podniku.

Při plánování byla využita metoda procenta tržeb. Ještě jednou zde zmíním, že je předpokládán růst tržeb o 8 % ročně, avšak tento růst v plánovaném období vychází z hodnoty roku 2014, která představuje běžnou situaci a není zasažena žádnou výjimečnou zakázkou. Výsledné procento u jednotlivých ukazatelů nemohlo být určeno pomocí trendu, jelikož podnik žádný trend nevykazuje. Ve sledovaném období dochází k obrovským fluktuacím a z toho důvodu byl použit průměr za sledované období.

Samotné ocenění bylo stěžejně provedeno pomocí výnosových metod. Za tu hlavní, která určí výslednou hodnotu, byla zvolena metoda DCF entity ve dvoufázové variantě. Tato metoda je obecně brána jako základní výnosová metoda. Pro kontrolu správnosti výpočtů byla zvolena metoda DCF equity, která v tomto případě musela vyjít stejně a také vyšla. Pro kontrolu správnosti plánů byla také zvolena metoda EVA. Ta sice přinesla mírně odlišný výsledek, avšak v tomto měřítku se jedná o drobný rozdíl a v porovnání s jinými pracemi zabývajícími se oceněním se jedná o rozdíl zanedbatelný. Podnik byl také pro porovnání oceněn metodou tržního porovnání. Konkrétně pomocí EV/EBITDA, která vyšla téměř stejně jako metody DCF. K hodnotě EBITDA z finančního plánu bylo nutno přičíst plánovaný finanční výsledek hospodaření, se kterým se ve výnosových metodách nepočítalo. Poslední doplňkovou metodou byla metoda prosté účetní hodnoty podniku. Ta byla uvedena především z toho důvodu, že pokud by byla účetní hodnota vyšší, než hodnota určená pomocí metod výnosových, pro podnik by bylo výhodnější společnost rozprodat a ukončit podnikatelskou činnost. Tato situace naštěstí pro společnost EKOMOR nenastala a její hodnota k 1. 5. 2018 byla stanovena ve výši 450 641 734 Kč. Tímto lze považovat cíl práce za splněný a věřím, že práce bude přínosem pro případného investora či potenciálního kupce a mimo jiné také pro společnost samotnou.

Seznam použité literatury

Tištěné zdroje

1. DAMODARAN, A. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit.* New Jersey: Wiley, 2011. ISBN 978-1-118-06414-6.
2. DRUCKER, P. F. *To nejdůležitější z Druckera v jednom svazku*. Praha: Management Press, 2002. Knihovna světového managementu. ISBN 80-7261-066-X.
3. GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1999. ISBN 80-7079-587-5.
4. GRÜNWALD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniků*. V Praze: Vysoká škola ekonomická, Institut oceňování majetku, 2004. ISBN 80-245-0700-5.
5. KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.
6. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
7. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza: krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3.
8. KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví*. 2. vyd. Praha: POLYGON, 1995. ISBN 80-85967-06-5.
9. KOVANICOVÁ, D. *Abeceda účetních znalostí pro každého*. Praha: Trizonia, 1993. ISBN 80-7273-130-0.
10. LHOTSKÝ, Jan. *Strategický management: jak zajistit budoucí úspěch podniku*. [Česko: J. Lhotský], 2010. ISBN 978-80-251-3295-1.
11. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
12. PORTER, M. E. *Konkurenční strategie: metody pro analýzu odvětví a konkurentů*. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-856-0511-2.
13. SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*, 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, ISBN 80-7179-367-1.
14. SOUČEK, Z., MAREK, J. *Strategie úspěšného podniku*. Ostrava: Montanex, 1998. ISBN 80-85780-93-3.
15. VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-21-1.
16. VOCHOZKA, M., MULAČ, P. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1
17. WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství: překlad 18. vydání německého originálu*. 1. čes. vyd. Praha: C. H. Beck, 1995. ISBN 80-7179-014-1.

Standardy

18. IDW Standard 1, 2007
19. International Valuation Standards, 2005

Internetové zdroje
20. http://www.czso.cz/czu/czso
21. http://www.damodaran.com
22. http://www.ekomor.cz
23 http://ec.europa.eu/eurostat
23. http://www.justice.cz
24. http://www.mfcr.cz
25. http://www.mpo.cz

Ostatní zdroje
26. Výroční zprávy společnosti EKOMOR za období 2008-2016
27. Výroční zprávy konkurenčních společností za období 2011-2016

Seznam obrázků a tabulek

Obrázky

Obrázek 1 Porterův model pěti sil 21
Obrázek 2 Vývoj míry inflace 48
Obrázek 3 Vývoj měnového kurzu CZK/EUR 49
Obrázek 4 Vývoj měnového kurzu CZK/USD 49
Obrázek 5 Vývoj průměrné mzdy v ČR 50
Obrázek 6 Vývoj ekonomické aktivity obyvatelstva ČR 51
Obrázek 7 Vývoj míry nezaměstnanosti 52
Obrázek 8 Vývoj HDP a tržeb v odvětví 55
Obrázek 9 Struktura aktiv podniku 61
Obrázek 10 Struktura dlouhodobého majetku podniku 62
Obrázek 11 Struktura oběžného majetku 62
Obrázek 12 Struktura pasiv podniku 64
Obrázek 13 Struktura vlastního kapitálu 65
Obrázek 14 Vývoj tržeb, nákladů a zisku 66
Obrázek 15 Struktura nákladů v absolutních hodnotách 68
Obrázek 16 Struktura nákladů v procentním vyjádření 68
Obrázek 17 Zlaté bilanční pravidlo 69
Obrázek 18 Pravidlo vyrovnání rizika 70
Obrázek 19 Pari pravidlo 70
Obrázek 20 Poměrové pravidlo 71
Obrázek 21 Struktura pracovního kapitálu 72
Obrázek 22 Potřeba čistého pracovního kapitálu 74
Obrázek 23 Obratový cyklus peněz 78
Obrázek 24 Vývoj přidané hodnoty a osobních nákladů 79
Obrázek 25 Vývoj hodnoty ukazatele EVA 82
Obrázek 26 Prognóza vývoje výkonů 84
Obrázek 27 Souhrnné ocenění společnosti EKOMOR, s.r.o 93

Tabulky

Tabulka 1 Počet zaměstnanců společnosti 46
Tabulka 2 Vývoj HDP 47
Tabulka 3 Vývoj míry inflace 48
Tabulka 4 Vývoj měnového kurzu 50
Tabulka 5 Vývoj tržeb společnosti a relevantního trhu 53
Tabulka 6 Podíl konkurence na relevantním trhu 54
Tabulka 7 Horizontální podílová analýza aktiv 57
Tabulka 8 Horizontální rozdílová analýza aktiv 58
Tabulka 9 Horizontální podílová analýza aktiv 59
Tabulka 10 Horizontální rozdílová analýza aktiv 59
Tabulka 11 Vertikální analýza aktiv 61

Tabulka 12 Vertikální analýza pasiv 64
Tabulka 13 Horizontální podílová analýza pasiv 65
Tabulka 14 Horizontální rozdílová analýza pasiv 66
Tabulka 15 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty 67
Tabulka 16 Vývoj pracovního kapitálu 71
Tabulka 17 Nepeněžní pracovní kapitál 72
Tabulka 18 Podíl pracovního kapitálu na aktivech a tržbách 73
Tabulka 19 Obratový cyklus peněz a průměrné denní výdaje 73
Tabulka 20 Ukazatele rentability 75
Tabulka 21 Ukazatele likvidity 76
Tabulka 22 Ukazatele aktivity 77
Tabulka 23 Ukazatele aktivity 77
Tabulka 24 Ukazatele produktivity 78
Tabulka 25 Altmannovo Z-Score 80
Tabulka 26 Index IN05 80
Tabulka 27 Výpočet EVA metodou CAPM 81
Tabulka 28 Plánovaný výkaz zisku a ztráty 86
Tabulka 29 Plánovaná rozvaha 87
Tabulka 30 Výpočet nákladů vlastního kapitálu 88
Tabulka 31 Výpočet FCFF 89
Tabulka 32 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF entity 89
Tabulka 33 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou DCF entity 89
Tabulka 34 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity 90
Tabulka 35 Výpočet FCFE 90
Tabulka 36 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF equity 90
Tabulka 37 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou DCF equity 91
Tabulka 38 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity 91
Tabulka 39 Výpočet plánované hodnoty EVA 91
Tabulka 40 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA 92
Tabulka 41 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou EVA 92
Tabulka 42 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA 92

Přílohy

Rozvaha

ROZVAHA (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	**89 177**	**83 521**	**100 715**	**90 933**	**176 681**	**212 429**
POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL						
DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	**15 635**	**16 821**	**17 381**	**17 454**	**41 400**	**51 713**
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	**38**	**773**	**859**	**620**	**817**	**691**
Zřizovací výdaje						
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje						
Software	38	773	676	620	817	691
Ocenitelná práva						
Goodwill						
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek						
Nedokočený dlouhodobý nehmotný majetek			183			
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek						
DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	**15 571**	**16 039**	**16 522**	**16 834**	**18 417**	**18 716**
Pozemky	242	242	242	242	242	242
Stavby	13 797	13 441	13 557	13 238	13 119	12 843
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 532	2 356	2 723	3 327	5 034	5 585
Pěstitelské celky trvalých porostů						
Základní stádo a tažná zvířata						
Jiný dlouhodobý hmotný majetek						
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek				27	22	46
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek						
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku						
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	**26**	**9**	**-**	**-**	**22 166**	**32 306**
Podíly v ovládaných a řízených osobách					22 166	
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	26	9				32 306
Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem						
Jiný dlouhodobý finanční majetek						
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek						
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek						
OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	**73 231**	**66 644**	**82 816**	**73 333**	**135 042**	**160 644**
ZÁSOBY (ř. 33 až 38)	**12 385**	**24 824**	**14 680**	**20 845**	**10 691**	**12 525**
Materiál	2 068	2 082	1 141	1 499	1 861	2 307
Nedokončená výroba a polotovary	10 317	22 742	13 539	19 346	8 830	10 218
Výrobky						
Zvířata						
Zboží						
Poskytnuté zálohy na zásoby						
DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	**2 654**	**1 643**	**1 969**	**772**	**550**	**848**
Pohledávky z obchodních vztahů	743					
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami						
Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem						
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení						
Dohadné účty aktivní						
Jiné pohledávky						
Odložená daňová pohledávka	1 911	1 643	1 969	772	550	848
KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	**33 134**	**11 829**	**56 162**	**34 378**	**19 830**	**9 266**
Pohledávky z obchodních vztahů	8 845	8 253	54 376	24 036	19 578	6 436
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	24 051					
Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem						
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení						
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění						
Stát - daňové pohledávky	164	2 461	1 649	2 245		1 826
Ostatní poskytnuté zálohy	34	1 017	79	8 060	227	984
Dohadné účty aktivní	1					
Jiné pohledávky	39	98	58	37	25	20
KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	**25 058**	**28 348**	**10 005**	**17 338**	**103 971**	**138 005**
Peníze	217	274	638	769	485	110
Účty v bankách	7 841	28 074	9 367	3 855	78 239	89 470
Krátkodobé cenné papíry a podíly				12 714	25 247	48 425
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	17 000					
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	**311**	**56**	**518**	**146**	**239**	**72**
Náklady příštích období	202	47	289	106	239	72
Komplexní náklady příštích období						
Příjmy příštích období	109	9	229	40		

PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	89 177	83 521	100 715	90 933	176 681	212 429
VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	**57 544**	**28 330**	**54 983**	**63 573**	**91 367**	**150 796**
ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	**1 000**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	**1 000**	**1 000**
Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)						
Změny základního kapitálu						
KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	**0**	**- 17**	**- 26**	**- 26**	**- 5**	**154**
Emisní ážio						
Ostatní kapitálové fondy						
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků		- 17	- 26	- 26	- 5	154
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách						
REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	**100**	**100**	**100**	**100**	**-**	
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	100	100	100	100		
Statutární a ostatní fondy						
VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	**51 239**	**23 445**	**27 247**	**53 908**	**62 600**	**89 600**
Nerozdělený zisk minulých let	51 239	23 445	27 247	53 908	62 600	89 600
Neuhrazená ztráta minulých let						
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+- (ř. 60 VZZ)	**5 205**	**3 802**	**26 662**	**8 591**	**27 772**	**60 042**
CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	**31 619**	**54 121**	**45 345**	**27 261**	**85 157**	**61 187**
REZERVY (ř. 86 až 89)	**4 037**	**2 193**	**3 560**	**3 243**	**2 951**	**4 969**
Rezervy podle zvláštních právních předpisů						
Rezerva na důchody a podobné závazky						
Rezerva na daň z příjmů						
Ostatní rezervy	4 037	2 193	3 560	3 243	2 951	4 969
DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)						
Závazky z obchodních vztahů						
Závazky k ovládaným a řízeným osobám						
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem						
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení						
Dlouhodobé přijaté zálohy						
Vydané dluhopisy						
Dlouhodobé směnky k úhradě						
Dohadné účty pasivní						
Jiné závazky						
Odložený daňový závazek						
KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	**27 582**	**51 928**	**41 785**	**24 018**	**82 206**	**56 218**
Závazky z obchodních vztahů	4 314	9 382	14 012	19 963	11 381	28 457
Závazky k ovládaným a řízeným osobám						
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem						
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení						
Závazky k zaměstnancům	745	7 535	1 720	1 108	2 047	1 405
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	681	632	1 109	670	1 252	815
Stát - daňové závazky a dotace	957	1 290	6 250	1 125	2 737	10 062
Krátkodobé přijaté zálohy	20 875	33 089	18 694	1 137	64 638	15 307
Vydané dluhopisy						
Dohadné účty pasivní	10				140	160
Jiné závazky				15	11	12
BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)						
Bankovní úvěry dlouhodobé						
Krátkodobé bankovní úvěry						
Krátkodobé finanční výpomoci						
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	**14**	**1 070**	**387**	**99**	**157**	**446**
Výdaje příštích období	14	581	387	99	157	446
Výnosy příštích období		489				

Výkaz zisku a ztráty

ř.	Ozn.	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
01	I.	Tržby za prodej zboží						
02	A.	Náklady vynaložené na prodané zboží						
03	**+**	**Obchodní marže (řádek 1 - 2)**						
04	II.	Výkony (řádek 5až 7)	61 305	91 396	159 719	128 352	116 508	219 153
05	II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	73 180	78 898	168 801	122 271	126 765	220 741
06	II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-12 041	12 425	-9 082	6 081	-10 281	-1 588
07	II.3.	Aktivace	166	73			24	
08	B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	34 217	55 503	106 497	91 760	56 366	114 195
09	B.	Spotřeba materiálu a energie	23 061	34 461	61 963	55 784	39 441	64 984
10	B.	Služby	11 156	21 042	44 534	35 976	16 925	49 211
11	**+**	**Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)**	**27 088**	**35 893**	**53 222**	**36 592**	**60 142**	**104 958**
12	C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	19 663	32 266	25 149	25 474	28 187	32 980
13	C.	Mzdové náklady	14 378	26 520	18 395	18 682	20 666	24 234
14	C.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva						
15	C.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	4 832	5 261	6 117	6 229	6 940	8 746
16	C.	Sociální náklady	453	485	637	563	581	
17	D.	Daně a poplatky	57	57	78	228	186	84
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 222	1 047	1 263	1 463	1 076	1 329
19	III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	201	194	71	166	76	170
20	III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	151	148	44	110		94
21	III. 2	Tržby z prodeje materiálu	50	46	27	56	76	76
22	F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)				3	10	
23	F.1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku						
24	F.2	Prodaný materiál				3	10	9
25	G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	1 790	-1 692	1 757	-6 680	464	2 019
26	IV.	Ostatní provozní výnosy	2 337	2 172	3 948	2 874	4 643	4
27	H.	Ostatní provozní náklady	203	432	293	7 204	424	682
28	V.	Převod provozních výnosů						
29	I.	Převod provozních nákladů						
30	*****	**Provozní výsledek hospodaření**	**6 691**	**6 149**	**28 701**	**11 940**	**34 514**	**71 205**
31	VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů						
32	J.	Prodané cenné papíry a podíly						
33	VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku					203	
34	VII. 1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
35	VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů					203	
36	VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku						717
37	VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku				214	1 117	
38	K.	Náklady z finančního majetku					104	83
39	IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů						
40	L.	Náklady z přecenění majetkových papírů a derivátů						
41	M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)						
42	X.	Výnosové úroky	509	338	39	3		14
43	N.	Nákladové úroky			7			
44	XI.	Ostatní finanční výnosy	593	954	6 277	559	141	13 369
45	O.	Ostatní finanční náklady	1 335	2 862	2 150	677	1 428	11 303
46	XII.	Převod finančních výnosů						
47	P.	Převod finančních nákladů						
48	*****	**Finanční výsledek hospodaření**	**-233**	**-1 570**	**4 159**	**99**	**-71**	**2 714**
49	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 253	777	6 198	3 448	6 671	13 877
50	Q. 1.	- splatná	1 557	509	6 524	2 251	6 449	14 175
51	Q. 2.	- odložená	-304	268	-326	1 197	222	-298
52	******	**Výsledek hospodaření za běžnou činnost**	**5 205**	**3 802**	**26 662**	**8 591**	**27 772**	**60 042**
53	XIII.	Mimořádné výnosy						
54	R.	Mimořádné náklady						
55	S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti						
56	S.1.	- splatná						
57	S.2.	- odložená						
58	*****	**Mimořádný výsledek hospodaření**						
59	W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)						
60	*******	**EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)**	**5 205**	**3 802**	**26 662**	**8 591**	**27 772**	**60 042**
61	*******	**EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)**	**6 458**	**4 579**	**32 860**	**12 039**	**34 443**	**73 919**

Horizontální analýza rozvahy

ř.			ROZVAHA (v tis. Kč)	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	Celkem růst
1			**AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)**	**0,94**	**1,21**	**0,90**	**1,94**	**1,20**	**18,96%**
2	A.		POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
3	**B.**		**DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)**	**1,08**	**1,03**	**1,00**	**2,37**	**1,25**	**27,03%**
4	**B.I.**		**DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)**	**20,34**	**1,11**	**0,72**	**1,32**	**0,85**	**78,62%**
5	B.I.	1.	Zřizovací výdaje	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
6	B.I.	2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
7	B.I.	3.	Software	20,34	0,87	0,92	1,32	0,85	78,62%
8	B.I.	4.	Ocenitelná práva	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
9	B.I.	5.	Goodwill	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
10	B.I.	6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
11	B.I.	7.	Nedokočený dlouhodobý nehmotný majetek	nelze	nelze	0,00	nelze	nelze	
12	B.I.	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
13	**B.II.**		**DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)**	**1,03**	**1,03**	**1,02**	**1,09**	**1,02**	**3,75%**
14	B.II.	1.	Pozemky	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
15	B.II.	2.	Stavby	0,97	1,01	0,98	0,99	0,98	-1,42%
16	B.II.	3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1,54	1,16	1,22	1,51	1,11	29,52%
17	B.II.	4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
18	B.II.	5.	Základní stádo a tažná zvířata	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
19	B.II.	6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
20	B.II.	7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	nelze	nelze	nelze	0,81	2,09	
21	B.II.	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
22	B.II.	9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
23	**B.III.**		**DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)**	**0,35**	**0,00**	**nelze**	**nelze**	**1,46**	**315,78%**
24	B.III.	1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	nelze	nelze	nelze	nelze	0,00	
25	B.III.	2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
26	B.III.	3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,35	0,00	nelze	nelze	nelze	315,78%
27	B.III.	4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
28	B.III.	5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
29	B.III.	6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
30	B.III.	7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
31	**C.**		**OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)**	**0,91**	**1,24**	**0,89**	**1,84**	**1,19**	**17,01%**
32	**C.I.**		**ZÁSOBY (ř. 33 až 38)**	**2,00**	**0,59**	**1,42**	**0,51**	**1,17**	**0,23%**
33	C.I.	1.	Materiál	1,01	0,55	1,31	1,24	1,24	2,21%
34	C.I.	2.	Nedokončená výroba a polotovary	2,20	0,60	1,43	0,46	1,16	-0,19%
35	C.I.	3.	Výrobky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
36	C.I.	4.	Zvířata	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
37	C.I.	5.	Zboží	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
38	C.I.	6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
39	**C.II.**		**DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)**	**0,62**	**1,20**	**0,39**	**0,71**	**1,54**	**-20,40%**
40	C.II.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0,00	nelze	nelze	nelze	nelze	-100,00%
41	C.II.	2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
42	C.II.	3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
43	C.II.	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
44	C.II.	5.	Dohadné účty aktivní	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
45	C.II.	6.	Jiné pohledávky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
46	C.II.	7.	Odložená daňová pohledávka	0,86	1,20	0,39	0,71	1,54	-15,00%
47	**C.III.**		**KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)**	**0,36**	**4,75**	**0,61**	**0,58**	**0,47**	**-22,50%**
48	C.III.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0,93	6,59	0,44	0,81	0,33	-6,16%
49	C.III.	2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,00	nelze	nelze	nelze	nelze	-100,00%
50	C.III.	3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
51	C.III.	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
52	C.III.	5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
53	C.III.	6.	Stát - daňové pohledávky	15,01	0,67	1,36	0,00	nelze	61,93%
54	C.III.	7.	Ostatní poskytnuté zálohy	29,91	0,08	102,03	0,03	4,33	96,02%
55	C.III.	8.	Dohadné účty aktivní	0,00	nelze	nelze	nelze	nelze	-100,00%
56	C.III.	9.	Jiné pohledávky	2,51	0,59	0,64	0,68	0,80	-12,50%
57	**C.IV.**		**KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)**	**1,13**	**0,35**	**1,73**	**6,00**	**1,33**	**40,67%**
58	C.IV.	1.	Peníze	1,26	2,33	1,21	0,63	0,23	-12,71%
59	C.IV.	2.	Účty v bankách	3,58	0,33	0,41	20,30	1,14	62,73%
60	C.IV.	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	nelze	nelze	nelze	1,99	1,92	
61	C.IV.	4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0,00	nelze	nelze	nelze	nelze	-100,00%
62	**D.I.**		**ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)**	**0,18**	**9,25**	**0,28**	**1,64**	**0,30**	**-25,37%**
63	D.I.	1.	Náklady příštích období	0,23	6,15	0,37	2,25	0,30	-18,64%
64	D.I.	2.	Komplexní náklady příštích období	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
65	D.I.	3.	Příjmy příštích období	0,08	25,44	0,17	0,00	nelze	-100,00%

66			PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	0,94	1,21	0,90	1,94	1,20	18,96%
67	A.		VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	0,49	1,94	1,16	1,44	1,65	21,25%
68	A.I.		ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
69	A.I.	1.	Základní kapitál	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
70	A.I.	2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
71	A.I.	3.	Změny základního kapitálu	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
72	A.II.		KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	nelze	1,53	1,00	0,19	-30,80	
73	A.II.	1.	Emisní ážio	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
74	A.II.	2.	Ostatní kapitálové fondy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
75	A.II.	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	nelze	1,53	1,00	0,19	-30,80	
76	A.II.	4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
77	A.III.		REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	1,00	1,00	1,00	0,00	nelze	-100,00%
78	A.III.	1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1,00	1,00	1,00	0,00	nelze	-100,00%
79	A.III.	2.	Statutární a ostatní fondy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
80	A.IV.		VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	0,46	1,16	1,98	1,16	1,43	11,83%
81	A.IV.	1.	Nerozdělený zisk minulých let	0,46	1,16	1,98	1,16	1,43	11,83%
82	A.IV.	2.	Neuhrazená ztráta minulých let	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
83	A.V.		VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+- (ř. 60 VZZ)	0,73	7,01	0,32	3,23	2,16	63,08%
84	B.		CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	1,71	0,84	0,60	3,12	0,72	14,11%
85	B.I.		REZERVY (ř. 86 až 89)	0,54	1,62	0,91	0,91	1,68	4,24%
86	B.I.	1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
87	B.I.	2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
88	B.I.	3.	Rezerva na daň z příjmů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
89	B.I.	4.	Ostatní rezervy	0,54	1,62	0,91	0,91	1,68	4,24%
90	B.II.		DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
91	B.II.	1.	Závazky z obchodních vztahů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
92	B.II.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
93	B.II.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
94	B.II.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
95	B.II.	5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
96	B.II.	6.	Vydané dluhopisy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
97	B.II.	7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
98	B.II.	8.	Dohadné účty pasivní	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
99	B.II.	9.	Jiné závazky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
100	B.II.	10.	Odložený daňový závazek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
101	B.III.		KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	1,88	0,80	0,57	3,42	0,68	15,31%
102	B.III.	1.	Závazky z obchodních vztahů	2,17	1,49	1,42	0,57	2,50	45,84%
103	B.III.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
104	B.III.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
105	B.III.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
106	B.III.	5.	Závazky k zaměstnancům	10,11	0,23	0,64	1,85	0,69	13,53%
107	B.III.	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,93	1,75	0,60	1,87	0,65	3,66%
108	B.III.	7.	Stát - daňové závazky a dotace	1,35	4,84	0,18	2,43	3,68	60,09%
109	B.III.	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	1,59	0,56	0,06	56,85	0,24	-6,02%
110	B.III.	9.	Vydané dluhopisy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
111	B.III.	10.	Dohadné účty pasivní	0,00	nelze	nelze	nelze	1,14	74,11%
112	B.III.	11.	Jiné závazky	nelze	nelze	nelze	0,73	1,09	
113	B.IV.		BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
114	B.IV.	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
115	B.IV.	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
116	B.IV.	3.	Krátkodobé finanční výpomoci	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
117	C.I.		ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	76,43	0,36	0,26	1,59	2,84	99,82%
118	C.I.	1.	Výdaje příštích období	41,50	0,67	0,26	1,59	2,84	99,82%
119	C.I.	2.	Výnosy příštích období	nelze	0,00	nelze	nelze	nelze	

Vertikální analýza rozvahy

ř.			ROZVAHA	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1			**AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**
2	A.		POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3	**B.**		**DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)**	**17,53%**	**20,14%**	**17,26%**	**19,19%**	**23,43%**	**24,34%**
4	**B.I.**		**DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)**	**0,04%**	**0,93%**	**0,85%**	**0,68%**	**0,46%**	**0,33%**
5	B.I.	1.	Zřizovací výdaje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6	B.I.	2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7	B.I.	3.	Software	0,04%	0,93%	0,67%	0,68%	0,46%	0,33%
8	B.I.	4.	Ocenitelná práva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
9	B.I.	5.	Goodwill	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10	B.I.	6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
11	B.I.	7.	Nedokočený dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,18%	0,00%	0,00%	0,00%
12	B.I.	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
13	**B.II.**		**DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)**	**17,46%**	**19,20%**	**16,40%**	**18,51%**	**10,42%**	**8,81%**
14	B.II.	1.	Pozemky	0,27%	0,29%	0,24%	0,27%	0,14%	0,11%
15	B.II.	2.	Stavby	15,47%	16,09%	13,46%	14,56%	7,43%	6,05%
16	B.II.	3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1,72%	2,82%	2,70%	3,66%	2,85%	2,63%
17	B.II.	4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
18	B.II.	5.	Základní stádo a tažná zvířata	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
19	B.II.	6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
20	B.II.	7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,01%	0,02%
21	B.II.	8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
22	B.II.	9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
23	**B.III.**		**DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)**	**0,03%**	**0,01%**	**0,00%**	**0,00%**	**12,55%**	**15,21%**
24	B.III.	1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	12,55%	0,00%
25	B.III.	2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
26	B.III.	3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	15,21%
27	B.III.	4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
28	B.III.	5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
29	B.III.	6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
30	B.III.	7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
31	**C.**		**OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)**	**82,12%**	**79,79%**	**82,23%**	**80,65%**	**76,43%**	**75,62%**
32	**C.I.**		**ZÁSOBY (ř. 33 až 38)**	**13,89%**	**29,72%**	**14,58%**	**22,92%**	**6,05%**	**5,90%**
33	C.I.	1.	Materiál	2,32%	2,49%	1,13%	1,65%	1,05%	1,09%
34	C.I.	2.	Nedokončená výroba a polotovary	11,57%	27,23%	13,44%	21,28%	5,00%	4,81%
35	C.I.	3.	Výrobky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
36	C.I.	4.	Zvířata	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
37	C.I.	5.	Zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
38	C.I.	6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
39	**C.II.**		**DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)**	**2,98%**	**1,97%**	**1,96%**	**0,85%**	**0,31%**	**0,40%**
40	C.II.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0,83%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
41	C.II.	2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
42	C.II.	3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
43	C.II.	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
44	C.II.	5.	Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
45	C.II.	6.	Jiné pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
46	C.II.	7.	Odložená daňová pohledávka	2,14%	1,97%	1,96%	0,85%	0,31%	0,40%
47	**C.III.**		**KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)**	**37,16%**	**14,16%**	**55,76%**	**37,81%**	**11,22%**	**4,36%**
48	C.III.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	9,92%	9,88%	53,99%	26,43%	11,08%	3,03%
49	C.III.	2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	26,97%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
50	C.III.	3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
51	C.III.	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
52	C.III.	5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
53	C.III.	6.	Stát - daňové pohledávky	0,18%	2,95%	1,64%	2,47%	0,00%	0,86%
54	C.III.	7.	Ostatní poskytnuté zálohy	0,04%	1,22%	0,08%	8,86%	0,13%	0,46%
55	C.III.	8.	Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
56	C.III.	9.	Jiné pohledávky	0,04%	0,12%	0,06%	0,04%	0,01%	0,01%
57	**C.IV.**		**KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)**	**28,10%**	**33,94%**	**9,93%**	**19,07%**	**58,85%**	**64,97%**
58	C.IV.	1.	Peníze	0,24%	0,33%	0,63%	0,85%	0,27%	0,05%
59	C.IV.	2.	Účty v bankách	8,79%	33,61%	9,30%	4,24%	44,28%	42,12%
60	C.IV.	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	13,98%	14,29%	22,80%
61	C.IV.	4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	19,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
62	**D.I.**		**ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)**	**0,35%**	**0,07%**	**0,51%**	**0,16%**	**0,14%**	**0,03%**
63	D.I.	1.	Náklady příštích období	0,23%	0,06%	0,29%	0,12%	0,14%	0,03%
64	D.I.	2.	Komplexní náklady příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
65	D.I.	3.	Příjmy příštích období	0,12%	0,01%	0,23%	0,04%	0,00%	0,00%

66			PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
67	A.		VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	64,53%	33,92%	54,59%	69,91%	51,71%	70,99%
68	A.I.		ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	1,12%	1,20%	0,99%	1,10%	0,57%	0,47%
69	A.I.	1.	Základní kapitál	1,12%	1,20%	0,99%	1,10%	0,57%	0,47%
70	A.I.	2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
71	A.I.	3.	Změny základního kapitálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
72	A.II.		KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	0,00%	-0,02%	-0,03%	-0,03%	0,00%	0,07%
73	A.II.	1.	Emisní ážio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
74	A.II.	2.	Ostatní kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
75	A.II.	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,00%	-0,02%	-0,03%	-0,03%	0,00%	0,07%
76	A.II.	4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
77	A.III.		REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	0,11%	0,12%	0,10%	0,11%	0,00%	0,00%
78	A.III.	1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0,11%	0,12%	0,10%	0,11%	0,00%	0,00%
79	A.III.	2.	Statutární a ostatní fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
80	A.IV.		VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	57,46%	28,07%	27,05%	59,28%	35,43%	42,18%
81	A.IV.	1.	Nerozdělený zisk minulých let	57,46%	28,07%	27,05%	59,28%	35,43%	42,18%
82	A.IV.	2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
83	A.V.		VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+- (ř. 60 VZZ)	5,84%	4,55%	26,47%	9,45%	15,72%	28,26%
84	B.		CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	35,46%	64,80%	45,02%	29,98%	48,20%	28,80%
85	B.I.		REZERVY (ř. 86 až 89)	4,53%	2,63%	3,53%	3,57%	1,67%	2,34%
86	B.I.	1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
87	B.I.	2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
88	B.I.	3.	Rezerva na daň z příjmů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
89	B.I.	4.	Ostatní rezervy	4,53%	2,63%	3,53%	3,57%	1,67%	2,34%
90	B.II.		DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
91	B.II.	1.	Závazky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
92	B.II.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
93	B.II.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
94	B.II.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
95	B.II.	5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
96	B.II.	6.	Vydané dluhopisy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
97	B.II.	7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
98	B.II.	8.	Dohadné účty pasivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
99	B.II.	9.	Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
100	B.II.	10.	Odložený daňový závazek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
101	B.III.		KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	30,93%	62,17%	41,49%	26,41%	46,53%	26,46%
102	B.III.	1.	Závazky z obchodních vztahů	4,84%	11,23%	13,91%	21,95%	6,44%	13,40%
103	B.III.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
104	B.III.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
105	B.III.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
106	B.III.	5.	Závazky k zaměstnancům	0,84%	9,02%	1,71%	1,22%	1,16%	0,66%
107	B.III.	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,76%	0,76%	1,10%	0,74%	0,71%	0,38%
108	B.III.	7.	Stát - daňové závazky a dotace	1,07%	1,54%	6,21%	1,24%	1,55%	4,74%
109	B.III.	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	23,41%	39,62%	18,56%	1,25%	36,58%	7,21%
110	B.III.	9.	Vydané dluhopisy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
111	B.III.	10.	Dohadné účty pasivní	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%	0,08%
112	B.III.	11.	Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,01%	0,01%
113	B.IV.		BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
114	B.IV.	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
115	B.IV.	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
116	B.IV.	3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
117	C.I.		ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	0,02%	1,28%	0,38%	0,11%	0,09%	0,21%
118	C.I.	1.	Výdaje příštích období	0,02%	0,70%	0,38%	0,11%	0,09%	0,21%
119	C.I.	2.	Výnosy příštích období	0,00%	0,59%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Horizontální rozvaha výkazu zisku a ztráty

Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	Celkem růst
I.	Tržby za prodej zboží						
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží						
+	**Obchodní marže (řádek 1 - 2)**						
II.	Výkony (řádek 5až 7)	1,49	1,75	0,80	0,91	1,88	29,02%
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1,08	2,14	0,72	1,04	1,74	24,71%
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,03	-0,73	-0,67	-1,69	0,15	
II.3.	Aktivace	0,44	0,00			0,00	-100,00%
B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	1,62	1,92	0,86	0,61	2,03	27,26%
B.	Spotřeba materiálu a energie	1,49	1,80	0,90	0,71	1,65	23,02%
B.	Služby	1,89	2,12	0,81	0,47	2,91	34,56%
+	**Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)**	**1,33**	**1,48**	**0,69**	**1,64**	**1,75**	**31,11%**
C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	1,64	0,78	1,01	1,11	1,17	10,90%
C.	Mzdové náklady	1,84	0,69	1,02	1,11	1,17	11,01%
C.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva						
C.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1,09	1,16	1,02	1,11	1,26	12,60%
C.	Sociální náklady	1,07	1,31	0,88	1,03	0,00	-100,00%
D.	Daně a poplatky	1,00	1,37	2,92	0,82	0,45	8,06%
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,86	1,21	1,16	0,74	1,24	1,69%
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,97	0,37	2,34	0,46	2,24	-3,29%
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,98	0,30	2,50	0,00		-9,04%
III. 2	Tržby z prodeje materiálu	0,92	0,59	2,07	1,36	1,00	8,73%
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)				3,33	0,00	
F.1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku						
F.2	Prodaný materiál				3,33	0,90	
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	-0,95	-1,04	-3,80	-0,07	4,35	2,44%
IV.	Ostatní provozní výnosy	0,93	1,82	0,73	1,62	0,00	-72,03%
H.	Ostatní provozní náklady	2,13	0,68	24,59	0,06	1,61	27,43%
V.	Převod provozních výnosů						
I.	Převod provozních nákladů						
*	**Provozní výsledek hospodaření**	**0,92**	**4,67**	**0,42**	**2,89**	**2,06**	**60,47%**
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů						
J.	Prodané cenné papíry a podíly						
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku					0,00	
VII. 1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů					0,00	
VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku						
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku				5,22	0,00	
K.	Náklady z finančního majetku					0,80	
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů						
L.	Náklady z přecenění majetkových papírů a derivátů						
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)						
X.	Výnosové úroky	0,66	0,12	0,08	0,00		-51,26%
N.	Nákladové úroky			0,00			
XI.	Ostatní finanční výnosy	1,61	6,58	0,09	0,25	94,82	86,47%
O.	Ostatní finanční náklady	2,14	0,75	0,31	2,11	7,92	53,30%
XII.	Převod finančních výnosů						
P.	Převod finančních nákladů						
*	**Finanční výsledek hospodaření**	**6,74**	**-2,65**	**0,02**	**-0,72**	**-38,23**	
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0,62	7,98	0,56	1,93	2,08	61,76%
Q. 1.	- splatná	0,33	12,82	0,35	2,86	2,20	55,54%
Q. 2.	- odložená	-0,88	-1,22	-3,67	0,19	-1,34	
**	**Výsledek hospodaření za běžnou činnost**	**0,73**	**7,01**	**0,32**	**3,23**	**2,16**	**63,08%**
XIII.	Mimořádné výnosy						
R.	Mimořádné náklady						
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti						
S.1.	- splatná						
S.2.	- odložená						
*	**Mimořádný výsledek hospodaření**						
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)						
***	**EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)**	**0,73**	**7,01**	**0,32**	**3,23**	**2,16**	**63,08%**
***	**EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)**	**0,71**	**7,18**	**0,37**	**2,86**	**2,15**	**62,83%**

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
01	I.	Tržby za prodej zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
02	A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
03	**+**	**Obchodní marže (řádek 1 - 2)**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**
04	II.	Výkony (řádek 5až 7)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
05	II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	119,37%	86,33%	105,69%	95,26%	108,80%	100,72%
06	II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-19,64%	13,59%	-5,69%	4,74%	-8,82%	-0,72%
07	II.3.	Aktivace	0,27%	0,08%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%
08	B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	55,81%	60,73%	66,68%	71,49%	48,38%	52,11%
09	B.	Spotřeba materiálu a energie	37,62%	37,71%	38,80%	43,46%	33,85%	29,65%
10	B.	Služby	18,20%	23,02%	27,88%	28,03%	14,53%	22,46%
11	**+**	**Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)**	**44,19%**	**39,27%**	**33,32%**	**28,51%**	**51,62%**	**47,89%**
12	C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	32,07%	35,30%	15,75%	19,85%	24,19%	15,05%
13	C.	Mzdové náklady	23,45%	29,02%	11,52%	14,56%	17,74%	11,06%
14	C.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
15	C.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	7,88%	5,76%	3,83%	4,85%	5,96%	3,99%
16	C.	Sociální náklady	0,74%	0,53%	0,40%	0,44%	0,50%	0,00%
17	D.	Daně a poplatky	0,09%	0,06%	0,05%	0,18%	0,16%	0,04%
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1,99%	1,15%	0,79%	1,14%	0,92%	0,61%
19	III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,33%	0,21%	0,04%	0,13%	0,07%	0,08%
20	III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,25%	0,16%	0,03%	0,09%	0,00%	0,04%
21	III. 2	Tržby z prodeje materiálu	0,08%	0,05%	0,02%	0,04%	0,07%	0,03%
22	F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
23	F.1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
24	F.2	Prodaný materiál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
25	G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	2,92%	-1,85%	1,10%	-5,20%	0,40%	0,92%
26	IV.	Ostatní provozní výnosy	3,81%	2,38%	2,47%	2,24%	3,99%	0,00%
27	H.	Ostatní provozní náklady	0,33%	0,47%	0,18%	5,61%	0,36%	0,31%
28	V.	Převod provozních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
29	I.	Převod provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
30	*****	**Provozní výsledek hospodaření**	**10,91%**	**6,73%**	**17,97%**	**9,30%**	**29,62%**	**32,49%**
31	VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
32	J.	Prodané cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
33	VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,17%	0,00%
34	VII. 1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
35	VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,17%	0,00%
36	VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,33%
37	VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,17%	0,96%	0,00%
38	K.	Náklady z finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	0,04%
39	IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
40	L.	Náklady z přecenění majetkových papírů a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
41	M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
42	X.	Výnosové úroky	0,83%	0,37%	0,02%	0,00%	0,00%	0,01%
43	N.	Nákladové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
44	XI.	Ostatní finanční výnosy	0,97%	1,04%	3,93%	0,44%	0,12%	6,10%
45	O.	Ostatní finanční náklady	2,18%	3,13%	1,35%	0,53%	1,23%	5,16%
46	XII.	Převod finančních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
47	P.	Převod finančních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
48	*****	**Finanční výsledek hospodaření**	**-0,38%**	**-1,72%**	**2,60%**	**0,08%**	**-0,06%**	**1,24%**
49	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2,04%	0,85%	3,88%	2,69%	5,73%	6,33%
50	Q. 1.	- splatná	2,54%	0,56%	4,08%	1,75%	5,54%	6,47%
51	Q. 2.	- odložená	-0,50%	0,29%	-0,20%	0,93%	0,19%	-0,14%
52	******	**Výsledek hospodaření za běžnou činnost**	**8,49%**	**4,16%**	**16,69%**	**6,69%**	**23,84%**	**27,40%**
53	XIII.	Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
54	R.	Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
55	S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
56	S.1.	- splatná	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
57	S.2.	- odložená	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
58	*****	**Mimořádný výsledek hospodaření**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**	**0,00%**
59	W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
60	*******	**EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)**	**8,49%**	**4,16%**	**16,69%**	**6,69%**	**23,84%**	**27,40%**
61	*******	**EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)**	**10,53%**	**5,01%**	**20,57%**	**9,38%**	**29,56%**	**33,73%**

Evidence výpůjček

Prohlášení:
Dávám svolení k půjčování této diplomové práce. Uživatel potvrzuje svým podpisem, že bude tuto práci řádně citovat v seznamu použité literatury.

Jméno a příjmení: Jakub Donát
V Praze dne: 03. 05. 2018 Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis