

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty firmy Mondi Bags Štětí a.s.

Assessment of company value of Mondi Bags Štětí a.s.

STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

VEDOUCÍ PRÁCE

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D.

ZELENKOVÁ

NIKOLA

2018

ZELENKOVÁ, Nikola. *Stanovení hodnoty firmy Mondi Bags Štětí a.s.* Praha: ČVUT 2018.
Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.





**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	<u>Zelenková</u>	Jméno:	<u>Nikola</u>	Osobní číslo:	<u>424299</u>
Fakulta/ústav:	<u>Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)</u>				
Zadávací katedra/ústav:	<u>Oddělení ekonomických studií</u>				
Studijní program:	<u>Řízení rozvojových projektů</u>				
Studijní obor:	<u>Projektové řízení inovací v podniku</u>				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	<u>Stanovení hodnoty firmy Mondi Bags Štětí a.s.</u>		
Název diplomové práce anglicky:	<u>Assessment of Company Value of Mondi Bags Štětí a.s.</u>		
Pokyny pro vypracování:	<p>Cíl práce: Stanovit tržní hodnotu firmy Mondi Bags Štětí a.s. Přínos práce: Přínosem práce je stanovení tržní hodnoty, která bude využita pro benchmarking a budoucí účely. Osnova: 1) Stanovení cílů a důležitosti zadání 2) Teoreticko-metodologická část - Definice hodnoty, Strategická analýza, Finanční analýza, Finanční plán, Metody ocenění, Stanovení diskontní míry 3) Praktická část: 3a) Charakteristika daného podniku, 3b) Strategická analýza, 3c) Finanční analýza, 3d) Finanční plán, 4) Stanovení diskontní míry, 5) Určení hodnoty firmy pomocí výnosové metody, 6) Závěr</p>		
Seznam doporučené literatury:	<p>1) KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1. 2) KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vydání Praha : C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9. 3) MAŘÍK, Miloš a kolektiv. Oceňování podniku. 3. vydání Praha : Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5. 4) SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2. vydání Praha : C. H. Beck, 2006. ISBN 8071793671</p>		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	<u>Ing. Dagmar Čámská, Ph.D. ČVUT v Praze, MÚVS, oddělení ekonomických studií</u>		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:			
Datum zadání diplomové práce:	<u>6. 12. 2017</u>	Termín odevzdání diplomové práce:	<u>4. 5. 2018</u>
Platnost zadání diplomové práce:	<u>30. 9. 2019</u>		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

<u>23. 4. 2018</u>	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupnění 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: 04. 05. 2018

Podpis:

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Dagmar Čámské, Ph.D., za její cenné rady a připomínky při tvorbě této práce. Dále bych poděkovala své rodině a příteli za podporu při studiu.

Abstrakt

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty firmy Mondi Bags Štětí a.s. pro benchmarking a budoucí účely, a to k 27. 4. 2018. Práce je koncipována do dvou částí: teoretické a praktické. Teoretická část práce se zaměřuje na definici základních pojmů jako hodnota, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán a základní metody ocenění. V praktické části je představen oceňovaný podnik, na který je následně aplikována finanční a strategická analýza. Na základě výstupů z analýz je sestaven finanční plán, který je základní kostrou pro ocenění podniku. Výsledná hodnota podniku je stanovena pomocí výnosové metody DCF ve variantě entity.

Klíčová slova

Oceňování podniku, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, výnosové metody, metoda DCF equity.

Abstract

The aim of this diploma thesis is an assessment of company value of Mondi Bags Štětí a.s. for benchmarking and future purposes, as of 27th April 2018. The thesis is composed of two parts: theoretical and practical. The theoretical part focuses on a definition of basic concepts such as value, strategic analysis, financial analysis, financial plan and basic valuation methods. In the practical part, a company subjected to evaluation is presented, on which a financial together with strategic analysis are subsequently applied. Based on the results of the analyses, a financial plan is created, which is the major input of the company's valuation. The resulting value of company is determined by using the DCF yield method in the entity variant.

Key words

Business valuation, value of the company, strategic analysis, financial analysis, financial plan, yielding methods, the DCF equity method.

Obsah

Úvod	5
1 Vymezení problematiky oceňování podniku a hodnoty podniku.....	7
1.1 Problematika oceňování podniku v ČR	7
1.2 Předmět oceňování podniku.....	7
1.3 Hodnota podniku.....	8
1.3.1 Tržní hodnota	8
1.3.2 Subjektivní přístup – Kolínská škola	8
1.3.3 Objektivní přístup – pohled odhadců majetku	9
2 Postup oceňování podniku.....	11
2.1 Strategická analýza	11
2.1.1 Vnější prostředí podniku	12
2.1.2 Vnitřní prostředí podniku	15
2.2 Finanční analýza	15
2.2.1 Základní vstupy do finanční analýzy	16
2.2.2 Absolutní ukazatele	17
2.2.3 Poměrové ukazatele.....	19
2.2.4 Predikční modely	25
2.2.5 Ekonomická přidaná hodnota	26
2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	26
2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	27
2.5 Finanční plán.....	30
2.6 Základní metody ocenění.....	31
2.6.1 Metody majetkového ocenění.....	31
2.6.2 Výnosové metody.....	33
2.6.3 Metody tržního porovnávání	40

2.7	Metody stanovení diskontní míry.....	42
2.7.1	Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC).....	43
2.7.2	Model CAPM.....	43
3	Oceňování podniku.....	46
3.1	Představení firmy Mondi Bags Štětí a.s.....	46
3.1.1	Základní informace o společnosti.....	47
3.1.2	Organizační struktura.....	49
3.2	Strategická analýza.....	50
3.2.1	Analýza makroprostředí.....	50
3.2.2	Analýza mikroprostředí.....	54
3.2.3	Perspektivnost trhu a prognóza tržeb.....	68
3.2.4	Závěr strategické analýzy.....	68
3.3	Finanční analýza.....	69
3.3.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	69
3.3.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	85
3.3.3	Ekonomická přidaná hodnota.....	92
3.3.4	Shrnutí finanční analýzy.....	93
3.4	Finanční plán.....	94
3.4.1	Plán výkazu zisku a ztráty.....	95
3.4.2	Plán rozvahy.....	98
3.4.3	Finanční analýza finančního plánu.....	100
3.4.4	Závěr finančního plánu.....	101
4	Stanovení hodnoty podniku Mondi Bags Štětí a.s.....	103
4.1	Stanovení diskontní míry.....	103
4.2	Metoda DCF entity.....	105
4.3	Metoda založená na ekonomické přidané hodnotě.....	107
4.4	Metoda tržního porovnávání.....	109

4.5	Metoda účetní hodnoty.....	110
4.6	Souhrnné ocenění.....	110
	Závěr.....	113
	Seznam použité literatury	116
	Tištěné zdroje.....	116
	Elektronické zdroje.....	117
	Seznam obrázků	121
	Seznam tabulek	122
	Seznam grafů	124
	Seznam vzorců	125
	Seznam příloh	127

Úvod

Problematika oceňování podniku se v celosvětovém měřítku objevuje již od 19. století. V českém prostředí byl počátek tohoto vývoje ovlivňován především politickými a hospodářskými událostmi, a to světovou hospodářskou krizí, světovými válkami a především nástupem socialistického režimu v 50. letech 20. století. V roce 1989 dochází v České republice k velkému zvratu, který byl způsoben transformací ekonomiky a vlastnických vztahů. V souvislosti s deetatizací dochází k nárůstu významu tržní hodnoty podniku a tím k oživení problematiky oceňování.

V současné době, kdy se situace na trhu mění každou minutu, roste význam problematiky oceňování, a to v důsledku tlaku globální konkurence vedoucí k potřebě transformace podniku, jeho fúzi či akvizici a v neposlední řadě k jeho likvidaci a bankrotu.

Cílem práce bude stanovit pomocí výnosové metody tržní hodnotu společnosti Mondi Bags Štětí a.s. pro benchmarking a budoucí účely, a to k 27. 4. 2018. Práce bude koncipována do dvou částí: teoretické a praktické.

Teoretická část práce se bude zabývat vymezením samotné problematiky oceňování a definováním základních pojmů týkajících se oceňování podniku, jako je hodnota, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán. Dále budou popsány základní metody oceňování.

Na začátku praktické části bude představen oceňovaný podnik Mondi Bags Štětí a.s., na který bude následně aplikována strategická a finanční analýza. Na základě strategické analýzy dojde k vymezení vnitřních a vnějších faktorů, které budou významně ovlivňovat budoucí vývoj oceňované společnosti. Výstupem ze strategické analýzy bude prognóza tržeb podniku pro budoucí období. Finanční analýza povede ke zhodnocení finanční stability a výkonnosti podniku. Na základě výstupů z analýz bude sestaven finanční plán, který je společně s finanční analýzou považován za prvotní krok k ověření předpokladu principu going concern. Výsledná hodnota podniku bude stanovena pomocí výnosové metody DCF ve variantě entity, kde vstupy k jejímu stanovení budou pocházet ze sestaveného finančního plánu pro prognózované období.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Vymezení problematiky oceňování podniku a hodnoty podniku

Cílem této kapitoly je vymezení problematiky oceňování podniku v České republice, stanovení subjektu ocenění a definování samotné hodnoty podniku. Hodnotu podniku lze stanovit pomocí třech základních přístupů. Tyto přístupy budou v jednotlivých podkapitolách podrobně popsány.

1.1 Problematika oceňování podniku v ČR

V České republice se problematika oceňování objevila v kontextu s transformací ekonomiky a vlastnických vztahů. Jak popisuje Kislingerová (2001, s. 1), se změnou ekonomického systému opět ožila potřeba znát tržní hodnotu podniku, především v souvislosti s privatizací podniků. Přes čtyřicet let nebyla potřeba znát jiné podnikové hodnoty než hodnoty účetní. V kontextu s deetatizací docházelo k růstu významu tržní hodnoty podniku.

V současné době se oceňování podniku využívá především s potřebou prodeje a nákupu podniku, či jeho fúzí a akvizicí.

1.2 Předmět oceňování podniku

Subjektem ocenění je podnik samotný a z tohoto důvodu je nutné si jej definovat. Podle nového občanského zákoníku č. 89/2012 Sb., § 502 díl 2 je podnik neboli obchodní závod „*organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti*“. (Zákon č. 89/2012 Sb.)

Oceňování můžeme chápat jako službu, která zákazníkovi přináší užitek. Jeho povaha je závislá na potřebách, přáních a cílech konkrétního zákazníka. Při samotném oceňování dochází k vypracování znaleckého posudku. Ten se liší dle účelu a podnětu, pro který je vypracován. K nejčastějším impulsům vyvolávajícím potřebu ocenění dle Kislingerové (2001, s. 11) a Maříka (1996, s. 9) patří:

- a) koupě a prodej podniku,
- b) zvýšení/snížení základního kapitálu společnosti, a to vstupem či výstupem investora, společníka či akcionáře,
- c) fúze či akvizice společnosti,
- d) restrukturalizace podniku,
- e) poskytování či přijetí úvěru,

- f) sanace a likvidace podniku,
- g) placení daní,
- h) privatizace celého podniku, či jeho části,
- i) stanovení tržní hodnoty pro benchmarking a budoucí rozhodování.

Každý z výše uvedených podnětů vyžaduje různé metody pro oceňování a vede k odlišným výsledkům.

1.3 Hodnota podniku

Podle (CAMPA Capital Management, 2009-2018) je hodnota chápána jako odhad (nikoliv skutečnost) ocenění zboží a služeb v konkrétním čase. Vztahuje se k peněžnímu vztahu mezi službami a zbožím, které lze koupit, a těmi, kdo je prodávají a nakupují, tedy mezi prodávajícími a kupujícími.

Podnik může být oceněn na různých hladinách:

- Hodnota netto – ocenění na úrovni vlastníků podniku – vlastní kapitál
- Hodnota brutto – ocenění podniku jako celku – pro vlastníky a věřitele

Podle Krpaty (2005) dále rozlišujeme tři základní přístupy k oceňování podniku:

1. Tržní hodnota.
2. Subjektivní přístup – Kolínská škola.
3. Objektivní přístup – pohled odhadců majetku.

1.3.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota (market value) je definována jako odhadnutá částka obvykle vyjádřená v penězích, za kterou by se dané aktivum (podnik) směňovalo k určitému datu oceňování mezi kupujícími a prodávajícími. Tržní hodnotu podniku lze vyjádřit v případě, že existuje trh s podniky, kupujícími a prodávajícími a tento trh nám vytváří podmínky pro vznik tržní ceny. Nejčastěji je tržní hodnota výstupem ocenění při uvádění podniku na burzu, nebo při prodeji podniku, kdy neznáme konkrétního kupujícího.

1.3.2 Subjektivní přístup – Kolínská škola

Na subjektivním přístupu staví tzv. Kolínská škola. Ta prezentuje názor, že oceňování má smysl pouze v závislosti na obecných funkcích. Dle Maříka (1996, s. 12) Kolínská škola rozlišuje pět základních funkcí oceňování:

- 1) funkci poradenskou,

- 2) funkci rozhodčí,
- 3) funkci argumentační,
- 4) funkci komunikační,
- 5) funkci daňovou.

1.3.2.1 Funkce poradenská

Poradenskou funkci řadíme mezi nejdůležitější. Jejím cílem je poskytnout kupujícímu informace o maximální ceně, kterou může zaplatit, aniž by na obchodě prodělal, a o minimální ceně, kterou může prodávající přijmout, aniž by byl pro něj prodej nevýhodný.

1.3.2.2 Funkce rozhodčí

Rozhodčí funkce nastává po funkci poradenské. Tato funkce zahrnuje výkon nezávislého oceňovatele, tzv. rozhodčího. Jeho kompetence zahrnují odhadnutí hraniční ceny (cena pro rozhodnutí) a nalezení správné ceny v rámci odhadnutého rozpětí.

1.3.2.3 Funkce argumentační

Argumentační funkce slouží k sestavování argumentů. Ty mají vést ke zlepšení pozice dané strany a slouží jako podklad pro jednání.

1.3.2.4 Funkce daňová

Cílem funkce daňové je poskytnout podklady pro daňové účely.

1.3.2.5 Funkce komunikační

Cílem komunikační funkce je poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností (investoři, banky).

1.3.3 Objektivní přístup – pohled odhadců majetku

Na začátku je nezbytné zdůraznit, že pojem objektivní hodnota neexistuje. V současné době se můžeme dle Kislingerové (2001, s. 11) a Maříka (1996, s. 13) setkat s pojmem objektivizovaná hodnota. Její využití je pokaždé spojeno s účelem ocenění (Předmět oceňování podniku) a časem, ve kterém byl znalecký odhad připraven.

Jedná se o hodnotu, která je postavena na všeobecných faktech a musí dle Maříka (1996, s. 13) splňovat stanovené požadavky:

- udržovat substanci,
- volný zisk,

- metodu ocenění,
- nepotřebný majetek,
- schopnost utváření podniku.

Koncepce objektivizované hodnoty, též nazývána jako koncepce odhadců, se od výše uvedené Kolínské školy výrazně odlišuje. V první fázi bere v potaz jen ty skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. Ve druhé fázi pak přihlíží jen k takovým faktům, které mají významný vliv na ocenění a jsou obecně známé. Do třetí fáze pak lze promítnout ryze subjektivní hlediska, ze kterých Kolínská škola v podstatě vychází.

2 Postup oceňování podniku

Předtím než začneme oceňovat podnik, si nutně musíme definovat základní kroky, které jsou pro samotné ocenění nezbytné, a to vymezení účelu ocenění a hodnoty, která bude výstupem ocenění. Na základě zvoleného účelu a hodnoty je zvolen vhodný způsob práce.

Podle Maříka (1996, s. 14) je vhodné zvolit způsob na základě teoretických znalostí a praktických zkušeností. Ty vycházejí ze strategické a finanční analýzy.

1. Strategická analýza – souhrnné zhodnocení podniku ze strategického hlediska.
2. Finanční analýza – ocenění podniku z finančního hlediska.

Na základě výstupů z finanční a strategické analýzy, volíme mezi dvěma způsoby ocenění:

- a) „Going concern“ a „Stand-alone basis“
 - ocenění podniku samo o sobě,
 - hlavní podmínkou je, že podnik nezmění předmět činnosti a očekává se jeho trvalá existence.
- b) Přístup založený na změně ze strategického hlediska
 - očekává se změna vlastníka či fúze společnosti.

2.1 Strategická analýza

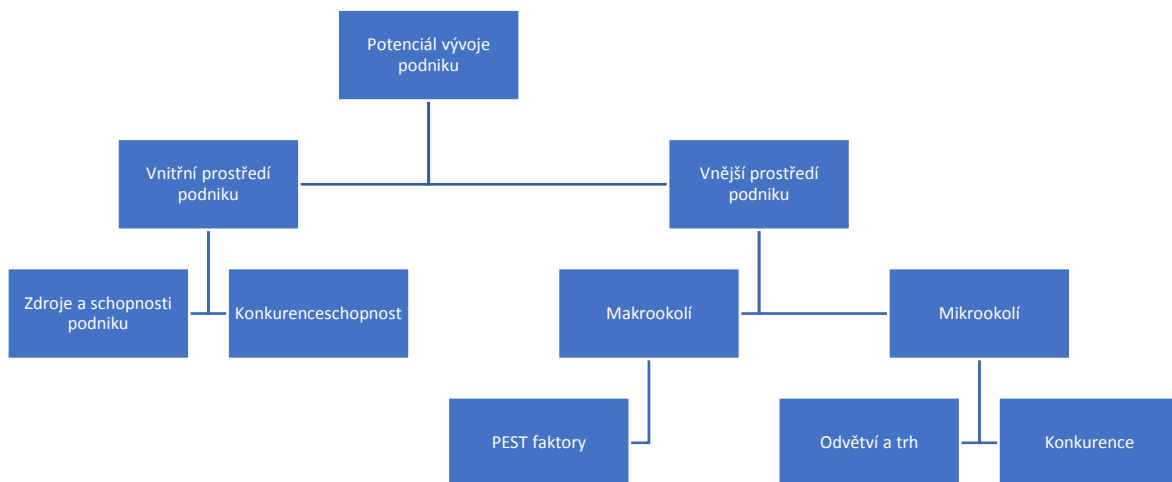
Sedláčková a Buchta (2006, s. 8) zdůrazňují, že strategická analýza patří mezi ústřední fáze oceňovacího procesu, která obsahuje různorodé analytické metody, využívající se pro identifikaci a analýzu okolí podniku a jeho vnitřních schopností a zdrojů. Cílem této analýzy je identifikace a analýza veškerých činitelů, které mohou mít dlouhodobý dopad a vliv na vývoj výnosového potenciálu podniku.

Faktory působící na vývoj podniku můžeme rozdělit na faktory vnějšího a vnitřního prostředí. Faktory vnějšího okolí podnik není schopen zcela ovlivnit, a musí se jim tak zcela přizpůsobit (ekonomické faktory, politické faktory, legislativní faktory, profil a skladba zákaznických segmentů a finanční instituce). Vnitřní faktory okolí může podnik částečně regulovat a následně eliminovat jejich dopad na budoucí vývoj podniku (vztahy vůči dodavatelům a odběratelům, vstup potencionální konkurence, výrobové inovace v podobě

substitučních produktů a atraktivnost odvětví). Podrobný popis analýzy vývojového potenciálu zobrazuje následující schéma.

2.1.1 Vnější prostředí podniku

Vnější prostředí podniku se skládá ze dvou oblastí: makrookolí a mikrookolí. Cílem ana-



Obrázek 1: Analýza vývojového potenciálu

Zdroj: vlastní zpracování autorky

lýzy makrookolí je identifikovat politické, ekonomické, sociální a technologické faktory, které mohou mít zásadní vliv na vývoj podniku a vymezit specifické faktory, které působí na daný trh a atraktivitu odvětví. Analýza mikrookolí cílí na zhodnocení tržního potenciálu a jejím výstupem by měla být prognóza vývoje relevantního trhu.

2.1.1.1 Analýza makroprostředí

Vývoj makroprostředí, zahrnující politické, ekonomické, technologické a sociálně-demografické faktory, má zásadní vliv na vývoj výkonnosti podniku. Z tohoto důvodu se považuje za zcela nezbytné posoudit vývoj podmínek, ve kterých podnik existoval v minulých letech a ve kterých funguje v současném období. Sedláčková, Buchta (2006, s. 16) a Kislingerová (2001, s. 29) zdůrazňují, že vlivy jako míra inflace, politická stabilita, demografický vývoj populace, technologické inovace a exportní a importní omezení mohou výrazně ovlivnit vývoj podniku.

Makroekonomické vlivy nemá možnost podnik aktivně ovlivňovat, může ale na ně do určité míry reagovat.

2.1.1.2 Analýza mikroprostředí

Mikroprostředí podniku je charakterizováno zejména odvětvím, ve kterém podnik působí. Analýza mikroprostředí má mimořádný význam při oceňování podniku. Prostřednictvím této analýzy dochází k vymezení dvou klíčových okruhů problémů: prognóza budoucího vývoje odvětví a identifikace základních charakteristických rysů daného odvětví.

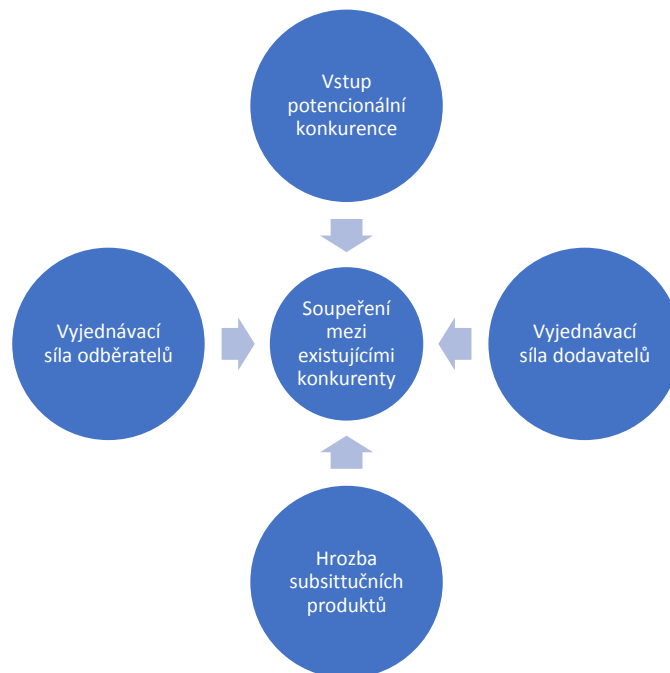
Identifikace základních charakteristických rysů odvětví

Podle definice Kislingerové (2001, s. 32) k základním znakům odvětví patří: „*struktura odvětví, míra regulace ze strany státu a citlivost na výkyvy hospodářského cyklu*“.

Citlivost na změny hospodářského cyklu patří mezi významné znaky odvětví. V souvislosti s hospodářskými cykly rozlišuje Kislingerová (2001, s. 32) odvětví na neutrální, anticyklická a cyklická. Cyklická odvětví reprezentují ta odvětví, která se vyvíjejí stejným směrem jako hospodářský cyklus. Závislost na hospodářském cyklu je dána především charakterem produktu. Typickým příkladem je stavebnictví a automobilový průmysl. Na neutrální odvětví nemá zásadní vliv hospodářský cyklus. Do těchto odvětví řadíme zejména produkty jako kávu, cigarety a alkohol. Posledním typem odvětví je anticyklické. Charakter těchto odvětví mají ta odvětví, která dosahují v obdobích recese prvotřídních výsledků. Jedná se například o hrací automaty či sázkové kanceláře.

Dalším významným znakem charakterizujícím odvětví je podle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 32) způsob vládní regulace, bariéry vstupu na trh (ve vztahu k produktům a službám), například udělování licencí státem (čím vyšší vstupní bariéry, tím vyšší výnosnost podniků v odvětví), nebo regulované ceny (ceny nájmu, energií).

Třetím a zároveň posledním činitelem, který ovlivňuje odvětví, je struktura odvětví. Tu ovlivňuje pět dynamických konkurenčních faktorů definovaných M. Porterem.



Obrázek 2: Struktura odvětví: Porterův model 5 tržních sil

Zdroj: Margretta, 2012, str. 43

Faktory uvedené na obrázku: Struktura odvětví: Porterův model 5 tržních sil mají významný vliv na výnosnost odvětví, neboť působí na výši cen, nákladů a investic.

Prognóza vývoje odvětví

Jak uvádí Kislingerová (2001, s. 37), prognózy vývoje podniku jsou základním kamenem pro aplikaci výnosových metod při oceňování podniku. Prognóza odvětví je odvozena na základě historického vývoje, který se koncentruje zejména na porovnávání minulého vývoje zisků, tržeb a cen akcií. Při odhadování budoucího vývoje je nutné sledovat vývoj inovačních procesů, které mají primární vliv na parametry růstu a aplikaci výnosových modelů.

Při prognóze budoucího vývoje je nezbytné stanovit délku období, na které lze předpovídat budoucí tržby. Prognózy odvětví jsou tvořeny odbornou skupinou osob a výsledky jsou publikovány buď v odborném tisku, nebo na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu.

Výsledná prognóza by měla být vytvořena na základě analýzy specifických a obecných faktorů, které by měly být podpořeny marketingovou studií konkrétního trhu, a měla by

obsahovat informace týkající se předpokládaného vývoje trhu v období, které navazuje na konec předpovědi.

Pokud není možné vytvořit marketingovou studii, je možné si vytvořit prognózu vlastní, a to na základě statistických metod. Dle Maříka (2003, s. 59) rozlišujeme 3 základní metody:

- analýza časových řad a jejich extrapolace,
- jednoduchá a vícenásobná regresní analýza,
- odhad budoucího vývoj na základě porovnání se zahraničím.

2.1.2 Vnitřní prostředí podniku

Jak uvádí Sedláčková a Buchta (2006, s. 74-79) vnitřní prostředí se sestává z podnikových zdrojů, schopností a samotné konkurenceschopnosti. Zdroje a schopnosti jsou analyzovány pomocí analýzy vnitřních zdrojů a schopností. Hlavním záměrem této analýzy je identifikace klíčových zdrojů a schopností, kterými podnik disponuje a následné vymezení konkurenční výhody.

Každý podnikatelský subjekt by měl své zdroje využívat v maximální míře, neboť vazby mezi zdroji mohou přinášet výrazné nákladové úspory a zvyšovat podnikovou konkurenceschopnost. Míru využití zdrojů lze analyzovat pomocí řad přístupů, mezi nejznámější přístupy patří finanční analýza.

2.2 Finanční analýza

Finanční analýza slouží k zhodnocení finančního zdraví podniku. Je nezbytnou součástí oceňovacího procesu a poskytuje nám informace o stavu podniku ke dni ocenění.

Finanční analýza by dle Růčkové (2015, s. 21) měla naplňovat tři primární funkce:

1. Zhodnotit finančního zdraví podniku.
2. Identifikovat silné a slabé stránky a konkurenční výhodu podniku.
3. Vytvořit podklad pro finanční plán.

Pomocí finanční analýzy můžeme posoudit podnikové a finanční riziko, které hraje významnou roli při stanovení diskontní míry. Ta je podstatná pro výpočet tržní hodnoty podniku.

Rozlišujeme dva typy uživatelů finanční analýzy: externí a interní.

a) externí uživatelé

- banky,
- investoři,

- stát a jeho orgány,
- obchodní partneři.

b) interní uživatelé

- zaměstnanci,
- manažeři.

2.2.1 Základní vstupy do finanční analýzy

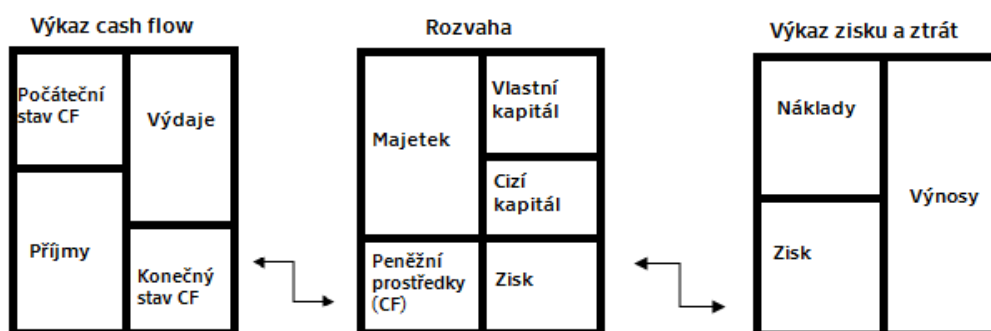
Základními vstupy pro finanční analýzu firmy jsou účetní výkazy, tedy rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow. Cenné informace obsahuje též příloha účetní závěrky a výroční zpráva.

Rozvaha udává přehled o majetku (aktivech) a zdrojích (pasivech) podniku k určitému datu (stavová veličina).

Výkaz zisku a ztráty sděluje, jak byl podnik úspěšný z hlediska využívání majetku a zdrojů, které měl v daném období k dispozici. Udává nám informace o nákladech a výnosech podniku, tedy o hospodářském výsledku.

Výkaz cash flow zachycuje peněžní toky podniku, v tomto případě hovoříme o příjmech a výdajích. Cílem tohoto výkazu je vyobrazení míst vzniku peněžních prostředků a způsobů, jakými byly podnikem využity.

Výše zmiňované účetní výkazy jsou mezi sebou navzájem propojené a jeden bez druhého nemohou existovat. Základní vztahy mezi rozvahou, výkazem zisku a ztrát a výkazem cash flow lze vyjádřit pomocí níže uvedeného schématu.



Obrázek 3: Vztahy mezi rozvahou, výkazem zisku a ztrát a výkazem cash flow

Zdroj: Kislingerová, Oceňování podniku, 2001, str. 62

2.2.2 Absolutní ukazatele

Kislingerová (2001, s. 63) zdůrazňuje, že podstatou finanční analýzy je rozbor účetních výkazů. Absolutní ukazatele nám poskytují informace o velikosti jednotlivých veličin za určité časové období (stavové veličiny) nebo za určitý časový interval (tokové veličiny).

Absolutní ukazatele můžeme analyzovat prostřednictvím horizontální a vertikální analýzy.

2.2.2.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza porovnává změny jednotlivých položek v čase.

Rozbor horizontální analýzy hledá odpovědi na dvě zásadní otázky:

- „O kolik jednotek se změnila příslušná položka v čase?“
- „O kolik procent se změnila příslušná jednotka v čase?“ (Kislingerová a kol., 2010, s. 79)

Horizontální analýza může být zpracována meziročně nebo za několik po sobě jdoucích účetních období.

2.2.2.2 Vertikální analýza

„Vertikální analýza nám vyjadřuje, jak se jednotlivé majetkové části podílely na bilanční sumě.“ (Kislingerová a kol., 2010, s. 88)

Vertikální analýza je zpravidla sestavována na jedno období. Pokud je analýza podnikové struktury realizována za několik po sobě jdoucích období, lze z ní vyčíst pohyby ve struktuře aktiv (majetku) a pasiv (zdrojů).

Vertikální analýzu lze aplikovat i na výkaz zisku a ztrát, což má zásadní význam pro oceňování, neboť struktura nákladů má obrovský vliv na nastavení finančního plánu.

Vertikální analýza nám poskytuje informace o konkrétním dění v podniku a srovnává podnikovou strukturu s obecným standardem.

2.2.2.3 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele se zaměřují na likviditu podniku a slouží k syntéze a řízení finanční situace podniku. Jak uvádí Knápková et. al. (2013, s. 83) mezi nejpodstatnější rozdílové ukazatele patří pracovní kapitál (Working Capital). Ten je významným ukazatelem likvidity podniku a představuje jeden z klíčových pojmů v souvislosti výnosových modelů pro stanovení tržní hodnoty.

Čistý pracovní kapitál

Vzorec 1: Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital = NWC)

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžný majetek} - \text{krátkodobé závazky}$$

- Pokud $NWC < 0$, jedná se o strategii agresivní. Část trvale vázaných oběžných aktiv a dlouhodobého majetku je financována z krátkodobých zdrojů. Tato situace je pro podnik velmi riziková.
- Pokud $NWC > 0$, jedná se o strategii konzervativní. Firma financuje část krátkodobého majetku dlouhodobými zdroji.
- Pokud $NWC = 0$, jedná se o umírněný (neutrální) přístup. Čistý pracovní kapitál je nulový a krátkodobé závazky rovny oběžným aktivům.

2.2.2.4 Bilanční pravidla

Vochozka (2011, s. 21) zdůrazňuje, že bilančními pravidly se rozumí doporučení, kterými by se mělo podnikové vedení řídit, aby docílilo dlouhodobé finanční rovnováhy a stability.

Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo nám říká, že podnik by měl mít časově sladěnou majetkovou a kapitálovou strukturu. Dlouhodobý majetek by měl být financován z dlouhodobých zdrojů (vlastní nebo cizí) a krátkodobý majetek z krátkodobých zdrojů.

Pravidlo vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika sleduje poměr vlastních a cizích zdrojů a říká, že vlastní zdroje by měly přesahovat zdroje cizí. Pokud podnik disponuje s větší mírou vlastního kapitálu, dochází k poklesu působení finanční páky. Poměr vlastního a cizího kapitálu taktéž vypovídá o zadluženosti podniku.

Pari pravidlo

Pari pravidlo říká, že výše vlastního kapitálu by měla být nanejvýš rovna dlouhodobým aktivům, a to jen v případě, pokud podnik nedisponuje dlouhodobých cizím kapitálem. V případě, že podnik disponuje dlouhodobým cizím kapitálem, vlastní kapitál by měl financovat část dlouhodobého majetku. Druhá část dlouhodobého majetku by měla být financována dlouhodobými cizími zdroji. Pokud by toto pravidlo nebylo splněno, nebyl by zde prostor pro využití cizího kapitálu a s ním souvisejícím efektem finanční páky.

Růstové pravidlo

Obecné tvrzení růstového pravidla je takové, že tempo růstu investic by nemělo být vyšší než tempo růstu tržeb. Naprosto logické pravidlo, které podniku sděluje, že si na nové investice musí vydělat stávajícími investicemi.

Toto pravidlo chrání podnik před realizováním několik špatných investic za sebou.

2.2.3 Poměrové ukazatele

Analýza poměrových ukazatelů poskytuje podnikům rychlé informace o jejich finanční situaci. Základním principem ukazatelů je, že dávají do poměru hodnoty z účetních výkazů. Mezi základní poměrové ukazatele patří:

- ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele kapitálového trhu.

2.2.3.1 Ukazatele rentability

Kislingerová a kol. (2010, s. 98) definuje ukazatele rentability (výnosnosti) jako poměr efektu docíleného podnikatelskou činností a vstupem, jež mohou být jak na straně aktiv, tak pasiv.

Tyto ukazatele měří celkovou účinnost řízení firmy, a proto z hlediska finanční analýzy patří mezi nejvýznamnější ukazatele.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Rentabilita vlastního kapitálu patří mezi klíčové ukazatele výnosnosti podniku. Tento ukazatel nám měří podíl čistého zisku na 1 Kč vlastního kapitálu, respektive kolik čistého zisku připadá na 1 Kč vlastního investovaného kapitálu.

Vzorec 2: Rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{EAT \text{ (čistý zisk)}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Rentabilita investované kapitálu (ROCE)

Ukazatel ROCE nám vyjadřuje účinnost podnikového hospodaření s dlouhodobě vloženými zdroji, respektive kolik korun zisku před úroky a zdaněním podnik získal z 1 Kč dlouhodobě investovaného kapitálu.

Vzorec 3: Rentabilita investovaného kapitálu

$$ROCE = \frac{EBIT}{Vlastní kapitál + Rezervy + Dlouhodobé závazky + Dlouhodobé bankovní úvěry}$$

Rentabilita aktiv (ROA)

Základní měřítko rentability, které poměří zisk s celkovými aktivy vloženými do podnikatelské činnosti bez ohledu na to, zda jsou financována prostřednictvím vlastních nebo cizích zdrojů. Ukazatel rentability aktiv lze vypočítat pomocí následujících vzorců:

Vzorec 4: Rentabilita aktiv

$$1) ROA = \frac{EBIT}{Aktiva}$$
$$2) ROA = \frac{EAT}{Aktiva}$$

Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel tržeb, též označován jako zisková marže, vyjadřuje procentuální podíl čistého zisku na tržbách za prodej vlastních výrobků, služeb a zboží. Všeobecně ho můžeme vyjádřit jako podíl zisku v % na 1 Kč tržeb. Výše ukazatele je ovlivněna několika faktory, a to zejména výší nákladů, cen a tržeb.

Vzorec 5: Rentabilita tržeb

$$ROS = \frac{EBIT}{Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb + Tržby z prodeje zboží}$$

2.2.3.2 Ukazatele likvidity

K tomu, aby podnik mohl dlouhodobě působit na trhu, musí být nejen konkurenceschopný, ale i dostatečně likvidní. Likvidita je nezbytným předpokladem pro dlouhodobou existenci podniku a vyjadřuje schopnost podniku splácet své závazky. Respektive za

jak dlouho podnik přemění své prostředky vázané v oběžných aktivech, zásobách a pohledávkách na peníze. Doba, po které jsou peníze vázány v určitých prostředcích, je odvislá od samotné likvidnosti majetku.

Běžná likvidita

Běžná likvidita neboli likvidita III. stupně udává, kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, pokud by přeměnil veškeré své prostředky vázané v oběžných aktivech na hotovost. Doporučená hodnota podléhá zvolené strategii podniku k řízení likvidity. Například dle Kislingerové a kol. (2010, s. 104) se u agresivní strategie doporučuje hodnota nižší než 1,6, ale ne nižší než 1 a u průměrné strategie by se hodnota měla pohybovat v rozmezí 1,6 – 2,5. Zvolená strategie je závislá na preferencích rizika a výnosnosti podniku.

Vzorec 6: Běžná likvidita

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

Pohotová likvidita

Ukazatel pohotové likvidity, též označován jako ukazatel likvidity II. stupně, opomíjí nejméně likvidní část oběžných aktiv, zásoby (nedokončená výroba, materiál a hotové výrobky). Optimální hodnota je též odvislá od zvolené strategie. Knápková a kol. (2013, s. 92) pracuje s obecně platným tvrzením, že optimální hodnota by měla nabývat hodnot v rozmezí 1 – 1,5. Nabývá-li ukazatel hodnoty menší než 1, musí podnik počítat s případným prodejem zásob. V opačném případě, kdy je hodnota ukazatele likvidity větší než 1, bude podnik schopen splácet své závazky bez nutnosti prodeje zásob.

Vzorec 7: Pohotová likvidita

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

Okamžitá likvidita

Likvidita I. stupně vyjadřuje schopnost splácet své krátkodobé závazky v daném okamžiku, a to pomocí všech platebních prostředků, cenných papírů a peněžních prostředků

v hotovostní a bezhotovostní formě. Doporučená hodnota ukazatele se dle Kislingerové a kol. (2010, s. 105) a Knápkové a kol. (2013, s. 92) nachází v rozmezí 0,2 – 0,5.

Vzorec 8: Okamžitá likvidita

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

Tabulka 1: Přehled doporučených hodnot ukazatelů likvidity při dané strategii

Běžná likvidita	Strategie	Pohotová likvidita	Strategie	Okamžitá likvidita	Strategie
1,6 – 2,5	Optimální	0,7 -1,0	Optimální	0,2 – 0,5	Optimální
<2,5	Konzervativní	1,1 – 1,5	Konzervativní		
<1,6 \wedge > 1	Agresivní	0,4 – 0,7	Agresivní		

Zdroj: vlastní zpracování dle Kislingerové, 2010, str. 104–105

2.2.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity slouží k poskytování informací o tom, jak podnik efektivně řídí a využívá svá aktiva. Rozlišujeme dva typy ukazatelů, a to ukazatele počtu obrátů nebo doby obratu. Obecně řečeno tyto ukazatele podnik informují o vázanosti a využití kapitálu v aktivech a ovlivňují výši likvidity podniku.

Obrat aktiv

Obrat aktiv je považován za komplexní a klíčový ukazatel měřící efektivnost využívání veškerých podnikových aktiv. Udává, kolikrát se celková aktiva promění v tržby za určité časové období.

Ukazatel obratu aktiv by měl vykazovat co nejvyšší hodnotu, tedy minimálně dle literatury Manažerské finance (Kislingerová a kol., 2010, s. 108) by měl být roven 1.

Vzorec 9: Obrat aktiv

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}}$$

Obrat dlouhodobého majetku

Obrat dlouhodobého majetku nám měří efektivnost využívání dlouhodobého majetku. Poskytuje nám pohled na podnikové využití majetku ke zvyšování tržeb bez rozšiřování stávající kapacity.

Vzorec 10: Obrat dlouhodobého majetku

$$\text{Obrat dlouhodobého majetku} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

Doba obratu zásob

Ukazatel doby obratu zásob vyjadřuje průměrný počet dní, po kterém jsou zásoby vázány v podniku, respektive jak dlouho jsou zásoby v podniku vázány, než se spotřebují. Doba obratu zásob rovněž ovlivňuje likviditu podniku.

Vzorec 11: Doba obratu zásob

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\frac{\text{Tržby}}{360}}$$

Doba splatnosti pohledávek

Ukazatel doby splatnosti pohledávek měří, jak dlouho je majetek podniku vázán ve formě pohledávek. Jinak řečeno, kolik uplyne dní, než se pohledávky přemění v peníze. Doba splatnosti pohledávek taktéž ovlivňuje likviditu podniku. Čím kratší doba splatnosti pohledávek, tím lépe.

Vzorec 12: Doba splatnosti pohledávek

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\frac{\text{Tržby}}{360}}$$

Doba splatnosti krátkodobých závazků

Doba splatnosti krátkodobých závazků nám měří dobu, po kterou podnik využívá bezplatný obchodní úvěr. Zobrazuje, kolik dní trvá, než podnik uhradí své krátkodobé závazky.

Rovnice 13: Doba splatnosti krátkodobých závazků

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\frac{\text{Tržby}}{360}}$$

2.2.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti charakterizují, jak podnik využívá cizích zdrojů k financování svých aktiv. Obecně platí, že financování pomocí cizích zdrojů je levnější než financování majetku zdroji vlastními. Primární důvod nižší ceny je ten, že věřitel podstupuje nižší riziko než vlastník, a proto je ochoten kapitál poskytnout za nižší cenu. Využití cizích zdrojů k financování majetku spouští mechanismus zvaný efekt finanční páky. Jedná-li se o pozitivní efekt, může docházet k vyvolání zvyšování výnosnosti vlastního kapitálu. To nastane pouze v případě, je-li úroková míra dluhu nižší než výnosnost aktiv. V opačném případě by docházelo k negativnímu efektu. Tedy finanční páka by působila opačným směrem, docházelo by tedy k snižování výnosnosti vlastního kapitálu.

Celková zadluženost

Ukazatel celkové zadluženosti patří mezi základní ukazatele zadluženosti podniku. Doporučená hodnota, na kterou se řada autorů včetně Knápkové a kol. (2013, s. 85) odvolává, se pohybuje kolem 30–60 procent. Vyšší zadluženost představuje vyšší riziko pro věřitele, naopak malá zadluženost může vypovídat o neefektivním finančním řízení podniku.

Vzorec 14: Celková zadluženost

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}}$$

Míra zadluženosti

Míra zadluženosti poměřuje podíl vlastního a cizího kapitálu. Tento ukazatel je především významný pro potencionální věřitele.

Vzorec 15: Míra zadluženosti

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Úrokové krytí

Výše úrokového krytí vypovídá o tom, kolikrát zisk před zdaněním a úroky pokryje úrokové platby. Jak uvádí Kislingerová a kol. (2010, s. 111) doporučená hodnota úrokového krytí je rovna alespoň hodnotě 3. Čím vyšší hodnota ukazatele, tím lepší výchozí situace pro podnik, neboť vysoké úrokové krytí je pro investory známkou vysoké bonity a nízké míry rizika. V případě, že úrokové krytí je rovno hodnotě 1, to znamená, že podnik vyprodukoval zisk, který pokryje úhradu nákladových úroků.

Vzorec 16: Úrokové krytí

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

2.2.4 Predikční modely

Jak zdůrazňuje Kalouda (2009, s. 151) predikční modely, slouží k včasné identifikaci případné finanční tísně podniku, neboť tyto modely vyjadřují současný a zejména budoucí vývoj podniku. Jak Kalouda (2009), tak Kislingerová a kol. (2010, s. 115) pracují s rozdělením predikčních modelů do dvou skupin:

- jednorozměrné modely,
- vícerozměrné modely.

Na rozdíl od jednorozměrných modelů, které pracují s jedním kritériem, vícerozměrné modely pracují s více kritérii, kde zpravidla každému kritériu je přiřazena určitá váha. Nejznámějším vícerozměrným modelem je Altmanova analýza, která je založena na kvantitativních ukazatelích. Mezi další modely patří například Index IN, který je vytvořen na bázi Altmanova modelu, přičemž je vytvořen s ohledem na specifika domácího prostředí České republiky.

2.2.5 Ekonomická přidaná hodnota

Základní myšlenku, že hlavním cílem podniku je maximalizace zisku, o které se kritérium EVA opírá, nalezneme v mikroekonomii. Nejedná se o zisk účetní, nýbrž zisk ekonomický. Základní rozdíl mezi účetním a ekonomickým ziskem je podle Kislingerové a kol. (2010, s. 119) ten, že ekonomický zisk je vyjádřen jako rozdíl mezi výnosy a ekonomickými náklady. Ty zahrnují nejen účetní náklady, ale i náklady obětovaných příležitostí, tzv. oportunitní náklady.

Oportunitní náklady představují peněžní obnos, který byl ušlý tím, že zdroje nebyly využity na nejlepší alternativu. Typickým příkladem jsou úroky z vlastního kapitálu.

Ekonomickou přidanou hodnotu lze vypočítat na základě třech klíčových hodnot:

- NOPAT = hodnota čistého provozního zisku po zdanění. Ta charakterizuje hospodářský výsledek vyprodukovaný v souvislosti s hlavní podnikatelskou činností.
- C = celkový investovaný kapitál, který představuje sumu hodnot finančních zdrojů, které investovali investoři do podniku.
- WACC = průměrné náklady kapitálu.

Vzorec 17: Ekonomická přidaná hodnota

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

Výsledky ukazatele EVA popisují tyto tři základní situace:

1. Pokud $EVA \geq 0$, firma tvoří hodnotu.
2. Pokud $EVA \leq 0$, dochází k poklesu firemní hodnoty.
3. Pokud $EVA = 0$, hodnota podniku je stále stejná. Investovaná hodnota se nezhodnocuje.

2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Každý podnikatelský subjekt je zřízen na základě podnikatelského účelu. K tomu, aby podnik mohl vykonávat činnosti, které směřují k naplnění daného účelu, je nutné, aby vlastnil aktiva v určité velikosti a struktuře, tzv. aktiva provozně potřebná. Ostatní aktiva nesloužící k hlavnímu podnikatelskému záměru označujeme jako aktiva provozně nepotřebná. Jedná se například o krátkodobý finanční majetek, nemovitosti (nesloužící k hlavnímu účelu podnikání), pohledávky (nesouvisející s hlavní podnikatelskou činností), nepotřebné zásoby či nedobytné pohledávky.

Rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná je podle Maříka (2003, s. 103) elementárním principem veškerých metod oceňování podniku a mimo jiné napomáhá podniku identifikovat nevyužívaný majetek, ze kterého plynou jen velmi malé příjmy, nebo žádné.

2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Účelem této kapitoly je vymezení pojmu generátor hodnoty, kdy samotná hodnota je odvislá od schopnosti podniku vytvářet volné peněžní prostředky v budoucím období. Jednotlivé podkapitoly se budou věnovat základním generátorům hodnot, které jsou velmi významné pro budoucí podnikové peněžní toky.

Vymezení pojmu generátor hodnoty

Pojem generátor hodnoty je definován jako „*soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku*“. (Mařík, 2003, s. 109)

Konkrétně rozlišujeme tyto generátory hodnot:

- tržby a jejich růst,
- marže provozního zisku,
- investice do dlouhodobého majetku,
- investice do pracovního kapitálu,
- diskontní míra,
- způsob financování (především velikost cizího kapitálu),
- doba existence podniku, tj. doba, po kterou předpokládáme generování pozitivní výše peněžních toků.

Koncentrace podniku na generátory hodnoty je nezbytná nejenom z hlediska růstu hodnoty podniku, ale i k tvorbě finančního plánu. Například u tvorby hodnoty firmy je nutné se soustředit na ty veličiny, které mají ústřední vliv na její růst. Berme v úvahu ziskovou marži, ta je tvořena nejenom rozdílem výnosových a nákladových položek, ale především z makroekonomického hlediska a postavením firmy na trhu.

2.4.1.1 Tržby

Tržby jsou peněžním vyjádřením prodeje vlastních výrobků, služeb a zboží. Jejich prognóza by měla být odvozena na základě strategické analýzy.

2.4.1.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je definována jako poměr provozního korigovaného hospodářského výsledku před zdaněním a tržeb.

Vzorec 18: Provozní zisková marže

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní hospodářský výsledek před zdaněním}}{\text{Tržby}}$$

Rozlišujeme dva přístupy prognózování provozní ziskové marže, a to prognóza ziskové marže shora a prognóza ziskové marže zdola.

1. Prognóza ziskové marže shora

Prognóza ziskové marže shora je ústředním přístupem ke stanovení budoucí ziskové provozní marže. Tento přístup vychází z minulého vývoje provozní marže, na jejímž základě odhadneme vývoj její budoucí hodnoty, přičemž se nesmí opomenout na analýzu hlavních faktorů, které na marži v minulých obdobích působily. Jedná se zejména o postavení podniku na trhu a o sílu konkurence v daném tržním prostředí. Tyto faktory se významně podílí na výši podnikové marže a na vývoji osobních (mzdových) nákladů. Ty jsou především ovlivněny hospodářským cyklem ekonomiky a jejím mzdovým vývojem v národním hospodářství.

2. Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza ziskové marže zdola je postavena na výstupu z analýz výnosových a nákladových položek. Provozní zisková marže je určena na základě výše uvedeného vzorce Provozní zisková marže.

2.4.1.3 Pracovní kapitál

Na úvod je nutné zdůraznit, že pracovní kapitál jako generátor hodnoty se odlišuje od pracovního kapitálu používaného v rámci finanční analýzy. Na začátku je tedy nutné obecný tvar pracovního kapitálu modifikovat o dva základní kroky.

1. Od oběžných aktiv nebudeme odečítat krátkodobé závazky ve formě krátkodobého cizího kapitálu, ale neúročený cizí kapitál, tj. bez krátkodobých bankovních úvěrů.

Smyslem realizace tohoto principu je odstranění z bilanční sumy takového kapitálu, u kterého nejsme schopni stanovit jeho náklady na kapitál při volbě diskontní míry, která je podstatná pro výpočet výnosových metod.

Modifikovaný výpočet pracovního kapitálu

Krátkodobý finanční majetek

+ *Zásoby*

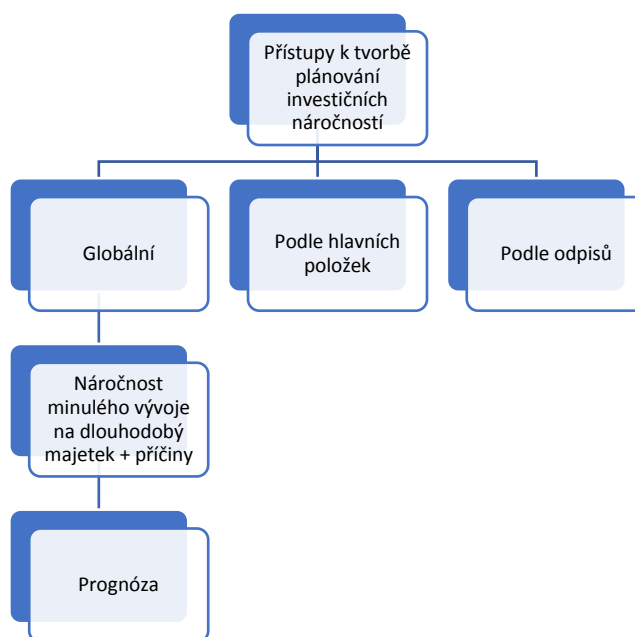
- + *Pohledávky*
- *Neúročené závazky*
- + *Časové rozlišení (aktivní)*
- *Časové rozlišení (pasivní)*
- = *Pracovní kapitál*

Výše uvedené veličiny zahrnujeme do výpočtu jen v provozně nutném rozsahu. Tedy jen do takové výše, která je nutná k plynulému chodu podniku.

2.4.1.4 Investice do dlouhodobého majetku

V posledních letech růst podílu globální konkurence podnítil potřebu podniků více investovat. Investice se tak staly běžnou součástí podniků a napomáhají jim k přežití v dnešním tvrdém konkurenčním prostředí.

Investiční činnost je charakterizována jako nejobtížnější část analýzy generátorů hodnoty, a to z důvodu, že investice do dlouhodobého majetku jsou nejenom vysoce rizikové a mají nestabilní vývoj, ale především mají dlouhodobý dopad na hodnotu podniku.



Obrázek 4: Schéma variant přístupů k tvorbě investičních náročností

Zdroj: Mařík, 2003, str. 121

Rozlišujeme tři varianty přístupů k tvorbě plánů investičních náročností:

1. Globální přístup

Tuto metodu je vhodné použít v případě, kdy investice do dlouhodobého majetku mají do určité míry průběžný charakter. Postup je založen na analýze provozně potřebného majetku ve vztahu k tržbám. Pozorujeme jednotlivé relace mezi přírůstkem provozně potřebného majetku a tržbami minulých období, případně relaci mezi nárůstem provozně potřebného majetku a přírůstkem korigovaného provozního hospodářského výsledku.

Vzorec 19: Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku

$$k_{DMx} = \frac{\Delta \text{provozně potřebného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

Vzorec 20: Koeficient náročnosti růstu zisku na růst investičního majetku

$$k_{DM} = \frac{\Delta \text{provozně potřebného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{korigovaného provozního hospodářského výsledku}}$$

2. Přístup dle hlavních položek

Tento přístup se využívá pro nejbližší období, neboť se vychází z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnujících konkrétní plánované akce a projekty.

3. Přístup založený na odpisech

Tento přístup je založen na předpokladu, že investice pod úrovní odpisů budou většině podniků sotva stačit k jejich dlouhodobé prosperitě a existenci.

Mařík (2003, s. 121) zdůrazňuje, že tato metoda je spíše využívána u podniků, jejichž vývoj a růst je odvislý na investicích do dlouhodobého nehmotného majetku.

2.5 Finanční plán

Sestavení komplexního finančního plánu je nezbytné v případě, že se oceňovatel rozhodne vyčíslit hodnotu podniku pomocí výnosových metod.

Finanční plán je součástí podnikatelského plánu a je složen ze tří hlavních finančních výkazů, které jsou vzájemně propojené:

1. výkaz zisku a ztráty,
2. rozvaha,
3. výkaz peněžních toků.

Při sestavování finančního plánu musí být veškerá rozhodnutí podložena finanční analýzou. Zejména finanční cíle by měly korespondovat s jejími výstupy.

Základním kamenem pro tvorbu finančního plánu je podle Maříka (2003, s. 131) analýza a prognóza generátorů hodnoty a rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, které této analýze předchází. Pomocí analýzy generátorů hodnoty stanovíme stěžejní položky provozu podniku, které budou v budoucnu ovlivňovat jeho hodnotu, tedy tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. Tyto hodnoty tvoří základní kostru finančního plánu. Aby byl finanční plán kompletní, je nutné k jeho zkompletování doplnit informace týkající se: plánu financování (přijímání a splácení úvěrů), doplnění nepotřebných podnikových aktiv, či předpokládané výše podílů na zisku. Naopak podle Fotra (1999, s.40) je základní kostrou při tvorbě finančního plánu agregovaný přístup. Ten je založen na procentuálním podílu dílčích položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty daného období na provozních tržbách (tzv. vertikální analýza). Stanovit velikost tržeb pro prognózované období lze pomocí expertních odhadů na základě znalostí a zkušeností nebo regresní a korelační analýzy pomocí regresního modelu.

2.6 Základní metody ocenění

Před samotným oceněním si podnik musí vymezit účel ocenění, neboť na něm a na výstupech strategické a finanční analýzy leží volba vhodné metody pro stanovení hodnoty podniku. Základní metody rozlišujeme do třech hlavních skupin:

1. metody majetkového ocenění,
2. výnosové metody,
3. metody tržního porovnávání.

2.6.1 Metody majetkového ocenění

Ocenění na základě analýzy majetku vede k zjištění informací o majetkové podstatě podniku, též označované jako substanční hodnota. Principy majetkového ocenění jsou obecně velmi jednoduché a srozumitelné.

Obecně substanční hodnota je definována jako rozdíl souhrnu individuálních oceněných položek majetku a součtu individuálně oceněných závazků. Substanční hodnota by měla zahrnovat veškeré položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a očekává se od nich přínos do hospodářského výsledku. Tyto položky majetku rozdělujeme do 4 základních skupin:

1. Stálá aktiva – hmotný investiční majetek (budovy, stroje), nehmotný investiční majetek (software, ocenitelná práva) a finanční investiční majetek (cenné papíry),

2. Oběžný majetek – zásoby, pohledávky krátkodobého a dlouhodobého charakteru a finanční majetek (ceniny, peníze na bankovní účtu a v pokladně),
3. Pohledávky za upsané vlastní jmění
4. Ostatní aktiva

Majetkové ocenění rozlišujeme podle toho, zda předpokládáme dlouhodobější existenci podniku či nikoliv. V případě trvalé existence podniku se tento princip nazývá going concern, v opačném případě oceňujeme podnik na základě likvidační hodnoty.

2.6.1.1 Majetkové ocenění za předpokladu ukončení podniku

Likvidační hodnota

O likvidační hodnotě hovoříme v případě, že majetek podniku bude zcela nebo zčásti rozprodán. Výpočet likvidační hodnoty je principiálně velmi jednoduchý, složitost ale lze nalézt v odhadu míry přijetí majetku trhem. Likvidační hodnota je složena z příjmů z prodeje majetku a výdajů na vyrovnání dluhů a úhradu nákladů souvisejících s podnikovou likvidací.

2.6.1.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Stanovit hodnotu pomocí majetkového ocenění za předpokladu dlouhodobější existence podniku lze podle Maříka (2003, s. 281) trojím způsobem:

1. ocenění na bázi historických cen,
2. ocenění na bázi reprodukčních cen,
3. ocenění na bázi uspořené nákladů.

Ocenění na bázi historických cen

Tato metoda je založena na účetním přístupu a vychází z principu historických cen. Hledá odpověď na otázku, za jakou cenu byl majetek skutečně pořízen.

Účetní ocenění má pouze doplňkový charakter a slouží k primárnímu informování oceňovatelů.

Ocenění na bázi reprodukčních cen

V rámci tohoto ocenění nalezneme odpověď na otázku, kolik finančních prostředků by investor musel vynaložit k znovuvybudování podniku.

Výstupem tohoto ocenění je zjištění substanční hodnoty brutto a netto. Substanční hodnotu brutto vypočítáme jako rozdíl aktuální reprodukční ceny majetku a jeho opotřebení. Naopak hodnota netto je charakterizovaná hodnota brutto očištěná o dluhy.

Ocenění na bázi uspořené nákladů

Substanční hodnotu na bázi uspořené nákladů definujeme jako: „*kvantitativní vyjádření substitučního efektu existující majetkové podstaty*“. (Mařík, 2003, s. 287)

Klíčový význam má podle Maříka (2003, s. 288) představa investora o vývoji budoucího podnikání, respektive jakým směrem se chce podnik ubírat. Tato představa slouží jako základna pro stanovení potřebných investičních výdajů. Na rozdíl od předchozích metod je substanční hodnota odvozená na principu subjektivního přístupu a definování vazeb k budoucnosti.

2.6.2 Výnosové metody

Výnosové metody patří mezi nejpoužívanější metody při oceňování podniku. Tyto metody vychází z předpokladu, že hodnota podniku je stanovena současnou hodnotou očekávaných výnosů a je rovna této hodnotě. Při aplikaci této metody je nutné brát v úvahu časovou hodnotu peněz, která nám předkládá základní tvrzení, že 1 Kč dnes má větší hodnotu než 1 Kč v budoucnosti. Z tohoto důvodu je nutné převést budoucí hodnotou očekávaných výnosů na hodnotu současnou.

Mezi základní výnosové metody patří:

- metoda diskontovaného čistého cash flow,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- kombinované výnosové metody,
- metoda ekonomické přidané hodnoty.

2.6.2.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Metoda diskontovaného čistého cash flow patří mezi nejvýznamnější výnosové metody, neboť pracuje s diskontovanými peněžními toky. Mařík (2003, s. 144) uvádí, že nejvíce je tato metoda využívána ve Velké Británii a Spojených státech amerických, ale v posledních letech se její využití rozšířilo do ostatních světových zemí.

Pro výpočet diskontovaného čistého cash flow existují tři techniky:

1. metoda DCF entity,
2. metoda DCF equity,
3. metoda DCF APV.

Cílem všech tří metod je vypočítat hodnotu vlastního kapitálu. Jak ve své publikaci uvádí Mařík (2003, s. 171) a Sterly (2011) základním východiskem pro výpočet metody DCF entity je provozní cash flow, které stanovíme následujícím způsobem:

1. + korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním,
2. – upravená daň z příjmů (korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním x daňová sazba),
3. = korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění,
4. + odpisy,
5. + ostatní náklady započtené v provozním hospodářském výsledku (náklady, které nepatří mezi výdaje v běžném období),
6. = předběžný provozní peněžní tok,
7. – investice do modifikovaného pracovního kapitálu,
8. – investice do provozně potřebného dlouhodobého majetku,
9. = volné peněžní toky pro firmu (FCFF),
10. – nákladové úroky snížené o daňový štít,
11. – splátky úročeného cizího kapitálu,
12. + nový úročený cizí kapitál,
13. = volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE).

Metoda DCF entity

Metoda DCF entity je nejvyužívanější z výnosových metod. Výpočet této metody probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku diskontujeme peněžní toky, které byly k dispozici pro vlastníky a věřitele, a tak získáme celkovou hodnotu podniku (H_b – hodnota brutto). V druhém kroku od hodnoty brutto odečteme hodnotu cizího kapitálu k samotnému dni ocenění, a dostaneme tak hodnotu netto, tedy hodnotu „vlastního kapitálu“.

Vzorec 21: Hodnota brutto – výpočet první fáze modelu

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_t)^t}$$

kde:

H_b = hodnota podniku brutto

$FCFF_t$ = volný peněžní tok do firmy

$WACC_i = \text{průměrné vážené náklady na kapitál v roce } i$

$T = \text{počet let první fáze}$

Vzorec 22: Hodnota brutto – dvoufázová kalkulace modelu

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_i)^t} + \frac{PH}{(1 + WACC_i)^T}$$

kde:

$H_b = \text{hodnota podniku brutto}$

$FCFF_t = \text{volný peněžní tok do firmy}$

$WACC_i = \text{průměrné vážené náklady na kapitál v roce } i$

$T = \text{počet let první fáze}$

$PH = \text{pokračující hodnota}$

Ve všech výnosových metodách ocenění většinou předpokládáme tzv. going concern princip, tedy neomezené trvání podniku. Při oceňování podniku to znamená potřebu odhadnout „nekonečnou“, neboli velmi dlouhou délku volných peněžních toků, označující se jako pokračující hodnota. Tu lze stanovit mnoha přístupy, mezi nejrozšířenější techniky patří Gordonův růstový model a model perpetuity.

Gordonův růstový model je nejčastěji využívaná technika v českém prostředí a vypočítá se pomocí níže uvedeného vztahu.

Vzorec 23: Gordonův růstový model

$$PH_T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} = \frac{FCF_T * (1 + g)}{i_k - g}$$

kde:

$PH_T = \text{pokračující hodnota ke konci posledního prognózovaného období,}$

FCF_{T+1} = volné peněžní toky pro následující období,

T = délka první fáze,

g = tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna,

i_k = diskotní míra (kalkukovaná úroková míra).

Metoda DCF equity

Metoda DCF equity vychází výhradně z volných peněžních prostředků, které jsou určeny vlastníkům podniku a jejich diskontováním získáme hodnotu netto, tj. hodnota vlastního kapitálu. Mezi ústřední výhody této metody patří zobrazení vlivu podnikové kapitálové struktury na výpočet volných peněžních prostředků.

U dvoufázové metody stanovíme hodnotu firmy pomocí následujícího vzorce.

Vzorec 24: Hodnota netto-dvoufázová metoda

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{PH}{(1+r_e)^T}$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto,

$FCFE_t$ = volný peněžní tok do vlastního kapitálu,

r_e = náklady na vlastní kapitál při konkrétním zadlužení v roce T = počet let první fáze,

PH = pokračující hodnota.

Výpočet pokračující hodnoty byl uveden u metody DCF entity na straně 35.

Metoda DCF APV

Stejně jako u metody DCF entity Mařík (2003, s. 145) pracuje s obecně platným tvrzením, že stanovení hodnoty se skládá ze dvou částí.

První část stanovuje hodnotu podniku jako celku, tj. hodnotu brutto. Ta se stanoví jako součet výnosové hodnoty nezadlužené části firmy a současné hodnoty daňových úspor,

plynoucí z nákladových úroků (pouze v případě, pokud je společnost financována cizími zdroji). Hodnota podniku netto se stanoví jako rozdíl hodnoty brutto a cizího kapitálu.

2.6.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je značně využívána v německy mluvících zemích a je na bázi metody equity, tedy výnosová hodnota podniku je vypočítána pomocí peněžních toků vlastníků. Výstupem je nejen výnosová hodnota firmy, ale i hodnota vlastního kapitálu. Odborná publikace Metody oceňování podniku od Maříka (2003, s. 222) rozlišuje dvě varianty těchto metod:

- 1) Čistý výnos je stanoven rozdílem příjmů a výdajů (tato varianta je na bázi metody DCF equity).
- 2) Označována jako varianta „praktiků“. Čistý výnos je vymezen převážně modifikovanými hospodářskými výsledky, které vyplývají z upravených výnosů a nákladů.

Podle Maříka (2003, s. 233-234) rozlišujeme dva způsoby výpočtu výnosové metody:

- a) Analytická metoda vychází z prognózy budoucích hospodářských výsledků očištěných o vliv financování.

Vzorec 25: Analytická metoda

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{V}_t \times (1 + i_k)^{-t} + \frac{T\check{V}}{i_k} \times (1 + i_k)^{-T}$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto,

\check{V}_t = odhad čistého výnosu pro rok t prognózy,

T = délka období, pro které jsme schopni vytvořit prognózu čistého výnosu,

$T\check{V}$ = trvalá velikost čistého výnosu ve 2. fázi,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

- b) Paušální metoda – metoda opírající se o předpoklad, že firma bude v budoucnu dosahovat takové výše výnosů jako v minulosti. Tuto metodu je vhodné použít u podniků, u kterých je obtížně odhadnutelný budoucí vývoj.

Vzorec 26: Paušální metoda

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

kde:

$T\check{C}V$ = *travle odnímatelný čistý výnos,*

i_k = *kalkukovaná úroková míra.*

2.6.2.3 Kombinované čisté výnosy

Metoda kombinovaných čistých výnosů je metoda, která v sobě zahrnuje kombinaci metod majetkového a výnosového ocenění. Jak uvádí Mařík (2003, s. 241), mezi tyto metody patří:

- metoda střední hodnoty,
- metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

Metoda střední hodnoty

Hodnota podniku stanovená pomocí Schmalenbachovy metody je definovaná jako aritmetický průměr substanční (S) a výnosové hodnoty (V). Výnosová hodnota a její výpočet je popsán v předchozí subkapitole 2.6.2.2. Substanční hodnota a její stanovení je popsáno na straně 31.

Vzorec 27: Metoda střední hodnoty

$$H = \frac{V + S}{2}$$

Substanční hodnota má však v různých odvětvích odlišný význam, a proto je nezbytné přiřadit stanovené váhy k substančním a výnosovým hodnotám (vážený aritmetický průměr). Upravený vzorec bude vypadat následovně.

Vzorec 28: Modifikovaný vzorec metody střední hodnoty

$$H = \frac{x_1V + x_2S}{x_1 + x_2}$$

Mařík (2003, s. 241) tvrdí, že tuto metodu lze využít pouze v případě, že výnosová a substanční hodnota se od sebe zásadně neliší. V případě velkého rozdílu mezi oběma hodnotami by měl podnik přihlížet k hodnotě výnosové.

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Celková hodnota podniku se skládá ze dvou hodnot, a to z hodnoty „firmy“ (rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou) a hodnoty substance.

Hodnotu vlastního kapitálu při nepřetržitém mimořádném čistém výnosu lze vypočítat pomocí uvedeného vzorce:

Vzorec 29: Hodnota kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k \times S_n}{i_{k2}}$$

kde:

S_n = *substanční hodnota netto*,

$\check{C}V - i_k \times S_n$ = *mimořádný čistý roční výnos*,

$i_k \times S_n$ = *obvyklý čistý roční výnos*,

i_{k2} = *úroková míra*.

Mimořádný čistý výnos představuje pro investory vyšší riziko, na rozdíl od obvyklého ročního výnosu. Vyšší očekávané riziko se promítá do vyšší úrokové míry.

2.6.2.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Koncept ekonomické přidané hodnoty byl podrobně popsán v kapitole 2.2.5.

Vzorec 30: Ekonomická přidaná hodnota

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

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \times NOA_{t-1}$$

kde:

H_n = *hodnota vlastního kapitálu*,

EVA_t = *ekonomická přidaná hodnota v roce t*,

NOA_0 = *čistá operační aktiva k datu ocenění*,

NOA_{t-1} = *čistá operační aktiva k počátku roku t*,

$NOPAT_t = \text{provozní hospodářský výsledek po zdanění v roce } t,$

$T = \text{počet plánovaných let EVA},$

$WACC = \text{průměrné vážené náklady na kapitál},$

$D_0 = \text{hodnota úročených dluhu ke dni ocenění},$

$A_0 = \text{neoperační aktiva ke dni ocenění}.$

2.6.3 Metody tržního porovnávání

Metody založené na otázce, za kolik se určitá věc v daném období prodává. Mařík (2003, s. 267) definuje dvě klíčové situace:

1. Přímé ocenění z dat kapitálového trhu.
2. Ocenění metodou tržního porovnání.

2.6.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Ocenění na základě dat z kapitálového trhu je především využíváno u akciových společností, s jejichž akciemi je běžně obchodováno, tudíž je známa tržní cena akcií.

Samotnou hodnotu ocenění nám vyjadřuje tržní kapitalizace.

Vzorec 31: Tržní kapitalizace

$$\text{Tržní kapitalizace} = \text{aktuální cena akcií} \times \text{počet akcií}$$

Při stanovení hodnoty pomocí tržní kapitalizace je nutné brát v úvahu diferenciaci ceny akcie. Jedná se zejména o délku období, za které je vypočítána průměrná cena akcie a počet prodaných akcií.

2.6.3.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Metody tržního porovnání jsou vhodné jednak pro akciové společnosti, jejichž akcie nejsou běžně obchodovatelné na trhu, ale také pro ostatní formy společností.

Metoda tržního porovnání obecně definuje tržní hodnotu aktiva jako takovou hodnotu, která je odvozena na základě informací o konkrétních cenách a tržních hodnotách analogických aktiv. Aby bylo možno metodu aplikovat, je nutné splnit zásadní podmínku ve formě minimálních rozdílů mezi obdobnými aktivy.

Metodu tržního porovnání lze uplatnit v následujících třech rovinách:

- a) metoda srovnatelných podniků,
- b) metoda srovnatelných transakcí,
- c) ocenění na základě porovnání údajů o podnicích vedených na burzách.

Metoda srovnatelných podniků

Metoda srovnatelných podniků je založena na porovnávání konkrétního podniku s ostatními podniky, které jsou v určitém období již oceněny. Velmi často se jedná o situaci, kdy oceňujeme akciovou společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány na veřejných trzích. Pro srovnání tedy vybíráme podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích.

Předpokladem validního a objektivního ocenění je stanovení souboru srovnatelných podniků. Srovnatelnost by měla zahrnovat následující znaky:

- odvětví,
- právní forma společnosti,
- produkce,
- velikost firmy,
- struktura financování.

Dalším krokem je výběr tzv. násobitelů, tedy parametry, jimiž budeme oceňovanou firmu srovnávat s určenou firmou. Podle Maříka (1996, str. 53) je nejčastějším ukazatelem ukazatel vztahu akcie a zisku připadajícího na jednu akcii, označován jako ukazatel P/E. Hodnota akcie oceňované společnosti se vypočítá jako přímá úměra každého násobitele. Následně se hodnoty akcií pro jednotlivé násobitele zprůměrují váženým průměrem, kde každý násobitel má určenou váhu na základě subjektivního ohodnocení. Na závěr se souhrnný odhad opraví a vynásobí počtem akcií, čímž získáme (po poslední korekci na prémii) hodnotu celé firmy.

Rovnice 32: Ukazatel P/E

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Roční čistý zisk na akcii}}$$

Metoda srovnatelných transakcí

Postup metody srovnatelných transakcí je založen na bázi metody srovnatelných podniků. Hlavní rozdíl spočívá v tom, že násobitelé vycházejí ze skutečně zaplacené ceny za podniky ze souboru srovnatelných podniků. Výhodou je absence přepočtů na akcii, hodnota podniku jako celku je tedy přímo vyjádřena.

2.6.3.3 Ocenění na základě porovnání údajů o podnicích vedených na burze

Metoda založená na základě porovnání údajů o podnicích vedených na burze slouží k odvození hodnoty podniku. Tato metoda je obdobou již zmíněné metody srovnatelných podniků a lze ji použít pouze v případě, jsou-li uváděné v příslušné sféře a prostředí nové firmy na burzu.

2.7 Metody stanovení diskontní míry

Podle Kislingerové (2001, s. 174) je stanovení diskontní míry nezbytným krokem pro aplikaci metod diskontovaného cash flow sloužících k určení hodnoty firmy.

Na základě obecně platného tvrzení je známo, že současná hodnota peněžních prostředků dnes je vyšší než v budoucnu. Z čehož vyplývá, že diskontní míra nám převádí budoucí hodnoty na současné. Hlavním cílem diskontní míry je vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit výši rizika, které je s touto investicí spojené.

Stanovení metody výpočtu diskontní míry závisí na formě budoucího výnosu nebo na zvolené variantě výnosové metody DCF.

Tabulka 2: Stanovení metody diskontní míry

Forma budoucího výnosu	Metody	Stanovení diskontní míry
FCFF	Metoda DCF entity	WACC
EVA	X	WACC
Dividenda	X	re, které určíte například pomocí modelu CAPM
FCFE	Metoda DCF equity	re, které určíte například pomocí modelu CAPM

Zdroj: Kislingerová 2001, str. 174

2.7.1 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Stanovení diskontní míry prostřednictvím WACC se používá u výnosové metody diskontovaného cash flow, přesněji řečeno ve variantě DCF entity.

Vážené náklady na kapitál v sobě zahrnují náklady na cizí kapitál, které jsou očištěny o daňovou povinnost (daňový štít), a náklady na kapitál vlastní. Podle Schoellové (2009, s. 142) představují vážené průměrné náklady na kapitál minimální požadovanou výnosnost v procentech, která zajistí úhradu nákladů na cizí kapitál, ale i požadovanou výnosnost vlastníků. Celková výše vážených nákladů na kapitál je ovlivněna jednak výší nákladů na vlastní a cizí kapitál, ale i strukturou kapitálu, tj. poměr využívaného vlastního a cizího kapitálu k financování podnikových potřeb.

Vzorec 33: Vážené náklady na kapitál

$$WACC = r_d(1 - t) \times \frac{D}{C} + r_e \times \frac{E}{C}$$

kde:

r_d = náklady na cizí kapitál (úroková míra),

r_e = náklady na vlastní kapitál,

t = sazba daně z příjmů,

D = výše cizího kapitálu,

E = výše vlastního kapitálu,

C = výše celkového zpoplatněného investovaného kapitálu.

2.7.2 Model CAPM

Model CAPM, též označován jako model oceňování kapitálových aktiv, je využíván pro potřebu stanovení nákladů na vlastní kapitál.

Vzorec 34: Stanovení nákladů na vlastní kapitál – model CAPM

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

kde:

r_e = náklady na vlastní kapitál,

$r_f =$ bezriziková výnosová míra,

$\beta =$ beta koeficient vyjadřující míru tržního rizika,

$(r_m - r_f) =$ prémie za systematické tržní riziko.

Bezriziková výnosová míra je dána mírou výnosu státních obligací, nebo hodnotami stanovenými Ministerstvem průmyslu a obchodu. Prémie za systematické riziko vychází z dat kapitálového trhu. Nejznámější platformou, kde můžeme nalézt informace týkající se prémie systematického rizika, je platforma profesora Aswatha Damodarana. Ten shromažďuje informace z mezinárodních ratingů jednotlivých zemí dle údajů konkrétní ratingové agentury, např. Standard and Poors, Moodys.

Jak uvádí Kislingerová a kol. (2010, s. 254) koeficient beta, vyjadřuje míru systematického rizika určité společnosti vůči systematickému riziku na trhu. V modelu CAPM se využívá pro výpočet očekávané míry návratnosti a je možno ji odvodit z kapitálové přímky trhu. Podle Schoellové (2009, s. 148) beta koeficient může z teoretického hlediska nabývat nekonečných hodnot, ale většinou má tendenci se přibližovat k hodnotě 1. Beta koeficient může nabývat, ale i hodnot vyšších a nižších než 1. Je-li:

- $\beta > 1$ = vyšší míra systematického rizika, než má trh,
- $\beta < 1$ = nižší míra systematického rizika, než má trh.

Beta koeficient je stanoven pomocí níže uvedeného vzorce:

Rovnice 35: Stanovení koeficientu β

$$\beta = \beta_{unlev} * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E})$$

kde:

$\beta_{unlev} =$ beta unlevered

$t =$ sazba daně z příjmů právnických osob

$D =$ cizí zpoplatněný kapitál

$E =$ vlastní kapitál

PRAKTICKÁ ČÁST

3 Oceňování podniku

Cílem této kapitoly je představení oceňované společnosti Mondi Bags Štětí a.s. a jejímu zhodnocení na základě strategické a finanční analýzy. Tvorba finanční a strategické analýzy je základním východiskem pro stanovení finančního plánu podniku. Ten je významným činitelem pro samotné ocenění podniku.

3.1 Představení firmy Mondi Bags Štětí a.s.

Společnost Mondi Bags Štětí a. s., sídlem ve Štětí, je středně velký výrobní podnik (cca 150 zaměstnanců), zaměřující se na výrobu papírových pytlů a odnosných papírových tašek pro rozsáhlé spektrum zákazníků z různých průmyslových odvětví. Více než 70 % celkové produkce papírových pytlů směřuje do stavebního průmyslu, respektive k výrobcům omítkových směsí a cementu. Naopak papírové tašky nacházejí využití u výrobců steliv pro domácí mazlíčky, dřevěného uhlí a v prodejních řetězcích. Podnik Mondi Bags Štětí a.s. se řadí v rámci České republiky mezi největší producenty papírových pytlů a tašek.

Specifikum podniku nalezneme v tom, že působí na B2B trzích, neboť své výrobky nedistribuuje prostřednictvím maloobchodní sítě a nerealizuje reklamní kampaně.

Mezi hlavní podnikové cíle patří poskytování kvalitních výrobků zákazníkům a nadstandardní péče v oblasti kvalitní logistiky zboží a nadstandardního servisu.

Historie podniku

Historie firmy je datována od roku 1957, kdy započala výroba papírových pytlů v rámci Severočeských papíren Štětí, s.p. V říjnu roku 1996 dochází ke vzniku samostatné společnosti Sepap Sack a.s. a následně, v lednu roku 1997, je společnost přejmenována na AsiDomän Sepap Sack a.s. a novým vlastníkem se stává švédská společnost. O tři roky později, v srpnu roku 2000, je podnik znovu přejmenován, a to na Frantschach Industrial Packaging a.s.

V roce 2004 dochází k opětovnému přejmenování společnosti, a to na Mondi Bags Štětí a.s., z důvodu začlenění podniku do skupiny Mondi. V roce 2007 dochází k fúzi se společností Mondi Flexible Štětí a.s. a zároveň k rozšíření výrobního portfolia o odnosné papírové tašky.

3.1.1 Základní informace o společnosti

Tato kapitola pojednává o základních informacích společnosti, o jejím předmětu podnikání, klasifikaci jejích činností, produktovém portfoliu a organizační struktuře podniku.

Tabulka 3: Základní informace o společnosti

Název společnosti: Mondi Bags Štětí a.s.
Datum zápisu do OR: 1. října 1996
Sídlo: Štětí, Litoměřická 272, PSČ 41108
Právní forma: akciová společnost
Předseda představenstva: Claudio Fedalto
Místopředseda představenstva: Ing. Jindřich Krejčí
Členové představenstva: Ing. Jaromír Perutka, Mag. Bartholomeus Maria Eduard Winthagen, Mag. Roman Billiani
Člen dozorčí rady: Ing. Richard Sedláček Předseda dozorčí rady: Ing. Robert Vávra Místopředseda dozorčí rady: Josef Čermák
Základní kapitál: 191 250 000 Kč
Akcie: 2 500 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 76 500 Kč.

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle webové stránky

Justice.cz, 2012–2015

Hlavním předmětem činnosti podniku je výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona. Dle CZ-NACE se podnik zabývá následujícími činnostmi:

- 17210 - Výroba vlnitého papíru a lepenky, papírových a lepenkových obalů,
- 171 - Výroba buničiny, papíru a lepenky,
- 46761 - Velkoobchod s papírenskými meziprodukty,
- 702 - Poradenství v oblasti řízení,
- 711 - Architektonické a inženýrské činnosti související technické poradenství.

3.1.1.1 Produktové portfolio

K základnímu produktovému portfolio patří pytel ventilový lepený, pytel otevřený lepený, odnosná papírová taška s ušima a odnosná papírová taška bez uší. Základní výrobky jsou rozšířeny o další varianty, které jsou dány především rozměrem výrobku (použitelným objemem či hmotností baleného materiálu). Na tyto varianty se váže potřeba dimenzování obalu, tedy pevnostní charakteristiky, které ovlivňují počet, kvalitu a gramáž vrstev použitého papíru. Obal též pracuje s bariérovými potřebami (vlhkost, mastnota, prašnost), použitím vložené fóliové vrstvy, anebo papíru laminovaném polyetylémem. Další varianty nalezneme ve vrchní vrstvě, která podle požadavků zákazníka je z neběleného či běleného papíru. Poslední základní odlišnost jednotlivých výrobků je v provedení tisku vrchní vrstvy, tato odlišnost je závislá na přáních zákazníka. U velkých odběratelů můžeme zaznamenat až 120 tiskových variant.

Příklady produktového portfolio Mondi Bags Štětí a.s

Obrázek 6: Pytel ventilový lepený



Obrázek 8: Jednovrstvá papírová taška



Obrázek 5: Pytel otevřený lepený



Obrázek 7: Dvouvrstvá papírová taška



Zdroj: Mondi Bags Štětí a.s., 2007

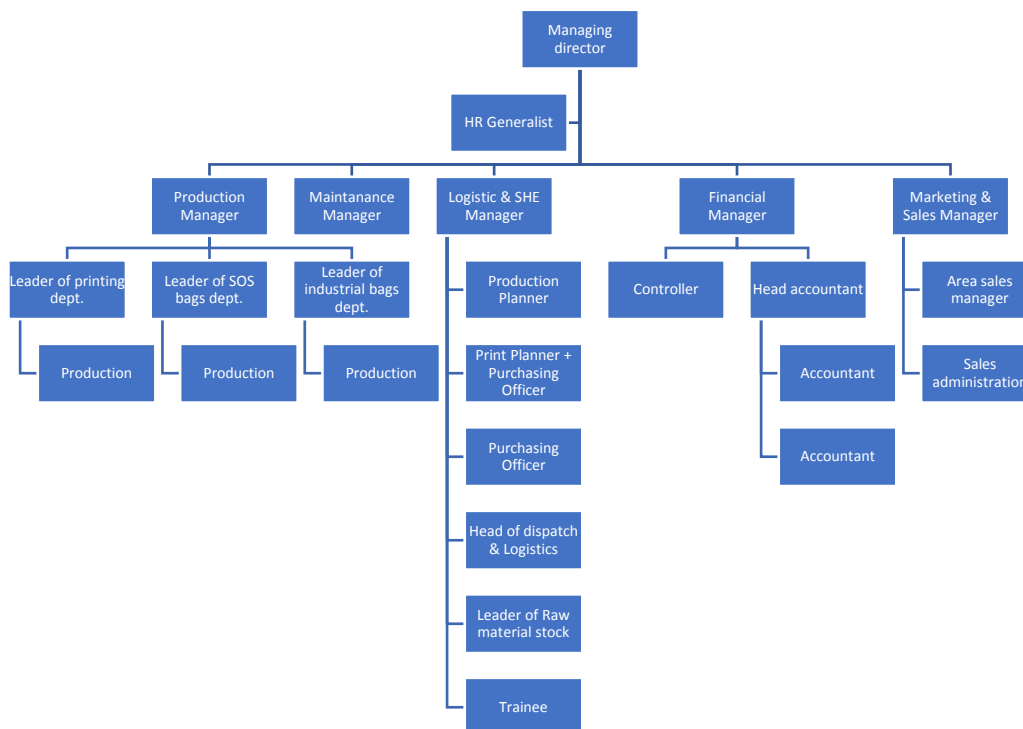
Tabulka 4: Seznam výrobků a jejich použití

Výrobek	Hlavní použití
Pytel ventilový lepený	Stavební průmysl, nerosty, chemické výrobky, osivo, krmiva, potraviny a ostatní odvětví.
Pytel otevřený lepený	Chemické výrobky, osivo, krmiva, potraviny, stavební průmysl, nerosty a ostatní odvětví.
ONE a ONE ^{PLUS}	Stavební průmysl, nerosty a potraviny.
Mini Bag	Stavební průmysl, nerosty, chemické výrobky, osivo, krmiva, potraviny a ostatní odvětví.
Jednovrstvá papírová taška	Nákupní taška, podestýlka pro kočky, dřevěné uhlí a brikety.
Dvouvrstvá papírová taška	Nákupní taška, podestýlka pro kočky, dřevěné uhlí a brikety, krmivo pro domácí zvířata, odpad, osiva, potraviny a stavební hmoty.
Jednovrstvý papírový pytel	Odnosný nákupní pytel, dřevěné uhlí a brikety, potraviny a pytel na odpad.
Dvouvrstvý papírový pytel	Podestýlka pro kočky, dřevěné uhlí a brikety, krmivo pro domácí zvířata, odpad, osiva, potraviny a stavební hmoty.

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle webové stránky Mondi Bags Štětí a.s.

3.1.2 Organizační struktura

Organizační strukturu podniku lze charakterizovat jako funkcionální. Tato struktura je hojně využívána u výrobních podniků a jejím základem je uspořádání, kdy má pracovník mnoho nadřízených pro různé oblasti organizace. Nadřízení pracovníci jsou vybaveni pravomocemi a odpovědností pro danou funkci. Pracovníci jsou rozděleni dle podobnosti úkolů a dovedností. Z níže uvedeného schématu můžeme vidět, že každá oblast má svého manažera a vedoucího. Vedoucí konkrétního útvaru má na starosti jednotlivé podnikové oblasti.



Obrázek 9: Organizační struktura

Zdroj: Mondi Bags Štětí a.s., 2016

3.2 Strategická analýza

Hlavním cílem strategické analýzy je vymezení výnosového potenciálu podniku, který je odvislý od vnitřního a vnějšího potenciálu, se kterým podnik disponuje.

Vnější potenciál lze rozdělit na oblast národního hospodářství, odvětví a trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Analýza vnitřního potenciálu se zabývá nalezením míry schopnosti podniku čelit rizikům plynoucím z vnějšího okolí.

Samotným výstupem strategické analýzy je analýza konkurence, respektive konkurenční postavení podniku.

3.2.1 Analýza makroprostředí

Vývoj podniků ovlivňuje především vývoj makroekonomického prostředí, ve kterém daná společnost provozuje podnikatelskou činnost. Hlavním ukazatelem vývoje ekonomiky v českém prostředí je hrubý domácí produkt (dále jen HDP), jenž měří výkonnost ekonomiky. Pro popis vývoje ekonomiky je zvolen ukazatel reálného HDP, který je očištěn od inflace a signalizuje reálný nárůst fyzického objemu produktu v rámci daného období.

Tabulka 5: Meziroční vývoj HDP v letech 2012 až 2019

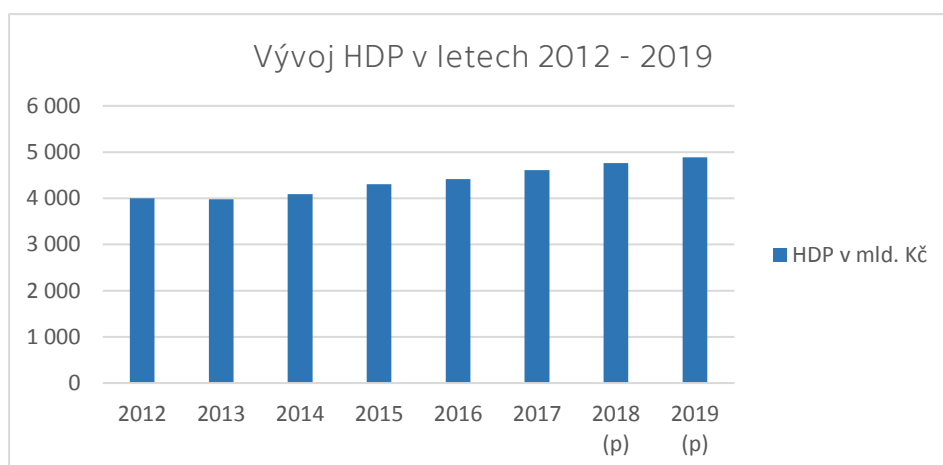
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
HDP v mld. Kč	4 001	3 981	4 089	4 307	4 418	4 608	4 763	4 885
růst HDP v %	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,6	4,3	3,4	2,6

Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky, 2018

Z vývoje HDP je patrné, že ekonomický výkon České republiky v posledních letech roste. Ve 3. čtvrtletí 2017 reálné HDP meziročně vzrostlo o 4,7 %, oproti plánovaným 4,5 %. Tento nárůst byl z velké části ovlivněn růstem průmyslového odvětví, spotřebou domácností, investičními aktivitami firem a bilancí zahraničního obchodu. Rostoucí trend ekonomiky pokračoval i ve 4. čtvrtletí 2017, kdy meziroční hodnota HDP vzrostla o 5,1 %. Zvýšení HDP bylo ovlivněno obdobnými faktory jako ve 3. čtvrtletí 2017, tedy růstem spotřeby domácností, zvýšením domácí poptávky, spotřebou vládních institucí a pozitivním vývojem zahraničního obchodu. Za celé období roku 2017 se meziroční růst HDP zvýšil o 0,2 % oproti plánované hodnotě (4,1 %).

Na základě prognózy se v následujících dvou letech očekává obdobný trend jako v minulých letech, tedy ekonomická aktivita bude i nadále růst. Za celý letošní rok by reálné HDP mohlo vzrůst meziročně o 3,4 %. Růst HDP by měl být především tažen domácí poptávkou, spotřebou domácností, ta bude ovlivněna zvyšujícím se disponibilním důchodem a klesající mírou úspor, spotřebou vládního sektoru, investiční aktivitou vládních institucí a firem. Pro rok 2019 se hodnota růstu HDP odhaduje na 2,6 %. Pozitivní vývoj HDP by mohl být ohrožen z pohledu vývoje domácí ekonomiky nedostatkem kvalifikovaných pracovníků, cen nemovitostí a prudkým růstem úvěrů na bydlení.

Graf 1: Vývoj HDP

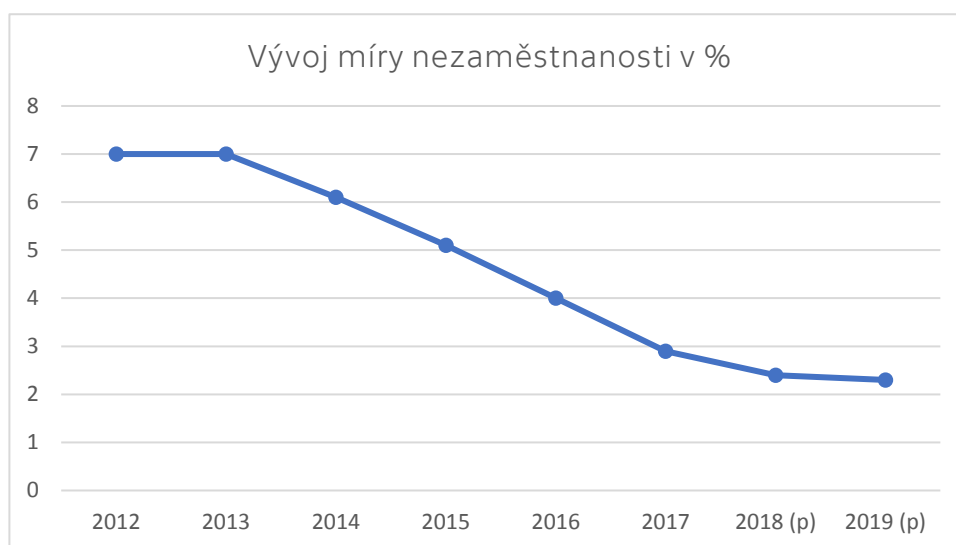


Zdroj: vlastní zpracování autorky dle Makroekonomické predikce České republiky, 2018

Pokud se ekonomika nachází v dobré finanční kondici, to se projevuje růstem spotřeby domácností (domácnosti více spotřebovávají současné příjmy a tvoří méně úspor), většími výdaji domácností na konečnou spotřebu, růstem poptávky, odráží se to na pozitivním vývoji HDP, tedy jeho růstem.

Samotný nárůst spotřeby domácností zvyšuje poptávku po domácí produkci. S růstem produkce firem se zvyšuje poptávka po pracovní síle, která vyvolá pokles nezaměstnanosti. Klesající trend míry nezaměstnanosti zaznamenáváme od roku 2014, kdy v této době došlo k jejímu poklesu ze 7 % na 6,1 %. Tento trend odstartoval nárůst ekonomiky a s tím související přírůstek HDP. V současné době se v České republice míra nezaměstnanosti pohybuje na velmi nízké úrovni (3,7 %) a předpokládá se, že se bude její hodnota nadále snižovat, avšak tempo snižování bude oproti minulým obdobím pozvolnější. Míra nezaměstnanosti by se měla v roce 2018 pohybovat okolo 2,4 %. S ohledem na predikci reálného HDP se očekává, že míra nezaměstnanosti v roce 2019 mírně poklesne, a to na hodnotu 2,3 %.

Graf 2: Vývoj míry nezaměstnanosti



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle Makroekonomické predikce České republiky, 2018

Dalším eminentním ukazatelem využívaným k zhodnocení ekonomické situace je míra inflace.

Tabulka 6: Meziroční vývoj inflace

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
Průměrná míra inflace v %	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,6	2,1

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle Makroekonomické predikce České republiky, 2018

Od roku 2015 se průměrná míra inflace zvyšuje. V roce 2017 průměrná míra inflace dosáhla 2,5 % a dosahovala v rámci sledovaného období druhé nejvyšší hodnoty. Na růst inflace měly podíl nabídkové a poptávkové faktory, tedy nízká míra nezaměstnanosti a zvyšující se počet volných pracovních míst tlačil na prudký nárůst mezd, což se promítlo do jednotkových pracovních nákladů. V rámci analyzované období míra inflace nepřesáhla inflační cíl, který je stanovený Českou národní bankou na výši 2 % s tolerančním pásmem +/- 1 %.

I přesto, že se v letošním roce očekává největší posílení koruny vůči euru od roku 2010, průměrná míra inflace v letošním roce by se měla vyvíjet podobným tempem jako v předchozím období (2,6 %). Naopak v roce 2019 se očekává snížení cenové hladiny o 0,5%, které by mělo být podníceno poklesem ceny nabídkových a poptávkových faktorů.

S inflací je též spojený vývoj dlouhodobých úrokových sazeb.

Tabulka 7: Vývoj dlouhodobých úrokových sazeb

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
Dlouhodobé úrokové sazby v %	2,78	2,11	1,58	0,61	0,43	0,98	1,7	2

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle Makroekonomické predikce České republiky, 2018

Dlouhodobé úrokové sazby se v posledních letech nacházejí na historických minimech. S ohledem na očekávaný vývoj inflace se do budoucna očekává, že dlouhodobé úrokové sazby vzrostou na 1,7 % v roce 2018 a v roce 2019 na 2 %.

Posledním velmi důležitým aspektem ovlivňujícím dění v celém státě a situaci podniku je fiskální politika a její nástroje. Česká republika uplatňuje fiskální politiku, jejímž cílem je podpora ekonomického růstu. Mezi základní nástroje fiskální politiky ovlivňující podnik je oblast daňové politiky. Ta je pro podnik velice příznivá, neboť vládní regulace v oblasti daňové politiky zůstávají od roku 2010 neměnné. Změna sazby daně právnických osob se neočekává ani v nejbližším budoucím období.

Tabulka 8: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
Sazba daně v %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle Makroekonomické predikce České republiky, 2018

3.2.2 Analýza mikroprostředí

V této části bude analyzováno mikroprostředí podniku, které se skládá z vnějšího a vnitřního potenciálu. Analýza vnějšího potenciálu v sobě zahrnuje vymezení trhu, a jeho atraktivitu a Porterův model 5 tržních sil, popisující odvětví a jeho rizika. Analýza vnitřního potenciálu vymezuje oblast managementu, vědy a výzkumu, investic a personálu.

3.2.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Vymezení trhu

Prvotním krokem pro analýzu vnějšího potenciálu je vymezení relevantního trhu. Vymezení na základě klasifikace činností CZ-NACE bylo již popsáno v kapitole 3.1.1.. Mezi hlavní činnosti podniku patří výroba buničiny, papíru a lepenky.

Společnost Mondi Bags Štětí a. s. v podstatě nerealizuje maloobchodní prodej, nýbrž je zavedena u velkoobdobatelů pro průmyslová balení (B2B trh). V roce 2017 měla přes 213 aktivních odběratelů v oblasti průmyslových pytlů a 165 v oblasti prodeje papírových tašek.

Vývoj odvětví

Výroba buničiny, papíru a lepenky patří v České republice k velmi důležitým sekcím zpracovatelského průmyslu, neboť papír jako základní obalový materiál je považován za ekologicky velice šetrný. V současné době k rozvoji tohoto průmyslu nahrává skutečnost celosvětových problémů s likvidací a recyklací plastů. Z výše uvedených důvodů lze právě toto odvětví považovat za konkurenceschopné s perspektivním výhledem do budoucna.

Na následujících grafech popíše vývoj jednotlivých ukazatelů.

Tabulka 9: Vývoj ročních tržeb

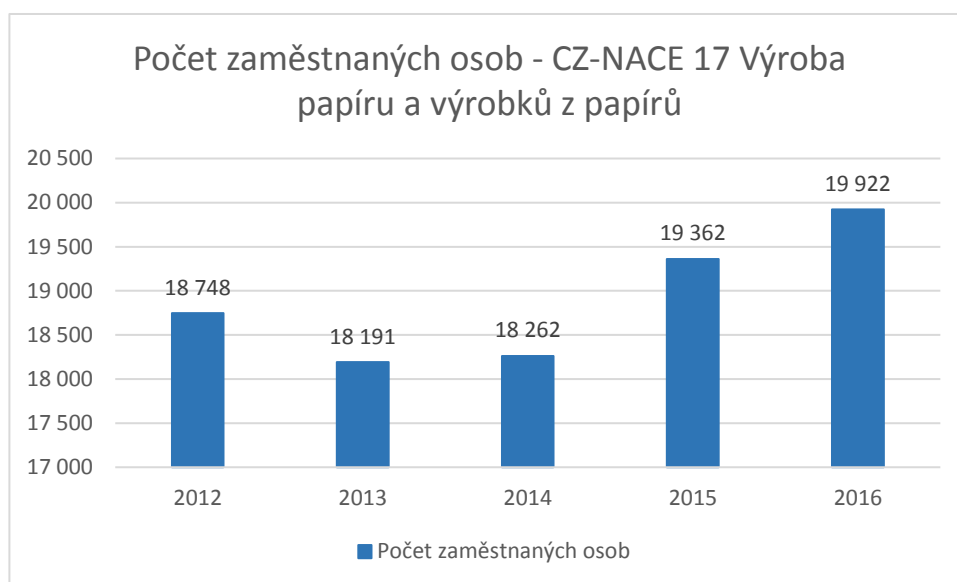
	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby (v mil. Kč)	64 226	65 824	70 895	77 825	79 539
Procentuální růst		2 %	8 %	10 %	2 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě Ministerstva průmyslu a obchodu, 2016

Z tabulky je patrné, že objem tržeb má rostoucí tendenci. V roce 2013 a 2016 se zvýšily tržby o 2 %, naopak v roce 2014 došlo k 8% růstu a v roce 2015 dokonce k 10% nárůstu oproti předchozímu období.

Na základě údajů z historických dat je zřejmé, že počet zaměstnaných osob v oblasti CZ-NACE výroby papíru a výrobků z papírů rok od roku stoupá. Vliv na tuto skutečnost má několik ekonomických aspektů, například zvyšující se poptávka po papírových výrobcích a s tím související se zvyšující objem ročních tržeb nebo vývoj hrubého domácího produktu

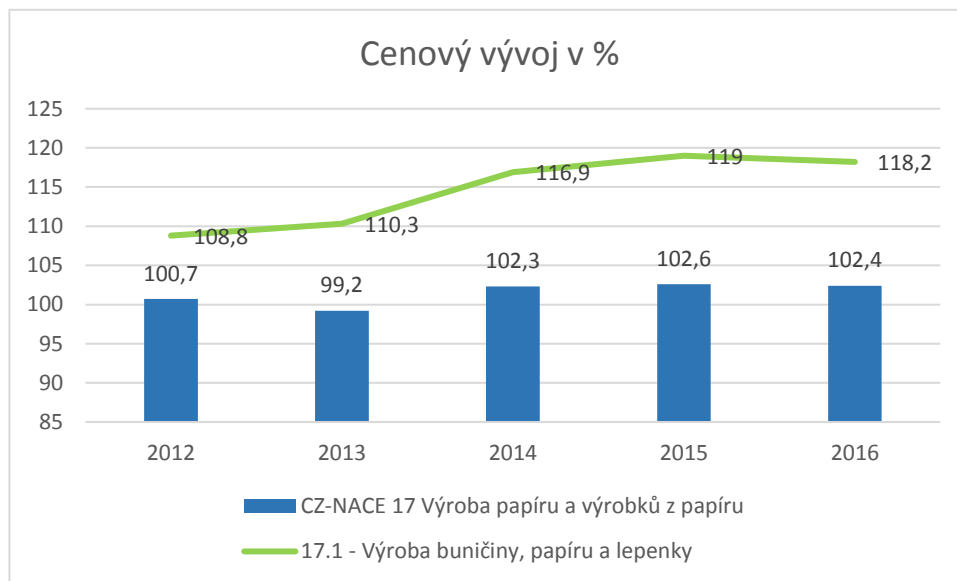
Graf 3: Počet zaměstnaných osob – CZ-NACE 17 Výroba papíru a výrobků z papírů.



Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě Ministerstva průmyslu a obchodu, 2016

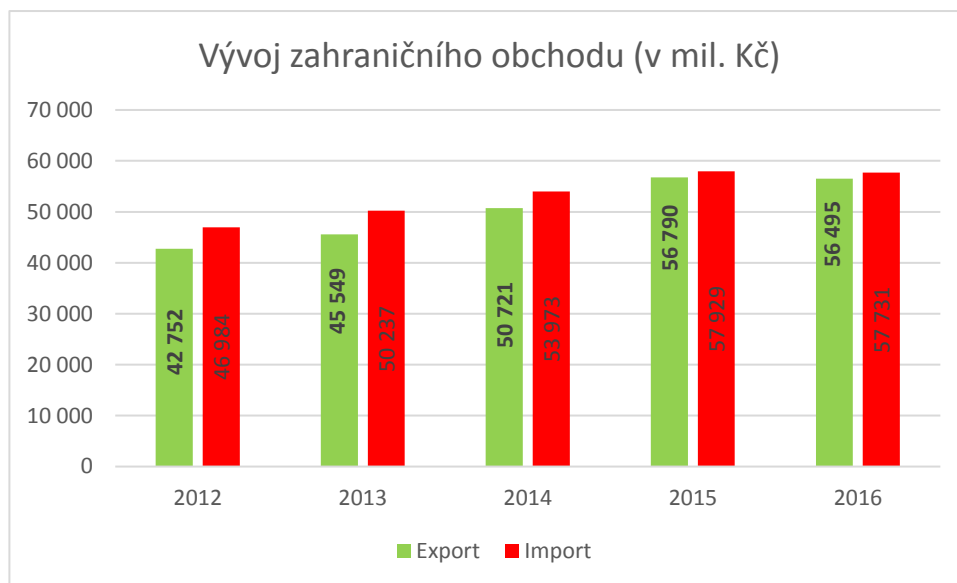
Níže uvedený graf zobrazuje vývoj cenových indexů průmyslových výrobců v období 2012–2016. Z grafu je patrné, že vývoj cenových indexů se v průběhu analyzovaného období vyvíjel odlišným způsobem než skupina 17.1 (Výroba buničiny, papíru a lepenky). Ve skupině výrobků z buničiny, papíru a lepenky se po celé analyzované období cenový index pohyboval nad hodnotou 100 %, především v souvislosti s vysokými cenami základních surovin, převážně buničiny).

Graf 4: Vývoj cen v %



Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě Ministerstva průmyslu a obchodu, 2016

Graf 5: Vývoj zahraničního obchodu



Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě Ministerstva průmyslu a obchodu, 2016

Teritoriální struktura zahraničního obchodu s papírenskými výrobky je z dlouhodobého hlediska stabilní. Dle analýz Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, 2017) se nejvíce exportuje do Německa (21 %), které je zároveň pro Českou republiku nejvýznamnějším obchodním partnerem, Polska (12 %) a na Slovensko (9 %). V dlouhodobém časovém horizontu import převyšuje export, avšak v posledních dvou obdobích se poměr vyvážené a dovážené produkce vyrovnává. Důvodem vysokého importu je například nedostatečné množství základních surovin na výrobu vlnitých lepenek.

Vývoj relevantního trhu

Z důvodů působení firmy Mondi Bags Štětí a.s. jen v jednom regionu Litoměřice – Štětí je nutné přepočítat vývoj relevantního trhu v rámci celé České republiky na trh regionální. Výstup z analýzy relevantního trhu vyobrazuje následující tabulka.

Tabulka 10: Analýza relevantního trhu

Rok	Analýza relevantního trhu				
	Relevantní trh za ČR (v mil. Kč)	Tempo růstu trhu (v %)	Počet obyvatel v ČR (v mil.)	Odhad velikosti relevantního trhu (v mil. Kč)	Tempo růstu trhu (v%)
2012	64 226 000 000	x	10 516 100	6107,40	x
2013	65 824 000 000	2,5 %	10 512 400	6261,56	2,5 %
2014	70 895 000 000	7,7 %	10 538 275	6727,38	7,4 %
2015	77 825 000 000	9,8 %	10 553 843	7374,09	9,6 %
2016	79 539 000 000	2,2 %	10 578 820	7518,70	2,0 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě Ministerstva průmyslu a obchodu 2015–2018 a ČSÚ

Na základě statistik z Ministerstva průmyslu a obchodu byly převzaty údaje o vývoji relevantního trhu (vývoj tržeb) České republiky. Tento vývoj byl následně přepočten na 1 obyvatele České republiky. Odhad velikosti relevantního trhu byl stanoven jako podíl relevantního trhu celé České republiky a jejímu počtu obyvatel. Z tabulky je patrné, že relevantní růst trhu během analyzovaného období rostl obdobným tempem jako relevantní trh České republiky.

Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu bude zhodnocena pomocí Maříkovy (2003, s. 56) tabulky. Atraktivitu trhu výrobků z buničín, papíru a lepenky lze hodnotit jako průměrnou. V analýze tento trh obdržel hodnocení 52 %. Jedná se o menší trh s vyšším potenciaálním růstem a se střední intenzitou konkurence.

Tabulka 11: Hodnocení atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha x Body
		Negativní			Průměr	Pozitivní				
		0	1	2		3	4	5		
Růst trhu	3					x			4	12
Velikost trhu	2			x					2	4
Intenzita konkurence	3			x					2	6
Průměrná rentabilita	2					x			4	8
Bariéry vstupu	1		x						1	1
Možnosti substituce	1						x		5	5
Citlivost na konjunkturu	1				x				3	3
Struktura zákazníků	2					x			4	8
Vlivy prostředí	1				x				3	3
Celkem	16									50
Maximální počet bodů:				96						
Obsazený počet bodů:				50						
Hodnocení:				52 %						

Zdroj: vlastní odhad autorky dle Maříka (2003, s. 56)

Růst trhu

V posledních letech dochází k růstu trhu a příznivý vývoj se očekává i do budoucna, neboť se jedná o odvětví, které je založeno na trvale obnovitelných zdrojích. Dalším faktorem ovlivňujícím potenciální růst trhu je ten, že papír je obecně vnímán jako snadno recyklovatelný, což je z hlediska environmentálního prostředí velice příznivé. Z tohoto důvodu je růst trhu ohodnocen 4 body.

Velikost trhu

Trh s výrobou papíru v České republice nezaujímá velký podíl na celkovém průmyslu, přestože k tomu má obrovské předpoklady. Proto je ohodnocen pouhými 2 body.

Intenzita konkurence

Intenzita konkurence je vysoká, proto je ohodnocena pouhými 2 body. V současné době je na podniky vyvíjen tlak na snižování provozních nákladů a klíčovou roli hraje taktéž spojení investorů a jejich obchodních partnerů.

Průměrná rentabilita

V níže uvedené tabulce lze vidět průměrnou rentabilitu oboru Výroba buničiny, papíru a lepenky (CZ-NACE 17.1), spadajícího do oblasti zpracovatelského průmyslu. Rentabilitu odvětví lze hodnotit jako lehce nadprůměrné s potencionální mírou růstu.

Tabulka 12: Průměrná rentabilita – CZ-NACE 171

Ukazatele rentability	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	18 %	15 %	17 %	19 %	17 %
ROE	29 %	21 %	23 %	27 %	23 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě MPO, 2015–2018

Bariéry vstupu

Největší tržní vstupní bariérou tohoto odvětví jsou vysoké počáteční investiční náklady (např. pozemky, zázemí, kapitál), dostatek kvalifikovaných pracovníků a zajištění smluvních partnerů (dodavatelé, obchodní partneři a odběratelé).

Možnosti substituce

Možnosti substituce v tomto odvětví jsou minimální. Jako substituční materiál lze evidovat plast, který je v posledních letech právě nahrazován papírovými produkty, z důvodu negativního vlivu na životní prostředí a jeho obtížné recyklace.

Citlivost na konjunkturu

Citlivost na konjunkturu je ohodnocena jako průměrná (3 body). Vliv spotřeby papíru na konjunkturu je odvislý od konečného využití produktu. Vyšší citlivost na konjunkturu nacházíme u produktů, které se dále zprostředkovávají např. do stavebnictví, naopak menší citlivost je u produktů zajišťujících zdravotní a sociální standardy obyvatelstva.

Struktura zákazníků

Struktura zákazníků je hodnocena kladně (4 body). Papírové výrobky nacházejí uplatnění ve všech oblastech zpracovatelského průmyslu, v polygrafickém průmyslu, ve stavebnictví, ale i u běžných občanů k zajištění základních sociálních potřeb.

Vlivy prostředí

Trh s výrobou buničiny, papíru a lepenky je zejména ovlivněn technologickým vývojem, se kterým musí podniky neustále držet krok, aby zůstaly nadále konkurenceschopné. Mezi další vlivy patří vývoj ceny importovaných surovin potřebných k výrobě buničiny, politické a legislativní vlivy (ochrana životního prostředí, regulace v oblasti zahraničního obchodu, daňová politika a politická stabilita státu). V současné době jsou bezpečnostní normy natolik rozvinuté, že se do budoucna nepředpokládají vyšší náklady v souvislosti s nově zavedenými normami. Na trh nepůsobí výraznější vlivy prostředí, které by mohly ohrozit stabilitu trhu, proto toto kritérium je ohodnoceno 3 body.

Prognóza vývoje trhu

Prognóza vývoje trhu je společně s vývojem relevantního trhu nedílnou součástí prognózy tržeb společnosti Mondi Bags Štětí a.s. Aby byla prognóza trhu stanovena s co nejvyšší přesností je nutné posoudit vývoj tržeb relevantního trhu s vývojem makroekonomických ukazatelů ČR – HDP a míry inflace. Ke stanovení prognózy relevantního trhu byla využita analýza časových řad a vícenásobná regresní analýza.

Tabulka 13: Prognóza vývoje trhu – Teoretické hodnoty

		Prognóza vývoje trhu						
		Čas (lineární)		HDP		HDP + inflace		
	Pořadí	Rok	mil. Kč	Tempo růstu (v %)	mil. Kč	Tempo růstu (v %)	mil. Kč	Tempo růstu (v %)
Minulost	1	2012	5 988	x	6 142	x	6 239	x
	2	2013	6 399	6,9 %	6 082	-1,0 %	6 298	1,0 %
	3	2014	6 809	6,4 %	6 406	5,3 %	6 677	6,0 %
	4	2015	7 220	6,0 %	7 060	10,2 %	7 321	9,6 %
	5	2016	7 631	5,7 %	7 393	4,7 %	7 621	4,1 %
Prognóza	6	2017	8 042	5,4 %	7 963	7,7 %	8 065	5,8 %
	7	2018	8 453	5,1 %	8 428	5,8 %	8 512	5,5 %
	8	2019	8 863	4,9 %	8 794	4,3 %	8 900	4,6 %
	9	2020	9 274	4,6 %	9 146	4,0 %	9 225	3,6 %
	10	2021	9 685	4,4 %	9 571	4,6 %	9 635	4,4 %
			Průměrný růst trhu 2018-2021	4,8 %	Průměrný růst trhu 2018-2021	5,3 %	Průměrný růst trhu 2018-2021	4,8 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Vývoj relevantního trhu byl analyzován pomocí třech funkcí: lineární závislost na čase, lineární závislost na HDP a závislosti na HDP a inflaci. Funkce byly stanoveny pomocí programu MS Excel. Na základě analýzy časových řad a vícenásobné regresní analýzy projektujeme pro období 2018–2021 průměrné tempo růstu 4,8 % až 5,3 %. Na základě korelačního koeficientu byla stanovena jako nejvhodnější predikce realizovaná pomocí závislosti na HDP a inflaci s hodnotou koeficientu $0,9910$. Z tohoto důvodu se k hodnotám určeným touto predikcí přikláním. Prognóza vývoje trhu byla vypočítána pomocí dosazení hodnot do vygenerovaného vzorce $x = 5264,5069 + 0,0029 \cdot \text{HDP} - 62,2338 \cdot \text{inf}$.

Nyní přejdeme k vytvoření výsledného vývoje relevantního trhu. Hodnoty tempa růstu trhu za minulé období je stanoveno na základě skutečných hodnot (tabulka č. 10). Tempo růstu trhu v budoucím období je stanoveno na základě lineární závislosti na HDP a inflaci (tabulka č. 13). Vývoj tempa růstu trhu v období 2013 až 2021 je prezentován v tabulce č. 14.

Tabulka 14: Vývoj tempa růst trhu

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tempo růstu trhu (v %)	2,5 %	7,4 %	9,6 %	2,0 %	5,8 %	5,5 %	4,6 %	3,6 %	4,4 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Porterův model 5 tržních sil

Společnost Mondi Bags Štětí a.s. je analyzována pomocí Porterova modelu 5 tržních sil. Tento model patří k nejvýznamnějším nástrojům analýzy konkurenčního prostředí, zaměřující se na vymezení rizika konkurenčního prostředí, potencionálních nových konkurentů a substitutů, odběratelů a dodavatelů.

Stávající konkurence na trhu

Mezi hlavní konkurenty podniku Mondi Bags Štětí a.s. patří: Segezha Packaging s.r.o., Stora Enso s.r.o., Fiorini International Czech Republic, s.r.o., a ostatní společnosti s minoritním podílem na trhu.

Segezha Packaging s.r.o.

Segezha Packaging s.r.o. je přední světový výrobce papírových pytlů, dodávající své produkty do oblastí: stavebnictví, zemědělství, potravinářského a chemického průmyslu.

Stora Enso s.r.o.

Společnost Stora Enso sídlem ve Finsku patří celosvětově mezi přední výrobce bio materiálu, dřevěných konstrukcí a papíru, dodávající svou produkci výrobcům obalů, papírů a lepenek, tiskárnám, truhlářským a stavebním firmám. V České republice je Stora Enso zastupována čtyřmi společnostmi (Stora Enso Praha, s.r.o., Stora Enso WP HV s.r.o., Stora Enso Wood Products Planá s.r.o. a Stora Enso Wood Products Ždírec s.r.o. Tržby v jednotlivých společnostech vyobrazuje následující tabulka.

Tabulka 15: Přehled tržeb jednotlivých společností Stora Enso

Název společnosti	2012	2013	2014	2015	2016
Stora Enso Wood Products Planá s.r.o.	2 069 836	2 306 560	2 582 723	2 476 629	2 275 346
Stora Enso Wood Product Ždírec s.r.o.	4 506 588	4 928 998	5 497 280	5 057 068	4 950 300
Stora Enso Praha, s.r.o.	24 409	23 117	21 549	17 047	14 855
Stora Enso WP HV s.r.o.	846 773	1 873 641	1 089 250	1 172 747	1 203 541
Celkem	7 447 606	9 132 316	9 190 802	8 723 491	8 444 042

Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě výročních zpráv podle Justice.cz,

2012-2016

Fiorini International Czech Republic, s.r.o.

Firma Fiorini International Czech Republic, s.r.o., patří mezi přední evropské výrobce papírových obalových materiálů a papírových sáčků. Mezi její další činnosti patří potisk papírových rolí pro potravinářský a ostatní průmysl.

Níže uvedená tabulka uvádí základní informace o stávající konkurenci firmy Mondi Bags Štětí a.s. Mezi největší konkurenty se řadí skupina Stora Enso, a to díky nejčtetnějšího zastoupení jejich výrobků na českém trhu a zároveň nejvyšším tržbám. Druhým největším konkurentem je společnost Segezha Packaging s.r.o.

Tabulka 16: Základní informace o společnostech

Jméno společnosti	Mondi Bags Štětí a.s.	Segezha Packaging s.r.o.	Stora Enso s.r.o.	Fiorini International Czech Republic, s.r.o.
Počet zaměstnanců	147	75	x	58
Lokalizace	Litoměřice – Štětí	Bruntál – Úvalno	x	Praha – Vysočany
Tržby				
2012	536 068	266 297	7 447 066	120 947
2013	644 004	261 834	9 132 316	153 635
2014	648 980	270 865	9 190 802	186 621
2015	647 017	283 904	8 723 491	206 724
2016	725 841	300 270	8 444 042	225 339

Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě výročních zpráv podle Justice.cz,

2012-2016

Mezi konkurenční výhodu společnosti Mondi Bags Štětí a.s. patří geografické umístění podniku – podnik se nachází přibližně 60 km severně od Prahy a zároveň v blízkosti německých hranic (cca 120 km). Mezi další konkurenční výhodu podniku můžeme zařadit jeho dlouholetou historii. Společnost je na trhu aktivní již od roku 1957 a v koncernu Mondi 22 let, a její význam v posledních letech neustále roste a tento trend se taktéž očekává do budoucna. Právě díky dlouholeté působnosti na trhu se firma může rychleji přizpůsobit zákaznickým požadavkům a nabídnout lepší podmínky, jak svým zákazníkům, tak i dodavatelům.

Noví konkurenti

Vzhledem k povaze investiční počáteční náročnosti a náročnosti celkové výroby (spotřeba vody a energie, která je kryta především z vlastních zdrojů) a nedostatku kvalifikovaných pracovníků se nedá předpokládat, že by mohl na trhu České republiky vzniknout nový konkurent. S rostoucí globalizací lze předpokládat, že by noví konkurenti vznikli v rámci Evropské unie a zbytku světa. Noví konkurenti by mohli vzniknout převážně v asijských zemích, např. v Číně. Ta patří mezi největší výrobce zpracovatelského průmyslu i přesto, že v posledních letech docházelo ke snížení produkce z důvodu zaváděných environmentálních opatření. Do budoucna se však očekává mohutná expanze nazvaná „Made in China 2025“, která by mohla významně ohrozit veškerá odvětví průmyslu České republiky.

Substituce

Jak již bylo zmíněno u vymezení atraktivitu trhu, možnosti substituce v tomto odvětví jsou minimální. Jako substituční materiál lze evidovat pouze plast, který je ale v posledních letech právě nahrazován papírovými produkty, z důvodu jeho negativního vlivu na životní prostředí a jeho obtížné recyklaci.

Odběratelé

Mezi odběratele se řadí 213 aktivních odběratelů v oblasti průmyslových pytlů a 165 v oblasti prodeje papírových tašek.

Dodavatelé

V České republice je nedostatek základních surovin potřebných k výrobě vlnitých lepenek. Právě materiál na výrobu vlnitých lepenek a grafické papíry jsou v největší míře dováženy z Německa, Polska a Rakouska.

Společnost Mondi Bags Štětí a.s. měla v roce 2017 na straně dodávek a služeb 393 subjektů, přičemž na 80 % objemu dodávek a služeb se podílelo 17 dodavatelů. Mezi tyto dodavatele patří například: Mondi Steti a.s., Mondi Steti White Paper s.r.o. a Mondi Paper Sales GmbH Frantschach.

3.2.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Hlavním cílem analýzy vnitřního potenciálu podniku je vymezení tržního podílu oceňovaného podniku a zhodnocení konkurenční síly podniku. Vnitřní potenciál bude analyzován pomocí Maříkovy (2003, s. 69-78) tabulky.

Stanovení tržního podílu

Tržní podíl byl stanoven jako poměr tržeb Mondi Bags Štětí a.s. a odhadnuté výše tržeb relevantního trhu. Z tabulky je patrné, že tržní podíl oceňovaného podniku se mezi lety 2012 až 2016 pohyboval v rozmezí 8,7 % - 10,4 %. Na základě prognózy se v následujících letech (2017 až 2021) předpokládá, že tržní podíl se bude pohybovat nad hranici 9 %.

Tabulka 17: Vývoj tržeb podniku v závislosti na tržbách relevantního trhu a tržním podílu

	Rok	Relevantní trh (mil. Kč)	Tržby Mondi Bags Štětí a.s. (v mil. Kč)	Tržní podíl Mondi Bags Štětí a.s. (v%)
Minulost	2012	6107,397	544,725	8,9 %
	2013	6261,558	648,834	10,4 %
	2014	6727,382	659,934	9,8 %
	2015	7374,091	641,314	8,7 %
	2016	7518,702	727,847	9,7 %
Prognóza	2017	8 064,687	762,185	9,45 %
	2018	8 512,053	803,251	9,44 %
	2019	8 900,189	838,610	9,42 %
	2020	9 224,608	867,863	9,41 %
	2021	9 635,012	905,100	9,39 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Prognóza vývoje tržního podílu byla prognózovaná pomocí lineární extrapolace. S pomocí znalosti vývoje tržeb relevantního trhu v letech 2017 až 2021 a stanoveného vývoje tržního podílu podniku bylo možné odhadnout vývoj tržeb podniku. Průměrný roční růst těchto tržeb byl stanoven na 4,4 %. Tato hodnota naznačuje pokračování trendu nastoleného v letech 2012 až 2016. Pouze v letech 2012 až 2013 došlo k neobvyklému růstu, který tempo růstu tržeb za minulé období výrazně navyšuje. Vzhledem k tomu, že tento extrémní nárůst se v následujících letech neopakoval, tak můžeme říct, že stanovenou prognózu lze považovat za validní.

Vymezení konkurenční síly podniku

Tabulka 18: Konkurenční síla podniku

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váhy x Body
		Negativní			Průměr	Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory										
Kvalita výrobků	3						x		5	15
Technická úroveň výrobků	2						x		5	10
Cenová úroveň	3				x				3	9
Intenzita reklamy	2		x						1	2
Výhody místa	1							x	6	6
Výhody distribuce	1							x	6	6
Image firmy	1							x	6	6
Servis firmy	1							x	6	6
Nepřímé faktory										
Kvalita managementu	3						x		6	18
Výkonný Personál	1						x		5	5
Majetek a investice	2						x		5	10
Finanční situace	1						x		5	5
Celkem	21									98
Maximální počet bodů:				132						
Obsazený počet bodů:				98						
Hodnocení:				74 %						

Zdroj: vlastní odhad autorky dle Maříka (2003, s. 76-77)

Přímé faktory

Kvalita výrobků

Podnik je držitelem certifikátů ISO 9001:2009 (management kvality) a ISO 14001:2005 (management environmentální společnosti). Při výrobě produktů je tedy kladen důraz na dodržování výrobních postupů a stanovených norem.

Technologická úroveň výrobků

Produkty jsou vyráběny ze surovin nejvyšší jakosti pomocí nejmodernějších technologií a technologických postupů, které mají minimální dopade na životní prostředí. Technologická úroveň je vymezena použitým papírem, počtem vrstev, tuhostí, pevností, porozitou a plošnou hmotností.

Intenzita reklamy

Podnik se zaměřuje na B2B trhy, a proto převážně nerealizuje reklamní kampaně, a proto je intenzita reklamy ohodnocena pouhými 2 body.

Výhody místa

Společnost Mondi Bags Štětí a.s. je situována 60 km severně od Prahy a 120 km od hranic s Německem. Tato poloha zaručuje jednoduchost dodávek materiálu a možnost interakce s odběrateli.

Servis firmy

Firma nabízí svým zákazníkům komplexní řešení v oblasti výroby nadstandardních výrobků, jejich balení a řádného servisu.

Nepřímé faktory

Hodnocení kvality managementu

Styl vedení podniku je na velmi vysoké úrovni. Pro společnost Mondi Bags Štětí a.s. je typické, že manažer a pracovník mají jasně vymezené kompetence a odpovědnosti, pravidelně dochází k sestavování finančního plánu a taktéž ostatních podnikových plánů. Díky pravidelnému sestavování podnikových plánů firma disponuje schopností ocenit šance a rizika a následně vytvořit prognózu do budoucna.

Výkonný personál

V současné době má firma k dispozici 147 kvalifikovaných pracovníků. Oblast výkonného personálu je též ovlivněna fluktuací zaměstnanců. Ta je velmi často spjatá s podnikovým klimatem, ale i osobním ohodnocením. Podnikové klima v oceňovaném podniku je pozitivní. Pracovníci jsou ztotožněni s firemní kulturou a dodržují své povinnosti.

Dlouhodobý majetek a investice

Podnik má přiměřené množství kapacit, které jsou skoro optimálně využity. Technická úroveň podniku je pozitivní, podnik investuje do moderního zařízení, tak aby byly výrobní kapacity optimálně využity. Pravidelně dochází k modernizaci technologií, tak aby bylo splněno růstové pravidlo.

Finanční situace

Podnik se v posledních několika letech nachází v dobré finanční kondici. Ta je ovlivněna nejen dobrým řízením podniku, ale i příznivým ekonomickým vývojem.

Z tabulky je patrné, že konkurenční síla podniku je nadprůměrná. Tomu odpovídá i vývoj (nárůst) tržeb během analyzovaném období. Mezi konkurenční výhody podniku patří:

- široká škála kvalitních výrobků na vysoké technologické úrovni, zajištěná kvalitním personálem a přiměřeným množstvím investic,
- dobré geografické umístění podniku,
- běžná dostupnost výrobků,
- dobrá finanční situace podniku,
- nadstandardní péče o zákazníky, kvalitní servis.

Mezi hlavní konkurenční nevýhody patří:

- firma nerealizuje reklamní kampaně z důvodu orientace na B2B trh.

3.2.3 Perspektivnost trhu a prognóza tržeb

Perspektivnost trhu je vymezena atraktivitou relevantního trhu, na kterém se podnik pohybuje, a konkurenční silou, kterou se vyznačuje. Podnik se nachází na středně atraktivním trhu s vysokou mírou konkurenční síly. Jedná se tedy o podnik s dobrou perspektivou.

Prognóza tržeb byla stanovena pomocí analýzy vývoje relevantního trhu a tržního podílu. Průměrné tempo růstu ročních tržeb bylo stanoveno na 4,5 %.

3.2.4 Závěr strategické analýzy

Na základě provedené analýzy vnitřních a vnějších faktorů, které významně ovlivňují společnost Mondi Bags Štětí a.s., můžeme shledat jeho budoucí vývoj jako pozitivní. Dle prognózy vývoje trhu stanovené na základě analýzy časových řád a vícenásobné regresní analýzy lze konstatovat, že trh bude růst přiměřeným tempem a tržní podíl oceňovaného

podniku v daném odvětví se bude udržovat nad hladinou 9 %. Z analýzy makroprostředí, která má též obrovský vliv na vývoj trhu v budoucnosti vyplývá, že ekonomika v daném podnikatelském prostředí bude kopírovat předchozí období, tedy se i nadále očekává její růst.

Z Porterova modelu pěti tržních sil vyplývá, že oceňovaná společnost má konkurenční výhodu postavenou na dlouholeté historii a geografickém umístění. V rámci analyzovaného období podnik vykazoval rostoucí tendenci tržeb za vlastní výrobky a služby. Vztahy s odběrateli jsou na dobré úrovni, což se jednak projevuje zvyšujícím se objemem vyprodukovaných výrobků, ale i nadstandardními službami v podobě servisu a komplexního řešení produktu. Bariéry vstupu na trh jsou vysoké z důvodu vysoké počáteční investiční náročnosti a náročnosti celkové výroby. Z tohoto důvodu je vstup nové konkurence na trh limitován. Je zde také omezená možnost substituovat produkty vyráběné firmy Mondi Bags Štětí a.s.

Na základě analýzy atraktivity trhu se oceňovaný podnik nachází na průměrně atraktivním trhu, ale disponuje nadprůměrnou konkurenční silou. Na základě informací dle zhotovené strategické analýzy lze předpokládat, že podnik se nachází na trhu, jehož růst bude v následujících letech pozitivní, zároveň se předpokládá růst ročních podnikových tržeb, v období 2017–2021, o 4,5 %.

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza představuje klíčovou fázi oceňovacího procesu, neboť poskytuje informace o finanční stabilitě a zdraví podniku, tedy o jeho majetkovém a finančním stavu k datu ocenění.

Finanční analýza nám odpovídá na otázku, zda byl splněn předpoklad trvalé existence podniku, tzv. going concern princip. Splnění tohoto principu je nezbytným předpokladem pro stanovení hodnoty podniku pomocí výnosové metody.

3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů zahrnuje horizontální a vertikální analýzu rozvahy, výkazu zisku a ztráty a analýzu rozdílových ukazatelů (pracovní kapitál a bilanční pravidla). Cílem této analýzy je nalezení odpovědi na otázku, zda je oceňovaný podnik stabilní či nikoliv.

3.3.1.1 Rozvaha

V tabulce č. 19 jsou uvedené základní položky rozvahy, detailní rozvahu lze nalézt v příloze č. 1 na straně 128.

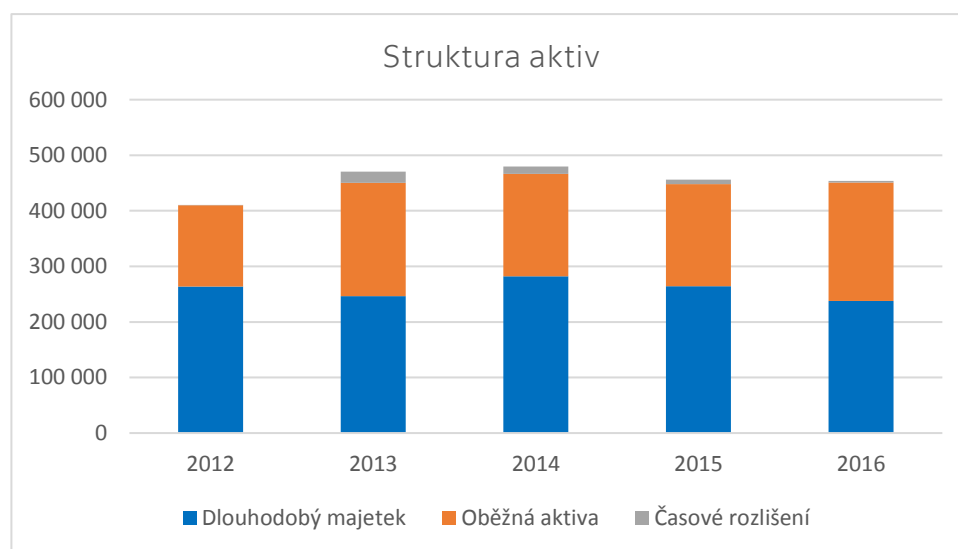
Tabulka 19: Zkrácená rozvaha aktiv

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	AKTIVA CELKEM	410 593	470 412	479 535	455 977	453 514
B.	Dlouhodobý majetek	263 421	246 578	281 945	264 192	237 807
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0	0	0	60	43
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	263 421	246 578	281 945	264 132	237 764
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	146 740	203 885	184 372	183 743	212 830
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	67 452	94 821	89 770	81 929	94 842
<i>C.II.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	79 108	108 551	94 416	101 642	117 837
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	180	513	186	172	151
D.1.	Časové rozlišení	432	19 949	13 218	8 042	2 877

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

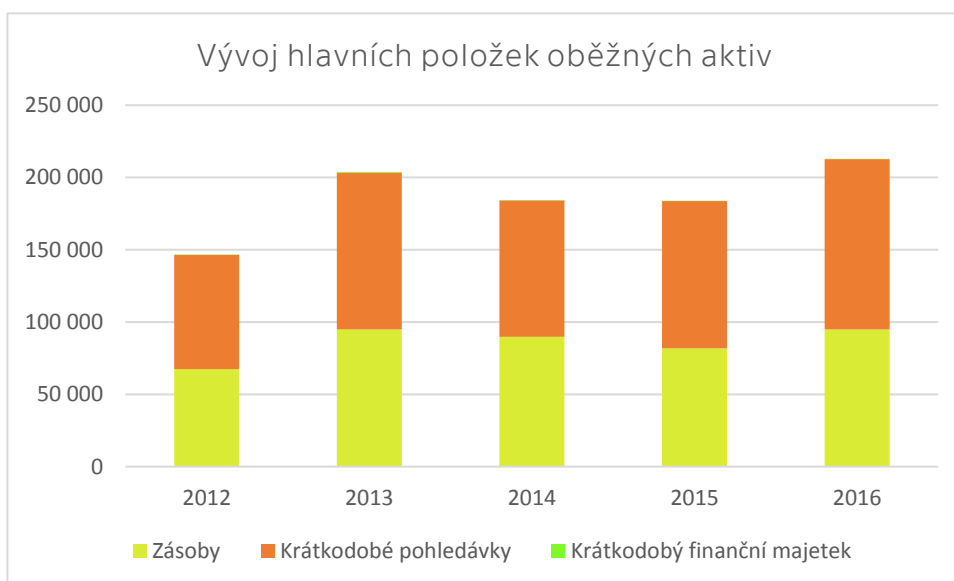
Graf č. 6 zobrazuje strukturu aktiv. Firma má dlouhodobě větší množství dlouhodobého majetku než majetku oběžného, avšak nejedná se o markantní rozdíl. Obdobná výše oběžných aktiv a dlouhodobého majetku je zapříčiněna typologií podniku (výrobní podnik). Výše dlouhodobého majetku je především ovlivněna hmotným majetkem, neboť hmotný majetek je podstatou výrobního podniku.

Graf 6: Struktura aktiv



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Graf 7: Vývoj hlavních položek oběžných aktiv



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

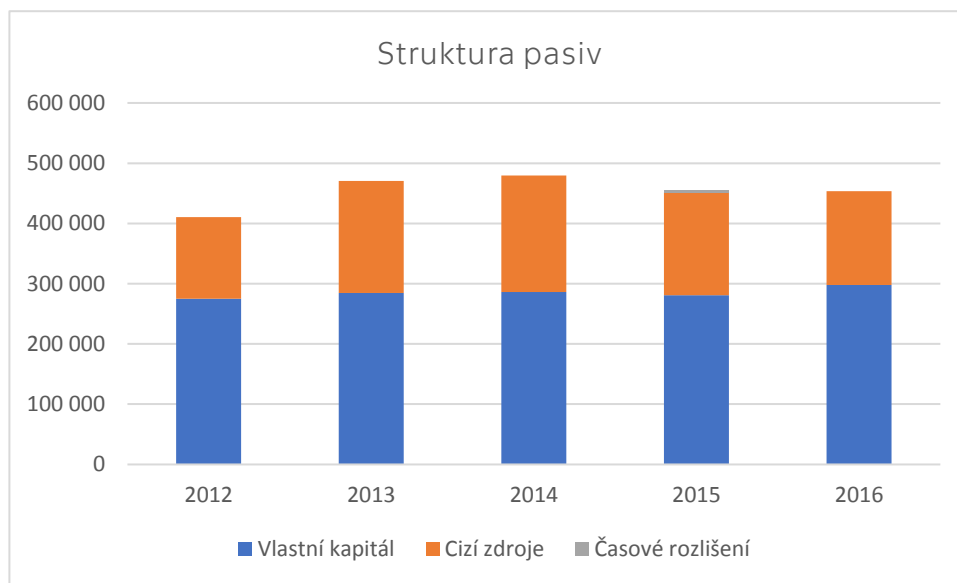
Podnik má kolísavou, avšak v dlouhodobém horizontu rostoucí výši oběžných aktiv. Od roku 2012 dochází k velice proměnlivému vývoji zásob, ten je odvislý od poptávky a počtu prodaných výrobků. Analogickým způsobem se chovají krátkodobé pohledávky. Krátkodobým finančním majetkem společnost téměř nedisponuje. Důvodem je, že firma využívá cash pooling v rámci skupiny Mondi.

Tabulka 20: Zkrácená rozvaha pasiv

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	PASIVA CELKEM	410 593	470 412	479 535	455 977	453 514
A.	Vlastní kapitál	275 254	284 631	286 297	281 101	298 099
A.I.	Základní kapitál	191 250	191 250	191 250	191 250	191 250
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	50 636	50 617	50 657	50 678	703
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	1 160	67	0	0	45 860
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+-)	32 208	42 697	44 390	39 173	60 286
B.	Cizí zdroje	135 339	185 781	193 238	170 585	155 415
B.I.	Rezervy	13 243	15 018	17 662	19 562	23 261
B.II.	Dlouhodobé závazky	17 408	14 841	12 299	12 160	11 285
B.III.	Krátkodobé závazky	104 688	155 922	163 277	138 863	120 869
C.I.	Časové rozlišení	0	0	0	4291	0

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle základě účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Graf 8: Struktura pasiv



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

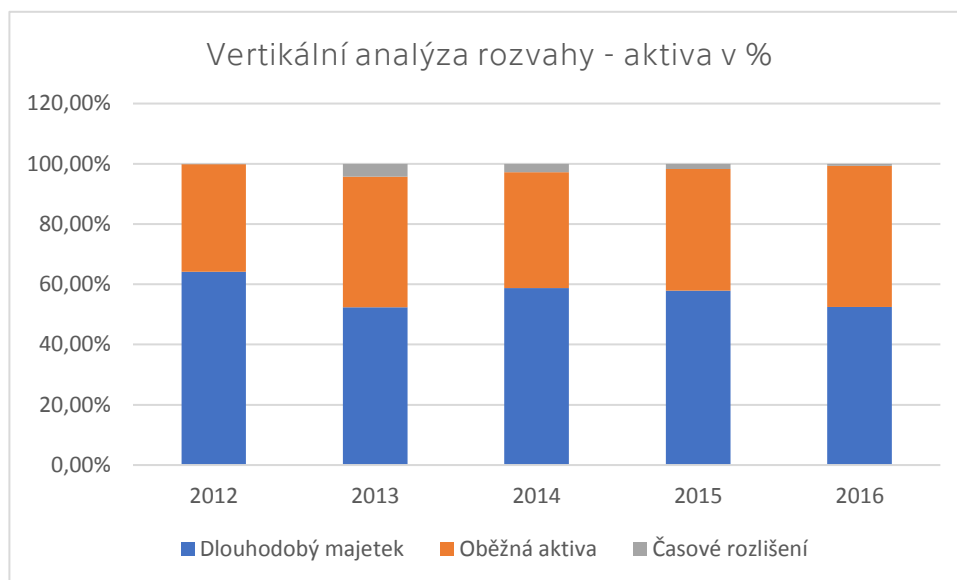
Struktura pasiv nám zobrazuje kapitálovou strukturu podniku. Z grafu je zjevné, že podnik má z dlouhodobého hlediska více vlastního kapitálu než kapitálu cizího. Poměr vlastního a cizího kapitálu nám vypovídá o míře zadlužení, která je u sledovaného podniku přiměřená a pohybuje se ve stabilních hodnotách. Podrobněji se zadlužeností podniku budu zabírat v subkapitole 3.3.2.4

Vertikální analýza – rozvaha

Cílem vertikální analýzy je stanovení podílů jednotlivých položek na bilanční sumě, např. podíl dlouhodobých aktiv na aktivech, za určitý časový okamžik.

Aktiva

Graf 9: Vertikální analýzy rozvahy – aktiva v %



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

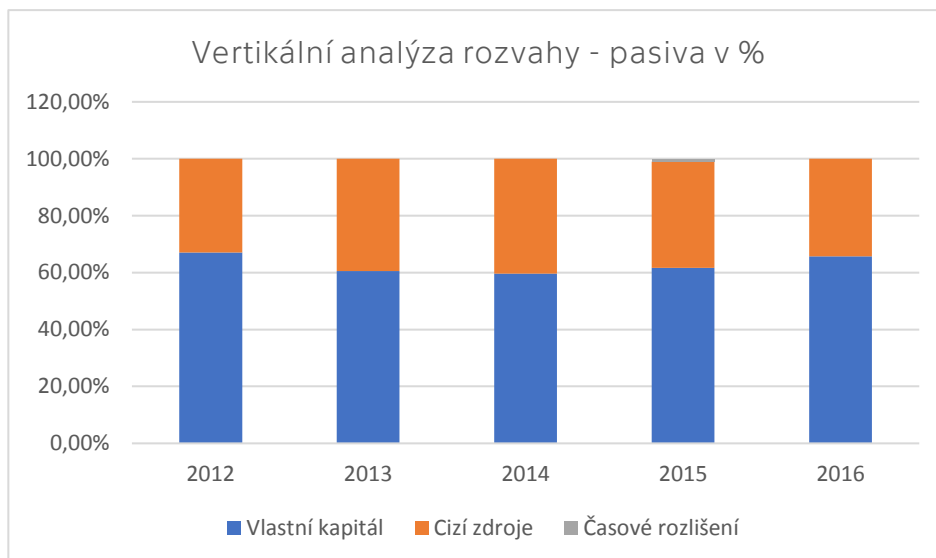
Podíl dlouhodobého majetku můžeme přirovnat k funkci sinusoidy, neboť nám v průběhu pěti let mírně kolísá. Vliv na kolísání mělo několik investic do dlouhodobého majetku a následné snižování v podobě úpravy hodnot. V roce 2012 podnik nakoupil např. stroj na pastové lepidlo v hodnotě 575 tis. Kč, uzavírací stroj AD 2379 CNC v hodnotě 258 tis. Kč a hadicový stroj W und H 2155 v hodnotě 263 tis. Kč. Nejvyšších hodnoty dlouhodobý majetek zaznamenal v roce 2014, což bylo způsobeno investicí do dlouhodobého majetku v celkové hodnotě 33 830 tis. Kč, např. potiskovací stroj Soma Optima v hodnotě 28 754 tis. Kč. V posledních dvou letech dochází k mírnému poklesu podílu dlouhodobého majetku, a to z 58,80 % na 52,44 %. Důvodem je menší hodnota investic v daných letech a větší objem odpisů plynoucích z investic z předchozích období.

Oběžná aktiva se vyvíjí obdobným tempem jako dlouhodobá aktiva, s tím rozdílem, že podíl oběžných aktiv od roku 2014 stoupá, a to z 38,45 % na 46,93 %. Nejvyšší nárůst můžeme zaznamenat mezi roky 2015 až 2016, kdy oběžná aktiva vzrostla z 40,30 % na 46,93 %. Jejich růst byl ovlivněn zvýšením objemu zásob a krátkodobých pohledávek. Růst zásob a krátkodobých pohledávek byl způsoben vyšší poptávkou, která se odráží v růstu tržeb za vlastní výroby a služby.

Časové rozlišení ztělesňuje ostatní aktiva, která se po celé sledované období drží pod hranicí 5 %.

Pasiva

Graf 10: Vertikální analýza rozvahy – pasiva v %



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Do roku 2014 se podíl vlastního kapitálu snižoval, vlivem rychlejšího nárůstu cizích zdrojů. K výraznému nárůstu vlastního kapitálu došlo v roce 2016, kdy tento růst byl ovlivněn jak růstem výsledku hospodaření za běžné účetní období, tak nerozděleným ziskem z minulých let a poklesem cizích zdrojů.

Podnik efektivně hospodaří, neboť nezadržuje velké množství zisku. Výše zadržného zisku se až do roku 2015 pohybovala pod hranicí 1 %. V roce 2016 dochází k nárůstu zadržného zisku do výše 10,11 %. Podíl cizích zdrojů od roku 2014 klesá, a to z 40,30 % na 34,27 %. Pokles je zapříčiněn snižujícím se množstvím krátkodobých závazků – ovládaná nebo ovládající osoba, a to z 71 843 tis. Kč (2014) na 250 tis. Kč (2016) a zároveň nárůstem zisku mezi rokem 2015–2016.

Časové rozlišení po celé sledované období vykazuje nulové hodnoty, až na rok 2015, kdy dosáhlo téměř 1% hranice (0,94 %).

Horizontální analýza – rozvaha

Cílem horizontální analýzy je nalézt odpověď na otázku: O kolik jednotek a procent se změnila konkrétní položka v čase? Respektive nalézá odpověď na otázku: Jak se změnil jednotlivé položky v absolutním a relativním vyjádření.

Tabulka 21: Horizontální analýza – aktiva

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)									
Označení	AKTIVA	2012/13	%	2013/14	%	2014/15	%	2015/16	%
	AKTIVA CELKEM	59 819	14,5 %	9 123	1,94 %	-23 558	-4,9 %	-2 463	-0,5 %
B.	Dlouhodobý majetek	-16 843	-6,3 %	35 367	14,3 %	-17 753	-6,3 %	-26 385	-9,9 %
B.I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0	0 %	0	0 %	60	0 %	-17	-28,3 %
B.II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	-16 843	-6,3 %	35 367	14,3 %	-17 813	-6,3 %	-26 368	-9,9 %
B.III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
C.	Oběžná aktiva	57 145	38,9 %	-19 513	-9,6 %	-629	-0,3 %	29 087	15,8 %
C.I.	<i>Zásoby</i>	27 369	40,6 %	-5 051	-5,3 %	-7 841	-8,7 %	12 913	15,7 %
C.II.	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	29 443	37,2 %	-14 135	-13,0 %	7 226	7,7 %	16 195	15,9 %
C.IV.	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	333	185 %	-327	-63,7 %	-14	-7,5 %	-21	-12,2 %
D.1.	Časové rozlišení	19 517	4517,8 %	-6 731	-33,7 %	-5 176	-39,2 %	-5 165	-64,2 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Dlouhodobý majetek se vyvíjí mírně kolísavým tempem, což je způsobeno tím, že podnik každoročně neinvestoval své finanční prostředky do jeho nákupu a jeho hodnota se snižovala o každoroční výši odpisů. V letech 2013–2014 vzrostla hodnota dlouhodobého majetku o 35 367 tis. Kč. Vliv na tuto skutečnost mělo několik investice v tomto období. V období 2013 a 2014 společnost nakoupila tři linky na výrobu tašek v celkové hodnotě 13 315 tis. Kč, potiskovací stroj v hodnotě 28 754 tis. Kč a osobní automobil v hodnotě 739 tis. Kč. Od roku 2014 dochází ke snižování hodnoty dlouhodobého majetku vlivem vyšších úprav hodnot z předchozích období a k nižší hodnotě nového nakoupeného dlouhodobého majetku (například: v roce 2015 společnost nakoupila dlouhodobý majetek pouze v celkové výši 61 436 tis. Kč).

Výše oběžných aktiv je ovlivněna jednotlivými položkami, ze kterých se oběžná aktiva skládají. Výše těchto položek je závislá na poptávce po podnikových výrobcích, službách a zboží. K největšímu vývoji položky zásob dochází mezi lety 2012–2013, kdy se hodnota zásob zvýšila o 27 369 tis. Kč. Důvodem je zvýšení tržeb za prodej zboží o 6 287 tis. Kč a

tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb o 101 649 tis. Kč. Mezi lety 2013–14 a 2014–15 dochází k snížení množství zásob o 12 892 tis. Kč, důvodem je pokles veškerých tržeb v porovnání s předchozími obdobími.

K dalšímu významnému vývoji došlo v oblasti krátkodobých pohledávek. Zde můžeme zaznamenat kladný vývoj ve všech sledovaných obdobích, až na roky 2013–2014, kdy tato položka klesla o 14 135 tis. Kč oproti předchozímu období. Tento pokles byl zapříčiněn poklesem množství prodaného zboží a výrobků v letech 2013-2014.

Tabulka 22: Horizontální analýza – pasiva

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)									
Ozna- čení	PASIVA	2012/1 3	%	2013/1 4	%	2014/1 5	%	2015/1 6	%
	PASIVA CELKEM	59 819	14,57 %	9 123	1,94 %	-23 558	-4,91 %	-2 463	-0,54 %
A.	Vlastní kapitál	9 377	3,41 %	1 666	0,59 %	-5 196	-1,81 %	16 998	6,05 %
A.I.	Základní kapitál	0	0 %	0	0 %	0	0 %	0	0 %
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	-19	-0,04 %	40	0,08 %	21	0,04 %	-49 975	-98,61 %
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-1 093	-94 %	-67	-100 %	0	0 %	45 860	0 %
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+-)	10 489	32,57 %	1 693	3,97 %	-5 217	-11,75 %	21 113	53,90 %
B.	Cizí zdroje	50 442	37,27 %	7 457	4,01 %	-22 653	-11,72 %	-15 170	-8,89 %
B.I.	Rezervy	1 775	13,40 %	2 644	17,61 %	1 900	10,76 %	3 699	18,91 %
B.II.	Dlouhodobé závazky	-2 567	-14,75 %	-2 542	-17,13 %	-139	-1,13 %	-875	-7,20 %
B.III.	Krátkodobé závazky	51 234	48,94 %	7 355	4,72 %	-24 414	-14,95 %	-17 994	-12,96 %
C.I.	Časové rozlišení	0	0 %	0	0 %	4 291	0 %	-4 291	-100 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Celková pasiva mají v čase stejný vývoj jako celková aktiva. Vlastní kapitál během celého analyzovaného období, až na období 2014–2015 roste. Tento nárůst je ovlivněn rostoucím výsledkem hospodaření za běžné účetní období. Vlastní kapitál se během sledovaného období celkově navýšil o 22 805 tis. Kč.

Objem cizích zdrojů od roku 2015 klesá. Tento pokles byl zapříčiněn úbytkem krátkodobých závazků, především poklesem závazků – ovládaná nebo ovládající osoba, a to z 71 843 tis. Kč (2014) na 250 tis. Kč (2016) a poklesem daňových závazků k státu o 2 841 tis. Kč v porovnání s rokem 2014. Mírný, avšak nikoliv zásadní vliv na pokles cizích zdrojů měla taktéž položka dlouhodobých závazků.

3.3.1.2 Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty nám udává informace o nákladech a výnosech podniku, tedy o jeho hospodářském výsledku.

Vertikální analýza – výkaz zisku a ztráty

V této části bude zobrazena vertikální analýza výkazu zisku a ztráty. Výsledné hodnoty jsou vyjádřeny v poměru k celkovým tržbám (tržby za prodej zboží + výkony).

Tabulka 23: Vertikální analýza – výkaz zisku a ztráty

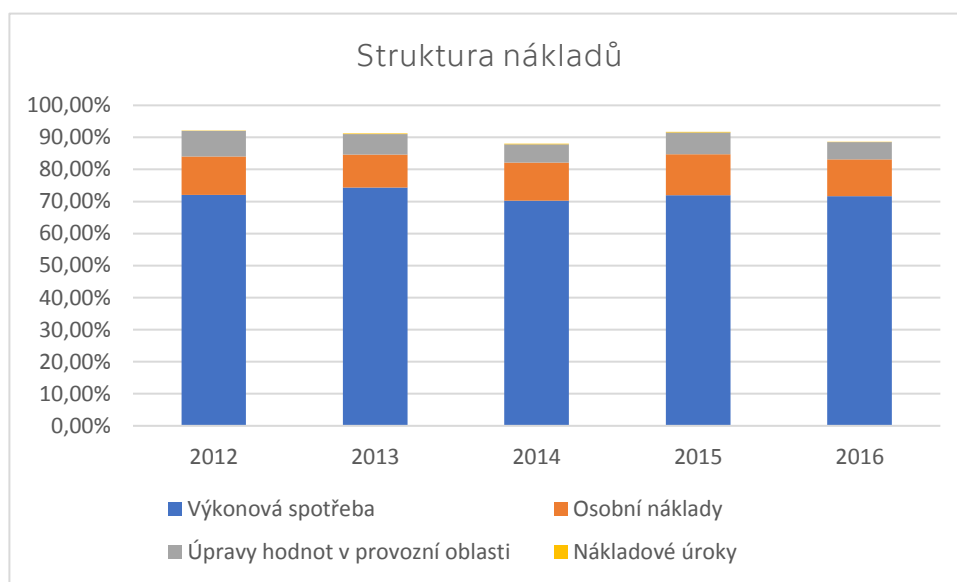
VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)						
Označení	TEXT	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	0,77 %	1,62 %	2,90 %	1,28 %	0,68 %
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,68 %	1,39 %	2,65 %	1,13 %	0,71 %
+	Obchodní marže	0,09 %	0,22 %	0,24 %	0,15 %	-0,02 %
II.	Výkony	99,23 %	98,38 %	97,10 %	98,72 %	99,32 %
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	97,64 %	97,64 %	95,44 %	99,61 %	99,04 %
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1,59 %	0,74 %	1,66 %	-0,89 %	0,28 %
B.	Výkonová spotřeba	72,05 %	74,38 %	70,25 %	71,97 %	71,67 %
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	58,50 %	61,90 %	57,35 %	58,95 %	59,16 %
B.2.	Služby	13,56 %	12,47 %	12,90 %	13,03 %	12,50 %
C.	Osobní náklady	12,04 %	10,25 %	11,89 %	12,78 %	11,43 %
C.1.	Mzdové náklady	8,95 %	7,51 %	8,80 %	9,43 %	8,35 %
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	7,90 %	6,45 %	5,71 %	6,82 %	5,43 %
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1,30 %	2,55 %	1,20 %	0,89 %	1,20 %
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,65 %	1,49 %	0,53 %	0,55 %	0,83 %
IV.	Ostatní provozní výnosy	0,25 %	0,37 %	0,73 %	1 %	0,70 %
H.	Ostatní provozní náklady	0,63 %	0,72 %	0,67 %	0,63 %	0,54 %
*	Provozní výsledek hospodaření	7,55 %	8,10 %	8,60 %	8,07 %	10,50 %
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0 %	0,02 %	0 %	0 %	0 %
X.	Výnosové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
N.	Nákladové úroky	0,10 %	0,15 %	0,16 %	0,11 %	0,08 %
*	Finanční výsledek hospodaření	-0,29 %	0,10 %	-0,21 %	-0,42 %	-0,15 %
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1,35 %	1,62 %	1,66 %	1,54 %	2,07 %
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	5,91 %	6,58 %	6,73 %	6,11 %	8,28 %
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	5,91 %	6,58 %	6,73 %	6,11 %	8,28 %
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	7,26 %	8,20 %	8,38 %	7,65 %	10,36 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Z grafu č. 11 zobrazující podnikovou strukturu nákladů můžeme vidět, že největší nákladovou složkou je výkonová spotřeba. V rámci celého analyzovaného období se její podíl k bilanční sumě vyvíjí relativně konstantním tempem (její hodnota se v časovém horizontu pěti let pohybovala v rozmezí 70–74 %).

Osobní náklady se vyvíjí obdobným tempem jako již zmiňovaná výkonová spotřeba. V roce 2013 a 2016 došlo k mírnému poklesu oproti předchozímu období, vlivem vývoje výkonů a tržeb za prodej zboží v daném období. Z grafu je také patrné, že odpisy tvoří malou část nákladů, to je způsobeno tím, že firma minimálně investuje, tedy investuje pomalejším tempem, než rostou tržby. Z nákladové struktury je zjevné, že podnik má téměř stabilní nákladovou strukturu. Aby podnik dosáhl stabilní nákladové struktury, měl by investovat minimálně do výše svých odpisů.

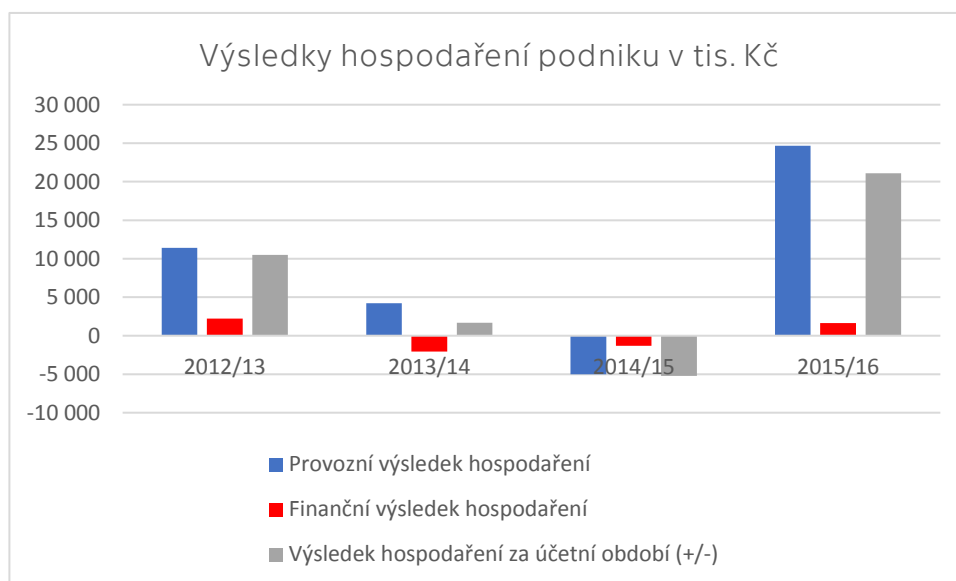
Graf 11: Struktura nákladů



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Horizontální analýza – výkaz zisku a ztráty

Graf 12: Horizontální analýza – výsledky hospodaření podniku



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Z grafu č. 12 je zjevné, že vývoj hospodářských výsledků v jednotlivých obdobích je velice proměnlivý.

Provozní výsledek hospodaření v mezidobí od roku 2012–2013 až 2013–2014 vzrostl o 15 632 tis. Kč. V roce 2015 jeho hodnota se snížila o 4 997 tis. Kč. Vliv na jeho pokles mělo převážně snížení tržeb za vlastní výrobky a služby a za prodej zboží. Mírný pokles tržeb zaznamenáváme též za prodej dlouhodobého majetku a materiálu. Oproti tomu došlo k mírnému nárůstu osobních nákladů oproti roku 2014. Za celé sledované období se provozní výsledek hospodaření zvýšil o 35 320 tis. Kč a nejvyšší hodnoty dosáhl v roce 2016, a to 76 436 tis. Kč. Tato skutečnost je pro podnik velice pozitivní, neboť provozní činnost je základem podnikatelské činnosti výrobního podniku.

Finanční výsledek hospodaření se v meziobdobí 2012–2013 a 2015–2016 zvyšoval, v ostatních dvou sledovaných obdobích se jeho hodnota snížila. Pokles a růst finančního výsledku hospodaření ovlivňují především položky ostatních finančních nákladů a výnosů. Nízká výše nákladových úroků má v tomto případě zanedbatelný vliv na finanční výsledek. Nízká míra nákladových úroků je dána nízkou mírou využití cizích zdrojů, respektive dlouhodobých závazků.

Výsledek hospodaření se za běžné účetní období zvýšil v rámci časového období 2012 až 2016 o 28 078 tis. Kč. Jeho růst především ovlivnil nárůst tržeb o 188 995 tis. Kč za prodej vlastních výrobků a služeb.

3.3.1.3 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele mají vliv na likviditu podniku a slouží k řízení finanční situace podniku. Mezi nejvýznamnější rozdílový ukazatel patří pracovní kapitál, též je vhodné zhodnotit podnik pomocí bilančních pravidel.

Pracovní kapitál

Tabulka 24: Pracovní kapitál (v tis. Kč)

Pracovní kapitál	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	67 452	94 821	89 770	81 929	94 842
Krátkodobé pohledávky	79 108	108 551	94 416	101 642	117 837
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Finanční majetek	180	513	186	172	151
Krátkodobé závazky	104 688	155 922	163 277	138 863	120 869
NWC	42 052	47 963	21 095	44 880	91 961

Pracovní kapitál	2012	2013	2014	2015	2016
NWC	42 052	47 963	21 095	44 880	91 961
NWC k tržbám	8 %	7 %	3 %	7 %	13 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

V průběhu sledovaného období se výše pracovního kapitálu pohybuje v kladných hodnotách, z toho vyplývá, že podnik financuje část krátkodobého majetku dlouhodobými zdroji a spadá do oblasti konzervativní strategie financování. Tato strategie nepatří mezi rizikové a vypovídá o tom, že se podnik snaží vyhnout riziku.

Pracovní kapitál k tržbám (NWC/Tržby) nám říká, kolik % z tržeb musím něčím pokrývat. V roce 2014 se hodnota snížila na 3 % a naopak v roce 2016 došlo naopak k zvýšení hodnoty o 6 % oproti předchozímu roku (ze 7 % na 13 %). Toto zvýšení bylo způsobeno nárůstem oběžných aktiv, tedy zvýšením hodnoty zásob a krátkodobých pohledávek a poklesem krátkodobých závazků. V roce 2016 můžeme zaznamenat vyšší růst pracovního kapitálu než tržeb (NWC se nám mezi roky 2015 a 2016 zdvojnásobil). Tento jev může

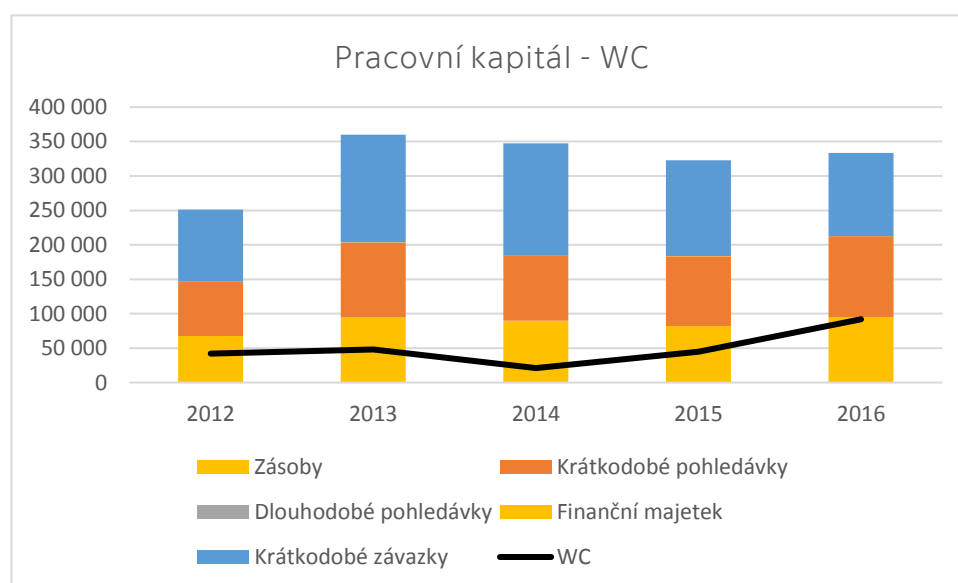
značit to, že firma nezvládla svůj růst a pro získání nových tržeb musela nabýt většího objemu kapitálu.

Vývoj jednotlivých položek pracovního kapitálu vyobrazuje níže uvedený graf. Z grafu je patrné, že v průběhu analyzovaného období dochází ke zvyšování výše krátkodobých pohledávek, což může být ovlivněno nejen zvyšováním objemu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, ale i délkou jejich splatnosti.

Výše zásob, se i přes mírné výkyvy, každoročně zvyšuje. Objem zásob je ovlivněn poptávkou po výrobcích daného podniku, tedy tržbami za prodej výrobků a služeb. Ty se od roku 2012, i přes menší kolísání v některých letech, zvyšují.

Krátkodobé závazky se do roku 2014 zvyšují, od následujícího roku naopak dochází k jejich snížení, vlivem poklesu závazků – ovládaná nebo ovládající osoba, daňových závazků a dotací a k mírným snížením krátkodobých přijatých záloh. V roce 2016 pokles krátkodobých závazků nejvíce ovlivnil především pokles závazků – ovládaná nebo ovládající osoba, naopak se zvýšily závazky z obchodních vztahů a daňových závazků a dotací.

Graf 13: Vývoj jednotlivých složek pracovního kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Tabulka 25: Potřebná výše WC

Výše WC	2012	2013	2014	2015	2016
OCP	29	27	13	25	45
Denní výdaje	1 283	1 539	1 519	1 522	1 692
Potřeba WC	37 207	41 553	19 747	38 050	76 140
Rozdíl WC	-4 845	-6 410	-1 348	-6 830	-15 821

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Z tabulky č. 25 je zřejmé, že podnik disponuje větším množstvím pracovního kapitálu, než nutně potřebuje ke svému provozu. Nicméně v tomto případě je vše v pořádku, neboť se nejedná o markantní rozdíl, a navíc je to vzhledem ke každoročnímu kolísání potřeby pracovního kapitálu a výši obrátového cyklu peněz pochopitelné. Podnik se tímto krokem zajišťuje před rizikem a snaží se mu vyhnout. Tento krok již vyplývá ze zvolené strategie financování (konzervativní strategie).

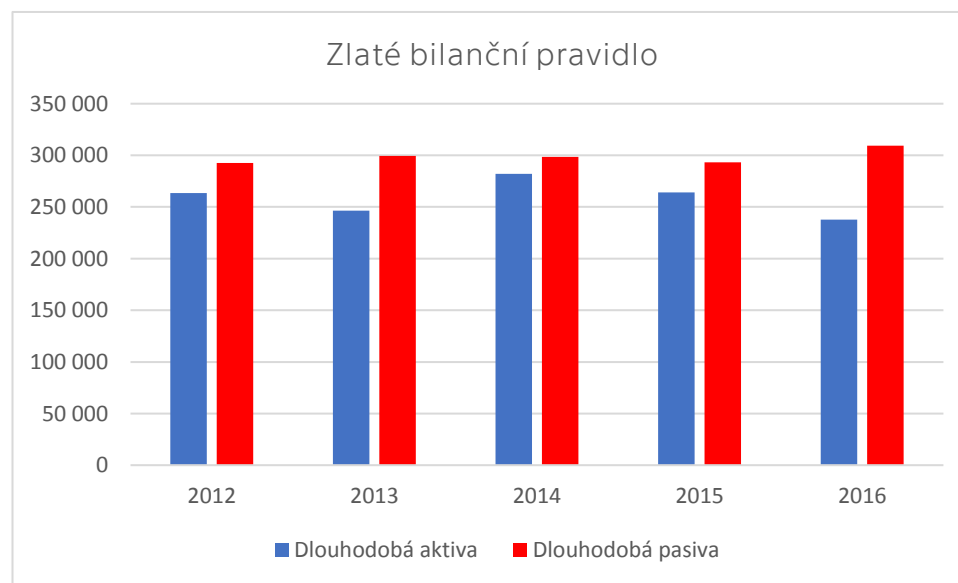
Bilanční pravidla

Nyní zanalyzuji bilanční pravidla, tedy doporučení, která napomáhají vedení podniku k docílení finanční stability a rovnováhy.

Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo nám říká, že podnik by měl mít časově sladěnou majetkovou a kapitálovou strukturu.

Graf 14: Zlaté bilanční pravidlo



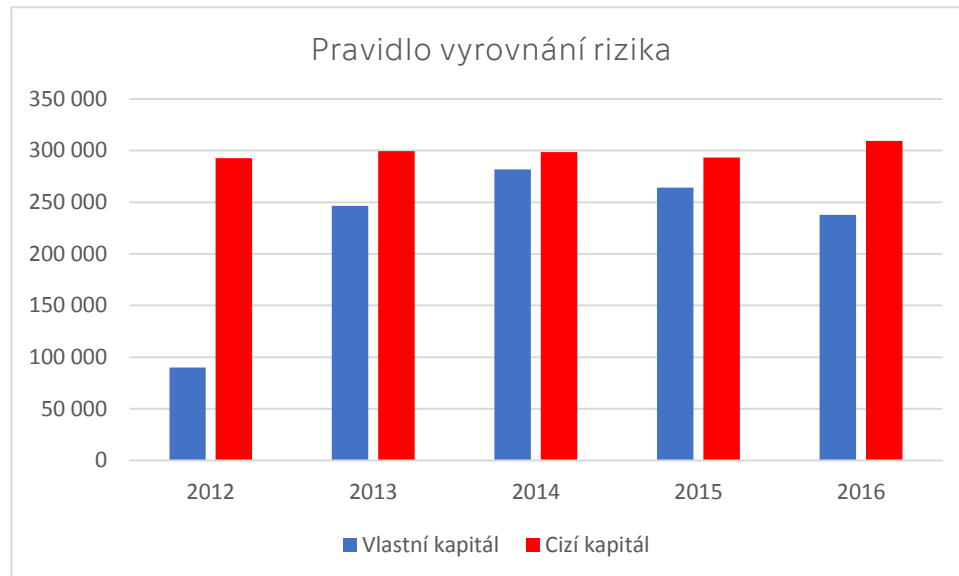
Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Zlaté bilanční pravidlo je ve všech obdobích splněno. Z čehož vyplývá, že podnik má po celé analyzované období sladěnou majetkovou a kapitálovou strukturu přes konzervativní strategii. Z výše uvedeného grafu je patrné, že podnik má více dlouhodobých pasiv než aktiv, nejedná však o markantní rozdíl. Vyšší rozdíl je viditelný v roce 2016, kdy došlo k nárůstu dlouhodobých pasiv a k poklesu dlouhodobých aktiv oproti předchozím sledovaným obdobím.

Pravidlo vyrovnaní rizika

Pravidlo vyrovnaní rizika sleduje poměr vlastních a cizích zdrojů a říká, že podnik by měl mít více vlastních zdrojů než zdrojů cizích.

Graf 15: Pravidlo vyrovnaní rizika



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

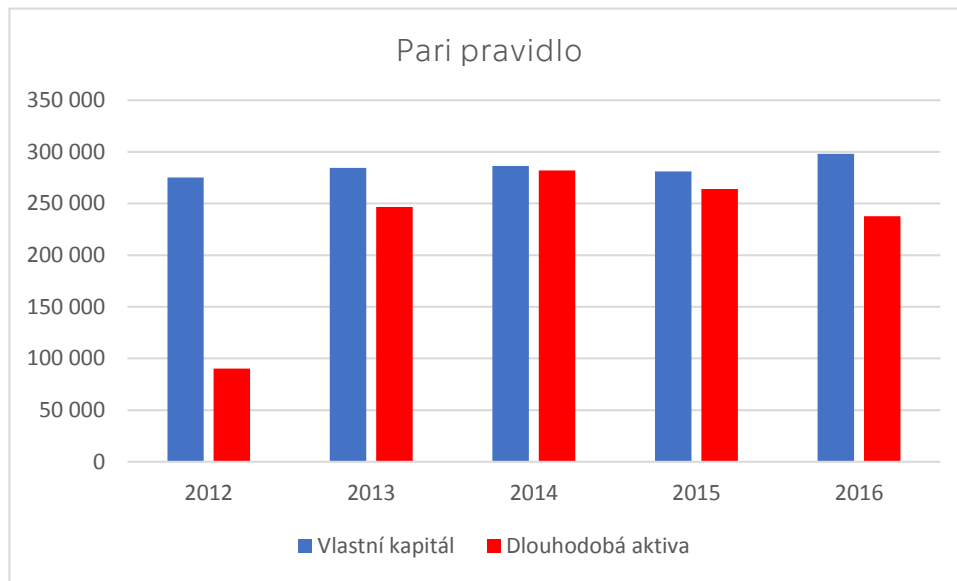
Pravidlo vyrovnaní rizika je ve všech obdobích splněno. Podnik tedy disponuje větším množstvím vlastního kapitálu než kapitálu cizího. Vlastní kapitál se každoročně zvyšuje, zatímco výše cizího kapitálu od roku 2015 klesá.

Pari pravidlo

Pari pravidlo porovnává vlastní kapitál a dlouhodobá aktiva. Aby bylo toto pravidlo splněno, musí platit, že výše vlastního kapitálu by měla být nanejvýš rovna dlouhodobým aktivům.

Z grafu č. 16 můžeme vidět, že pari pravidlo není během sledovaného časového období splněno. Podnik má tedy více vlastního kapitálu než dlouhodobých aktiv. Z důvodu nesplnění tohoto pravidla v podniku není velký prostor pro využití cizího kapitálu a s ním souvisejícím efektem finanční páky, který by v případě pozitivního efektu zvyšoval výnosnost vlastního kapitálu.

Graf 16: Pari pravidlo



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Růstové pravidlo

Růstové pravidlo říká, že tempo růstu investic by nemělo být vyšší než tempo růstu tržeb. Toto pravidlo je velice důležité pro splnění principu going concern, který je klíčový pro stanovení hodnoty firmy výnosovou metodou.

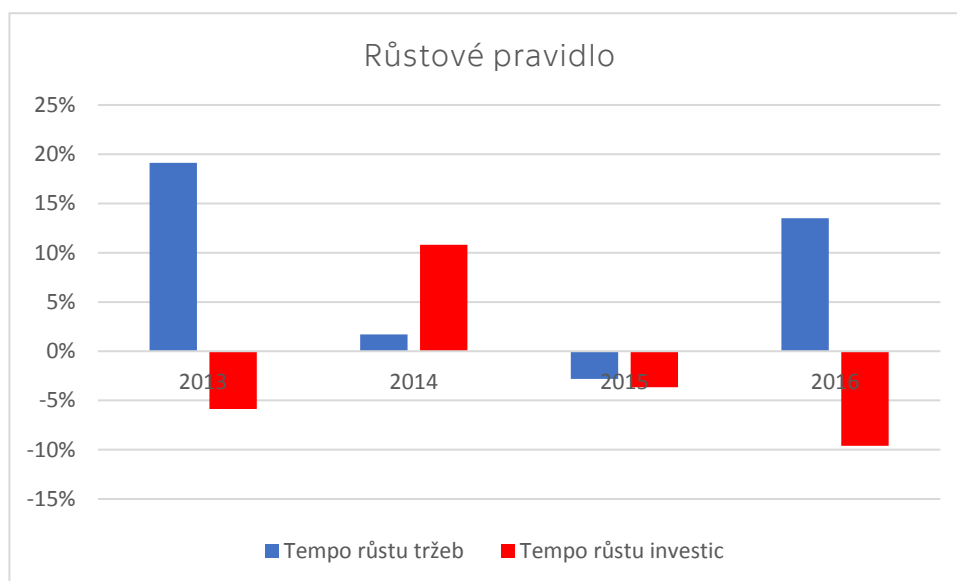
Tabulka 26: Růstové pravidlo

	2012	2013	2014	2015	2016
Tempo růstu tržeb		19 %	2 %	-3 %	13 %
Tempo růstu investic		-6 %	11 %	-4 %	-10 %
		SPLNĚNO	NESPLNĚNO	SPLNĚNO	SPLNĚNO

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Z grafu je zřejmé, že růstové pravidlo bylo, až na rok 2014, kdy v tomto období dochází k převisu tempa růstu investic nad tempem růstu tržeb, splněno. Vyšší tempo růstu investic v roce 2014 je způsobeno podnikovými investicemi (nákup osobního automobilu a potiskovacího stroje) v celkové hodnotě 33 830 tis. Kč. Tyto investice se promítají nejenom do roku 2014 a 2015, kdy tempo růstu investic a tržeb je téměř vyrovnané, ale i do roku 2016. Důvodem je, že investice mají dlouhodobý dopad na podnik, a to minimálně po dobu, kdy je majetek v podniku využíván, tedy v tomto případě minimálně po dobu jeho odepisování, tedy 5 let.

Graf 17: Růstové pravidlo



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů poskytuje podnikům rychlé informace o jejich finanční situaci, a to pomocí ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

Cílem poměrových ukazatelů je zjištění, zda je podnik výkonný či nikoliv.

3.3.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou řazeny mezi nejvýznamnější ukazatele, z důvodu měření celkové účinnosti řízení podniku.

Tato práce porovnává podnikové hodnoty a hodnoty benchmarku podle Ministerstva průmyslu a obchodu (2015-2018). Jako spřízněný byl vybrán obor Výroba buničiny, papíru a lepenky (CZ-NACE 17.1), spadající do oblasti zpracovatelského průmyslu. Jedná se o hlavní identifikaci podnikové činnosti, která má majoritní podíl na produktovém portfoliu.

Tabulka 27: Ukazatele rentability podniku

Ukazatele rentability	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	10 %	12 %	12 %	11 %	17 %
ROE	12 %	15 %	16 %	14 %	20 %
ROS	7 %	8 %	9 %	8 %	10 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Tabulka 28: Ukazatele rentability – MPO

Ukazatele rentability	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	18 %	15 %	17 %	19 %	17 %
ROE	29 %	21 %	23 %	27 %	23 %
ROS	10 %	10 %	11 %	13 %	12 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě Ministerstva průmyslu a obchodu,
2015–2018

Rentabilita aktiv

Rentabilita aktiv patří mezi nejvýznamnější a klíčové ukazatele rentability. Z tabulky č. 27 je patrné, že od roku 2012 se rentabilita zvýšila o 7% bodů, a to z 10 % na 17 %. V roce 2015 pokles rentability aktiv reflektuje růst aktiv a snížení hospodářského výsledku. V roce 2016 naopak dochází k růstu ukazatele rentability aktiv, kdy příčinou je pokles aktiv a nárůst hospodářského výsledku.

V porovnání s hodnotami MPO se vývoj rentability aktiv podniku a zpracovatelského průmyslu výrazně neliší. V roce 2017 dochází dokonce k jejich vyrovnání. Rozdíl v předchozích letech je dán především tím, že mezi podnikové činnosti nepatří jenom výroba buničiny, papíru a lepenky, nýbrž další 4 činnosti, které sice nemají majoritní podíl na výrobě produktového portfolia, ale též mají významnou roli v podniku. Respektive rentabilita podniku se v průběhu času zvyšuje, a naopak rentabilita odvětví klesá.

Rentabilita vlastního kapitálu

Rentabilita vlastního kapitálu nám říká, kolik % zisku připadá na 1 Kč vlastního investovaného kapitálu.

Od roku 2012 se hodnota rentability vlastního kapitálu zvyšuje, až na rok 2015, kdy dochází k snížení její hodnoty z 16 % na 14 %. Vliv na zvýšení má zvyšující se čistý zisk. Právě v roce 2015, kdy dochází k poklesu ROE, zaznamenáváme pokles čistého zisku

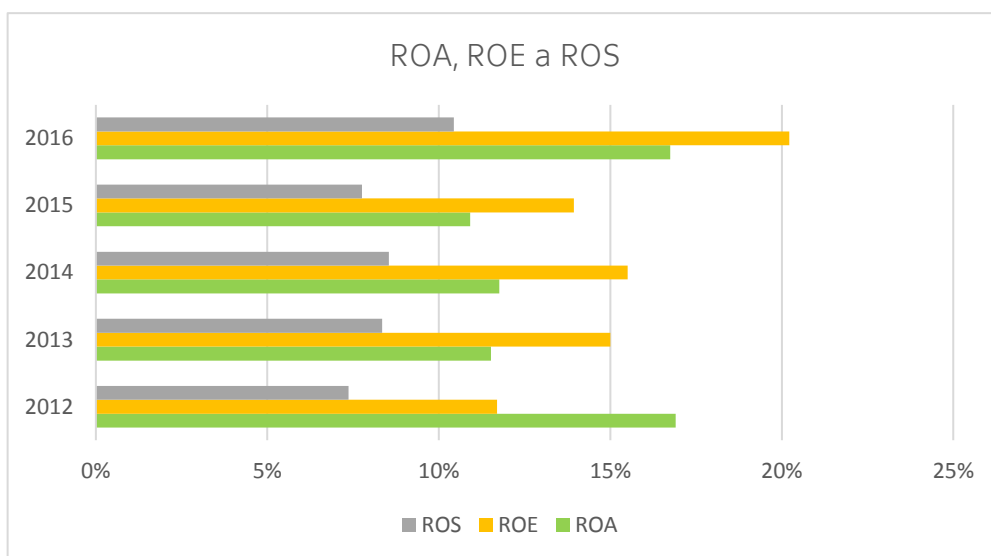
Pokud opět porovnáme průměrné hodnoty ROE v oblasti zpracovatelského průmyslu s hodnotami podniku, můžu konstatovat, že podnikové hodnoty ROE vykazují v průběhu analyzovaného období nižší hodnoty. V roce 2016 je rozdíl mezi těmito hodnotami pouhá 3 %. Důvodů, proč má podnik nižší ROE, je několik. Za prvé podnik vykazuje nižší hodnotu ROA, než je průměrná hodnota v odvětví a také celková výkonnost podniku zaostává.

Rentabilita tržeb

Rentabilita tržeb tvoří jádro efektivního podniku a určuje, kolik Kč čistého zisku připadá na 1 Kč tržeb. V průběhu analyzovaného období dochází k zvyšování tohoto ukazatele. Vliv na vývoj tohoto ukazatele má růst či pokles tržeb a výsledku hospodaření před zdaněním.

Z pohledu benchmarkingu dochází k téměř stejnému vývoji. Rozdíl mezi podnikovými hodnotami a průměrnými hodnotami zpracovatelského průmyslu se sice v průběhu analyzovaného období zmenšoval, ale i přesto odvětví dosahuje vyšší výkonnosti.

Graf 18: Ukazatele rentability



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

3.3.2.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity nám zobrazují likviditu podniku, tedy jak je podnik schopen splácet své závazky. Ukazatele likvidity podniku budou jako v předchozím případě porovnány s ukazateli MPO. Vývoj všech ukazatelů likvidity zachycuje níže uvedený graf č. 19

Tabulka 29: Ukazatele likvidity podniku

Ukazatele likvidity	2012	2013	2014	2015	2016
Běžná	1,4	1,3	1,1	1,3	1,8
Pohotová	0,8	0,7	0,6	0,7	1,0
Peněžní	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Tabulka 30: Ukazatele likvidity – MPO

Ukazatele likvidity	2012	2013	2014	2015	2016
Běžná	1,9	2,3	2,3	2,1	2,5
Pohotová	1,4	1,7	1,7	1,6	1,9
Peněžní	0,4	0,6	0,6	2,0	0,7

Zdroj: vlastní zpracování autorky na základě Ministerstva průmyslu a obchodu,
2015–2018

Běžná likvidita

Běžná likvidita nám vypovídá o tom, kolikrát je podnik schopen uhradit své závazky v případě, kdyby přeměnil veškerá svá aktiva na hotovost. Doporučená hodnota dle Kislingrové a kol. (2010, 104) se pohybuje v rozmezí 1,6 – 2,5. Likvidita podniku se pohybuje během sledovaného období mezi hodnotami 1,1 až 1,8. Podnik tedy zvolil při řízení likvidity, agresivní strategii, která se vyznačuje vyšším rizikem i přesto, že pracovní kapitál řídí prostřednictvím strategie konzervativní, výjimkou je rok 2016, kdy běžná likvidita se nacházela v doporučeném pásmu (1,8). Zvýšení hodnoty běžné likvidity mohla být způsobena změnou strategie při řízení likvidity, a to z agresivní na optimální strategii.

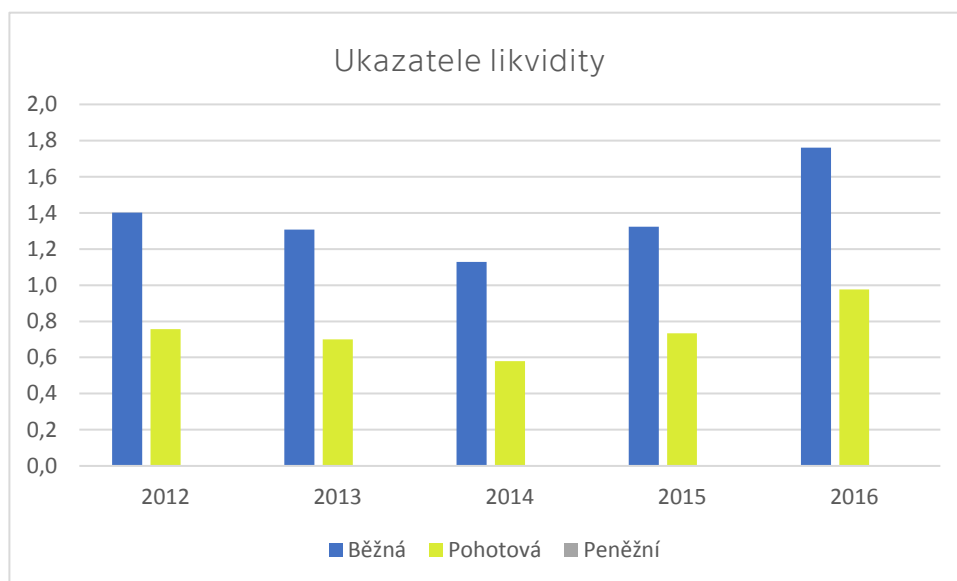
Pohotová likvidita

Jak již víme z teoretické části, doporučená hodnota pohotové likvidity se pohybuje v intervalu $<0,7 - 1,0>$. Tuto hodnotu podnik, až na rok 2012, splňuje. V porovnání s doporučenými hodnotami pohotové likvidity dle MPO se podnikové hodnoty nacházejí hluboko pod jejich úrovní.

Peněžní likvidita

Peněžní likvidita zahrnuje veškeré platební prostředky podniku, tzn. šeky, peněžní prostředky na běžném účtu a v hotovosti, cenné papíry atd. Doporučená hodnota se nachází v intervalovém rozmezí $<0,2-0,5>$. Peněžní hodnota u oceňované společnosti je během sledovaného období na úrovni 0 a doporučeným a průměrným hodnotám dle MPO se vůbec nepřibližuje, důvodem je využívání přeshraničního a tuzemského cash pooling. Tedy podnik své přebytečné peněžní prostředky ukládá na společný účet s možností využití krátkodobého bankovního úvěru.

Graf 19: Ukazatele likvidity



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

3.3.2.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity poskytují podniku informace o tom, jak efektivně řídí svá aktiva a informují ho o vázanosti a využití kapitálu v jednotlivých aktivech.

Tabulka 31: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	2012	2013	2014	2015	2016
Obrat aktiv	1,3	1,4	1,4	1,4	1,6
Obrat zásob	8,1	6,8	7,4	7,8	7,7
Doba obratu zásob	45	53	49	46	47
Doba splatnosti pohledávek	53	61	53	57	58
Doba splatnosti krátkodobých závazků	69	87	89	78	60
OCP	29	27	13	25	45

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Obrat aktiv patří mezi klíčové ukazatele, které měří efektivní užívání veškerých podnikových aktiv. Jak již bylo zmíněno v teoretické části, obrat aktiv by měl vykazovat co nejvyšší hodnoty, avšak jeho minimální hodnota by měla být rovna 1. Z výše uvedené tabulky můžeme vidět, že obrat aktiv se pohybuje nad hodnotou 1 a s postupem času dochází k jeho zvyšování v závislosti na růstu tržeb společnosti.

Obrat zásob vykazuje v průběhu sledovaného období nižší průměrné hodnoty než odvětví. Z čehož vyplývá, že podnik řídí své zásoby mnohem hospodárněji, než je tomu tak v rámci celého odvětví.

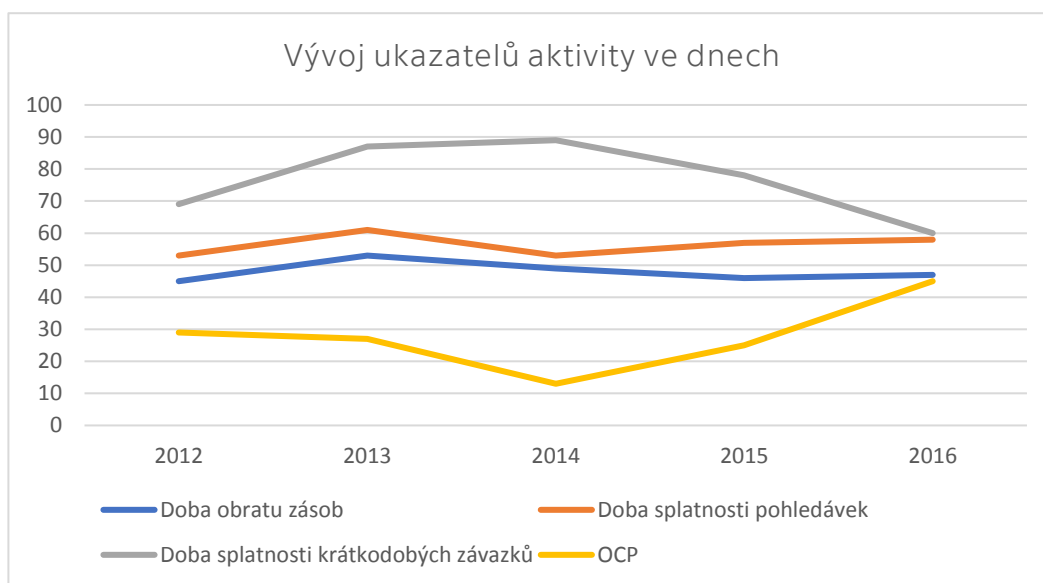
Doba obratu zásob by měla být co nejnižší, neboť čím nižší doba obratu zásob, tím efektivněji řídíme naše zásoby. Avšak je nutné brát v úvahu, že doba obratu zásob by měla korespondovat s optimální podnikovou výší zásob, tak aby byl zajištěn plynulý chod výroby a podnik byl schopen reagovat na poptávku. Z grafu je patrné, že v průběhu analyzované období dochází u doby obratu zásob k menším (nikoliv extrémním) výkyvům. Na základě doby obratu zásob můžeme konstatovat, že podnikové řízení zásob se nachází na velmi dobré úrovni.

Doba splatnosti pohledávek se vyvíjí obdobným tempem jako doba obratu zásob. Obecně platí, že doba splatnosti pohledávek by měla být co nejkratší. Z grafu je patrné, že výše doby splatnosti pohledávek se v průběhu analyzovaného období pohybuje od 53–61 dní. Na dobu splatnosti má vliv jednak vyjednávací síla zákazníků, tak také velikost tržeb prodaných vlastních výrobků a služeb.

Doba splatnosti krátkodobých závazků by měla být co nejdelší. Z grafu je zjevné, že tato doba se od roku 2013 snižuje a v roce 2016 dosahuje hodnoty 60 dní. Mezi lety 2013 a 2016 se doba splatnosti krátkodobých závazků snížila o 29 dní. Důvodem poklesu může být jednak horší vyjednávací pozice vůči dodavatelům, ale i pokles krátkodobých závazků, především k ovládajícím osobám, který nastal v tomto období.

Obratový cyklus peněz nám ukazuje, jak dlouho jsou podnikové zdroje vázány v oběžných aktivech. V tomto případě opět platí, čím nižší hodnota, tím lépe pro podnik. Z grafu můžeme vidět, že obratový cyklus peněz do roku 2014 klesá a od roku 2015 naopak roste. Nejvyšší nárůst je zaznamenán mezi lety 2015 a 2016, kdy se obratový cyklus peněz zvýšil o 20 dní. Naopak nejnižší nárůst nastal v roce 2013, kdy se oproti roku 2012 snížila hodnota o 2 dny. Během analyzovaného období se obratový cyklus zvýšil o 16 dní. Vliv na jeho zvýšení měla především snižující se doba splatnosti krátkodobých závazků, která výrazně ovlivňuje peněžní obratový cyklus.

Graf 20: Vývoj ukazatelů aktivity ve dnech



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

3.3.2.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti zobrazují, jak podnik využívá cizích zdrojů k financování aktiv.

Tabulka 32: Ukazatele zadluženost

Ukazatele zadluženosti	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost	33 %	39 %	40 %	37 %	34 %
Dlouhodobá zadluženost	6 %	5 %	4 %	4 %	4 %
Úrokové krytí	72,54	55,34	52,37	68,74	129,20

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Nejprve se zaměřím na hlavní ukazatel zadluženosti, a to na celkovou zadluženost podniku. Ta se během celého analyzované období pohybuje na spodní hranici doporučeného pásma, které se pohybuje v rozmezí 30–60 procent.

Úrokové krytí vykazuje ve všech obdobích vysokou hodnotu. Důvodem je nízká hodnota cizích zdrojů a s ní související výše nákladových úroků. Podnik tak vystupuje vůči věřitelům jako vysoce bonitní firma s nízkou mírou rizika.

3.3.3 Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota zhodnocuje ekonomickou výkonnost oceňovaného subjektu a poskytuje informace vlastníkům o tom, zda jejich podnik tvořil v daném roce hodnotu.

Tabulka 33: Výpočet ekonomické přidané hodnoty – Model CAMP

CAMP	2012	2013	2014	2015	2016
rf	1,92 %	2,20 %	0,67 %	0,49 %	0,53 %
rm-rf	7,08 %	6,05 %	6,80 %	7,36 %	6,69 %
beta unlevered					
<i>Paper/Forest Products</i>	0,56	0,64	0,74	0,82	0,87
beta levered	0,56	0,64	0,74	0,82	0,87
re	5,88 %	6,07 %	5,70 %	6,53 %	6,35 %
EVA	16 010 Kč	25 414 Kč	28 065 Kč	20 831 Kč	41 356 Kč
EAT	32 208	42 697	44 390	39 173	60 286
-re*E	-16198,15	-17282,79	-16324,65	-18342,40	-18930,18

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Graf 21: Ekonomická přidaná hodnota – model CAMP



Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Z výše uvedeného grafu je patrné, že podnik každoročně tvoří hodnotu, neboť ukazatel EVA vykazuje hodnotu vyšší než 0. V roce 2015 ukazatel EVA klesl oproti předchozímu roku, nicméně v následujícím roce hodnota vstoupila o 20 525 tis. Kč. Jelikož v rámci sledovaného období hodnota podniku, až na jedno období, rostla, můžeme říci, že podnik vykazuje rostoucí tendenci.

3.3.4 Shrnutí finanční analýzy

Na základě provedené finanční analýzy jsme zjistili, že společnost Mondi Bags Štětí a.s. je stabilní podnik s přiměřeně stabilní nákladovou strukturou a rostoucím výsledkem hospodaření. V rámci analyzovaného období dochází, až na menší výkyvy, k růstu ukazatelů rentability aktiv, tržeb a vlastního kapitálu. Zároveň se podnik prezentuje slušnou likviditou a přiměřenou zadlužeností. V posledním případě ekonomická hodnota podniku v rámci 5 let roste, tedy je i rostoucí.

Z mé strany bych podniku doporučovala zaměřit se na následující položky:

1. Obratový cyklus peněz

Obratový cyklus peněz se během jednoho roku zvýšil o 20 dní, přesněji řečeno z 25 dní na 45 dní. Tato zvyšující se hodnota signalizuje podniku delší dobu vázanosti zdrojů na oběžných aktivech, které by při jejím snížení mohly být využívány efektivnějším způsobem. Podnik by měl co nejvíce zvýšit dobu splatnosti krátkodobých závazků, a naopak snížit dobu splatnosti pohledávek. Zvyšující se obratový cyklus peněz též ovlivňuje potřebnou výši pracovního kapitálu.

2. Pracovní kapitál

Podnik by se měl nadále zaměřovat na řízení pracovního kapitálu a jeho potřebou výši. Při jeho řízení je nutné, aby podnik měl k dispozici optimální výši zásob, tak aby nedocházelo ke zbytečnému zadržování peněžních prostředků a naopak, aby nedocházelo k zpomalování chodu výroby. Dále je nutné, aby podnik snížil dobu obrátového cyklu peněz, viz předchozí bod.

Obecné doporučení

Podnik by se měl soustředit na produkty s vyšší marží, z důvodu vykazujících nižších hodnot ukazatelů rentability (ROA, ROE, ROS) než je průměr v daném odvětví.

I přes výše uvedené výhrady a doporučení můžeme na základě finanční analýzy konstatovat, že při zvolené strategii bude splněn předpoklad trvalé existence podniku, tzv.

„going concern“ princip, jehož splnění je klíčové pro využití výnosové metody při samotném ocenění.

3.4 Finanční plán

Předtím, než dojde k vytvoření finančního plánu, by mělo dojít k rozdělení podnikových aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Na základě dostupných informací z uveřejněných výročních zpráv společnost Mondi Bags Štětí a.s. jsou téměř veškerá aktiva nezbytná k zajištění plynulého chodu společnosti. Provozně potřebná aktiva jsou popsána a zdůvodněna v následujících podbodech:

- *Dlouhodobý hmotný majetek* je tvořen z několika složek. Největší složkou jsou hmotné movité věci zahrnující stroje a zařízení, dopravní prostředky a inventář. Další položkou jsou stavby a pozemky, které jsou využívány k hlavní činnosti podniku. Dále následují položky nedokončeného DHM a zálohy na DHM.
- *Dlouhodobý nehmotný majetek* se skládá ze softwaru, který je využíván k tvorbě databází pro správu podnikových dat, které jsou pro podnik významné.
- *Zásoby* jsou nedílnou součástí oceňovaného podniku, neboť se jedná o výrobní podnik. Tuto položku musí podnik efektivně řídit tak, aby nedocházelo k zadržování finančních prostředků, které by mohly být efektivně využity v jiné podnikové oblasti.
- *Krátkodobé pohledávky* nejčastěji vznikají z obchodních vztahů s odběrateli. Na základě výroční zprávy je oceňovaná společnost rozčleňuje dle věkové struktury, tedy doby jejich splatnosti.
- *Krátkodobý finanční majetek* zastupuje položky bezhotovostní a hotovostní peníze. Výše krátkodobého finančního majetku charakterizuje likviditu podniku. Ta je u oceňovaného podniku nízká, z důvodu cash pooling, který firma využívá v rámci skupiny Mondi.
- *Časové rozlišení* v sobě zahrnuje příjmy, výdaje, náklady a výnosy příštích období, které jsou úzce spjaty s výrobní činností a charakterem podniku.
- V podniku nalezneme pouze jednu položku provozně nepotřebného majetku, a to dlouhodobý finanční majetek. Ten zastupuje položku podílů v dceřiných společnostech. Firma Mondi Bags Štětí a.s. má 3% vlastnický podíl ve společnosti Mondi Bags Hungária Kft, ze kterého během analyzovaného období nerealizovala žádný příjem z dividend.

Na základě výstupu z finanční analýzy víme, že podnik splňuje tzv. going concern princip, který je předpokladem pro použití výnosové metody. K samotnému ocenění podniku pomocí výnosových metod je potřeba sestavení finančního plánu podniku pro období 2017 až 2021. Finanční plán podniku Mondi Bags Štětí a.s. bude sestaven na období pěti let, tedy na období 2017 až 2021 pomocí agregovaného přístupu metody % z tržeb. Tato metoda je založena na procentuálním podílu dílčích položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty daného období na provozních tržbách (vertikální analýza). Vertikální analýza byla aplikována na veškeré položky rozvahy a výsledovky minulých období. Následně byly posouzeny budoucí podíly jednotlivých položek na tržbách. Některé položky však byly stanoveny dle průměrné hodnoty sledovaných období, vývoje posledního roku nebo na základě expertního odhadu.

3.4.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Prvotním krokem při tvorbě plánu výkazu zisku a ztráty je prognóza tržeb, která byla stanovena na základě strategické analýzy. Pro přehlednost znovu uvádím tabulku, která zobrazuje vývoj vlastních výrobků a tržeb v letech 2017 až 2021, jejichž roční průměrné tempo růstu je stanoveno na 4,5 %.

Tabulka 34: Prognóza vývoje tržeb

Rok	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za výrobky a služby (v tis. Kč)	752 581	785 695	820 265	856 357	894 036
Tempo růstu Tržeb (v %)	4,7 %	5,4 %	4,4 %	3,5 %	4,3 %
Průměrné tempo růstu tržeb (v %)	4,5 %				

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Ve výkazu zisku a ztráty nalezneme položku výkony, která zahrnuje tržby za výrobky a služby. Průměrné tempo růstu ročních tržeb bylo stanoveno na hodnotu 4,5 %. Do výkonů spadá též položka změna stavu zásob vlastní činnosti. Tato položka z hlediska nulového podílu na tržbách nebyla pro budoucí období prognózována. Vývoj ostatních nákladových a výnosových položek zobrazuje níže uvedený plánovaný výkaz zisku a ztráty. Ten je uveden ve zkrácené podobě.

Tabulka 35: Plán výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)					
TEXT	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží	4 000	3 000	2 000	1 000	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	3 680	2 760	1 840	920	0
Obchodní marže	320	240	160	80	0
Výkony	753 302	787 200	822 624	859 643	898 326
Výkonová spotřeba	542 377	566 784	592 290	618 943	646 795
Přidaná hodnota	211 245	220 656	230 495	240 780	251 531
Osobní náklady	90 396	94 464	98 715	103 157	107 799
Daně a poplatky	245	265	285	305	325
Úpravy hodnot v provozní oblasti	45 198	47 232	49 357	51 579	53 900
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	0	0	0	0	0
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500
Ostatní provozní náklady	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
Provozní výsledek hospodaření	76 405	79 695	83 137	86 739	90 508
Výnosové úroky	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	785	785	785	785	785
Ostatní finanční výnosy	7 275	7 275	7 275	7 275	7 275
Ostatní finanční náklady	7 731	7 731	7 731	7 731	7 731
Finanční výsledek hospodaření	-1 241	-1 241	-1 241	-1 241	-1 241
Výsledek hospodaření před zdaněním	75 164	78 454	81 896	85 498	89 267
Daň z příjmů za běžnou činnost	14 281	14 906	15 560	16 245	16 961
Výsledek hospodaření za účetní období	60 883	63 548	66 336	69 254	72 306

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Tržby za prodej zboží v posledních letech klesaly. Tento trend bude i nadále pokračovat v budoucím období, kdy v roce 2021 dosáhne nulové hodnoty. V důsledku poklesu tržeb za zboží se předpokládá i pokles nákladů na prodané zboží. Jejich hodnota byla stanovena na základě součinu průměrného podílu v minulých letech a tržeb za zboží. Tento pokles bude mít vliv na velikost obchodní marže, jejíž hodnota bude v průběhu let klesat až na nulovou hodnotu. Prognóza tržeb vlastních výrobků a služeb je stanovena na základě tempa růstu trhu pro nadcházející období a tržního podílu relevantního trhu, a to na hodnotu 4,5 %.

Od roku 2014 výkonová spotřeba tvořila 72% podíl na tržbách. Předpokládáme, že tato tendence bude následovat i pro prognózované období. V závislosti na zvyšujícím se

množstvím produkce byl v každém roce podíl spotřeby materiálů na výkonech stanoven na fixní hodnotu 60 %.

V důsledku každoročního růstu tržeb za vlastní výrobky a služby předpokládáme nepatrný nárůst podílu osobních nákladů na výkonech, a to z hodnoty 11,51 % na 12 %. Tento nárůst bude ovlivněn jednak zvýšením tlaku na růst mezd ze stran stávajících zaměstnanců, ale i zvýšením počtu potřebných pracovních sil. Tato potřeba bude zejména ovlivněna potřebou rozšíření stávající výrobní kapacity z důvodu uspokojení budoucí tržní poptávky. Podnik tedy bude muset v následujících letech masivně investovat. Tato skutečnost se projeví i na výši položky úpravy hodnot v provozní oblasti v prognózovaném období.

Položka daně a poplatky byla stanovena na základě expertního odhadu. Ten byl odvislý od posledních dvou období, kdy hodnota této položky rostla o 20 tis. Kč. Pokračování tohoto trendu očekáváme i v následujících obdobích.

Jelikož položky tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a zůstatkové ceny dlouhodobého majetku a materiálu neměly v minulých obdobích významný podíl na výkonech, jejich hodnota v budoucím období nebyla prognózována. Ostatní provozní náklady a výnosy jsou tvořeny zejména kurzovými zisky a ztrátami. Jejich budoucí hodnota byla stanovena na základě expertního odhadu, při kterém byl brán v úvahu faktor nárůstu prodeje tržeb za vlastní výrobky a služby mimo tuzemské trhy.

Hodnota provozního výsledku hospodaření, která je základem podnikatelské činnosti výrobní firmy, bude v následujících letech každoročně růst a v roce 2021 bude dosahovat 90 508 tis. Kč.

Finanční výsledek hospodaření je ovlivněn nákladovými a výnosovými úroky a ostatními finančními výnosy a náklady. Výše veškerých zmiňovaných položek byla stanovena dle expertního odhadu. Jeho výše v průběhu prognózovaného období poklesne, a bude se tak nadále pohybovat v záporných hodnotách, tak jak tomu bylo v letech minulých.

V následujících letech se výsledek hospodaření bude vyvíjet rostoucím tempem, a to ze 75 164 tis. Kč do 89 267 tis. Kč. Výsledek hospodaření za běžné účetní období po zdanění je stanoven jako rozdíl výsledku hospodaření před zdaněním a daňové sazby, jejíž očekávaná hodnota je 19 %. Z výkazu zisku a ztráty je patrné, že se v průběhu pěti let očekává každoroční nárůst hodnoty zisku.

3.4.2 Plán rozvahy

Plánovaná rozvaha, která je zobrazena ve zkrácené podobě v tabulce č. 36, znázorňuje vývoj bilanční sumy v jednotlivých letech. Ta od roku 2017 až 2021 vzroste v absolutním vyjádření o 92 852 tis. Kč, v relativním o 19 %. Nejprve se zaměříme na samotný vývoj aktiv. Nejvyšší nárůst aktiv je zapříčiněn růstem dlouhodobého majetku. Prognóza dlouhodobého majetku byla stanovena na základě procentuálního podílu dlouhodobého majetku na tržbách. Jak již bylo zmíněno u plánu výkazu zisku a ztráty, společnost musí masivně zainvestovat do dlouhodobého majetku, aby byla schopna uspokojit budoucí poptávku. V důsledku této okolnosti dojde ke zvýšení podílu dlouhodobého majetku na výkonech, a to z původních 33 % na 35 %. Ostatní položky z důvodu téměř nulového podílu na tržbách v minulých obdobích nebyly prognózovány.

Další položkou ovlivňující sumu aktiv jsou oběžná aktiva. Ta jsou definována jako součet zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Nejprve se zaměříme na položku zásob. Ta byla stanovena jako součin podílu na tržbách a výkonech. Výše podílu na tržbách byla ponechána na hodnotě z minulých dvou let, a to 13 %. Krátkodobé pohledávky v minulých letech tvořily 16% podíl na tržbách a taktéž jejich hodnota zůstala nezměněna. Výše krátkodobého finančního majetku se v minulosti udržovala na velmi nízké úrovni a jinak tomu nebude ani v budoucnosti. Důvod je prostý, společnost využívá cash pooling v rámci skupiny Mondi a jeho využívání se předpokládá i do budoucna. Prognóza krátkodobého finančního majetku byla stanovena jako součin předpokládané peněžní likvidity (0,002) podniku a krátkodobých závazků. Časové rozlišení nemělo zásadní podíl v minulých letech na tržbách, proto pro následující období nebylo prognózováno.

Tabulka 36: Plán zkrácené rozvahy

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	AKTIVA	2017	2018	2019	2020	2021
	AKTIVA CELKEM	482 452	504 155	526 837	550 538	575 304
B.	Dlouhodobý majetek	263 656	275 520	287 919	300 875	314 414
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0	0	0	0	0
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	263 656	275 520	287 919	300 875	314 414
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	218 796	228 635	238 918	249 663	260 890
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	97 929	102 336	106 941	111 754	116 782
<i>C.II.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	120 528	125 952	131 620	137 543	143 732
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	339	347	357	366	376
D.1.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	PASIVA	2017	2018	2019	2020	2021
	PASIVA CELKEM	482 452	504 155	526 837	550 538	575 304
A.	Vlastní kapitál	313 171	330 467	348 528	367 387	387 083
A.I.	Základní kapitál	191 250	191 250	191 250	191 250	191 250
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	709	729	750	771	793
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	60 329	74 941	90 192	106 113	122 734
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+-)	60 883	63 548	66 336	69 254	72 306
B.	Cizí zdroje	169 281	173 688	178 309	183 151	188 221
B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	169 281	173 688	178 309	183 151	188 221
C.I.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Nyní přejdeme ke straně pasiv. Bilanční suma pasiv bude v následujících letech vykazovat rostoucí tendenci. Vliv na tuto skutečnost bude mít nárůst jak cizích zdrojů, tak i vlastního kapitálu.

Vlastní kapitál bude meziročně růst, přičemž nejvyšší nárůst můžeme zaznamenat mezi lety 2017-2018 a 2020-2021. V období 2017 až 2018 je vyšší nárůst ovlivněn větším objemem zadrženého kapitálu a v letech 2020-2021 zvyšujícím se rozsahem zadrženého kapitálu a výsledku hospodaření za běžné účetní období. Základní kapitál nevykazoval v minulých letech žádné změny, a proto byl naplánován do budoucna ve stejné výši. Jelikož 1. 1. 2014 vstoupil v platnost nový obchodní zákon s podtitulem zákon o obchodních společnostech a družstev, který neukládá povinnost akciovým společnostem tvořit zákonný rezervní fond, předpokládáme v budoucím období jeho nulovou hodnotu, stejně tak jak tomu bylo v roce 2016. Při prognóze byly brány v úvahu jen statutární a ostatní fondy, jejichž výše byla stanovena na základě expertního odhadu. V důsledku masivního investování je potřeba, aby podnik zadržoval větší objem zisku, než tomu bylo v minulých letech (průměrná hodnota 6 %). Z tohoto důvodu byla stanovena hodnota na 24 %.

Cizí zdroje vzrostou od roku 2017 do roku 2021 o 11 %, a to z původní hodnoty 155 415 tis. Kč na 188 221 tis. Kč. Z hlediska zanedbatelného (0-3 %) procentuálního podílu rezerv a dlouhodobých závazků na tržbách, tyto položky nebyly prognózovány. Jediným představitelem cizích zdrojů jsou krátkodobé závazky. Ty v rámci časového horizontu pěti let budou mít rostoucí tendenci, přičemž jejich růst bude zapříčiněn rostoucími závazky

z obchodních a k ovládajícím osobám. Časové rozlišení pasiv nebylo do budoucna plánováno, jelikož výnosy příštích období, až na jedno období, vykazovaly nulovou hodnotu.

3.4.3 Finanční analýza finančního plánu

K ověření předpokladu budoucí prosperity podniku Mondi Bags Štětí a.s. je žádoucí vytvořený finanční plán zanalyzovat pomocí stručné finanční analýzy. Sestavený finanční plán bude zhodnocen na základě poměrových ukazatelů. Výstupy z finanční analýzy zobrazuje níže uvedená tabulka.

Tabulka 37: Finanční analýza finančního plánu

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
Rentabilita					
ROA	15,7 %	15,7 %	15,7 %	15,7 %	15,7 %
ROE	19,4 %	19,2 %	19,0 %	18,9 %	18,7 %
ROS	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Aktivita					
Obrat aktiv	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Obrat zásob	7,7	7,7	7,7	7,7	7,7
Doba obratu zásob (dny)	47	47	47	47	47
Doba splatnosti pohledávek (dny)	57	57	57	58	58
Doba splatnosti krátkodobých závazků (dny)	80	79	78	77	75
Obratový cyklus peněz	23	25	26	28	29
Likvidita					
Běžná	1,29	1,32	1,34	1,36	1,39
Pohotová	0,71	0,73	0,74	0,75	0,77
Okamžitá	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Zadluženost					
Celková zadluženost	35 %	34 %	34 %	33 %	33 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Z hlediska ukazatelů rentability můžeme konstatovat, že podnik bude i nadále ziskový, přestože hodnota ukazatelů aktiv a vlastního kapitálu se mírně sníží oproti předchozímu

období (2016). Stále však budou vykazovat vyšší hodnoty než v letech předchozích. K jejich zvyšování by docházelo v případě zaměření podniku na produkty s vyšší marží. V posledních dvou letech bude docházet ke snižování rentability vlastního kapitálu, což bude způsobeno vyšším přírůstkem vlastního kapitálu než čistého zisku. Rentabilita tržeb se bude v rámci prognózovaného období držet ve výši 10 %, tedy na stejné úrovni jako v roce 2016.

Ukazatele aktivity se vyvíjí taktéž příznivě. Obrat aktiv se bude udržovat stále ve stejné výši jako v období 2016. Totožný vývoj zaznamenáváme u obratu zásob a doby obratu zásob. Podnik tedy i nadále bude efektivně hospodařit se zásobami, které se v podniku protočí 7,7krát. Doba splatnosti pohledávek se bude v prognózovaném období pohybovat od 57-58 dní. Bude tedy docházet k menším výkyvům, než tomu bylo mezi lety 2012 až 2016. Větší výkyvy v porovnání s minulými obdobími můžeme zaznamenat u doby splatnosti krátkodobých závazků. Ta se mezi rokem 2016 a 2017 zvýšila o 20 dní. Tento jev je dán především nárůstem závazků k ovládaným osobám, ale jejich růst může vypovídat i o zlepšení vyjednávací pozice vůči dodavatelům. V následujících letech dochází postupně k jejímu snižování, a to až na 75 dní. To je způsobeno zvyšujícími se tržbami za vlastní výrobky a služby v daných obdobích. Doba obratu zásob v prognózovaném období má klesající tendenci, což je pro podnik velmi pozitivní, neboť podnikové zdroje jsou kratší dobu vázány v oběžných aktivech. Pokles doby obratu zásob je ovlivněn zvyšující se dobou splatnosti krátkodobých závazků.

Jak je patrné z ukazatelů likvidity, podnik i nadále bude řídit likviditu prostřednictvím agresivní strategie. Pohotová likvidita se v prognózovaném období bude pohybovat na spodní hranici doporučených hodnot, jak tomu bylo i v minulých letech. Z důvodu využívání tuzemského a přeshraničního cash poolingů v rámci skupiny Mondi se i nadále předpokládá její nízká hodnota.

Na základě prognózy se celková zadluženost bude vyvíjet pro podnik velice příznivě a v průběhu let bude její hodnota klesat až na 33 %. Stále se ale její hodnota bude pohybovat na spodní hranici doporučené hodnoty.

3.4.4 Závěr finančního plánu

Na základě finančního plánu společnosti Mondi Bags Štětí a.s. můžeme konstatovat, že firma bude generovat nejenom kladný provozní výsledek hospodaření, ale i výsledek hospodaření za běžné účetní období. Jejich hodnota by navíc měla každoročně růst. Dle

zhodnocení finančního plánu pomocí finanční analýzy je zřejmé, že budoucí finanční situace podniku bude příznivá. Podnik bude i nadále výkonný a jeho finanční stabilita taktéž není ohrožena. Tyto aspekty jsou velice důležité pro předpoklad pokračování podniku v budoucnu a taktéž pro splnění going concern principu, který je základním předpokladem pro stanovení hodnoty pomocí výnosových metod.

4 Stanovení hodnoty podniku Mondi Bags Štětí a.s.

Na základě provedené strategické a finanční analýzy a následného sestavení finančního plánu, díky kterým došlo k ověření principu going concern, můžeme přejít k samotnému ocenění podniku. Hodnota podniku bude stanovena pomocí výnosové metody diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantě entity. Pro ověření reálnosti tohoto ocenění bude použita jako další výnosová metoda EVA. Pro doplnění těchto metod bude využita metoda tržního porovnání a metoda založená na majetkové bázi, tzv. metoda účetní hodnoty. K výpočtům jednotlivých metod bude využit sestavený finanční plán, který je popsán v kapitole 3.4.

4.1 Stanovení diskontní míry

Stanovení diskontní míry je ústředním krokem při použití výnosových metod ke stanovení hodnoty firmy. V závislosti na zvolených výnosových metodách (DCF entity, EVA) bude diskontní míra určena pomocí vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC).

Vážené náklady na kapitál budou definovány pro každé prognózované období z důvodu měnící se kapitálové struktury podniku. Hodnoty cizího (D) a vlastního kapitálu (E) jsou pro jednotlivá období převzaty ze sestaveného finančního plánu pro období 2018–2021. Hodnota celkového dlouhodobého investovaného kapitálu je vypočtena jako suma vlastního a cizího kapitálu. Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny pro prognózované období na hodnotu 2 %, a to z důvodu výše předpokládaných nákladových úroků a krátkodobých závazků ve formě závazků k ovládající osobě. Daň z příjmů právnických osob je na základě strategické analýzy uvažována ve fixní výši 19 %. Poslední položkou ke stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál jsou náklady na vlastní kapitál. Ty budou určeny pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). K výpočtu nákladů na vlastní kapitál budeme potřebovat hodnoty dvou položek. Bezrizikovou výnosovou míru (r_f) stanovíme na základě výnosu 10letých státních obligací s aktuálním výnosem ve výši 2,8 % uvedených na internetové stránce profesora Damodarana. Beta unlevered, která je důležitá k výpočtu beta levered, bude taktéž stanovena na základě aktuálních dat pro Evropu a Ameriku dostupných na internetové stránce profesora Damodarana. Aktuální hodnota bety unlevered pro odvětví paper/forest product je 0,92. K výpočtu nákladů na vlastní ka-

pitál je nezbytné betu unlevered transformovat na betu levered, která nám bude kvantifikovat míru rizika prostřednictvím míry citlivosti tržní ceny cenného papíru na kapitálovém trhu. Samotný vzorec využitý ke stanovení bety levered je uveden v kapitole 2.7.2. Poslední potřebnou položkou k výpočtu nákladů na vlastní kapitál je prémie za systematické tržní riziko ($r_m - r_f$). Ta byla stanovena na základě aktuálních údajů z webové stránky profesora Damodarana, a to na hodnotu 5,89 % pro systematické riziko v rámci České republiky. Výslednou hodnotu nákladů na vlastní kapitál stanovíme jako *bezriziková výnosová míra + beta levered * prémie za systematické tržní riziko*. Náklady na vlastní kapitál budou během prognózovaného období dosahovat stálé hodnoty 9 %. Jednotlivé kroky ke stanovení nákladů na vlastní kapitál jsou uvedené v následující tabulce.

Tabulka 38: Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM

CAPM	2018
rf	0,0280
beta unlevered	0,92
beta levered	1,0088
E	330 467
D	39 360
rm-rf	5,89 %
re	9 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě webové stránky Damodaran.com, 2018

Nyní, když už jsou známé veškeré potřebné položky ke stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál, můžeme přejít k jejich samotnému vymezení. Vážené průměrné náklady na kapitál se v prognózovaném období budou pohybovat ve výši 8 % a jejich výpočet je vymezen v následující tabulce.

Tabulka 39: Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál

Výpočet WACC	2018	2019	2020	2021
E	330 467	348 528	367 387	387 083
re	9 %	9 %	9 %	9 %
D	39 360	41 131	42 982	44 916
rd	2 %	2 %	2 %	2 %
C	369 827	389 659	410 369	431 999
t	19 %	19 %	19 %	19 %
WACC	8 %	8 %	8 %	8 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

4.2 Metoda DCF entity

Základní metoda, která bude využita pro stanovení hodnoty firmy Mondi Bags Štětí a.s., je dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity). Tato metoda patří mezi nejvyužívanější výnosové metody a pracuje s volnými peněžními toky (cash flow) jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Před samotným výpočtem hodnoty první fáze je nutné stanovit volné peněžní toky do firmy (FCFF) pro budoucí období 2018–2021. Hodnoty jednotlivých položek pro prognózované období jsou určeny pomocí sestaveného finančního plánu.

Tabulka 40: Stanovení peněžních toků do firmy

	2018	2019	2020	2021
EBIT (1-t)	64 184	66 972	69 889	72 942
+odpisy	47 232	49 357	51 579	53 900
WC	54 947	60 609	66 512	72 669
růst WC	5 432	5 662	5 903	6 157
nové investice	57 063	59 630	62 314	65 118
FCFF	48 921	51 037	53 251	55 566

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Při výpočtu peněžních toků do firmy je vycházeno z hodnoty EBIT (1-t), kdy daňová sazba ve všech letech je rovna 19 %. Výsledná hodnota EBITU po zdanění je navýšena o úpravu hodnot v daném roce a snížena o hodnotu růstu pracovního kapitálu, který je stanoven jako rozdíl daného roku a roku minulého, a nových investic.

Z výsledné tabulky je patrné, že volné peněžní toky do firmy v průběhu prognózovaného období vykazují kladnou hodnotou, která bude přiměřeným tempem růst.

Výpočet hodnoty první fáze

Při výpočtu hodnoty první fáze se vychází z peněžních toků pro věřitele a vlastníky, které byly stanoveny v předchozím kroku. Tyto peněžní toky je nutné diskontovat na současnou hodnotu pomocí diskontu. Ten je vypočten prostřednictvím vážených průměrných nákladů na kapitál. Jelikož je společnost Mondi Bags Štětí a.s. oceňována k 27. 4. 2018, je nutné diskontní faktor a diskontované FCFF stanovit k danému datu ocenění. Hodnota oceňované společnosti v první fázi je stanovena jako součet diskontovaných peněžních toků do firmy. Její hodnota pro první fázi k 27. 4. 2018 činí 161 642 tis. Kč.

Tabulka 41: Stanovení hodnoty první fáze metodou DCF entity

Rok	2018	2019	2020	2021
FCFF	48 921	51 037	53 251	55 566
WACC	8 %	8 %	8 %	8 %
Diskont	1,054	1,138	1,229	1,327
Diskontované FCFF	31 549	44 860	43 346	41 886
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	161 642			

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Výpočet hodnoty druhé fáze

Pro stanovení druhé fáze podniku je nutné odhadnout pokračující hodnotu. Ta je vymezena prostřednictvím Gordonova růstového modelu. K výpočtu pokračující hodnoty pomocí Gordonova růstového modelu se za nezbytné považuje stanovení tempa růstu peněžních toků (g) a diskontní míry (WACC). Tempo růstu peněžních toků bylo stanoveno vzhledem k produktům na 2 %. Diskontní míra pro druhé období se bude pohybovat ve stejné výši jako v období prvním, tedy na 8 %. Hodnota druhé fáze je 790 173 tis. Kč. Výpočet hodnoty druhé fáze vyobrazuje následující tabulka.

Tabulka 42: Stanovení hodnoty druhé fáze metodou DCF entity

FCFF v prvním roce pokračující hodnoty	67 926
WACC v prvním roce pokračující hodnoty	8 %
Diskont v prvním roce pokračující hodnoty	1,433
Tempo růstu peněžních toků (g)	2 %
Diskontované FCFF v prvním roce pokračující hodnoty	47 410
Hodnota druhé fáze (tis. Kč)	790 173

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Výsledná hodnota firmy

Výsledná hodnota společnosti Mondi Bags Štětí a.s. je stanovena jako součet hodnoty první fáze a druhé fáze.

Tabulka 43: Stanovení výsledné hodnoty firmy metodou DCF entity

Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	161 642
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	790 173
Hodnota firmy (tis. Kč)	951 815

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Hodnota společnosti Mondi Bags Štětí a.s. stanovena dvoufázovou metodou DCF entity k datu 27. 4. 2018 je 951 815 tis. Kč.

4.3 Metoda založená na ekonomické přidané hodnotě

Pro ověření reálnosti ocenění společnosti pomocí metody DCF entity byla zvolena metoda založená na ekonomické přidané hodnotě ve variantě entity. Důvodem výběru této metody je, že i přesto, že nepracuje s volnými peněžními toky, bere v úvahu výsledky hospodaření podniku, respektive hodnotu EBIT po zdanění a pracuje s diskontní mírou podniku.

V prvním kroku je nezbytné stanovit hodnotu ekonomické přidané hodnoty pro prognózané období, tedy pro rok 2018 až 2021. Hodnotu roku 2017 neuvažujeme, neboť se jedná o přechodné období a samotné ocenění podniku je datováno k 27. 4. 2018. Při výpočtu ekonomické přidané hodnoty vycházíme stejně jako u předchozí metody z EBIT po zdanění. Ten je následně snížen o absolutní hodnotu nákladů na celkový investovaný kapitál (8 %). Z níže uvedené tabulky je patrné, že ekonomická přidaná hodnota podniku bude v nadcházejícím období kladná a její hodnota bude meziročně růst.

Tabulka 44: Výpočet ekonomické přidané hodnoty

	2018	2019	2020	2021
EBIT (1-t)	64 184	66 972	69 889	72 942
C	369 827	389 659	410 369	431 999
WACC	8 %	8 %	8 %	8 %
EVA	34 658 Kč	35 839 Kč	37 078 Kč	38 377 Kč

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Výpočet hodnoty první fáze

Při výpočtu hodnoty první fáze je nezbytné znát hodnotu ekonomické přidané hodnoty pro nadcházející období (tabulka č. 44). Tato hodnota bude při výpočtu hodnoty první fáze diskontována pomocí diskontu, jehož hodnota je totožná jako u metody DCF entity. Jelikož je firma oceňována k datu 27. 4. 2018, je nutné opět upravit diskontní faktor pro rok

2018 k danému datu ocenění. Součet diskontované ekonomické přidané hodnoty pro prognózovaná období nám udává hodnotu první fáze.

Tabulka 45: Stanovení hodnoty první fáze metodou DCF EVA

EVA	34 658 Kč	35 839 Kč	37 078 Kč	38 377 Kč
diskont	1,054	1,138	1,229	1,327
diskont EVA	22 351	31 501	30 181	28 929
Hodnota první fáze (tis. Kč)	112 962			

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Hodnota první fáze společnosti Mondi Bags Štětí a.s. k 27. 4. 2018 činí 112 962 tis. Kč.

Výpočet hodnoty druhé fáze

Stejně jako u metody DCF entity je nutné znát k výpočtu druhé fáze pokračující hodnotu. Ta bude taktéž stanovena pomocí Gordonova růstového modelu, kde hodnota tempa růstu ekonomické přidané hodnoty (g) bude 2 % a diskontní míry (WACC) 8 %. Hodnota druhé fáze dosahuje 455 363 tis. Kč.

Tabulka 46: Stanovení hodnoty druhé fáze metodou DCF EVA

EVA v prvním roce pokračující hodnoty (Kč)	39 145
WACC v prvním roce pokračující hodnoty	8 %
Diskont v prvním roce pokračující hodnoty	1,433
Tempo růstu peněžních toků (g)	2 %
Diskontovaná EVA v pokračující hodnotě	27 322
Hodnota druhé fáze (tis. Kč)	455 363

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Výsledná hodnota firmy

Výsledná hodnota firmy bude stanovena jako součet hodnot první a druhé fáze a hodnoty investovaného kapitálu ke dni ocenění (C). Hodnota investovaného kapitálu je stanovena jako součet provozně potřebných aktiv upravených o hodnotu poměru k danému datu ocenění.

Tabulka 47: Stanovení výsledné hodnoty firmy metodou DCF EVA

1. fáze	112 962
2. fáze	455 363
Hodnota investovaného kapitálu ke dni ocenění (C)	342 549
Hodnota firmy (tis. Kč)	910 875

Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Výsledná hodnota firmy společnosti Mondi Bags Štětí a.s. stanovená pomocí DCF metodou EVA činí k 27. 4. 2018 910 875 tis. Kč.

4.4 Metoda tržního porovnávání

Metoda tržního porovnávání je využita jako doplňující metoda k výnosovým metodám (DCF entity a DCF EVA). Při oceňování společnosti Mondi Bags Štětí a.s. bude konkrétně použita metoda tržních multiplikátorů. Hlavním důvodem využití této metody je, že hodnota podniku je stanovena na základě dostupných informací o hodnotách srovnatelných podniků. Mezi další důvody patří nutnost ověření výstupů z metod diskontovaných peněžních toků pomocí metod tržního porovnávání.

Při stanovení hodnoty firmy pomocí metody tržních multiplikátorů jsou využity průměrné hodnoty násobitelů za odvětví, které jsou dostupné na internetových stránkách profesora Damodarana. Ke stanovení hodnoty firmy byly využity dva výnosové násobitele, a to EV/EBITDA a EV/EBIT. Výsledná hodnota, která byla stanovena jako součin zisku (EBIT/EBITDA) a tržního násobitele je uvedena v následující tabulce.

Tabulka 48: Stanovení hodnoty firmy metodou tržního porovnávání

Tržní multiplikátor – násobitele	EV/EBITDA	EV/EBIT
Násobitel	8,02	12,78
Zisk	121 147	75 949
Hodnota firmy (tis. Kč)	971 601	970 631

Zdroj: vlastní zpracování na základě webové stránky Damodaran.com, 2017

Hodnota podniku na základě tržního srovnání pomocí výnosového násobitele EV/EBITDA k 27. 4. 2018 je 971 601 tis. Kč. V případě násobitele EV/EBIT je hodnota podniku k datu ocenění 970 631 tis. Kč.

I přes minimální odlišnost mezi jednotlivými výslednými hodnotami budeme na tuto metodu pohlížet pouze jako na doplňkovou k výnosovým metodám. Hlavním důvodem je především nedostatek informací o srovnatelných podnicích.

4.5 Metoda účetní hodnoty

Metoda účetní hodnoty patří mezi majetkové metody a v případě ocenění naší společnosti bude využita pouze jako doplňková metoda. Tato metoda byla vybrána z důvodu snadného výpočtu a dostupnosti dat (při výpočtu se vychází z rozvahy). Naopak nevýhodou této metody je nízká validita výsledků. Ke stanovení hodnoty firmy pomocí účetní metody byla použita data z podnikové rozvahy s účinností k 31. 12. 2017.

Tabulka 49: Stanovení hodnoty metodou účetní hodnoty

Název položky (tis. Kč)	k 31. 12.2017
Aktiva celkem	482 452
Dlouhodobý majetek	263 656
Oběžná aktiva	218 796
Časové rozlišení	0
Pasiva celkem	482 452
Vlastní kapitál	313 171
Cizí kapitál	169 281
Časové rozlišení	0
Hodnota podniku (tis. Kč)	482 452

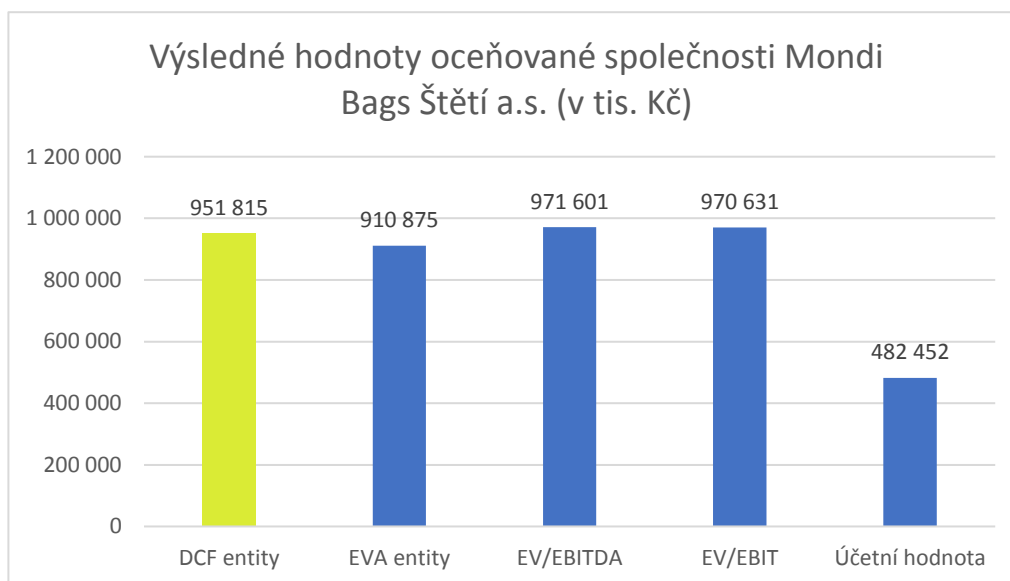
Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Výsledná hodnota podniku, která je stanovena jako hodnota bilanční sumy, pomocí účetní metody k 27. 4. 2018 je 482 452 tis. Kč.

4.6 Souhrnné ocenění

Ke stanovení hodnoty společnosti Mondi Bags Štětí a.s. byly využity 4 metody, z toho za hlavní metodu ocenění podniku byla zvolena výnosová metoda DCF entity. Pro ověření reálnosti metody DCF entity byla vybrána metoda ekonomické přidané hodnoty. Jako doplňkové metody byly zvoleny dvě metody, a to metoda účetní hodnoty a metoda založená na tržním principu neboli metoda tržních multiplikátorů. Výstupní hodnoty jednotlivých metod jsou vyobrazeny následujícím grafem.

Graf 22: Výsledné hodnoty oceňované společnosti Mondi Bags Štětí a.s. (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování na základě výpočtů autorky

Z grafu je zjevné, že výsledné hodnoty jednotlivých metod nejsou, až na metodu účetní hodnoty, zcela odlišné. Nejprve se zaměříme na ústřední metodu oceňování podniku, a to výnosovou metodu DCF entity. Na základě této metody je hodnota podniku ke dni ocenění, tj. 27. 4.2018, stanovena na 951 815 tis. Kč.

Pro ověření reálnosti této metody byla zvolena metoda ekonomické přidané hodnoty, která sice nebere v úvahu hodnotu diskontovaných peněžních toků v průběhu prognózovaného období, ale pracuje taktéž s položkou EBIT po zdanění. Z grafu můžeme vidět, že hodnota firmy stanovená pomocí této metody je ke dni ocenění 910 875 tis. Kč, což je o 40 940 tis. Kč méně, než vykazuje metoda DCF entity.

Nyní se zaměříme na metody, které mají doplňující charakter k metodě DCF entity. U metody tržního porovnávání, respektive metody tržních multiplikátorů, je z grafu zjevné, že vykazují nejvyšší hodnoty ze všech zvolených metod, a to v rozmezí 970 631 tis. Kč až 971 601 tis. Kč. Tyto hodnoty jsou sice větší než výsledná hodnota stanovená pomocí výnosové metody DCF entity, avšak nejedná se o zcela markantní rozdíl. Musíme brát v potaz, že u metody tržních multiplikátorů máme omezené množství informací o srovnatelných podnicích.

Poslední metodou, která byla využita při stanovení hodnoty firmy, je metoda účetní hodnoty, která též má pouze doplňující charakter. Hodnota firmy ke dni ocenění činí 482 452 tis. Kč a vykazuje zcela nejnižší hodnotu ze všech aplikovaných metod. Hodnota podniku

na základě metody účetní hodnoty je o 469 363 tis. Kč nižší a ztělesňuje tedy dolní mez hodnoty podniku.

Na základě zmíněných aspektů můžeme konstatovat, že zvolená výnosová metoda DCF entity ke stanovení hodnoty společnosti Mondi Bags Štětí a.s. udává relevantní výsledek a tuto hodnotu lze považovat ke dni ocenění za validní.

Tržní hodnota firmy Mondi Bags Štětí a.s. stanovená dvoufázovou metodou DCF entity ke dni 27. 4. 2018 činí 951 815 tis. Kč.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu podniku Mondi Bags Štětí a.s. pro benchmarking a budoucí účely ke dni 27. 4. 2018 pomocí výnosové metody.

Samotnému ocenění společnosti Mondi Bags Štětí a.s. předcházelo jeho komplexní zhodnocení pomocí strategické a finanční analýzy a navazujícího sestavení finančního plánu pro následující období 2017-2021. Hlavním účelem komplexního zhodnocení bylo ověření předpokladu trvalé existence podniku a splnění principu going concern, jehož splnění je podmínkou pro aplikaci výnosových metod.

V první fázi byl podnik podroben strategické analýze, jejímž cílem bylo vymezení výnosového potenciálu podniku, který je závislý na vnitřním a vnějším potenciálu, se kterým podnik disponuje. Samotným výstupem této analýzy byla analýza konkurenčního postavení podniku a vymezení prognózy tržeb pro budoucí období. Výstupy z analýzy makroprostředí ukazují, že ekonomika daného podnikatelského prostředí bude v následujících letech vzkvétat a očekává se tedy její růst. K vymezení vnějšího potenciálu podniku byla využita prognóza vývoje relevantního trhu, analýza atraktivity trhu a Porterův model pěti tržních sil. Na základě prognózy vývoje trhu, která byla stanovena pomocí analýzy časových řad a vícenásobné regresní analýzy vyplynulo, že relevantní trh, na kterém se podnik nachází, poroste přiměřeným tempem. Pomocí Porterova modelu pěti tržních sil bylo zjištěno, že konkurenční výhoda podniku je postavena na jeho dlouholeté tradici a geografickém umístění. Podnik taktéž udržuje vztahy s odběrateli na velmi dobré úrovni, což se v minulých letech projevovalo zvyšujícím se objemem prodaných vlastních výrobků. Porterova analýza pěti tržních sil se taktéž zaměřila na stávající a budoucí konkurenci, která by mohla ohrozit postavení podniku. Vstup nové konkurence na trh byl zanalyzován prostřednictvím bariéry vstupu na trh. Ta je, z hlediska vysoké počáteční investice a náročnosti celkové výroby, vysoká a vstup nové konkurence do tržního prostředí v budoucím období je limitován.

Poslední analýzou, která byla použita pro identifikaci vnějšího potenciálu, byla analýza atraktivity trhu pro výrobky z buničiny, papíru a lepenky. Z analýzy vyplynulo, že podnik se nachází na menším trhu s vyšším potencionálním růstem a se střední mírou intenzity konkurence.

Vnější potenciál podniku byl zhodnocen pomocí vymezení tržního podílu oceňovaného podniku a jeho konkurenční síly. Tržní podíl podniku se v prognózovaném období bude

pohybovat nad hranici 9 %. Podnik byl taktéž charakterizován jako podnik s vysokou mírou konkurenční síly a jeho průměrné tempo růstu ročních tržeb bylo stanoveno na 4,5 %. V druhé fázi byl podnik podroben finanční analýze, která poskytuje informace o finanční výkonnosti a stabilitě v letech 2012 až 2016. V rámci celého analyzovaného období oceňovaná společnost vykazovala kladnou hodnotu provozního a běžného výsledku hospodaření. Finanční výkonnost a stabilita podniku byla zhodnocena pomocí základních finančních ukazatelů. V rámci finanční analýzy bylo zjištěno, že společnost Mondi Bags Štětí a.s. je stabilní podnik s přiměřeně stabilní nákladovou strukturou. Poměrové ukazatele, až na menší výkyvy, rostou, avšak jejich hodnota byla nižší než průměrná hodnota ukazatelů v odvětví. Likvidita podniku se ve sledovaném období, až na peněžní likviditu, pohybovala vzhledem ke zvolené strategii (agresivní strategie) k přiměřeným hodnotám. Peněžní likvidita byla po celé období na velmi nízkých hodnotách (0,002). Důvodem těchto nízkých hodnot bylo, že oceňovaná firma využívá cash pooling v rámci skupiny Mondi. Z hlediska zadluženosti se podnik nacházel na dolní mezi doporučených hodnot, a to kolem 33 až 40 %. Dle výstupů z finanční analýzy bylo podniku doporučeno snížení obrátového cyklu peněz, neboť jeho hodnota se mezi lety 2015 a 2016 zvýšila o 20 dní, což signalizovalo delší dobu vázanosti podnikových zdrojů na oběžných aktivech. Podnik by se taktéž měl v budoucím období soustředit na produkty s vyšší marží z důvodu nižších podnikových hodnot ukazatelů rentability, než vykazuje průměrná hodnota v odvětví.

V rámci třetí fáze došlo na základě výstupů ze strategické a finanční analýzy k sestavení finančního plánu pro prognózované období 2017 až 2021. Finanční plán byl sestaven pomocí metody založené na procentuálním podílu dílčích položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty daného období k tržbám. Finanční plán byl vytvořen pro základní účetní výkazy, a to rozvaha a výkaz zisku a ztráty. K ověření reálnosti finančního plánu a splnění principu going concern, byl finanční plán podroben stručné finanční analýze. Na jejímž základě došlo k ověření, že podnik bude v následujících letech výkonný, přiměřeně zadlužený (33 % - 35 %) a jeho finanční stabilita taktéž nebude ohrožena.

Hodnota firmy Mondi Bags Štětí a.s. byla stanovena výnosovou dvoufázovou metodou DCF entity. Pro ověření reálnosti této metody byla zvolena metoda ekonomické přidané hodnoty a jako doplňkové metody byly zvoleny dvě metody: metoda založená na tržním principu a metoda účetní hodnoty. Na základě této metody byla hodnota společnosti Mondi Bags Štětí a.s. stanovena ke dni 27. 4. 2018 na 951 815 tis. Kč. K porovnání této hodnoty byla zvolena metoda ekonomické přidané hodnoty, která vykazovala hodnotu o

40 940 tis. Kč nižší než hodnota DCF entity. Na základě výsledných hodnot z obou metod, můžeme konstatovat, že metoda DCF byla zvolena ke stanovení hodnoty správně a její výslednou hodnotu ke dni ocenění lze považovat za validní.

Výsledná hodnota DCF entity byla porovnána s metodami tržního porovnání (tržních multiplikátorů) a účetní hodnoty. Ke stanovení hodnoty pomocí metody tržních multiplikátorů byly využity průměrné hodnoty násobitelů za odvětví EV/EBITDA a EV/EBIT. Prostřednictvím této metody byla zjištěna hodnota firmy v rozmezí 970 631 tis. Kč až 971 601 tis. Kč. Pomocí účetní metody byla stanovena dolní mez hodnoty podniku, a to na 482 452 tis. Kč. Na závěr můžeme konstatovat, že veškeré doplňkové metody nám taktéž potvrdily reálnost konečné hodnoty podniku, stanovené pomocí výnosové metody DCF entity.

Hodnota společnosti Mondi Bags Štětí a.s. stanovená dvoufázovou metodou DCF entity k datu 27. 4. 2018 činí 951 815 tis. Kč.

Seznam použité literatury

Tištěné zdroje

- [1] FOTR, Jiří. *Strategické finanční plánování*. Praha: Grada, 1999. Manažer. ISBN 80-7169-694-3.
- [2] KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009. ISBN 978-80-7380-174-8.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [6] MAGRETTA, Joan. *Michael Porter jasně a srozumitelně: o konkurenci a strategii*. Praha: Management Press, 2012. Knihovna světového managementu. ISBN 978-80-7261-251-2.
- [7] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.
- [8] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [9] MAŘÍK, Miloš. *Oceňování podniků*. 1. vydání Praha 1: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.
- [10] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.
- [11] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.
- [12] SCHOLLEOVÁ, Hana. *Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice: investiční proces jako základ budoucí prosperity, nástroje a metody investičního controllingu, volba financování a technologie, monitoring průběhu investice a postaudit*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2952-7.

- [13] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

Elektronické zdroje

- [1] *ATERRA: GROUP* [online]. 2018 [cit. 2018-02-14]. Dostupné z: <http://www.prodej-firmy.cz/cz/info/metody-ocenovani.html>
- [2] *CAMPA Capital Management* [online]. 2009-2017 [cit. 2018-02-07]. Dostupné z: <http://www.campa.cz/cz/hodnota-podniku>
- [3] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD systém časových řad* [online]. 2018 [cit. 2018-03-22]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SE-STAVY?p_sestuid=375&p_strid=AEBA&p_lang=CS
- [4] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Cílování inflace v ČR* [online]. 2003-2018 [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#in-flacni_cile
- [5] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *44. Kolokvium – šetření prognóz makroekonomického vývoje ČR (2017-2020)* [online]. 2005-2013 [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: <http://www.pragoecon.cz/informace/sazba-dane-pravnickyh-osob/>
- [6] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Podíl nezaměstnaných osob v České republice podle krajů* [online]. In: . [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/74883721/32018118_0508.pdf/cb3f79a8-9c80-4e4c-a5d3-3aa5e06dbf31?version=1.1
- [7] DAMODARAN, Aswath. *Betas by Sector (US)* [online]. Leden 2018 [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- [8] DAMODARAN, Aswath. *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. Leden 2018 [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- [9] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran online* [online]. 2018 [cit. 2018-03-22]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [10] DOCLAYER.CZ. *Svět Průmyslu. profil ZAT Mondi Štětí TAJMAC-ZPS KES – kabelové a elektrické systémy VOP CZ TOS VARNSDORF ZUE JUNKER Industrial Equipment* [online]. In: . 2018 [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: <http://docplayer.cz/68680727-Svet-prumyslu-profil-zat-mondi-steti-tajmac-zps-kes-kabelove-a-elektricke-systemy-vop-cz-tos-varnsdorf-zue-junker-industrial-equipment.html>

- [11] FORDESK, S. R. O. *FIRMO* [online]. [cit. 2018-03-06]. Dostupné z: <http://www.firmo.cz/cs/spolecnost/25009303/mondi-bags-steti-as#tabs:informace>
- [12] KRPATA, Tomáš. *Ekonomické analýzy znalecké posudky* [online]. 2005 [cit. 2018-02-07]. Dostupné z: <http://www.ekonomicke-analyzy.cz/zasady.html>
- [13] KOMANEC, Kryštof. *Metodologický postup pro ocenění podniku* [online]. 2010 [cit. 2018-03-15]. Dostupné z: <http://cu.vse.cz/ocenovani-podniku/metodicky-postup-podniky/>
- [14] MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomické predikce – leden 2018* [online]. [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>
- [15] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA* [online]. 2018 [cit. 2018-03-22].
- [16] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2012* [online]. 2018, 27. 6. 2013 [cit. 2018-03-22]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/dokument141226.html>
- [17] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2013* [online]. 2018, 12. 6. 2014 [cit. 2018-03-22]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/dokument150081.html>
- [18] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2014* [online]. 2018, 3. 4. 2015 [cit. 2018-03-22]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/dokument157262.html>
- [19] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2015* [online]. 2018, 2. 11. 2016 [cit. 2018-03-22]. Dostupné z: https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-1--__-4--ctvrtleti-2015--221221/
- [20] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016* [online]. 2018, 30. 5. 2017 [cit. 2018-03-22]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>
- [21] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Hlavní tendence vývoje ekonomiky, průmyslu a zahraničního obchodu: Mezinárodní strojírenský veletrh, Brno 2017*

- [online]. In: . 2017 [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: https://www.mpo.cz/assets/cz/zahranicni-obchod/statistiky-zahranicniho-obchodu/2017/10/99-Hlavni-tendence_2017_09_18---bila.pdf
- [22] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2016* [online]. In: . [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/2017/10/Panorama-2016-CZ.pdf>
- [23] MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a sbírka listin* [online]. 2012-2015 [cit. 2018-03-06]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=724831&typ=PLATNY>
- [24] *Miraslebi: PERSONAL WEB* [online]. 2000-2017 [cit. 2018-02-08]. Dostupné z: <http://www.miras.cz/seminarky/podnikova-ekonomika-06.php>
- [25] MLADÁ FRONTA DNES A.S. *Finance.cz* [online]. 2017 [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: <https://www.finance.cz/makrodata-eu/hdp/informace/>
- [26] *Mondi* [online]. [cit. 2018-03-06]. Dostupné z: <http://www.mondi-jobs.cz/cs/desktopdefault.aspx/tabid-1919/>
- [27] MONDI BAGS ŠTĚTÍ, A.S. *Výroční zpráva za rok 2012*. Štětí, Litoměřická 272, PSČ 411 08, 2016. Dostupné také z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17148827&subjektId=724831&spis=540940>
- [28] MONDI BAGS ŠTĚTÍ, A.S. *Výroční zpráva za rok 2013*. Štětí, Litoměřická 272, PSČ 411 08, 2016. Dostupné také z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=17778169&subjektId=724831&spis=540940>
- [29] MONDI BAGS ŠTĚTÍ, A.S. *Výroční zpráva za rok 2014*. Štětí, Litoměřická 272, PSČ 411 08, 2016. Dostupné také z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=39439470&subjektId=724831&spis=540940>
- [30] MONDI BAGS ŠTĚTÍ, A.S. *Výroční zpráva za rok 2014*. Štětí, Litoměřická 272, PSČ 411 08, 2016. Dostupné také z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=44505666&subjektId=724831&spis=540940>
- [31] MONDI BAGS ŠTĚTÍ, A.S. *Výroční zpráva za rok 2016*. Štětí, Litoměřická 272, PSČ 411 08, 2016. Dostupné také z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=49297884&subjektId=724831&spis=540940>
- [32] *Nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb.: Obchodní závod*. 2014, (§ 502). ISSN 1801-8688. Dostupné také z: <https://zakony.kurzy.cz/89-2012-obcansky-zakonik/paragraf-502/>

- [33] *Penize.cz* [online]. 2000-2018 [cit. 2018-03-06]. Dostupné z: <https://rejstrik.penize.cz/ares/25009303-mondi-bags-steti-a-s>
- [34] PRAGOECON CONSULTING, S.R.O. *Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob* [online]. 2014 [cit. 2018-04-08]. Dostupné z: <http://www.pragoecon.cz/informace/sazba-dane-pravnickych-osob/>
- [35] STERLY, Roman. *RomanSterly.com* [online]. 2011 [cit. 2018-02-15]. Dostupné z: <http://www.romansterly.com/oceni-spolocnosti-analyzou-vynosu-dcf/>

Seznam obrázků

Obrázek 1: Analýza vývojového potenciálu.....	12
Obrázek 2: Struktura odvětví: Porterův model 5 tržních sil.....	14
Obrázek 3: Vztahy mezi rozvahou, výkazem zisku a ztrát a výkazem cash flow	16
Obrázek 4: Schéma variant přístupů k tvorbě investičních náročností.....	29
Obrázek 5: Pytel otevřený lepený.....	48
Obrázek 6: Pytel ventilový lepený	48
Obrázek 7: Dvouvrstvá papírová taška	48
Obrázek 8: Jednovrstvá papírová taška	48
Obrázek 9: Organizační struktura	50

Seznam tabulek

Tabulka 1: Přehled doporučených hodnot ukazatelů likvidity při dané strategii	22
Tabulka 2: Stanovení metody diskontní míry	42
Tabulka 3: Základní informace o společnosti.....	47
Tabulka 4: Seznam výrobků a jejich použití	49
Tabulka 5: Meziroční vývoj HDP v letech 2012 až 2019.....	51
Tabulka 6: Meziroční vývoj inflace	52
Tabulka 7: Vývoj dlouhodobých úrokových sazeb.....	53
Tabulka 8: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob	53
Tabulka 9: Vývoj ročních tržeb.....	54
Tabulka 10: Analýza relevantního trhu	57
Tabulka 11: Hodnocení atraktivity trhu.....	58
Tabulka 12: Průměrná rentabilita – CZ-NACE 171	59
Tabulka 13: Prognóza vývoje trhu – Teoretické hodnoty	60
Tabulka 14: Vývoj tempa růst trhu	61
Tabulka 15: Přehled tržeb jednotlivých společností Stora Enso.....	62
Tabulka 16: Základní informace o společnostech.....	63
Tabulka 17: Vývoj tržeb podniku v závislosti na tržbách relevantního trhu a tržním podílu	65
Tabulka 18: Konkurenční síla podniku	66
Tabulka 19: Zkrácená rozvaha aktiv.....	70
Tabulka 20: Zkrácená rozvaha pasiv.....	71
Tabulka 21: Horizontální analýza – aktiva.....	75
Tabulka 22: Horizontální analýza – pasiva.....	76
Tabulka 23: Vertikální analýza – výkaz zisku a ztráty	77
Tabulka 24: Pracovní kapitál (v tis. Kč).....	80
Tabulka 25: Potřebná výše WC.....	81

Tabulka 26: Růstové pravidlo	84
Tabulka 27: Ukazatele rentability podniku.....	85
Tabulka 28: Ukazatele rentability – MPO	86
Tabulka 29: Ukazatele likvidity podniku.....	87
Tabulka 30: Ukazatele likvidity – MPO	88
Tabulka 31: Ukazatele aktivity	89
Tabulka 32: Ukazatele zadluženost	91
Tabulka 33: Výpočet ekonomické přidané hodnoty – Model CAMP	92
Tabulka 34: Prognóza vývoje tržeb	95
Tabulka 35: Plán výkazu zisku a ztráty.....	96
Tabulka 36: Plán zkrácené rozvahy	98
Tabulka 37: Finanční analýzy finančního plánu.....	100
Tabulka 38: Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM	104
Tabulka 39: Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál	104
Tabulka 40: Stanovení peněžních toků do firmy.....	105
Tabulka 41: Stanovení hodnoty první fáze metodou DCF entity	106
Tabulka 42: Stanovení hodnoty druhé fáze metodou DCF entity	106
Tabulka 43: Stanovení výsledné hodnoty firmy metodou DCF entity	107
Tabulka 44: Výpočet ekonomické přidané hodnoty.....	107
Tabulka 45: Stanovení hodnoty první fáze metodou DCF EVA.....	108
Tabulka 46: Stanovení hodnoty druhé fáze metodou DCF EVA	108
Tabulka 47: Stanovení výsledné hodnoty firmy metodou DCF EVA	109
Tabulka 48: Stanovení hodnoty firmy metodou tržního porovnávání	109
Tabulka 49: Stanovení hodnoty metodou účetní hodnoty	110

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj HDP.....	51
Graf 2: Vývoj míry nezaměstnanosti.....	52
Graf 3: Počet zaměstnaných osob – CZ-NACE 17 Výroba papíru a výrobků z papírů.....	55
Graf 4: Vývoj cen v %.....	56
Graf 5: Vývoj zahraničního obchodu.....	56
Graf 6: Struktura aktiv.....	70
Graf 7: Vývoj hlavních položek oběžných aktiv.....	71
Graf 8: Struktura pasiv.....	72
Graf 9: Vertikální analýzy rozvahy – aktiva v %.....	73
Graf 10: Vertikální analýza rozvahy – pasiva v %.....	74
Graf 11: Struktura nákladů.....	78
Graf 12: Horizontální analýza – výsledky hospodaření podniku.....	79
Graf 13: Vývoj jednotlivých složek pracovního kapitálu.....	81
Graf 14: Zlaté bilanční pravidlo.....	82
Graf 15: Pravidlo vyrovnaní rizika.....	83
Graf 16: Pari pravidlo.....	84
Graf 17: Růstové pravidlo.....	85
Graf 18: Ukazatele rentability.....	87
Graf 19: Ukazatele likvidity.....	89
Graf 20: Vývoj ukazatelů aktivity ve dnech.....	91
Graf 21: Ekonomická přidaná hodnota – model CAMP.....	92
Graf 22: Výsledné hodnoty oceňované společnosti Mondi Bags Štětí a.s. (v tis. Kč).....	111

Seznam vzorců

Vzorec 1: Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital = NWC).....	18
Vzorec 2: Rentabilita vlastního kapitálu.....	19
Vzorec 3: Rentabilita investovaného kapitálu	20
Vzorec 4: Rentabilita aktiv	20
Vzorec 5: Rentabilita tržeb	20
Vzorec 6: Běžná likvidita	21
Vzorec 7: Pohotová likvidita.....	21
Vzorec 8: Okamžitá likvidita	22
Vzorec 9: Obrat aktiv.....	22
Vzorec 10: Obrat dlouhodobého majetku.....	23
Vzorec 11: Doba obratu zásob.....	23
Vzorec 12: Doba splatnosti pohledávek	23
Rovnice 13: Doba splatnosti krátkodobých závazků	24
Vzorec 14: Celková zadluženost	24
Vzorec 15: Míra zadluženosti.....	25
Vzorec 16: Úrokové krytí.....	25
Vzorec 17: Ekonomická přidaná hodnota	26
Vzorec 18: Provozní zisková marže.....	28
Vzorec 19: Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku	30
Vzorec 20: Koeficient náročnosti růstu zisku na růst investičního majetku	30
Vzorec 21: Hodnota brutto – výpočet první fáze modelu.....	34
Vzorec 22: Hodnota brutto – dvoufázová kalkulace modelu	35
Vzorec 23: Gordonův růstový model.....	35
Vzorec 24: Hodnota netto-dvoufázová metoda	36
Vzorec 25: Analytická metoda	37

Vzorec 26: Paušální metoda	38
Vzorec 27: Metoda střední hodnoty	38
Vzorec 28: Modifikovaný vzorec metody střední hodnoty	38
Vzorec 29: Hodnota kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů	39
Vzorec 30: Ekonomická přidaná hodnota	39
Vzorec 31: Tržní kapitalizace	40
Rovnice 32: Ukazatel P/E	41
Vzorec 33: Vážené náklady na kapitál	43
Vzorec 34: Stanovení nákladů na vlastní kapitál – model CAPM	43
Rovnice 35: Stanovení koeficientu β	44

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012–2016.....	128
Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016	130
Příloha 3: Vertikální analýzy rozvahy podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016	132
Příloha 4: Horizontální analýzy rozvahy podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016	134
Příloha 5: Vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016	136
Příloha 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016	138

Příloha 1: Rozvaha podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012–2016

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	AKTIVA CELKEM	410 593	470 412	479 535	455 977	453 514
B.	Dlouhodobý majetek	263 421	246 578	281 945	264 192	237 807
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>60</i>	<i>43</i>
B.I.3.	Software				60	43
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>263 421</i>	<i>246 578</i>	<i>281 945</i>	<i>264 132</i>	<i>237 764</i>
B.II.1.	Pozemky	779	1 530	1 530	1 530	1 530
B.II.2.	Stavby	84 824	79 828	74 594	96 638	91 869
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	173 248	162 318	160 917	158 585	135 431
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý majetek	4 570	2 313	38 252	6 649	6 658
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		589	6 652	730	2 276
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly					
C.	Oběžná aktiva	146 740	203 885	184 372	183 743	212 830
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>67 452</i>	<i>94 821</i>	<i>89 770</i>	<i>81 929</i>	<i>94 842</i>
C.I.1.	Materiál	33 640	51 602	41 089	39 809	49 455
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	2 910	4 454	5 373	3 821	6 149
C.I.3.	Výrobky	30 902	34 628	42 101	38 299	39 238
C.I.5.	Zboží		4 137	1 207		
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>79 108</i>	<i>108 551</i>	<i>94 416</i>	<i>101 642</i>	<i>117 837</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	70 731	103 614	81 119	87 751	102 339
C.III.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba		1 232	1 391	2 195	3 594
C.III.6.	Stát – daňové pohledávky	7 160	1 714	9 749	10 111	6 879
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	49	572	28	17	17
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	1 107	1 351	2 129	1 545	4 920
C.III.9.	Jiné pohledávky	61	68		23	88
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>180</i>	<i>513</i>	<i>186</i>	<i>172</i>	<i>151</i>
C.IV.1.	Peníze	79	54	68	120	55
C.IV.2.	Účty v bankách	101	459	118	52	96
D.1.	Časové rozlišení	432	19 949	13 218	8 042	2 877
D.I.1.	Náklady příštích období	432	383	272	192	102
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období		19 198	12 701	7 547	2 463
D.I.3.	Příjmy příštích období		368	245	303	312

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	PASIVA CELKEM	410 593	470 412	479 535	455 977	453 514
A.	Vlastní kapitál	275 254	284 631	286 297	281 101	298 099
A.I.	Základní kapitál	191 250	191 250	191 250	191 250	191 250
A.I.1.	Základní kapitál	191 250	191 250	191 250	191 250	191 250
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	50 636	50 617	50 657	50 678	703
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	50 000	50 000	50 000	50 000	
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	636	617	657	678	703
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	1 160	67	0	0	45 860
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	1 160	67			45 860
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+-)	32 208	42 697	44 390	39 173	60 286
B.	Cizí zdroje	135 339	185 781	193 238	170 585	155 415
B.I.	Rezervy	13 243	15 018	17 662	19 562	23 261
B.I.2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	12 208	13 114	15 672	17 702	19 291
B.I.4.	Ostatní rezervy	1 035	1 904	1 990	1 860	3 970
B.II.	Dlouhodobé závazky	17 408	14 841	12 299	12 160	11 285
B.II.10.	Odložený daňový závazek	17 408	14 841	12 299	12 160	11 285
B.III.	Krátkodobé závazky	104 688	155 922	163 277	138 863	120 869
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	61 951	85 630	70 255	82 514	96 374
B.III.2.	Závazky – ovládána nebo ovládající osoba	27 733	25 194	71 843	37 001	250
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	2 841	3 104	3 758	4 837	3 703
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního poji.	1 450	1 698	1 927	2 039	2 024
B.III.7.	Stát – daňové závazky a dotace	539	3 477	3 454	613	4 675
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	537	950	1 122	597	1 774
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	9 504	35 729	10 453	11 067	11 538
B.III.11.	Jiné závazky	133	140	465	195	531
C.I.	Časové rozlišení	0	0	0	4291	0
C.I.2.	Výnosy příštích období				4291	

Zdroj: účetní výkazy společnosti Mondi Bags Štětí a.s., 2012-2016

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)						
Označení	TEXT	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	4 200	10 487	19 119	8 223	4 978
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	3 712	9 046	17 504	7 274	5 137
+	Obchodní marže	488	1 441	1 615	949	-159
II.	Výkony	540 525	638 347	640 815	633 091	722 869
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	531 868	633 517	629 861	638 794	720 863
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	8 657	4 830	10 954	-5 703	2 006
B.	Výkonová spotřeba	392 497	482 576	463 598	461 576	521 615
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	318 651	401 635	378 452	378 023	430 612
B.2.	Služby	73 846	80 941	85 146	83 553	91 003
+	Přidaná hodnota	148 516	157 212	178 832	172 464	201 095
C.	Osobní náklady	65 562	66 494	78 490	81 982	83 177
C.1.	Mzdové náklady	48 755	48 699	58 091	60 488	60 764
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	14 935	15 979	18 359	19 283	19 940
C.4.	Sociální náklady	1 872	1 816	2 040	2 211	2 473
D.	Daně a poplatky	466	179	155	205	225
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	43 046	41 880	37 685	43 713	39 537
E.1.	Odpisy z dlouhodobého nehmotného a hmotného maj.	43 046	41 880	37 685	43 713	40 580
E.2.	Úpravy hodnot zásob					-1 048
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek					5
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	7 080	16 563	7 910	5 701	8 742
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	624	5 601	1	1 028	134
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	6 456	10 962	7 909	4 673	8 608
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	3 514	9 700	3 503	3 505	6 066
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	39	2 541		801	100
F.2.	Prodaný materiál	3 475	7 159	3 503	2 704	5 966
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů na příští období	-171	766	10 556	-588	5 544
IV.	Ostatní provozní výnosy	1 352	2 426	4 819	6 443	5 113
H.	Ostatní provozní náklady	3 415	4 643	4 424	4 040	3 965
*	Provozní výsledek hospodaření	41 116	52 539	56 748	51 751	76 436
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	114	0	0	0
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů		114			
X.	Výnosové úroky	8				
N.	Nákladové úroky	553	979	1 077	724	588
XI.	Ostatní finanční výnosy	10 025	12 327	5 285	6 947	1 791
O.	Ostatní finanční náklady	11 033	10 806	5 626	8 931	2 259

*	Finanční výsledek hospodaření	-1 553	656	-1 418	-2 708	-1 056
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	7 355	10 498	10 940	9 870	15 094
Q.1.	splatná	9 239	13 065	13 481	10 009	15 969
Q.2.	odložená	-1 884	-2 567	-2 541	-139	-875
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	32 208	42 697	44 390	39 173	60 286
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	32 208	42 697	44 390	39 173	60 286
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	39 563	53 195	55 330	49 043	75 380

Zdroj: účetních výkazy společnosti Mondi Bags Štětí a.s., 2012-2016

Příloha 3: Vertikální analýzy rozvahy podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	AKTIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
B.	Dlouhodobý majetek	64,16 %	52,42 %	58,80 %	57,94 %	52,44 %
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0 %	0 %	0 %	0,01 %	0,01 %
B.I.3.	Software	0 %	0 %	0 %	0,01 %	0,01 %
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	64,16 %	52,42 %	58,80 %	57,93 %	52,43 %
B.II.1.	Pozemky	0,19 %	0,33 %	0,32 %	0,34 %	0,34 %
B.II.2.	Stavby	20,66 %	16,97 %	15,56 %	21,19 %	20,26 %
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	42,19 %	34,51 %	33,56 %	34,78 %	29,86 %
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý majetek	1,11 %	0,49 %	7,98 %	1,46 %	1,47 %
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0 %	0,13 %	1,39 %	0,16 %	0,50 %
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
C.	Oběžná aktiva	35,74 %	43,34 %	38,45 %	40,30 %	46,93 %
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	16,43 %	20,16 %	18,72 %	17,97 %	20,91 %
C.I.1.	Materiál	8,19 %	10,97 %	8,57 %	8,73 %	10,90 %
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	0,71 %	0,95 %	1,12 %	0,84 %	1,36 %
C.I.3.	Výrobky	7,53 %	7,36 %	8,78 %	8,40 %	8,65 %
C.I.5.	Zboží	0 %	0,88 %	0,25 %	0 %	0 %
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	19,27 %	23,08 %	19,69 %	22,29 %	25,98 %
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	17,23 %	22,03 %	16,92 %	19,24 %	22,57 %
C.III.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	0 %	0,26 %	0,29 %	0,48 %	0,79 %
C.III.6.	Stát – daňové pohledávky	1,74 %	0,36 %	2,03 %	2,22 %	1,52 %
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,01 %	0,12 %	0,01 %	0 %	0 %
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	0,27 %	0,29 %	0,44 %	0,34 %	1,08 %
C.III.9.	Jiné pohledávky	0,01 %	0,01 %	0 %	0,01 %	0,02 %
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	0,04 %	0,11 %	0,04 %	0,04 %	0,03 %
C.IV.1.	Peníze	0,02 %	0,01 %	0,01 %	0,03 %	0,01 %
C.IV.2.	Účty v bankách	0,02 %	0,10 %	0,02 %	0,01 %	0,02 %
D.1.	Časové rozlišení	0,11 %	4,24 %	2,76 %	1,76 %	0,63 %
D.I.1.	Náklady příštích období	0,11 %	0,08 %	0,06 %	0,04 %	0,02 %
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	0 %	4,08 %	2,65 %	1,66 %	0,54 %
D.I.3.	Příjmy příštích období	0 %	0,08 %	0,05 %	0,07 %	0,07 %

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)						
Označení	PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	PASIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
A.	Vlastní kapitál	67,04 %	60,51 %	59,70 %	61,65 %	65,73 %
<i>A.I</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>46,58 %</i>	<i>40,66 %</i>	<i>39,88 %</i>	<i>41,94 %</i>	<i>42,17 %</i>
A.I.1.	Základní kapitál	46,58 %	40,66 %	39,88 %	41,94 %	42,17 %
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>12,33 %</i>	<i>10,76 %</i>	<i>10,56 %</i>	<i>11,11 %</i>	<i>0,16 %</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	12,18 %	10,63 %	10,43 %	10,97 %	0 %
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	0,15 %	0,13 %	0,14 %	0,15 %	0,16 %
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>0,28 %</i>	<i>0,01 %</i>	<i>0 %</i>	<i>0 %</i>	<i>10,11 %</i>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0,28 %	0,01 %	0 %	0 %	10,11 %
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+-)</i>	<i>7,84 %</i>	<i>9,08 %</i>	<i>9,26 %</i>	<i>8,59 %</i>	<i>13,29 %</i>
B.	Cizí zdroje	32,96 %	39,49 %	40,30 %	37,41 %	34,27 %
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>3,23 %</i>	<i>3,19 %</i>	<i>3,68 %</i>	<i>4,29 %</i>	<i>5,13 %</i>
B.I.2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	2,97 %	2,79 %	3,27 %	3,88 %	4,25 %
B.I.4.	Ostatní rezervy	0,25 %	0,40 %	0,41 %	0,41 %	0,88 %
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>4,24 %</i>	<i>3,15 %</i>	<i>2,56 %</i>	<i>2,67 %</i>	<i>2,49 %</i>
B.II.10.	Odložený daňový závazek	4,24 %	3,15 %	2,56 %	2,67 %	2,49 %
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>25,50 %</i>	<i>33,15 %</i>	<i>34,05 %</i>	<i>30,45 %</i>	<i>26,65 %</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	15,09 %	18,20 %	14,65 %	18,10 %	21,25 %
B.III.2.	Závazky – ovládána nebo ovládající osoba	6,75 %	5,36 %	14,98 %	8,11 %	0,06 %
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	0,69 %	0,66 %	0,78 %	1,06 %	0,82 %
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,35 %	0,36 %	0,40 %	0,45 %	0,45 %
B.III.7.	Stát – daňové závazky a dotace	0,13 %	0,74 %	0,72 %	0,13 %	1,03 %
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0,13 %	0,20 %	0,23 %	0,13 %	0,39 %
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	2,31 %	7,60 %	2,18 %	2,43 %	2,54 %
B.III.11.	Jiné závazky	0,03 %	0,03 %	0,10 %	0,04 %	0,12 %
C.I.	Časové rozlišení	0 %	0 %	0 %	0,94 %	0 %
C.I.2.	Výnosy příštích období	0 %	0 %	0 %	0,94 %	0 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Příloha 4: Horizontální analýzy rozvahy podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)					
Označení	AKTIVA	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
	AKTIVA CELKEM	59 819	9 123	-23 558	-2 463
B.	Dlouhodobý majetek	-16843	35 367	-17 753	-26 385
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	0	0	60	-17
B.I.3.	Software	0	0	60	-17
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	-16 843	35 367	-17 813	-26 368
B.II.1.	Pozemky	751	0	0	0
B.II.2.	Stavby	-4 996	-5 234	22 044	-4 769
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-10 930	-1 401	-2 332	-23 154
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý majetek	-2 257	35 939	-31 603	9
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	589	6 063	-5 922	1 546
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	57 145	-19 513	-629	29 087
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	27 369	-5 051	-7 841	12 913
C.I.1.	Materiál	17 962	-10 513	-1 280	9 646
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	1 544	919	-1 552	2 328
C.I.3.	Výrobky	3 726	7 473	-3 802	939
C.I.5.	Zboží	4 137	-2 930	-1 207	0
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	29 443	-14 135	7 226	16 195
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	32 883	-22 495	6 632	14 588
C.III.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	1 232	159	804	1 399
C.III.6.	Stát – daňové pohledávky	-5 446	8 035	362	-3 232
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	523	-544	-11	0
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	244	778	-584	3 375
C.III.9.	Jiné pohledávky	7	-68	23	65
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	333	-327	-14	-21
C.IV.1.	Peníze	-25	14	52	-65
C.IV.2.	Účty v bankách	358	-341	-66	44
D.1.	Časové rozlišení	19 517	-6 731	-5 176	-5 165
D.1.1.	Náklady příštích období	-49	-111	-80	-90
D.1.2.	Komplexní náklady příštích období	19 198	-6 497	-5 154	-5 084
D.1.3.	Příjmy příštích období	368	-123	58	9

ROZVAHA k 31. 12. roku... (tis. Kč)					
Označení	PASIVA	2012/13	2013/14	2014/2015	2015/16
	PASIVA CELKEM	59 819	9 123	-23 558	-2 463
A.	Vlastní kapitál	9 377	1 666	-5 196	16 998
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
A.I.1.	Základní kapitál	0	0	0	0
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>-19</i>	<i>40</i>	<i>21</i>	<i>-49 975</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0	0	0	-50 000
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	-19	40	21	25
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>-1 093</i>	<i>-67</i>	<i>0</i>	<i>45 860</i>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	-1 093	-67	0	45 860
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+-)</i>	<i>10 489</i>	<i>1 693</i>	<i>-5 217</i>	<i>21 113</i>
B.	Cizí zdroje	50 442	7 457	-22 653	-15 170
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>1 775</i>	<i>2 644</i>	<i>1 900</i>	<i>3 699</i>
B.I.2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	906	2 558	2 030	1 589
B.I.4.	Ostatní rezervy	869	86	-130	2 110
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>-2 567</i>	<i>-2 542</i>	<i>-139</i>	<i>-875</i>
B.II.10.	Odložený daňový závazek	-2 567	-2 542	-139	-875
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>51 234</i>	<i>7 355</i>	<i>-24 414</i>	<i>-17 994</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	23 679	-15 375	12 259	13 860
B.III.2.	Závazky – ovládána nebo ovládající osoba	-2 539	46 649	-34 842	-36 751
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	263	654	1 079	-1 134
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	248	229	112	-15
B.III.7.	Stát – daňové závazky a dotace	2 938	-23	-2 841	4 062
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	413	172	-525	1 177
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	26 225	-25 276	614	471
B.III.11.	Jiné závazky	7	325	-270	336
C.I.	Časové rozlišení	0	0	4 291	-4 291
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	0	4 291	-4 291

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Příloha 5: Vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)						
Označení	TEXT	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	0,77 %	1,62 %	2,90 %	1,28 %	0,68 %
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,68 %	1,39 %	2,65 %	1,13 %	0,71 %
+	Obchodní marže	0,09 %	0,22 %	0,24 %	0,15 %	-0,02 %
II.	Výkony	99,23 %	98,38 %	97,10 %	98,72 %	99,32 %
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	97,64 %	97,64 %	95,44 %	99,61 %	99,04 %
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1,59 %	0,74 %	1,66 %	-0,89 %	0,28 %
B.	Výkonová spotřeba	72,05 %	74,38 %	70,25 %	71,97 %	71,67 %
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	58,50 %	61,90 %	57,35 %	58,95 %	59,16 %
B.2.	Služby	13,56 %	12,47 %	12,90 %	13,03 %	12,50 %
+	Přidaná hodnota	27,26 %	24,23 %	27,10 %	26,89 %	27,63 %
C.	Osobní náklady	12,04 %	10,25 %	11,89 %	12,78 %	11,43 %
C.1.	Mzdové náklady	8,95 %	7,51 %	8,80 %	9,43 %	8,35 %
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2,74 %	2,46 %	2,78 %	3,01 %	2,74 %
C.4.	Sociální náklady	0,34 %	0,28 %	0,31 %	0,34 %	0,34 %
D.	Daně a poplatky	0,09 %	0,03 %	0,02 %	0,03 %	0,03 %
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	7,90 %	6,45 %	5,71 %	6,82 %	5,43 %
E.1.	Odpisy z dlouhodobého nehmotného a hmotného maj.	7,90 %	6,45 %	5,71 %	6,82 %	5,58 %
E.2.	Úpravy hodnot zásob	0 %	0 %	0 %	0 %	-0,14 %
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1,30 %	2,55 %	1,20 %	0,89 %	1,20 %
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,11 %	0,86 %	0 %	0,16 %	0,02 %
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	1,19 %	1,69 %	1,20 %	0,73 %	1,18 %
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,65 %	1,49 %	0,53 %	0,55 %	0,83 %
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,01 %	0,39 %	0 %	0,12 %	0,01 %
F.2.	Prodaný materiál	0,64 %	1,10 %	0,53 %	0,42 %	0,82 %
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů na příští období	-0,03 %	0,12 %	1,60 %	-0,09 %	0,76 %
IV.	Ostatní provozní výnosy	0,25 %	0,37 %	0,73 %	1 %	0,70 %
H.	Ostatní provozní náklady	0,63 %	0,72 %	0,67 %	0,63 %	0,54 %
*	Provozní výsledek hospodaření	7,55 %	8,10 %	8,60 %	8,07 %	10,50 %
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0 %	0,02 %	0 %	0 %	0 %
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0 %	0,02 %	0 %	0 %	0 %
X.	Výnosové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
N.	Nákladové úroky	0,10 %	0,15 %	0,16 %	0,11 %	0,08 %
XI.	Ostatní finanční výnosy	1,84 %	1,90 %	0,80 %	1,08 %	0,25 %

O.	Ostatní finanční náklady	2,03 %	1,67 %	0,85 %	1,39 %	0,31 %
*	Finanční výsledek hospodaření	-0,29 %	0,10 %	-0,21 %	-0,42 %	-0,15 %
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1,35 %	1,62 %	1,66 %	1,54 %	2,07 %
Q.1.	splatná	1,70 %	2,01 %	2,04 %	1,56 %	2,19 %
Q.2.	odložená	-0,35 %	-0,40 %	-0,39 %	-0,02 %	-0,12 %
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	5,91 %	6,58 %	6,73 %	6,11 %	8,28 %
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	5,91 %	6,58 %	6,73 %	6,11 %	8,28 %
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	7,26 %	8,20 %	8,38 %	7,65 %	10,36 %

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

Příloha 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty podniku Mondi Bags Štětí a.s. za období 2012-2016

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)					
Označení	TEXT	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
I.	Tržby za prodej zboží	6 287	8 632	-10 896	-3 245
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	5 334	8 458	-10 230	-2 137
+	Obchodní marže	953	174	-666	-1 108
II.	Výkony	97 822	2 468	-7 724	89 778
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	101 649	-3 656	8 933	82 069
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 827	6 124	-16 657	7 709
B.	Výkonová spotřeba	90 079	-18 978	-2 022	60 039
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	82 984	-23 183	-429	52 589
B.2.	Služby	7 095	4 205	-1 593	7 450
+	Přidaná hodnota	8 696	21 620	-6 368	28 631
C.	Osobní náklady	932	11 996	3 492	1 195
C.1.	Mzdové náklady	-56	9 392	2 397	276
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 044	2 380	924	657
C.4.	Sociální náklady	-56	224	171	262
D.	Daně a poplatky	-287	-24	50	20
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	-1 166	-4 195	6 028	-4 176
E.1.	Odpisy z dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-1 166	-4 195	6 028	-3 133
E.2.	Úpravy hodnot zásob	0	0	0	-1 048
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek	0	0	0	5
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	9 483	-8 653	-2 209	3 041
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	4 977	-5 600	1 027	-894
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	4 506	-3 053	-3 236	3 935
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	6 186	-6 197	2	2 561
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	2 502	-2 541	801	-701
F.2.	Prodaný materiál	3 684	-3 656	-799	3 262
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů na příští období	937	9 790	-11 144	6 132
IV.	Ostatní provozní výnosy	1 074	2 393	1 624	-1 330
H.	Ostatní provozní náklady	1 228	-219	-384	-75
*	Provozní výsledek hospodaření	11 423	4 209	-4 997	24 685
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	114	-114	0	0
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	114	-114	0	0
X.	Výnosové úroky	-8	0	0	0
N.	Nákladové úroky	426	98	-353	-136

XI.	Ostatní finanční výnosy	2 302	-7 042	1 662	-5 156
O.	Ostatní finanční náklady	-227	-5 180	3 305	-6 672
*	Finanční výsledek hospodaření	2 209	-2 074	-1 290	1 652
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	3 143	442	-1 070	5 224
Q.1.	splatná	3 826	416	-3 472	5 960
Q.2.	odložená	-683	26	2 402	-736
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	10 489	1 693	-5 217	21 113
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	10 489	1 693	-5 217	21 113
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	13 632	2 135	-6 287	26 337

Zdroj: vlastní zpracování autorky dle účetních výkazů společnosti Mondi Bags Štětí a.s.

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: Nikola Zelenková

V Praze dne: 04. 05. 2018

Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis
