

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty podniku Fluokov, s.r.o.

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

STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

VEDOUcí PRÁCE

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

FIŠEROVÁ




MARKÉTA

2019

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Fišerová	Jméno:	Markéta	Osobní číslo:	423421
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Řízení rozvojových projektů				
Studijní obor:	Projektové řízení inovací v podniku				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	Stanovení hodnoty podniku Fluokov, s.r.o.		
Název diplomové práce anglicky:	Valuation of the Company Fluokov, s.r.o.		
Pokyny pro vypracování:	<p>CÍL: Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu podniku Fluokov, s.r.o. PŘÍNOS: Stanovení hodnoty podniku pro případného externího investora (kupce). OSNOVA: 1. Cíl práce a zdůvodnění zadání; 2. Teoretická část: problematika oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza a finanční plán; 3. Praktická část: představení společnosti, strategická analýza, finanční analýza a finanční plán, aplikace metod ocenění; 4. Závěr a zhodnocení.</p>		
Seznam doporučené literatury:	<p>1. DAMODARAN, A. The little book of valuation, 2011. 2. DLUHOSOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku, 2010. 3. GRÜNVALD, R. Finanční analýza pro oceňování podniků, 2004. 4. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, 2001. 5. MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku, 2011. 6. SOUČEK, Z. Strategie úspěšného podniku, 2015.</p>		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	doc. RNDr. Ing. Hana SCHOLLEOVÁ, Ph.D., MÚVS ČVUT v Praze, oddělení ekonomických studií		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:			
Datum zadání diplomové práce:	12. 12. 2018	Termín odevzdání diplomové práce:	2. 5. 2019
Platnost zadání diplomové práce:	30. 9. 2020		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

<u>17. 4. 2019</u>	<u>Fišerová</u>
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

FIŠEROVÁ, Markéta. *Stanovení hodnoty podniku Fluokov, s.r.o.* Praha: ČVUT 2019. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci 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 zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 02. 05. 2019

Podpis:

Poděkování

Ráda bych poděkovala všem, kteří mi pomáhali s vypracováním diplomové práce, především pak vedoucí mé diplomové práce paní doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D za její trpělivost, čas a užitečné rady, které mi věnovala. Také bych ráda poděkovala své rodině a příteli Ing. Jakubu Donátovi za podporu a rady při tvorbě této práce.

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá problematikou oceňování podniku a jejím cílem je stanovení hodnoty výrobní společnosti Fluokov, s.r.o., pro potenciálního externího investora. Práce se skládá z teoretické a praktické části. V teoretické části jsou za pomoci domácí a zahraniční odborné literatury vysvětlena východiska a metody samotného oceňování. Praktická část obsahuje konkrétní příklad, a to stanovení hodnoty společnosti Fluokov, s.r.o. ke dni 1. května 2019. V závěru práce je zhodnoceno hospodaření společnosti, jsou porovnány výsledky vybraných vhodných metod oceňování a je stanovena výsledná hodnota podniku.

Klíčová slova

Hodnota podniku, metody oceňování podniku, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, DCF entity, DCF equity, EVA

Abstract

This thesis deals with the topic of business valuation and its aim is to determine the value of the manufacturing company Fluokov, s.r.o. for the needs of a potential external investor. The thesis consists of a theoretical and a practical part. The bases and methods of the valuation process are explained in the theoretical part with the help of domestic and foreign professional literature. The practical part contains a specific example of business valuation performed on Fluokov, s.r.o. The valuation was made on 1 May 2019. The conclusion of the theses consists of an evaluation of the company's performance, comparison of the outcomes of selected appropriate valuation methods and the resulting value of the company is determined.

Key words

Enterprise Value, Business Valuation Methods, Financial Analysis, Strategic Analysis, Financial Plan, DCF entity, DCF equity, EVA

Obsah

Úvod	13
1 Oceňování podniku	15
1.1 Podnik jako objekt oceňování	16
1.2 Cena vs. hodnota, hladiny a druhy hodnoty podniku.....	16
1.3 Riziko v oceňování.....	18
1.4 Postup oceňování podniku.....	18
2 Metody oceňování podniku	20
2.1 Metody založené na majetkovém principu.....	21
2.1.1 Účetní hodnota.....	21
2.1.2 Likvidační hodnota	21
2.1.3 Substanční hodnota	21
2.2 Metody založené na očekávaném výnosu podniku.....	22
2.2.1 Metody DCF	22
2.2.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty	27
2.2.3 Metoda kapitalizovaných zisků	28
2.3 Metody založené na analýze trhu	28
2.3.1 Metoda přímého ocenění za použití dat kapitálového trhu	29
2.3.2 Metoda tržního porovnání.....	29
2.4 Kombinované metody.....	29
2.4.1 Schmalenbachova metoda	29
2.4.2 Metoda vážené střední hodnoty.....	30
2.4.3 Metody nadzisku (superzisku).....	30
3 Strategická analýza	30
3.1 Analýza a prognóza makrookolí.....	31
3.2 Analýza a prognóza mikrookolí.....	31
3.2.1 Porterův model pěti sil	31
3.2.2 Prognóza vývoje odvětví.....	33
3.3 Analýza a prognóza vnitřního prostředí	33
4 Finanční analýza	34
4.1 Analýza absolutních ukazatelů	34

4.1.1	Horizontální analýza	35
4.1.2	Vertikální analýza.....	35
4.1.3	Bilanční pravidla.....	35
4.2	Analýza rozdílových ukazatelů.....	36
4.2.1	Čistý pracovní kapitál	36
4.2.2	Čistý peněžní majetek	36
4.2.3	Čisté pohotové prostředky.....	36
4.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	37
4.3.1	Ukazatele finanční stability a zadluženosti.....	37
4.3.2	Ukazatele rentability	38
4.3.3	Ukazatele likvidity	39
4.3.4	Ukazatele aktivity	39
4.4	Finanční zdraví podniku.....	40
4.5	Ekonomická přidaná hodnota	41
5	Finanční plán	42
5.1	Generátory hodnoty	42
6	Popis společnosti Fluokov, s.r.o.	45
6.1	Základní údaje o společnosti.....	45
6.2	Historie, velikost a předmět podnikání společnosti	46
6.2.1	Vývoj v letech 2012 – 2017	46
7	Strategická analýza	47
7.1	Analýza makroprostředí	47
7.1.1	Politicko-legislativní faktory	48
7.1.2	Ekonomické faktory	48
7.1.3	Sociálně-ekologické faktory	52
7.1.4	Technologické faktory.....	54
7.2	Analýza mikroprostředí.....	54
7.2.1	Porterův model pěti sil	54
7.2.2	Prognóza vývoje odvětví.....	58
7.3	Analýza vnitřního prostředí	58
8	Finanční analýza.....	59
8.1	Horizontální analýza rozvahy.....	59

8.1.1	Horizontální analýza rozvahy – aktiva	60
8.1.2	Horizontální analýza rozvahy – pasiva	61
8.2	Vertikální analýza rozvahy	62
8.2.1	Vertikální analýza rozvahy – aktiva	63
8.2.2	Vertikální analýza rozvahy – pasiva	65
8.3	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	67
8.4	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	69
8.5	Bilanční pravidla	71
8.5.1	Zlaté bilanční pravidlo	72
8.5.2	Pravidlo vyrovnaní rizika	72
8.5.3	Pari pravidlo	73
8.5.4	Poměrové pravidlo	74
8.6	Analýza pracovního kapitálu	74
8.7	Poměrové ukazatele	77
8.7.1	Ukazatele rentability	77
8.7.2	Ukazatele likvidity	78
8.7.3	Ukazatele aktivity	80
8.7.4	Ukazatele produktivity	82
8.7.5	Ukazatele zadluženosti	83
8.8	EVA	84
8.9	Shrnutí strategické a finanční analýzy	86
8.9.1	Matice SWOT	86
8.9.2	Prognóza tržeb	88
9	Ocenění podniku	90
9.1	Finanční plán	90
9.1.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	91
9.1.2	Plánovaná rozvaha	92
9.2	Stanovení hodnoty společnosti Fluokov, s.r.o.	94
9.2.1	Stanovení diskontní míry	94
9.2.2	Metoda DCF Equity	95
9.2.3	Metoda DCF Entity	96
9.2.4	Metoda ekonomické přidané hodnoty	98

9.2.5 Souhrnné ocenění podniku	100
Závěr	101
Seznam použité literatury	103
Seznam obrázků a tabulek.....	105
Přílohy	107

Úvod

Problematika oceňování podniku patří mezi důležité oblasti finančního řízení firem. Je jí třeba věnovat neustálou pozornost, jelikož racionalita ocenění závisí na výběru vhodného postupu oceňování na základě správného souboru předpokladů. Jedná se o náročnější problematiku, což spočívá v odlišnosti trhů pro fixní aktiva od trhů cenných papírů, tedy v jedinečnosti fixních aktiv. Hodnota společnosti je rozhodující jak při taktickém řízení, tak při určování řady dlouhodobých strategických cílů a její stanovení je tedy jedním z významných manažerských nástrojů řízení podniku.

V podmínkách České republiky se potřeba oceňování podniku objevila znovu při transformaci ekonomiky a vlastnických vztahů po pádu komunistického režimu. Vznikla tak mnohem větší potřeba než dříve znát nejen hodnotu účetní, ale i hodnotu tržní, která se stala zajímavou jak pro vlastníky, tak pro potenciální investory i investory věřitele, tedy zejména banky. V České republice v té době neexistovala žádná odborná literatura týkající se oceňování a nejasná byla tedy i samotná praxe, a proto se začalo čerpat především z literatury a ověřených postupů z USA a Německa. V současné době je na našem území problematika oceňování důležitá zejména kvůli slučování a splývání podniků a také především z důvodu stárnutí podnikatelů, kteří založili své podniky v 90. letech a nyní uvažují o jejich prodeji, jelikož většina z nich je nemá komu předat.

V České republice neexistuje zákon či předpis, který by upravoval postup oceňování, a proto je ocenění závislé především na zkušenostech a uvážení experta, který jej provádí, nemluvě o kvalitě jemu dostupných informací. Největší vliv na výsledek ocenění má však zejména jeho účel, jímž může být např. koupě, prodej, fúze nebo rozdělení. Účel ocenění je také klíčový pro výběr vhodné oceňovací metody.

Veškeré důležité pojmy a teoretická východiska stanovení hodnoty podniku jsou vysvětlena v teoretické části této diplomové práce. Jsou zde představeny jednotlivé přístupy a metody oceňování a dále jeho samotný postup, jenž zahrnuje strategickou a finanční analýzu a finanční plán.

Cílem této práce je stanovení hodnoty podniku Fluokov, s.r.o., ke dni 1. května 2019 pro potřeby případného kupce či externího investora. Praktická část práce se skládá ze strategické analýzy, z které vychází analýza vnitřního potenciálu. Následuje podrobná finanční analýza, volba vhodných metod oceňování, sestavení finančního plánu za pomoci metody procenta z tržeb, a nakonec samotné stanovení hodnoty společnosti.

V závěrečné části práce je zhodnoceno hospodaření společnosti, výsledky vybraných metod oceňování jsou porovnány s výsledky dalších jednodušších možných metod a jsou navržena doporučení ke změnám v řízení společnosti.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Oceňování podniku

Oceňování podniku neboli stanovení jeho hodnoty, je samo o sobě službou, která přináší užitek objednateli na základě jeho cílů a potřeb. Účel oceňování je tedy rozhodujícím faktorem a díky tomu lze oceňování označit za subjektivní proces. Ocenění může vycházet z více podnětů, jimiž jsou např.:

- prodej či koupě podniku,
- vklad podniku do nově zakládaného podniku,
- rozdělení podniků,
- nabízení podniku na burze,
- poskytování úvěru,
- emise akcií,
- ocenění majetkových účastí společníků,
- rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku,
- hodnocení bonity podniku,
- náhrada za vyvlastnění,
- ocenění pro účely zdanění.

(Mařík, 1996, s. 9)

Výsledná stanovená hodnota podniku je ovlivněna jak účelem oceňování, tak kvalitou a rozsahem dostupných informací, časovým horizontem a také použitou metodou. Výběr vhodných metod pro oceňování je velmi důležitý, jelikož jednotlivé typy metod je možné použít pouze za určitých předpokladů a podmínek a jejich nerespektování může vést k chybné interpretaci výsledných hodnot. Je třeba ještě zmínit, že výsledkem oceňování není zpravidla jedna konkrétní hodnota, ale častěji spíše interval hodnot.

V České republice, např. na rozdíl od republiky Slovenské, neexistuje v současné době zákon či předpis upravující oceňování podniku. Oceňovatel vychází tedy převážně z ekonomické teorie. Existuje však nicméně několik předpisů, které se při oceňování uplatňují alespoň určitým dílčím způsobem, které by měl oceňovatel znát. Všechny následně zmíněné předpisy jsou neustále upravovány a je proto třeba vždy sledovat jejich aktuální znění.

Z českých právních předpisů se jedná např. o Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí. Tyto předpisy však obsahují informaci pro oceňování podniku jako celku minimum a týkají se spíše dílčích majetkových složek, tedy nemovitostí, nehmotného majetku apod. Dalším předpisem je Metodický pokyn České národní banky, který je sice určen výhradně pro oceňovatele podniků, ale pouze pro ty, kteří tvoří znalecké posudky a předkládají své výsledky České národní bance. (Mařík, 2011, s. 18)

Dále je třeba znát Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards) a Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards). Ty obsahují zejména definice hodnoty a řadu rámcových zásad, které by měly být při oceňování dodržovány. Nejedná se však o závazné předpisy, pouze o doporučení, která

jsou mezinárodně uznávána. Často tedy i česká ocenění bývají zpracována na základě těchto standardů. (Mařík, 2011, s. 19)

V poslední řadě by měl být oceňovatel seznámen také s národními standardy některých zemí, která jsou sice platná jen v zemích, ze kterých pochází, ale obsahují vhodný návod pro oceňování podniků. Jedná se o oceňovací standardy ze zemí, kde má oceňování podniků dlouhou tradici a kde jsou pro něj rozvinutější podmínky než u nás. Jedná se především o Spojené státy (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) a Německo (IDW S1). Německý standard je nejobsáhlejší a jako jediný je určen výhradně pro potřeby oceňování podniků a je tedy nejvhodnější pro případnou inspiraci ohledně postupu. (Mařík, 2011, s. 19)

Pro začátek by bylo vhodné osvětlit některé důležité pojmy objevující se v problematice oceňování podniku. Následující podkapitoly se věnují pojmům podnik, cena, hodnota a její druhy a hladiny, dále riziko a jeho druhy. Poslední dvě části této kapitoly se věnují samotnému postupu oceňování podniku a vysvětlení jednotlivých metod.

1.1 Podnik jako objekt oceňování

Pojem podnik je v literatuře vymezován různě a realitě nejlépe odpovídají ty definice, které ho definují jako jedinečné, méně likvidní aktivum, objevující se na málo účinných trzích. Pro lepší představu lze v současné době podnik popsat jako organizaci s cílem vytvořit a maximalizovat hodnotu za využití určitých zdrojů, které by toho samy o sobě nebyly schopny.

Pro oceňovatele podniků je nejdůležitější definice podniku podle § 5 obchodního zákoníku: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“

Z této definice je zřejmé, že předmětem ocenění je podnik, nikoliv společnost jako právní subjekt. Ještě je však třeba dodat, že významným znakem podnikání je využívání závazků a při oceňování je třeba brát v úvahu jejich rozsah. Další informací, kterou by měla být definice podniku doplněna, je ta, že na podnik je třeba pohlížet z ekonomického hlediska ne pouze jako na soubor majetkových položek, ale jako na funkční celek. Proto lze definici z německých oceňovacích zásad považovat za vhodnější a výstižnější. V té je podnik označován za účelnou kombinaci materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk. (Mařík, 2011, s. 16)

Podnik je také definován jako smysluplný soubor hmotného a nehmotného majetku, jehož nedílnou součástí jsou i lidské zdroje se svými zkušenostmi a znalostmi. Na tyto složky, prostřednictvím kterých podnik zabezpečuje svou činnost, je nutné pohlížet jako na jednotný celek. (Kislingerová, 2001, s. 8)

1.2 Cena vs. hodnota, hladiny a druhy hodnoty podniku

Důležité je také zmínit, že při oceňování je stanovována hodnota podniku, a ne jeho cena. Pojem cena představuje konkrétní zaplacenou částku v daný čas a na

daném místě. Je ovlivněna mnoha faktory jako je např. nabídka a poptávka, způsob jejího sjednávání a fáze vývoje ekonomiky. Hodnota podniku představuje naopak částku bez ohledu na určité okolnosti nákupu či prodeje. Jedná se tedy o částku, kolem níž by se ideálně měla pohybovat cena. Cílem oceňování zpravidla bývá stanovení tzv. objektivizované hodnoty, která v praxi obvykle bývá kombinací výsledných hodnot několika oceňovacích metod. (Dluhošová a kol., 2010, s. 171)

Při oceňování je důležité brát v úvahu z pohledu jakého subjektu má být hodnota podniku stanovena. Je tedy třeba vymezit hladinu hodnoty pro ocenění. Pokud se jedná o zájmy vlastníků i věřitelů, je třeba ocenit celkový kapitál podniku, tedy stanovit hodnotu brutto. Pokud jde pouze o zájmy vlastníků, oceňujeme jen vlastní kapitál a určujeme tak hodnotu netto. (Mařík, 2011, s. 16)

Jelikož je proces stanovení hodnoty podniku subjektivní, mělo by být zřejmé, že neexistuje nic jako objektivní hodnota podniku. Hodnota podniku není totiž pouze ekonomickou hodnotou, která zahrnuje hodnotu statku užitnou a hodnotu směnnou. Hodnota podniku závisí též na užítku budoucím, který může být povahy finanční i nefinanční (prestiž, společenské postavení, aj.). Z praktických důvodů je však třeba omezit se pouze na užitky vyjádřitelné v penězích. Hodnota podniku nemůže být objektivní, protože je založena na předpokládaném budoucím vývoji a výsledkem je tedy pouze odhad oceňovatele. Tak je možné určit např. hodnotu objektivizovanou, o které se dá říci, že odpovídá na otázku, jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou.

Objektivizovaná hodnota je stanovena z pohledu vlastníka nebo skupiny vlastníků. Jedná se o typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou hodnotu. Tato hodnota se stanovuje za předpokladu, že podnik bude nadále pokračovat v nezměněném konceptu za využívání realistických možností v rámci tržních možností a rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku. (IDW S1)

Další kategorií hodnoty je hodnota tržní, která bývá nejčastějším cílem českých odhadců a znalců. Tržní hodnota odpovídá na otázku, kolik je průměrný zájemce na trhu ochoten za podnik zaplatit. Je tedy založena na předpokladu, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na těchto trzích se vyskytuje více prodávajících i více kupujících a vytváří se tak podmínky pro vznik tržní ceny. Tržní hodnota tedy představuje potenciální tržní cenu. (Mařík, 1996, s. 9)

Je také možné určit hodnotu investiční neboli subjektivní. Ta určuje, jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupce/investora a je odvozena z očekávaných užiteků plynoucích z nabytí určitého podniku. Může být tedy vyšší nebo nižší než hodnota tržní. Za protiklad subjektivní hodnoty lze považovat již výše zmíněnou hodnotu objektivizovanou. (Mařík, 2011, s. 27)

Na subjektivním přístupu k oceňování staví tzv. Kolínská škola, která zastává názor, že ocenění má smysl upravovat pouze v závislosti na jeho účelu neboli funkci pro uživatele. Rozeznává proto několik základních funkcí/důvodů oceňování, a to funkci poradenskou, rozhodčí, komunikační, argumentační a daňovou. Za nejdůležitější je považována funkce poradenská, která dvěma stranám poskytuje informace o maximální a minimální možné ceně. Za druhou nejdůležitější funkci

považují funkci rozhodčí, kdy je úkolem oceňovatele nalézt spravedlivou cenu v rámci odhadnutého rozpětí, nebo alespoň odhadnout hraniční ceny účastníků transakce. (Mařík, 1996, s. 12)

Následující tabulka zobrazuje, za jakých případných okolností se při oceňování určuje objektivizovaná, tržní nebo subjektivní hodnota. V odborné literatuře jsou tyto tři hodnoty také nazývány jako přístupy k oceňování.

Tabulka 1 Přístupy k oceňování

Objektivizovaná hodnota	Tržní hodnota	Subjektivní hodnota
pojištění podniku	uvádění podniku na burzu	prodej podniku, kdy chce subjekt zjistit, zda je pro něj transakce výhodná
zjišťování reálné bonity podniku	konkurzní řízení nebo zahájení likvidace	nákup podniku, kdy chce subjekt zjistit, zda je pro něj transakce výhodná
poskytnutí úvěru	prodej podniku, kdy chce stávající vlastník znát, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat zatím neznámému kupujícímu	rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy stávající vlastník zjišťuje, zda je výhodné pokračovat v činnosti, nebo zda likvidační hodnota představuje výhodnější variantu

Zdroj: vlastní zpracování

1.3 Riziko v oceňování

Riziko, jež je nedílnou součástí podnikání, hraje podstatnou roli i při oceňování podniku. Riziko zobrazuje stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem a čím vyšší je jeho míra, tím vyšší musí být očekávaný výnos pro investora. Proto má analýza rizik zásadní vliv na výsledek ocenění podniku. (Kislingerová, 2001, s. 104)

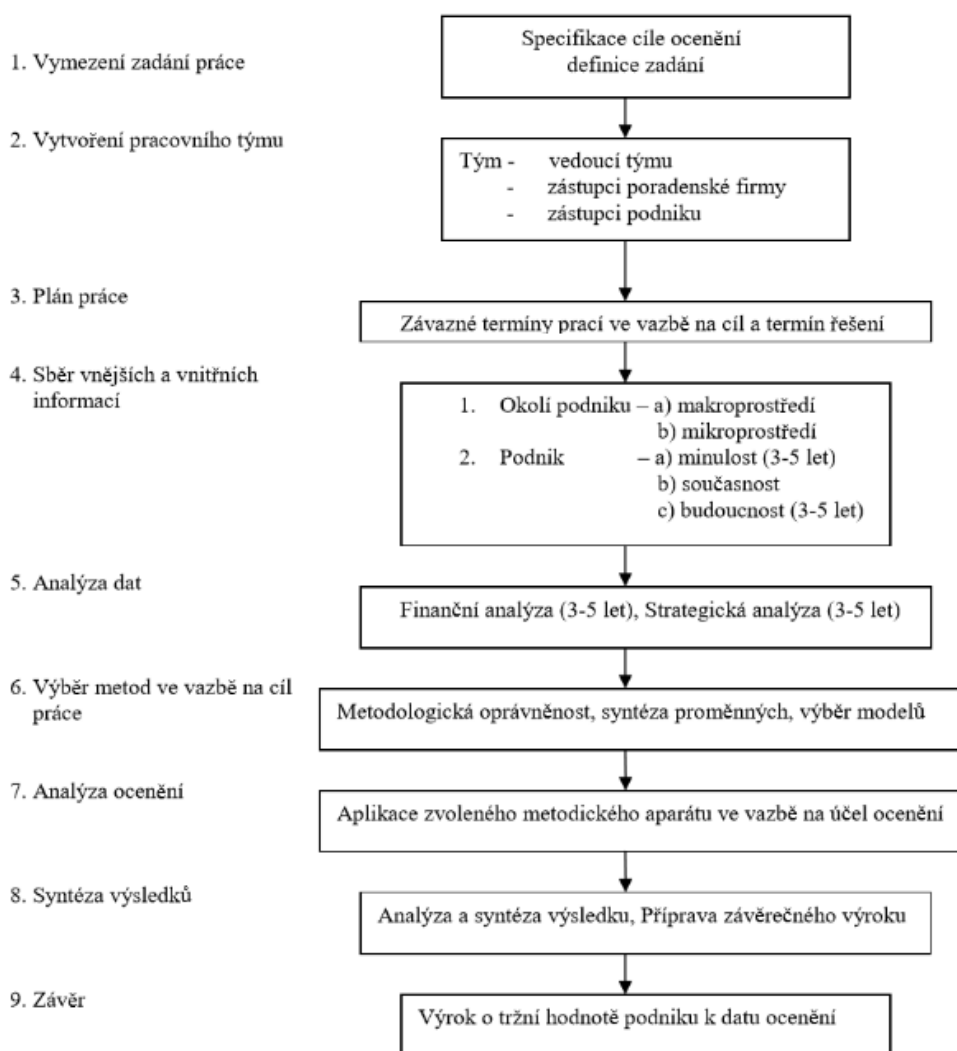
Riziko můžeme klasifikovat z mnoha různých hledisek, a to na riziko úrokové, tržní neboli systematické, inflační a jedinečné. Do jedinečného rizika ještě můžeme zařadit riziko provozní (týkající se poměru fixních a variabilních nákladů) a riziko finanční (odrážející míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku).

Riziko, stejně tak jako faktor času, se do oceňování promítá zejména v podobě diskontní míry. Jelikož je hodnota aktiva vyjádřena jako současná hodnota budoucích příjmů, které z aktiva plynou, nemohou tyto příjmy mít pro příjemce vždy stejný význam. Hodnotu totiž ovlivňuje časová hodnota peněz, tedy to, že příjem současný má vyšší hodnotu než příjem budoucí, a to především z toho důvodu, že příjemce může tyto prostředky investovat dříve, a tím z nich dostat další výnosy. Proto není možné budoucí příjmy pouze sečíst, nejprve se musí tyto hodnoty přepočítat k datu ocenění. (Mařík, 2011, s. 39)

1.4 Postup oceňování podniku

Před započítáním samotného oceňování je nezbytné znát, mimo jiné, v jaké funkci bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění

(objektivizovaná, tržní nebo subjektivní). Volba metod ocenění je pak podřízena funkcím, které by mělo ocenění splnit.



Obrázek 1 Postup oceňování podniku (zdroj: Kislingerová, 2001, s. 26)

Obrázek výše zobrazuje doporučený postup oceňování podniku podle Kislingerové. Ze schématu je zřejmé, že ocenění zpravidla provádí tým, který je složen z vedoucího týmu a specialistů, asistentů a zástupců oceňovaného podniku, kteří tvoří hlavní zdroj informací o společnosti. Tým pracuje na základě předem stanoveného harmonogramu, jež je sestaven s ohledem na konečný termín.

Následuje sběr informací, které by měly postihovat vše, co se podniku týče. Pro kvalitní ocenění je třeba získat informace nejen podnikové, ale i informace ohledně makroprostředí a mikroprostředí (odvětví) podniku. Důležité také je, aby informace vycházely nejen se současnosti a minulosti, ale také z předpokládaných výhledů do budoucna. Po sběru informací následuje jejich analýza, konkrétně analýza strategická a finanční. Strategická analýza zkoumá mikro a makro prostředí a jejím cílem je zhodnotit tržní, technický a lidský potenciál podniku. Finanční analýza vychází z informací vnitřních, týkajících se finanční stránky podniku a jejím cílem je zhodnotit finanční zdraví společnosti a rozpoznat trendy budoucího vývoje.

Dalším krokem je výběr oceňovací metody. Ten je ovlivněn účelem oceňování a rozsahem dostupných informací. Hodnota podniku by nakonec měla být výslednou kombinací výsledků několika vhodných metod, a to s cílem ověřit správnost výsledku.

Nakonec následuje syntéza a formulace závěru, tzn. stanovení hodnoty podniku k určitému datu. Ocenění k datu je důležité z toho důvodu, že po uplynutí určité doby může ocenění ztratit svou vypovídací hodnotu, což je dáno neustálými změnami uvnitř i mimo podnik. Může se jednat např. o změny v hospodářské politice státu, změny úrokových sazeb nebo devizových kurzů. Výsledek ocenění je tedy možné označit za časově omezený.

Doporučený postup oceňování podle Maříka je více méně stejný. Nejprve je doporučováno zpracování strategické a finanční analýzy, analýzy a prognózy generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu s cílem posoudit celkový stav podniku, jeho postavení na trhu a jeho konkurenceschopnost a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Následuje volba vhodné oceňovací metody, ocenění podle zvolených metod, a nakonec je provedeno souhrnné ocenění.

2 Metody oceňování podniku

Současná praxe nabízí pro ocenění podniku hned několik modelů. Pro ověření správnosti výsledků bývají obvykle použity dvě a více metod. Jelikož je výsledek ocenění závislý na mnoha již výše zmíněných faktorech, neexistuje v podstatě žádná jednoznačně správná metoda. Výsledky jednotlivých metod je třeba analyzovat a pak je teprve možné dospět ke konečnému závěru. (Kislingerová, 2001, s. 22)

Metody oceňování je podle Maříka možné rozdělit do následujících čtyř skupin, které se dále člení:

1. metody založené na majetkovém principu/metody založené na stavových veličinách:
 - metoda účetní hodnoty,
 - metoda substanční hodnoty,
 - metoda likvidační hodnoty.
2. metody založené na očekávaném výnosu podniku:
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů (kapitalizovaných zisků),
 - metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
 - metoda diskontovaných peněžních toků:
 - metoda DCF entity,
 - metoda DCF equity,
 - metoda DCF APV (metoda upravené současné hodnoty).
3. kombinované metody:
 - Schmalenbachova metoda střední hodnoty,
 - metoda vážené střední hodnoty,
 - metody nadzisku, superzisku.
4. metody založené na analýze trhu:

- metody tržního porovnání/relativního oceňování založené na bázi srovnatelných podniků, srovnatelných transakcí, odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu,
- metoda přímého ocenění na základě dat z kapitálového trhu.

2.1 Metody založené na majetkovém principu

Princip majetkových metod je obecně srozumitelný a známý. Majetková hodnota je definována jako rozdíl mezi souborem jednotlivě oceněných položek majetku a sumou individuálně oceněných závazků. Pokud vycházíme za předpokladu trvalé existence podniku (going concern princip), oceňujeme na principu historických cen (účetní hodnota) a na principu reprodukčních cen (substanční hodnota). Pokud na tom podnik není dobře a nepředpokládá se jeho existence do budoucna, oceňujeme hodnotou likvidační.

2.1.1 Účetní hodnota

Ohledně účetní hodnoty je třeba zmínit, že princip historických cen vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné odchylce od ekonomické reality. Hodnota majetku je k datu ocenění díky opotřebení zpravidla nižší než cena, za kterou byl pořízen. Další nevýhodou této metody je také to, že nezahrnuje všechna aktiva, konkrétně aktiva nehmotná a také mimobilanční závazky. Výhodou této metody je však její průkaznost. Účetní hodnota má v oceňování pouze doplňkovou úlohu a zpravidla slouží pro posuzování výsledného ocenění. Pokud je např. hodnota účetní výrazně vyšší než hodnota výnosová, je doporučováno zjistit také hodnotu likvidační, protože je možné, že hodnota výnosová bude nižší i než hodnota likvidační. Pokud tomu tak je, je likvidace a odprodej majetku výhodnější než další pokračování v činnosti. (Kislingerová, 2001, s. 144)

2.1.2 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota patří mezi statické metody ocenění k datu ukončení podniku. Je jí možné značně ovlivnit vnějším tlakem, tedy pokud na podnik tlačí věřitelé kvůli rychlému rozprodání majetku, díky čemuž hrozí, že majetek nebude prodán za nejvýhodnější ceny. Likvidační hodnota je tedy výsledná suma získaná prodejem majetku snížená o odměnu pro likvidátora. (Kislingerová, 2001, s. 143)

2.1.3 Substanční hodnota

Substanční hodnota na rozdíl od hodnoty účetní přistupuje k přecenění jednotlivých položek aktiv. Stálá aktiva jsou oceněna v současné tržní ceně. U oběžných aktiv je zohledněn problém likvidity jednotlivých majetkových částí použitím např. koeficientů prodejnosti a využitelnosti. Co se týče pasiv, závazky se tato metoda také snaží vyjádřit v reálných hodnotách, a navíc ještě vyjadřuje potenciální závazky, které účetnictví nezachycuje. Jedná se např. soudní výlohy, které by mohly

pro nového majitele znamenat budoucí zátěž. V praxi se pracuje se dvěma substančními hodnotami, a to s hodnotou brutto a netto. Brutto substanční hodnota vyjadřuje, kolik by se za daný majetek zaplatilo nyní, přičemž předpokládá, že podnik splňuje tzv. „going concern“ princip. Lze ji spočítat jako rozdíl současných reprodukčních cen stejného nebo obdobného majetku a reálného opotřebení tohoto majetku. Pro výpočet netto substanční hodnoty je ještě třeba od brutto hodnoty odečíst závazky, čímž dojde k ocenění vlastního kapitálu podniku. Metoda substanční hodnoty je metodou velmi pracnou, protože je nutné takto ocenit jednotlivé položky majetku v současných cenách a také je třeba majetek vhodně roztřídit. Jejím výsledkem je tzv. aktualizovaná pořizovací hodnota. (Mařík, 2011, s. 324–325)

2.2 Metody založené na očekávaném výnosu podniku

Výnosové metody vycházejí z předpokladu, že hodnota podniku je určena očekávaným užitkem (zisk, dividendy, finanční toky) pro jeho vlastníka a jsou založeny na stanovení hodnoty kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. Jednotlivé výnosové metody se mezi sebou liší tím, jaká veličina je pod výnosy konkrétně myšlena. Dále je výsledná hodnota závislá také na volbě časového horizontu oceňování a stanovení nákladu kapitálu. Mezi nejvyužívanější výnosové metody patří metoda diskontovaných peněžních toků DCF a metoda kapitalizovaných zisků. Metoda kapitalizovaných zisků je metodou jednodušší a bývala uplatňována především v kontinentální Evropě, zatímco metoda diskontovaných peněžních toků bývala používána převážně v anglosaských zemích. V současnosti se však objevuje na obou územích větší sklon k využívání metody DCF, a to i v podmínkách českých podniků. (Dluhošová a kol., 2010, s. 175)

Modely DCF dělíme na metodu DCF entity, která zahrnuje metodu FCFF (free cash flow to the firm) a metodu DCF equity, která využívá metodu FCFE (free cash flow to the equity). Také existuje metoda DCF APV neboli metoda upravené současné hodnoty, která slouží k oceňování celkového kapitálu. Tato metoda se však téměř nepoužívá, a proto ji tato práce nebude blíže popisovat. V ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem se dále poměrně často využívá modifikace modelu DCF, při kterém se místo FCF používá dividendy a stejně jako výše zmíněné modely DCF lze i tento počítat vícefázově. Dále také můžeme hodnotu podniku vypočítat pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA, což bude vysvětleno ke konci této kapitoly.

2.2.1 Metody DCF

Základem výpočtů metod DCF je časová hodnota výnosů. Hodnota podniku je určena sumou současných hodnot budoucích peněžních toků, kterou získáme diskontováním budoucí časové řady peněžních toků k datu ocenění. Metody DCF však můžeme využít pouze za těchto předpokladů: kapitálová struktura podniku musí být tvořena pouze vlastním kapitálem a dluhem, kapitálové trhy jsou efektivní, cash flow je ve formě perpetuity, existuje pouze daň z příjmů a podnik trvale investuje do výše odpisů, takže splňuje tzv. „going concern“ princip. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Východiskem metody FCFF, tedy metody volného peněžního toku do podniku jako celku, je tzv. volný peněžní tok. Tím jsou myšleny peněžní prostředky, které jsou k dispozici jak vlastníkům (zejména dividendy) tak věřitelům (splátky úroků a úvěrů). Metoda se snaží odvodit vývoj peněžních toků, a proto se při výpočtu počítá s provozním peněžním tokem, který vychází z produkce peněz v podniku. Vzorec pro výpočet FCFF je následující. (Mařík, 2011, s. 175)

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

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

Výsledná hodnota podniku se v praxi následně nejčastěji určuje podle tzv. dvoufázové metody. Ta je založena na předpokladu, že podnik bude fungovat nekonečně dlouho a jelikož není možné peněžní toky naplánovat do nekonečna, rozděluje budoucnost do dvou fází. V první fázi se počítá s prognózou volných peněžních toků pro jednotlivé roky. Poté následuje fáze druhá, také nazývána fází pokračující, která pokračuje až do nekonečna a předpokládá trvalý a stabilní růst volného cash flow. Výsledná hodnota podniku je pak vypočtena podle následujícího vzorce. (Mařík, 2011, s. 179)

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

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

První část vzorce vyjadřuje hodnotu v první fázi a druhá část hodnotu ve fázi pokračující. Pokračující hodnotu je možné spočítat např. podle Gordonova vzorce, jenž je následující. (Mařík, 2011, s. 183)

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

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

Výše zmíněný postup výpočtu hodnoty podniku je nazýván metodou DCF entity, jež je považována za metodu základní a jedná se také o metodu nejvyužívanější, jelikož udává hodnotu celého podniku. Dalším způsobem je metoda DCF equity, která naopak počítá s již výše zmíněným FCFE a oceňuje tedy pouze hodnotu vlastního kapitálu podniku a jejím výsledkem je tedy jeho netto hodnota. Prvním krokem je

v tomto případě výpočet volných peněžních toků pro vlastníky podle následujícího vzorce. (Mařík, 2011, s. 205)

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

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

Dále se opět nejčastěji postupuje stylem dvoufázového modelu. V tomto případě však počítáme s náklady vlastního kapitálu namísto vážených nákladů na kapitál. Vzorec pro výpočet hodnoty podniku je zobrazen níže a jeho prostřední část opět vyjadřuje pokračující hodnotu podniku. (Mařík, 2011, s. 206)

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

Pro úplné vysvětlení postupu je ještě vhodné zmínit, jakým způsobem se vypočítává diskontní míra. Jejím prostřednictvím převádíme budoucí výnosy na současnou hodnotu při zahrnutí rizika. Také diskontní mírou vyjadřujeme očekávanou výnosnost pro investora, kdy porovnáváme danou investici s podobnou investicí při stejné míře rizika. Diskontní míru tak lze přirovnat k nákladům na kapitál a v závislosti na formě budoucích výnosů se jedná buď o vážené náklady na kapitál nebo jen o náklady vlastního kapitálu, viz tabulka č. 2. (Kislingerová, 2001, s. 174)

Při výpočtu nesmíme také zapomenout, že diskontujeme pouze dlouhodobý (zpoplatněný) kapitál. Nezahrnujeme kapitálové složky, ze kterých nevzniká žádný náklad nebo úrok, jejichž typickým příkladem jsou krátkodobé závazky. Výše zmíněná změna potřebného nutně zadržovaného pracovního kapitálu ve vzorcích FCFE a FCFE znamená to, že jeho přírůstek odečítáme a naopak. Při oceňování pracujeme pouze s provozně potřebnými aktivy, čímž je myšlen ten majetek, který se přímo vztahuje k podnikání a při výpočtu tedy vyjmeeme majetek, který s podnikáním nesouvisí, ale z nějakého důvodu v podniku je (např. jachta, zbytné pozemky). Ten pak tržně nebo majetkově oceníme, a nakonec k výsledné hodnotě přičteme, nebo je také možné ho ohodnotit jako finanční investici.

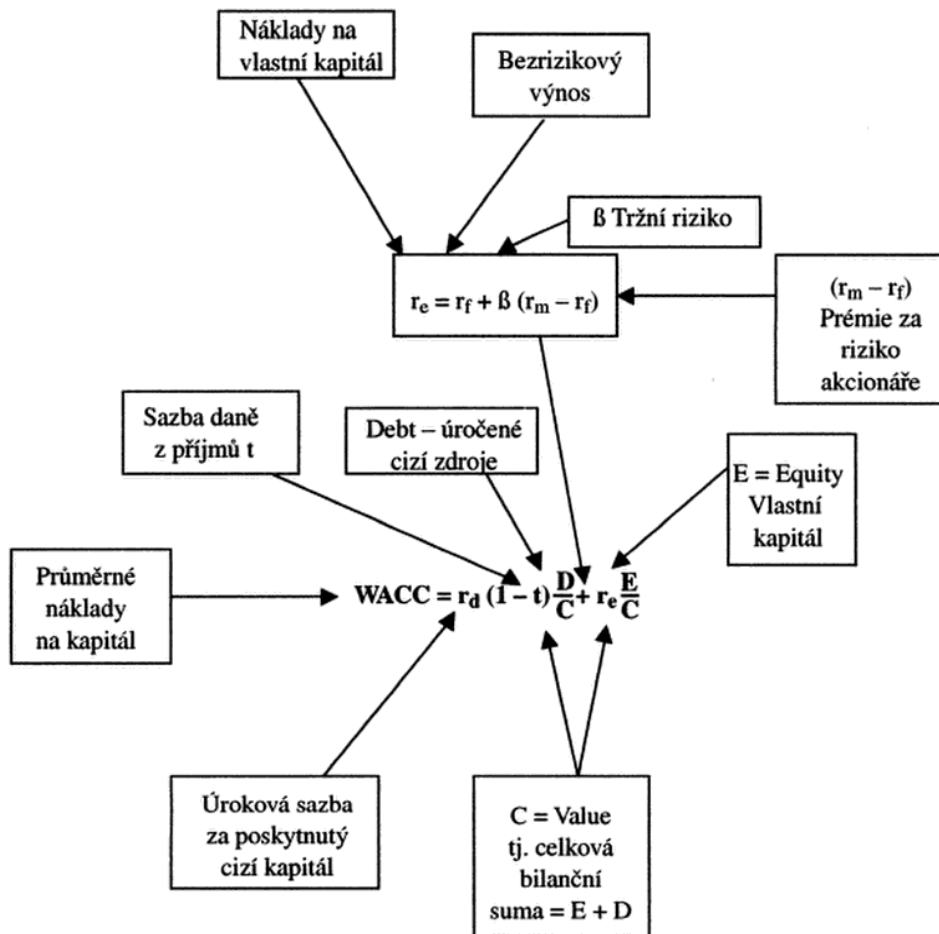
Následující tabulka zobrazuje pravidla párování forem budoucího výnosu a diskontní míry.

Tabulka 2 Pravidla párování výnosu a diskontní míry

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra	Výsledná hodnota
FCFF	WACC	hodnota celého podniku
FCFE	r_e	hodnota podniku pro vlastníka (VK)
EVA	WACC	hodnota celého podniku
Dividenda	r_e	hodnota podniku pro vlastníka (VK)

Zdroj: vlastní zpracování

Zmíněné vážené náklady na kapitál neboli WACC v sobě zahrnují náklady kapitálu vlastního i cizího, jinými slovy úrokovou míru. Náklady vlastního kapitálu jsou násobeny poměrem vlastního a celkového kapitálu a náklady cizího kapitálu jsou násobeny poměrem cizího a celkového kapitálu. Celkový klasický postup výpočtu WACC zobrazuje následující obrázek. Jednodušším způsobem, jakým je možné WACC pro účely oceňování zjistit, je použití WACC vybraného odvětví z databáze profesora Aswatha Damodarana.



Obrázek 2 Definice WACC (zdroj: Kislingerová, 2001, s. 176)

Náklady na cizí kapitál r_d představují v praxi zejména nákladové úroky k dluhu. Určují se nejlépe jako vážený aritmetický průměr vycházející ze struktury cizích zdrojů, kam zahrnujeme dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry a finanční výpomoci. K uvedeným položkám je také třeba přičíst tzv. mimobilanční položky, jimiž bývají zejména finanční leasing, komplexní pronájem a ostatní úročené závazky, aby nedošlo ke zkreslení obrazu o rozměru cizích zdrojů. Ze struktury cizích zdrojů bývají záměrně vynechávány rezervy, protože ty věcně nesouvisejí s hlavním předmětem činnosti podniku, a navíc zatěžují náklady. Rezervy se tedy přidávají k vlastnímu kapitálu, což je také z toho důvodu, že o jejich čerpání rozhoduje management podniku, nikoliv jeho akcionáři. Nezbytné je také do případné položky rezerv promítnout vliv daně z příjmu, kterou by podnik musel státu uhradit. Analogicky je nutné upravit i položky vlastního kapitálu tak, aby výsledný poměr vlastního a cizího kapitálu odpovídal skutečnosti. (Kislingerová, 2001, s. 178)

Náklady vlastního kapitálu r_e se nejčastěji určují podle známého modelu CAPM, který se sice používá zejména pro oceňování akcií, ale náklady vlastního kapitálu v praxi výnosnost akcií reflektují. Vzorec pro výpočet r_e je zobrazen na obrázku č. 2. Člen r_f zobrazuje bezrizikovou výnosovou míru dané země a při jejím určení vycházíme zpravidla ze státních dluhopisů (na našem území běžně desetileté a víceleté). Rizikovou prémii dané země $r_m - r_f$ můžeme zjistit z databáze profesora Damodarana nebo z ratingových agentur. Jedná se o rozdíl výnosnosti akcií na daném trhu a bezrizikové výnosnosti. Koeficient β zde představuje riziko daného podniku či odvětví k trhu jako celku (tzv. systematické riziko). Klasicky se v CAPM jedná o poměr kovariance výnosnosti trhu a i-té akcie a rozptylu trhu za dané období. V tomto případě se však jedná o tzv. nezadluženou (unlevered) β , kterou je pro naše potřeby třeba převést na β zadluženou (levered). Vzorec pro přepočtení následuje níže. (Mařík, 2011, s. 224)

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

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

Ve výše uvedených vzorcích pro výpočet hodnoty podniku u obou metod DCF také pracujeme s proměnnou g , která zobrazuje předpokládané tempo růstu volného cash flow. To zjišťujeme již zpočátku, kdy volíme typ modelu oceňování, tedy zda budeme používat model stabilního růstu, model dvou fází (nejvyužívanější) nebo model třífázový. U modelu stabilního růstu určíme pouze hodnotu podniku jako podíl cash flow prvního roku (požadovaný výnos do nekonečna) a rozdíl diskontní míry a tempa růstu g . Tato jednofázová metoda je však považována za příliš zjednodušenou a v praxi se téměř nepoužívá. Ve dvoufázové metodě počítáme v první fázi

s plánovaným vysokým stálým tempem růstu po jednotlivá léta, kdy hodnoty cash flow přepočítáváme na současné hodnoty. Délku první fáze Mařík doporučuje zvolit na pět až sedm let. Druhá fáze pak značí období od konce první fáze do nekonečna, ve které opět počítáme se stabilním růstem a určujeme tzv. pokračující hodnotu podniku. Dále můžeme obdobně připravit třífázový, vlastně i n-fázový model, přičemž ovšem neplatí, že čím více fází, tím lépe.

Tempo růstu volného peněžního toku během druhé fáze bývá v praxi zpravidla odhadováno podle růstu HDP dané země, protože z dlouhodobého pohledu (do nekonečna) nemůže žádný podnik růst více než ekonomika. Odhadujeme takto tedy očekávaný dlouhodobý růst na relevantním trhu a průměrně se na základě růstu HDP pohybujeme mezi 2,4 a 2,6 %. V první fázi dvoufázové metody také pracujeme s tempem růstu g , které bývá zpravidla vyšší než v druhé fázi a představuje odhad tempa růstu tržeb. Ten se stanovuje mnoha způsoby, a to buď z minulého vývoje tržeb firmy (pomocí regrese, extrapolace, analýzy časových řad), z minulé korelace vývoje firmy a okolí, z postavení firmy v rámci odvětví a vývoje odvětví nebo pomocí expertních metod. Výsledky jednotlivých způsobů určení by se měly sobě blížit. (Kislingerová, 2001, s. 213)

2.2.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Základem této metody je ukazatel EVA, tedy ekonomická přidaná hodnota, která bude podrobněji rozebrána v kapitole věnující se finanční analýze. EVA je v podstatě ukazatelem výnosnosti, který překonává nedostatky ukazatelů ROE a ROA, které nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko investorů. EVA je možné klasicky spočítat podle následujícího vzorce. (Kislingerová, 2001, s. 224)

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde NOPAT je EBIT po zdanění (zdaněný provozní výsledek hospodaření),
WACC jsou vážené náklady kapitálu,
C je investovaný kapitál.

V tabulce č. 2 je zobrazen princip párování formy budoucího výnosu a diskontní míry. U metody ekonomické přidané hodnoty využíváme jako diskontní míru vážené náklady kapitálu. Pokud při výpočtu hodnoty podniku ještě odečteme úročené cizí zdroje, získáme hodnotu vlastního kapitálu čili netto hodnotu podniku. Propoččet je opět prováděn dvoufázově a výsledek představuje součet čistých operativních aktiv a hodnoty EVA pro první a druhou fázi. Celkový vzorec pro výpočet netto hodnoty podniku je následovný. (Mařík, 2011, s. 297)

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

kde H_n je hodnota vlastního kapitálu,
 NOA_0 jsou čistá operativní aktiva,

- T představuje počet let explicitně plánovaných EVA,
- D_0 představuje hodnotu úročených dluhů k datu ocenění,
- A_0 představuje neoperativní aktiva k datu ocenění.

2.2.3 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků vychází z principu současné hodnoty budoucích zisků, jež jsou odhadovány z historických dat. Tato data zjišťujeme z výkazu zisku a ztráty a rozvahy obvykle za období tří až pěti let. Metoda pracuje s pojmem trvale udržitelný zisk, který je také někdy označován jako odnímatelný čistý výnos. Ten je zjišťován jako účetní zisk s následným zohledněním úpravy odpisů o reálné opotřebení, vyloučením nákladů přechodného charakteru a mimořádných výnosů, a především vyloučením nákladů a výnosů, které nesouvisejí s hlavní činností podniku. Dále je zisk třeba upravit tak, že jsou vyloučeny skryté rezervy, nepravidelné výnosy jsou zprůměrovány a jsou zohledněny metodické změny aj. (Dluhošová a kol., 2010, s. 178)

Diskontní míru v tomto případě představují náklady vlastního kapitálu r_e a výsledná hodnota tedy představuje netto hodnotu podniku čili hodnotu pro vlastníka. Pomocí této metody je možné ocenit podnik dvěma způsoby, a to buď metodou analytickou nebo paušální. Paušální metoda stanovuje hodnotu podniku, u kterého není možné předpovědět jeho budoucí vývoj nebo u podniku, který nevykazuje růst. Výsledná hodnota se stanovuje podle následujícího vzorce, ve kterém TČV představuje odnímatelný čistý výnos. (Kislingerová, 2001, s. 153)

$$Hn = \frac{TČV}{i_k}$$

Analytickou metodou je stanovována hodnota podniku ve všech ostatních případech. Stejně jako metody DCF se nejčastěji počítá dvoufázově. V první fázi odhadujeme odnímatelný čistý výnos pro rok t prognózy a zohledňujeme délku období, po které jsme schopni odnímatelný čistý výnos odhadnout. V druhé fázi použijeme styl výpočtu pro paušální metodu, při kterém navíc opět zohledníme délku odhadování. Celkový vzorec této dvoufázové metody vypadá následovně. (Mařík, 2011, s. 270)

$$Hn = \sum_{t=1}^T \frac{čV_t}{(1+i_k)^t} + \frac{TČV}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

2.3 Metody založené na analýze trhu

Metody založené na analýze trhu neboli metody tržní oceňují statky v cenách srovnatelných statků vyskytujících se v dané době na trhu. Jednoduše řečeno, pokud chceme něco prodat, je vhodné to prodat za tolik, za kolik se v současné době na trhu obdobná věc prodává. Ocenit podnik takto můžeme dvěma způsoby, a to přímým oceněním na základě dat kapitálového trhu a oceněním metodou tržního porovnání.

2.3.1 Metoda přímého ocenění za použití dat kapitálového trhu

Metoda přímého ocenění za použití dat kapitálového trhu se používá při oceňování obchodovaných akciových společností. Vynásobení tržní ceny firemní akcie jejich počtem dává tzv. tržní kapitalizaci, která bývá často považována za hodnotu podniku. Pro správné určení hodnoty podniku je však třeba brát v potaz i časový horizont oceňování, tedy dlouhodobější průměr hodnot akcie, a ne pouze její poslední hodnotu. Pro akciové společnosti, které jsou neobchodované nebo pro společnosti s jinou právní formou tato metoda vhodná není a je třeba použít metodu tržního porovnání. (Mařík, 2011, s. 304)

2.3.2 Metoda tržního porovnání

Metoda tržního porovnání odvozuje cenu aktiv od jiných jim podobných. V praxi bohužel málokdy nalezneme vhodný podnik pro srovnání, co se výnosnosti, rizika a předpokládaného růstu týče. Proto se doporučuje vybrat alespoň pět až osm podobných podniků s ohledem na obor podnikání, velikost podniku, produkty, strukturu financování, dodavatelů a odběratelů, využívané technologie a výkonnost a ty následně porovnat s oceňovaným podnikem. Základem této metody jsou tzv. tržní multiplikátory, jež vyjadřují podíl tržní ceny kapitálu a určitého vztahového ukazatele. Nejpoužívanějším tržním multiplikátorem je poměr mezi hodnotou akcie a ziskem z této akcie neboli „Price/Earnings Ratio“. Tržní multiplikátory můžeme dělit podle toho, zda vyjadřují hodnotu vlastního kapitálu na akcii (Equity Value) nebo hodnotu celého podniku na akcii (Enterprise Value). Druhý způsob rozlišení multiplikátorů je dělení na multiplikátory výnosové, které se počítají na základě tržeb nebo zisku, případně EBIT nebo EBITDA a na multiplikátory majetkové, které počítají s účetní hodnotou vlastního kapitálu. (Mařík, 2011, s. 307)

2.4 Kombinované metody

Kombinované metody oceňování slučují majetkové a výnosové ocenění. Jsou také jako metody výnosové a metoda substanční hodnoty využívány pro stanovení tržní hodnoty podniku. Do této kategorie patří Schmalenbachova metoda střední hodnoty, metoda vážené střední hodnoty a metody nadzisku a superzisku.

2.4.1 Schmalenbachova metoda

Tato v praxi velmi oblíbená metoda stojí na aritmetickém průměru majetkové substanční hodnoty a hodnoty výnosu. Hodnota výnosu bývá stanovována metodou kapitalizovaných zisků a substance je stanovována jako substanční hodnota netto. Rozdíl těchto složek představuje goodwill podniku. Je třeba dodat, že tuto metodu je možné použít pouze tehdy, pokud jsou výnosy podniku podmíněny jeho majetkem, nemohou ji tedy použít společnosti, které nemají výnosy v přímé vazbě na majetek, jako jsou např. leasingové společnosti a poradenské firmy. (Kislingerová, 2001, s. 237)

2.4.2 Metoda vážené střední hodnoty

Tato v praxi opět velmi často využívaná metoda, určuje hodnotu podniku na základě váhy tokových a stavových veličin. Platí zde pravidlo, že čím větší má dlouhodobý hmotný majetek podíl ve struktuře aktiv, tím vyšší váha se přiděluje substanci. Tento koeficient může nabýt hodnoty pouze mezi nulou a jedničkou. (Kislingerová, 2001, s. 239)

2.4.3 Metody nadzisku (superzisku)

Metody nadzisku a superzisku jsou vlastně stejné jako metody střední hodnoty, rozdíl je pouze v tom, že se oceňovatel zabývá superziskem neboli nadziskem. To je takový zisk, který je vyšší než alternativní bezrizikový výnos. Kapitalizovaný superzisk či nadzisk je určen rozdílem zisku, který by vznikl z investování kapitálu bez rizika a skutečným vyprodukovaným ziskem podniku. Obecně jsou metody nadzisku a superzisku doporučovány k používání více než metody střední hodnoty. Následující vzorec zobrazuje výpočet hodnoty podniku metodou superzisku za předpokladu, že superzisk trvá nekonečně dlouho. (Kislingerová, 2001, s. 240)

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{Z - i_k * S}{i_{k_2}}$$

kde Z je trvale udržitelný zisk,

i_k je kalkulovaný bezrizikový výnos,

i_{k_2} je výnosová míra,

S je hodnota substance.

3 Strategická analýza

Strategická analýza je pro ocenění podniku důležitá z toho důvodu, že jejím prostřednictvím zjišťujeme celkový výnosový potenciál podniku, jež je závislý na vnitřním a vnějším potenciálu podniku. Vnější potenciál zahrnuje příležitosti a hrozby pro podnik vycházející z jeho odvětví a relevantního trhu. Vnitřní potenciál určuje, jak je podnik schopen využít příležitosti vnějšího prostředí a jak je schopen čelit jeho hrozbám neboli rizikům, jedná se tedy o souhrnné vyjádření silných a slabých stránek. (Mařík, 2011, s. 56)

Provedení strategické analýzy bývá klíčovým krokem před formulací strategie podniku. Cílem této analýzy je identifikace a evaluace faktorů, které by mohly ovlivnit konečnou volbu cílů a strategii podniku a pochopení souvislostí mezi těmito faktory. Strategická analýza také pomáhá podniku vysvětlit vztahy mezi ním a jeho okolím a také nalézt případné trendy v chování okolí. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 9)

3.1 Analýza a prognóza makrookolí

Do makrookolí podniku řadíme celý okolní svět. Patří sem politika, ekonomika, demografie, ekologie, právo, zdroje a další sféry. Pro hodnocení těchto vlivů využíváme známou PEST analýzu, kterou případně můžeme rozšířit o analýzu faktorů dalších (PESTLE, PESTELO). Mezi politicko-právní faktory řadíme např. stabilitu vlády dané země, politiku zdanění, antimonopolní opatření, regulace zahraničního obchodu, zapojení státu do nadvládních organizací, stabilitu legislativy, vymahatelnost práva a korupci. Ekonomické faktory zahrnují vývoj HDP, ekonomický cyklus, míru nezaměstnanosti, míru inflace, stabilitu měny, devizový kurz, úrokové míry, stav infrastruktury, vládní zásahy do ekonomiky či vládní pobídky a přístup k životnímu prostředí. Do sociálně-kulturních faktorů řadíme mj. sociální politiku, demografický vývoj, porodnost, míru vzdělanosti, ochotu obyvatel pracovat, postavení žen, rozdělení důchodů. Vědeckotechnologické faktory v sobě zahrnují např. vládní výdaje na vědu a výzkum, soukromé výdaje na vědu a výzkum, podíl výdajů na vědu a výzkum z HDP, přístup vlády k vědě a výzkumu, počet patentů a podíl nejnovějších technologií ve výrobě. (Souček, 2015, s. 278)

Pro získání potřebných údajů existuje několik zdrojů, jimiž jsou především periodické publikace např. Mezinárodního měnového fondu, Světové banky, České národní banky, Evropské unie, Světové zdravotnické organizace, CzechTradu a CzechInvestu. Při studování těchto informací při zpracovávání strategické analýzy je pro manažery podstatné, aby uvažovali, jak mohou dané informace ve svém podniku využít. (Souček, 2015, s. 279)

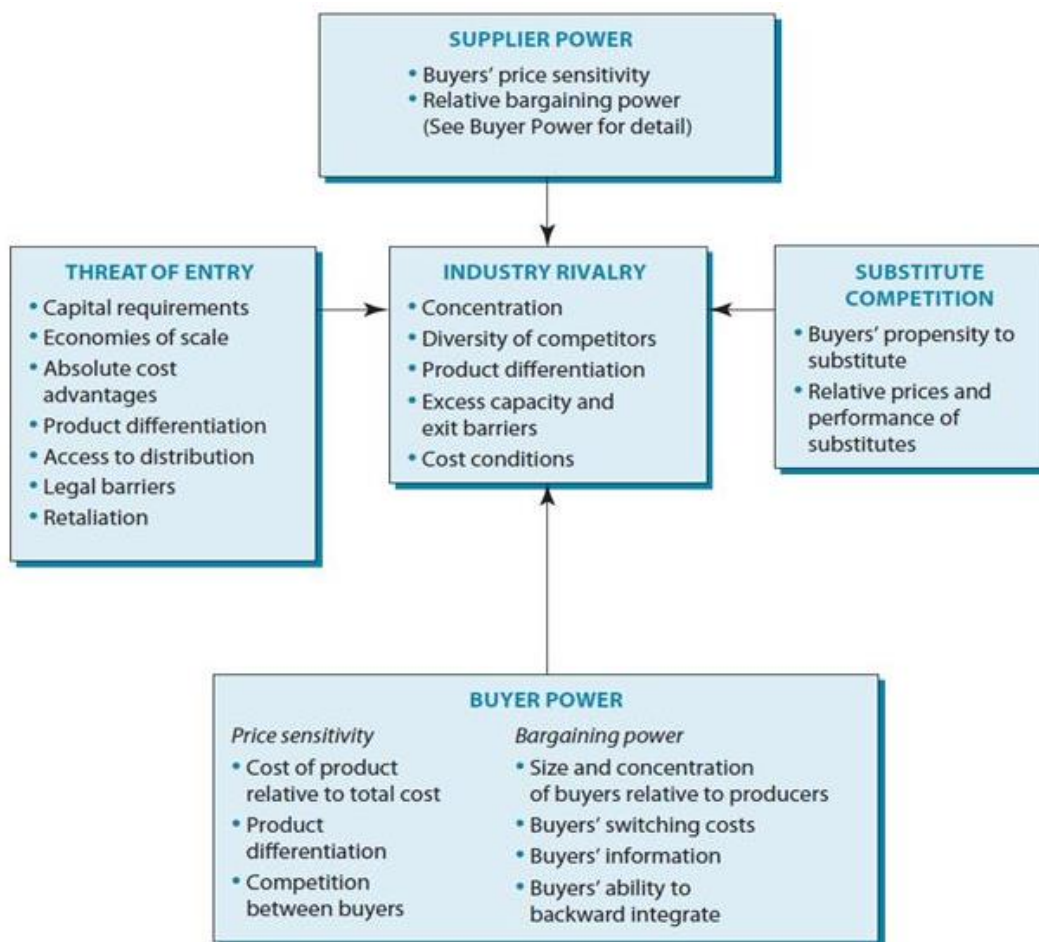
3.2 Analýza a prognóza mikrookolí

Mikrookolí podniku tvoří jeho zákazníci (odběratelé), konkurenti včetně substitutů, dodavatelé, stakeholdeři a banky a pojišťovny. Analýza mikrookolí se zabývá odvětvím daného podniku a pro jeho ocenění je velmi důležitá, jelikož identifikuje základní znaky charakterizující odvětví a následně na ni navazuje prognóza vývoje trhu. (Kislingerová, 2001, s. 32)

3.2.1 Porterův model pěti sil

V tomto případě se nejvíce používá známý Porterův model pěti konkurenčních sil. Ten analyzuje pět faktorů působících na podnik, u kterých je třeba identifikovat, které z nich pro něj mají menší či větší význam a které z nich může nějakým způsobem ovlivnit. Model je zobrazen na následující obrázku a jsou v něm i rozepsány jednotlivé determinanty každé ze sil, které je třeba při analýze zohlednit.

Co se týče bank a pojišťoven, je pro podnik důležité znát nabídku jejich služeb a smluvní podmínky, které je třeba optimálně využít. Mezi stakeholdery podniku patří významné právnické i fyzické osoby, které ovlivňují jeho rozvoj a je tedy vhodné zjišťovat včas jejich zájmy (např. možnost poskytnutí dotace) a umět se přizpůsobit situaci. (Souček, 2015, s. 290)



Obrázek 3 Pět konkurenčních sil a jejich determinanty (zdroj: Grant, 2016, p. 69)

Zákazníci neboli odběratelé vytvářejí poptávku podniku. Při jejich analýze se provádí segmentace, tedy rozřazování zákazníků do skupin podle různých kritérií. Pokud obchodujeme na B2C trhu, může jimi být např. rodinný status, majetek a příjem, záliby, zaměstnání či jiná specifika. Na B2B trhu můžeme segmentovat zákazníky např. podle technologií, které využívají, podle odvětví, velikosti atd. Poptávka všech zákazníků z jednoho segmentu by měla být určena stejnými nebo podobnými faktory, aby podle vývoje faktorů působících na spotřební chování mohl být předpovězen vývoj poptávky. (Souček, 2015, s. 281)

Zákazníci vůči svému dodavateli mají velkou vyjednávací sílu mj. v případě, že jsou pro něj velkým zákazníkem z hlediska poptávky, nebo pokud mohou snadno přejít ke konkurenci, nebo pro něj existují dostupné substituty. Znalost situace svých konkurentů i dodavatelů substitutů je pro strategii podniku velmi důležitá. Především je důležité znát jejich záměry ohledně vývoje nových produktů, expanze na nové trhy, budování nových distribučních sítí a reklamních kampaní. Postavení podniku na trhu se v praxi často zjišťuje např. pomocí BCG matice a také pomocí matice SWOT. (Keřkovský, Vykypěl, 2006, s. 174)

Hrozba potenciální konkurence představuje podniky, které v současné době konkurenty ještě nejsou, ale hrozí, že jimi budou. Pokud do odvětví vstoupí nový podnik, je možné, že bude náš podnik nucen snížit ceny, nebo nám vzrostou náklady,

nebo nastane obojí. Proti vstupu nových konkurentů však existují různé bariéry, které jsou větší nebo menší v závislosti na odvětví. (Porter, 1994, s. 7)

Počet potenciálních konkurentů ovlivňuje např. výše investic nutných k proniknutí na trh. U odvětví, kde je pro vstup na trh např. třeba postavit výrobní halu nebo nakoupit drahé stroje, nebude ze strany nových konkurentů takový zájem. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 52)

Dodavatelé mají vůči podniku vysokou vyjednávací sílu např. v tom případě, že jich je na trhu omezený počet, nebo pokud je po nich poptávané zboží vysoce diferencované a jejich zákazník nemůže snadno přejít ke konkurenci. Stejně tomu může být, pokud na trhu neexistují dostupné substituty, nebo je dodavatel tzv. významným hráčem na trhu. Pro podnik je důležité znát nejen současné, ale i potenciální dodavatele a je doporučováno tvořit databázi dodavatelů, ve které se hodnotí kvalita jejich produktů, spolehlivost, ceny a ochota ke spolupráci. (Keřkovský, Vykypěl, 2006, s. 177)

3.2.2 Prognóza vývoje odvětví

Prognóza vývoje odvětví je založena na historickém vývoji, který porovnává především minulý vývoj tržeb, zisků a cen akcií. Abychom mohli být schopni odhadnout budoucnost, je třeba důkladně prozkoumat minulost podniku s ohledem zejména na inovační procesy, které ovlivňují základní parametry růstu. Tato problematika byla již stručněji vysvětlena v kapitole věnující se výnosovým metodám. Správné stanovení tempa růstu je klíčové pro směrodatné ocenění podniku a při jeho určování je nezbytné stanovit délku období, na které lze tržby prognózovat a správně stanovit ziskovou volatilitu. Dále je do výsledku třeba promítnout očekávání ohledně vývoje úrokových měr, devizových kurzů a také je vhodné zohlednit i očekávané politické události. Pro oceňování podniku se dají použít odvětvové prognózy makléřských a investičních společností, bank atd. Pro odhad vývoje odvětví z České republiky se často využívají prognózy připravené Ministerstvem průmyslu a obchodu. (Kislingerová, 2001, s. 37)

3.3 Analýza a prognóza vnitřního prostředí

Analýza vnitřního prostředí firmy se dívá na její jednotlivé zdroje její schopnost je správně využívat. Zkoumá tedy její silné a slabé stránky a to, jak dokáže firma prostřednictvím svých schopností a zdrojů reagovat na okolní příležitosti a hrozby. Na základě této analýzy, jež zahrnuje mnoho možných metod (SWOT, VRIN), je možné určit základ konkurenční výhody společnosti. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 12)

Je třeba dodat, že pro kompletní analýzu vnitřního prostředí firmy a pro možnost prognózy je třeba doplnit údaje o data z finanční analýzy, jíž se bude věnovat následující kapitola. Vše je na závěr vhodné shrnout ve SWOT analýze, ve které příležitosti a hrozby vychází z analýzy vnějšího prostředí a silné a slabé stránky vychází z analýzy prostředí vnitřního, tedy právě z finanční analýzy. SWOT analýza zkoumá vliv všech jednotlivých faktorů na podnik a jejich vzájemné souvislosti s cílem rozvíjet

stránky silné, utlumit stránky slabé, být připraven na hrozby a umět využít příležitosti. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 91)

4 Finanční analýza

Finanční analýza je sada technik, které porovnávají výkonnost podniku s výkonnostmi podniků srovnatelných, které typicky bývají ze stejného odvětví. Na základě této analýzy je možné provést evaluaci trendů ve finanční pozici firmy. Manažeři podniku díky finanční analýze poznají, čemu je třeba věnovat pozornost a také posuzují dopady strategických rozhodnutí ve finančních prognózách. Dále potenciální věřitelé mohou využít finanční analýzu k posouzení bonity podniku a akcioví investoři ji zpravidla používají pro předpovězení budoucí výkonnosti podniku a odhad hodnoty jeho akcií. (Vlachý, 2018, p. 132)

Dalšími uživateli finanční analýzy jsou také dodavatelé, odběratelé, zaměstnanci, stát a konkurence zkoumaného podniku. Dodavatele zajímá, zda bude podnik schopen hradit přijaté faktury a zda bude možné s ním navázat dlouhodobý vztah. Odběratele zajímá v podstatě to samé, potřebují znát spolehlivost podniku. Zaměstnanci mohou pomocí pohledu na finanční analýzu podniku zjistit, zda jim hrozí propuštění a stát se na ni dívá z pohledu veřejných příjmů (tedy daní). Konkurence podniku prostřednictvím finanční analýzy může zjišťovat, kolik podnik investuje do výzkumu a vývoje, jakou má cenovou politiku apod. V případě oceňování podniku využívá oceňovatel finanční analýzu k odhadu výnosnosti a rizikovosti investice do daného podniku. (Grünwald, 2004, s. 7)

Finanční analýza se provádí zpětně za několik let a ukazuje tak vývoj podniku v čase. Můžeme v ní tedy vidět rozdíly mezi plány a skutečností. Data pro finanční analýzu jsou čerpána ze tří základních účetních výkazů – rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků. Pro potřeby stanovení hodnoty firmy zjišťujeme pomocí finanční analýzy finanční zdraví podniku a následně z ní sestavujeme základ pro finanční plán, kterému se bude věnovat další kapitola. Oceňovatel tedy finanční analýzou doplňuje závěry z analýzy strategické, a navíc zohledňuje faktor rizika. (Mařík, 2011, s.96)

Postup finanční analýzy je pro účel stanovení hodnoty podniku následující: ověření vstupních dat, analýza absolutních a rozdílových ukazatelů, analýza poměrových ukazatelů, a nakonec souhrnné zhodnocení výsledků. (Mařík, 2011, s. 97)

4.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatelé jsou stavové a tokové veličiny. Stavové veličiny udávají hodnotu k určitému datu a jsou uváděny v rozvaze. Tokové veličiny udávají hodnotu za určité období (obvykle za jeden rok) a jsou uváděny ve výkazu zisku a ztráty a ve výkazu peněžních toků. Analýza těchto ukazatelů se dělí na analýzu vertikální a horizontální.

4.1.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza, někdy taky označovaná jako rozbor trendů, zahrnuje srovnávání meziročních změn jednotlivých údajů ve výkazech (rozdílově nebo podílově), přičemž se postupuje horizontálně po jednotlivých řádcích. Při této analýze by ještě navíc měla být brána v potaz inflace a také je třeba dbát na správnou interpretaci výsledků, pokud např. srovnáváme změnu tržeb a zisku, je třeba zjistit, zda je procentní nárůst/pokles u obou stejný.

4.1.2 Vertikální analýza

Tato metoda je také označována za analýzu společné základny, pomocí níž převádíme položky výkazů v hodnotách absolutních na jejich relativní procentní vyjádření vzhledem ke zvolené základně (která se vždy rovná 100 %). V rozvaze tuto základnu představují celková aktiva a celková pasiva, ve výkazu zisku a ztráty obvykle celkové výnosy nebo celkové náklady, resp. celkový výsledek hospodaření. Vertikální analýzu na rozdíl od analýzy horizontální inflace neovlivňuje a můžeme tím pádem srovnávat výsledky z různých let. Nejistíme tak však příčinu zkoumaného vývoje ve strukturách majetku a kapitálu a ve složení výsledku hospodaření podniku. (Jiříček, Morávková, 2008, s. 28)

4.1.3 Bilanční pravidla

Pro dosažení co nejpříznivějšího poměru mezi složkami aktiv a pasiv existují následující základní pravidla pro finanční řízení firmem neboli pravidla bilanční, která doplňují horizontální a vertikální analýzu.

- Zlaté bilanční pravidlo
podniku radí, aby svůj dlouhodobý majetek financoval dlouhodobým kapitálem a krátkodobý majetek naopak kapitálem krátkodobým, aby byl dostatečně likvidní. Pokud je toto pravidlo dlouhodobě nedodržováno, je ohrožena finanční stabilita firmy.
- Zlaté pravidlo vyrovnání rizika
říká, že je dobré, aby vlastní zdroje převyšovaly zdroje cizí, v krajním případě by se tyto zdroje měly rovnat.
- Zlaté pari pravidlo
doporučuje, aby hodnota vlastních zdrojů byla nižší než hodnota dlouhodobého majetku, v krajním případě se tyto hodnoty mohou rovnat. Podnik by totiž k financování měl využívat i zdroje cizí.
- Zlaté poměrové pravidlo
radí, aby tempo růstu investic v dlouhodobém ani krátkodobém časovém horizontu nepředstihovalo tempo růstu tržeb, a to v rámci udržení finanční rovnováhy.
(Kislingerová, 2001, s. 66-67)

4.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele ve finanční analýze chápeme jako finanční, resp. peněžní fondy, které vypočítáváme jako rozdíly mezi určitými položkami aktiv a pasiv. Mezi nejčastější peněžní fondy patří čistý pracovní kapitál, čistý peněžní majetek a čisté pohotové prostředky. (Jiříček, Morávková, 2008, s. 40)

4.2.1 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál neboli provozní kapitál je možné charakterizovat jako krátkodobá aktiva očištěná o krátkodobá pasiva (dluhy), které podnik potřebuje uhradit co nejdříve. Jedná se tedy v podstatě o přebytek oběžných aktiv financovaných z dlouhodobých zdrojů. Čím vyšší je hodnota čistého pracovního kapitálu, tím je podnik likvidnější, tedy schopnější hradit své závazky. Pokud je tento ukazatel záporný, zobrazuje nekrytý dluh. Tento ukazatel je vhodné hodnotit v kontextu s poměrovými ukazateli, protože sama o sobě může jeho hodnota působit zkresleně, např. díky neprodejným zásobám nebo nelikvidním krátkodobým pohledávkám. (Jiříček, Morávková, 2008, s. 40)

Pokud má podnik rozumně nastavený rozměr pracovního kapitálu, mění se tento kapitál v závislosti na tržbách. Proto je také vhodné sledovat podíl pracovního kapitálu a tržeb, který by měl být v čase stabilní a neměl by růst více než tržby. (Kislingerová, 2001, s. 66)

4.2.2 Čistý peněžní majetek

Čistý peněžní majetek je možné spočítat jako krátkodobá aktiva bez zásob s následným odečtením krátkodobých pasiv. Někdy bývá ještě doporučeno odečíst nelikvidní krátkodobé pohledávky, ty ale bývá v praxi těžké rozpoznat pouze z externích podnikových dat. (Jiříček, Morávková, 2008, s. 41)

4.2.3 Čisté pohotové prostředky

Čisté pohotové prostředky doladují ukazatele čistého peněžního majetku a čistého pracovního kapitálu, protože pracují pouze s nejlikvidnější částí aktiv. Od krátkodobých aktiv jsou odečteny zásoby, krátkodobé pohledávky a splatná krátkodobá pasiva. I když tento ukazatel velmi přesně zhodnotí platební schopnost společnosti, v praxi se tolik nepoužívá, jelikož je nemožné ho vypočítat z publikovaných účetních závěrek, takže např. externí analytici ho spočítat nemohou. V praxi jsou proto počítány někdy jen tzv. pohotové prostředky (tedy tzv. brutto), které nezahrnují těžce určitelné položky finančního majetku a okamžitě splatných dluhů. (Jiříček, Morávková, 2008, s. 41)

4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrových ukazatelů využívaných ve finanční analýze byla navržena již celá řada, a proto jsou tyto ukazatele z důvodu přehlednosti rozděleny do následujících oblastí: ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity (obratu). (Dluhošová a kol., 2010, s. 76)

Někteří autoři také zohledňují ukazatele produktivity, které zobrazují výkonnost podniku v porovnání s náklady na zaměstnance. Podnik tak např. může zjistit, kolik přidané hodnoty vytvoří 1 Kč osobních nákladů.

Také jsou v některých publikacích uváděny ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu, která jsou však využitelná pouze pro akciové společnosti s volně obchodovatelnými akciemi na kapitálových trzích. Řadíme sem např. ukazatel čistého zisku na akcii nebo již zmíněné P/E ratio (tržní cena akcie / čistý zisk na jednu akcii). (Dluhošová a kol., 2010, s. 87)

4.3.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilitu podniku je tradičně možné vyhodnotit na základě vztahu jeho aktiv a zdrojů jejich krytí. Jedním z nejdůležitějších ukazatelů finanční stability patří ukazatel podílu vlastního kapitálu na celkových aktivech (nazývaný equity ratio). Ten udává, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji a obecně platí, že zvyšování tohoto ukazatele znamená upevňování finanční stability.

Dalším významným ukazatelem je ukazatel krytí stálých aktiv, kdy je poměřován dlouhodobý kapitál (vlastní a dlouhodobý cizí kapitál) ke stálým aktivům (dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek). Tento ukazatel by měl dosahovat alespoň hodnoty 100 % (tzn., že veškerá stálá aktiva jsou kryta dlouhodobým kapitálem). Čím jsou oba tyto zmíněné ukazatele vyšší, tím je podnik finančně stabilnější. (Dluhošová a kol., 2010, s. 77)

Ukazatele zadluženosti zkoumají poměr vlastních a cizích zdrojů a dále schopnost podniku hradit náklady dluhu, tedy úroky. Čím více totiž podnik platí úroků, tím více snižuje svou daňovou základnu (efekt finanční páky – nižší daň, čím více platíme úroků). Společnost však musí být zadlužena optimálně tak, aby byli věřitelé stále ochotni poskytovat zdroje. Zmíněné optimum je možné vyjádřit pomocí vážených nákladů na kapitál – podnik se snaží, aby byly co nejnižší s odpovídajícím poměrem vlastních a cizích zdrojů. Celkovou zadluženost můžeme také nazvat věřitelským rizikem. Tento ukazatel zobrazuje, jak vysokou majetkovou základnou jsou cizí zdroje. (Kislingerová, 2001, s. 74)

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

Dále také můžeme spočítat dlouhodobou zadluženost (v čitateli pouze dlouhodobý cizí kapitál) a běžnou zadluženost (v čitateli pouze krátkodobý cizí kapitál). Obdobnou vypovídací schopnost má ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

(debt/equity ratio). Akceptovatelná zadluženost vlastního kapitálu by se u stabilních společností měla pohybovat v rozmezí od 80 do 120 %. (Dluhošová a kol., 2010, s. 79)

Dalšími často používanými ukazateli jsou ukazatele úrokového krytí a úrokového zatížení. Ukazatel úrokového krytí (EBIT/nákladové úroky) říká, kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku, tedy kolikrát je zajištěno placení úroku. Čím je tento ukazatel vyšší, tím je to pro podnik lepší, hodnota 6 je však již považována za příliš vysokou. Za bezpečnou hodnotu můžeme považovat hodnotu 3 s tím, že minimální hodnota je 1 (kdy je veškerý zisk použit ke splacení úroků). Ukazatel úrokového zatížení je převrácený ukazatel úrokového krytí (tedy nákladové úroky/EBIT). Tento ukazatel vyjadřuje, jak velkou část celkového vytvořeného efektu odčerpávají úroky. Pokud má podnik z dlouhodobého hlediska nízké úrokové zatížení, může si dovolit vyšší podíl cizích zdrojů (Dluhošová a kol., 2010, s. 79)

4.3.2 Ukazatele rentability

Tato skupina poměrových ukazatelů zobrazuje schopnost podniku tvořit zisk. Základním kritériem hodnocení rentability je rentabilita vloženého kapitálu, tedy poměr zisku a vloženého kapitálu. Podle toho, jaký používáme kapitál, rozlišujeme mj. tyto ukazatele: rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita tržeb a rentabilita investovaného kapitálu.

Ukazatel ROA je jedním z nejdůležitějších poměrových ukazatelů, jelikož poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání a nebere v potaz, z jakých zdrojů byly investovány. Měří, jaký efekt má jednotka kapitálu zapojeného do podnikatelské činnosti. (Kislingerová, 2001, s. 69)

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

Poměrový ukazatel ROE vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů a jejich zhodnocení v zisku. Úroveň ROE je závislá na rentabilitě celkového kapitálu a úrokové míře kapitálu cizího. Trend tohoto ukazatele je rostoucí. Pokud podnik kumuluje nerozdělený zisk z předchozích účetních období např. kvůli budoucí investici, ukazatel rentability tím klesne a můžeme tak investiční politiku podniku označit jako chybnou. Tyto zdroje by totiž podnik mohl umístit např. na termínované vklady do banky, nebo za ně nakoupit obligace, a díky tomu zvýšit jejich výkonnost. (Dluhošová a kol., 2010, s. 81)

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

Rentabilita tržeb udává stupeň ziskovosti, tedy množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb. Tento ukazatel je zejména vhodný pro srovnání v čase a pro mezipodnikové srovnání. Ukazatel je vhodné doplnit ukazateli nákladovosti, jako jsou podíl dílčích složek nákladů a tržeb a celkových nákladů a tržeb. (Kislingerová, 2001, s. 69)

$$ROS = \frac{Zisk}{Tržby}$$

Rentabilita investovaného kapitálu měří efektivitu dlouhodobě investovaného kapitálu a říká, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů. (Kislingerová, 2001, s. 69)

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

4.3.3 Ukazatele likvidity

Likviditu neboli schopnost podniku hradit své závazky (tzn. inkasovat pohledávky, prodávat výrobky, v případě potřeby prodávat své zásoby atd.), určujeme buď běžnou (celkovou), pohotovou nebo okamžitou.

Běžná likvidita poměřuje veškerá oběžná aktiva a krátkodobé závazky, kterými zpravidla rozumíme krátkodobé neúročené závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Přiměřená výše tohoto ukazatele se pohybuje v rozmezí od 1,5 do 2,5. Nedostatkem tohoto ukazatele je fakt, že často v praxi nebývá splněn předpoklad, že veškerá oběžná aktiva bude možné v krátkém čase přeměnit v hotovost a také je tento ukazatel ovlivněn způsobem ocenění zásob (FIFO, LIFO atd.). Není zde zohledněna struktura aktiv z hlediska jejich likvidity a struktura krátkodobých závazků z hlediska jejich splatnosti, tzn., že výše ukazatele může být ovlivněna odložením nákupu. U tohoto ukazatele je vhodné opět posuzovat jeho vývoj v čase. (Dluhošová a kol., 2010, s. 83)

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

Tyto nedostatky eliminuje ukazatel pohotové (rychlé) likvidity, který je očištěn o zásoby. Udává tedy schopnost společnosti plnit své závazky pouze prostřednictvím peněz a pohledávek. Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5. (Kislingerová, 2004, s. 79)

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

Okamžitá (pokladní, pohotová) likvidita je významným ukazatelem z krátkodobého hlediska a ukazuje schopnost podniku plnit své závazky pouze za použití hotovosti nebo peněz na bankovních účtech. Tento ukazatel by ideálně neměl klesnout pod hodnotu 0,2. (Dluhošová a kol., 2010, s. 83)

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

4.3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity zobrazují relativní vázanost kapitálu v různých formách aktiv (krátkodobých i dlouhodobých). Jedná se v podstatě o ukazatele využívané k řízení aktiv zobrazující obratovost nebo typ doby obratu.

Ukazatel rychlosti obratu aktiv měří intenzitu využití celkového majetku. Je doporučováno, aby hodnota tohoto ukazatele byla co nejvyšší, minimálně by však měla dosahovat hodnoty 1. (Kislingerová, 2001, s. 72)

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

Obrat zásob vyjadřuje, kolikrát za rok podnik přemění zásoby v jiná oběžná aktiva. Opět je doporučováno, aby se tato hodnota zvyšovala. Také můžeme určit dobu obratu zásob (tzn. (zásoby*360) / tržby). (Dluhošová a kol., 2010, s. 87)

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

Obrat pohledávek vyjadřuje, kolikrát za rok se pohledávky přemění v peněžní prostředky. Opět můžeme také spočítat dobu obratu pohledávek, která udává, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Tento ukazatel je velmi důležitý, co se týče plánování peněžních toků. (Kislingerová, 2001, s. 72)

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

Také můžeme stejným stylem spočítat obrat krátkodobých závazků a opět můžeme spočítat i dobu obratu závazků, která charakterizuje platební disciplínu podniku vůči jejím dodavatelům. (Kislingerová, 2001, s. 73)

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

4.4 Finanční zdraví podniku

Finanční zdraví podniku je možné souhrnně zhodnotit několika způsoby. Pro účel oceňování podniku by měl být závěr finanční analýzy jednoznačný a měl by sdělovat, zda je podnik zdravý a zda je možné počítat s jeho existencí do budoucna. Finanční analytik buď pronese konečný verdikt na základě svých zkušeností a intuice, nebo použije jeden z možných algoritmů a svůj závěr tedy i číselně zdůvodní. Mezi zmíněné algoritmy můžeme řadit tzv. bodové metody, mezi které patří rychlý test podniku, jež je představen v tabulce č. 3. Známkují se zde čtyři ukazatele a výsledkem je jedna konečná známka, která se počítá jako průměr těchto čtyř. Je však také možné konkrétním ukazatelům přiřadit váhy a následně pak vypočítat průměr vážený. (Mařík, 2011, s. 109)

Mezi další metody hodnocení finančního zdraví podniku patří bankrotní modely. Ty využívají především subjekty, které mají přístup pouze k veřejně dostupným informacím o podniku. Neukáží však o moc více než poměrové ukazatele. Mezi nejznámější bankrotní model patří Altmanova analýza, ta však byla vytvořena ke konci 60. let minulého století pro americké prostředí a není tedy pro hodnocení společností působících v současnosti na českém trhu vhodná. Pro podmínky České

republiky byl vytvořen manželi Neumaierovými souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN, který se počítá podle následujícího vzorce (novější verze IN05). (Mařík, 2011, s. 110)

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

Výsledná hodnota se porovnává s následujícími referenčními hodnotami:

IN05 > 1,6 – podnik tvoří hodnotu a je finančně zdravý;

0,9 < IN05 < 1,6 – podnik spadá do šedé zóny a není možné vytvořit prognózu;

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

Tabulka 3 Rychlý test podniku

Ukazatel	Stupnice hodnocení (známky)				
	Velmi dobrý 1	Dobrý 2	Střední 3	Špatný 4	Hrozba insolvence 5
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	záporný
Podíl provozního cash flow k tržbám	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	záporná
Doba splácení dluhů	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

Zdroj: Mařík, 2011, s. 110

4.5 Ekonomická přidaná hodnota

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty představuje v podstatě ekonomický zisk podniku, tedy to, co v podniku zůstane poté, co si odměnu za poskytnutý kapitál odnesou vlastníci a věřitelé. Tyto odměny jsou vypláceny až z čistého zisku neboli hospodářského výsledku po zdanění. Proto můžeme EVA definovat tímto vzorcem. (Veber, 2016, s. 232)

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

NOPAT představuje čistý provozní zisk, WACC vážené náklady na kapitál a C firmou používaný zpoplatněný kapitál. Další způsob vyjádření EVA je pomocí zjednodušené metody CAPM, kde ekonomická přidaná hodnota představuje rozdíl mezi čistým zdaněným ziskem a požadovanou výnosností kapitálu.

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

EVA tedy představuje část vyprodukovaného zisku (čistého zisku), která zbyde ve firmě a může se do budoucna podílet na jejím růstu, aniž by byli vlastníci a věřitelé jakýmkoli způsobem kráceni na svých požadavcích. (Veber, 2016, s. 232)

Pro oceňování je podstatný fakt, že hodnota ukazatele EVA by měla být kladná, protože pokud by byla záporná, nevznikala by nová přidaná hodnota zvyšující původní hodnotu podniku. EVA tedy můžeme vyjádřit jako rozdíl mezi NOPAT a vyplacenými dividendami akcionářům a vyplaceným úrokem věřitelům. (Kislingerová, 2001, s. 89)

5 Finanční plán

Finanční plán je třeba sestavit, pokud hodnota podniku bude stanovena za pomoci některé z výnosových metod. Tento plán se skládá z hlavních finančních výkazů: výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Takovýto plán bývá zpravidla součástí podnikového plánu, který vychází z vize a strategie podniku a je tvořen souborem vzájemně vyvážených plánů (plánů prodeje, produkce, kapacit, pracovních sil, provozního výsledku hospodaření, daní a podílů na zisku, provozního cash flow, celkových peněžních toků, rozvahy). (Mařík, 2011, s. 150)

Základ pro finanční plán tvoří generátory hodnoty, které zásadně ovlivňují hodnotu podniku. Dále je třeba generátory hodnoty doplnit o plán financování a také je možné doplnit položky méně významné nebo položky nesouvisející s hlavním provozem podniku. Na závěr se dopočítávají položky jako nerozdělený zisk, celkové cash flow, dlouhodobý majetek atd. (Mařík, 2011, s. 151)

Mezi nejvýznamnější metody sestavování finančního plánu patří metoda procenta tržeb, extrapolace časových řad a expertní techniky. Principem metody procenta tržeb je to, že se vývoj zásadních položek chová lineárně vůči vývoji obratu podniku. Analýzu časových řad je naopak vhodné použít u položek, u kterých tato závislost neplatí. Pokud se však položky v čase chovají bez žádného viditelného trendu, je doporučováno použít buď hodnotu posledního roku nebo průměr sledovaného období. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 139)

Před samotným sestavením finančního plánu je však potřeba rozdělit aktiva na provozně nutná a na ta, která zapotřebí k hlavní činnosti podniku nejsou. Neprovozní aktiva se totiž ve výnosovém ocenění neobjevují a provozní aktiva v něm představují generované peněžní příjmy. Pokud je však podnik oceňován externě, je velmi obtížné takto aktiva rozlišit, bezpečně je možné určit akorát finanční majetek. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 138)

5.1 Generátory hodnoty

Pojem generátory hodnoty zaštiťuje soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které dohromady tvoří hodnotu podniku. Nejčastěji se vyvozují pomocí metody diskontovaných peněžních toků. Nejvíce se obvykle pracuje s těmito generátory hodnoty: tržby a jejich růst, marže provozního zisku, investice do

pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování, doba existence podniku. (Mařík, 2011, s. 125)

Prognóza tržeb vychází ze strategické analýzy s ohledem na předpokládaný odbyt produktu. Tato prognóza však může být korigována kapacitními možnostmi podniku s ohledem na nejbližší období. (Mařík, 2011, s. 126)

Provozní ziskovou marži je možné spočítat jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním (čistý operační zisk před zdaněním) a tržeb. (Mařík, 2011, s. 127)

Výpočet pracovního kapitálu bývá pro potřeby oceňování upraven tak, že se od oběžných aktiv místo krátkodobého cizího kapitálu odečítá cizí kapitál neúročený a opět zohledňujeme pouze provozně nutné položky. Jinými slovy ke krátkodobému finančnímu majetku přičteme zásoby, pohledávky a časové rozlišení aktivní a odečteme časové rozlišení pasivní a neúročené závazky. (Mařík, 2011, s. 132)

Nejobtížněji se určují investice do dlouhodobého majetku z toho důvodu, že se zpravidla nevyvíjejí plynulým způsobem a také z důvodu, že investice by měly být chápány jako investice v širším slova smyslu, tedy nejen jako investice do výzkumu a vývoje, ale také jako investice do lidského kapitálu. Pokud je však podnik oceňován pouze z externích (veřejně dostupných) zdrojů, je tyto informace velmi těžké najít. (Mařík, 2011, s. 136)

PRAKTICKÁ ČÁST

6 Popis společnosti Fluokov, s.r.o.

Fluokov, s.r.o., je česká společnost zabývající se kovovýrobou se sídlem v Teplicích. Zaměřuje se na sériovou výrobu ocelových nosičů aku baterií, řezání plechů laserem a jejich ohraňování a také na zakázkovou výrobu a pronájem skladových a výrobních prostor. Společnost byla založena v roce 1996 a spadá do oblasti OKEČ 28 – výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, což je oblast vyznačující se vysokou dynamikou a vysokým počtem podniků a firma tedy čelí značné konkurenci. Společnost však podle svých slov patří mezi top zaměstnavatele ve svém regionu, a i přes napjatou situaci na trhu práce se jí daří udržet si stávající zaměstnance a dělat vše pro to, aby zůstala konkurenceschopná jak v rámci republiky, tak Evropské unie. Společnost nevynakládá výdaje v oblasti výzkumu a vývoje a nemá organizační složku v zahraničí.

Vizí této společnosti je oboustranný prospěch vycházející z úzké a dlouhodobé spolupráce s klíčovými zákazníky pocházejícími z různých průmyslových oblastí.

Většina výroby společnosti je exportována na trhy EU (v roce 2017 85 % produkce) a to z důvodu nedostatečného odbytu v České republice. Od roku 2012 ovládá společnost Fluokov společnost Pracovní stroje Teplice, s.r.o., zaměřující se na výrobu hydraulických lisů a následný záruční i pozáruční servis, která je od té doby na první pozici ve výrobě zakázkových hydraulických lisů v republice.

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti Fluokov pro potřeby potenciálního externího investora, a to k datu 1. 5. 2019.

6.1 Základní údaje o společnosti

Název společnosti:	Fluokov, s.r.o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Sídlo společnosti:	Důlní 106, 415 10 Teplice-Sobědruhy
IČO:	25013840
DIČ:	CZ25013840
Datum zápisu do OR:	18. 12. 1996
Telefon:	417 560 679
E-mail:	firma@fluokov.cz
Předmět podnikání:	Zámečnictví, Kovoobráběčství, Výroba strojů pro ostatní hospodářská odvětví, Koupě zboží za účelem dalšího prodeje a prodej vyjma činností uvedených v příloze č. 1-3 živnostenského zákona, Výroba kovových konstrukcí, kotlů, těles a kontejnerů, Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1-3 živnostenského zákona, Pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor

Základní kapitál:	100 000 Kč	
Společníci:	Michal Jech	50% podíl
	Alena Aksamitová	50% podíl

6.2 Historie, velikost a předmět podnikání společnosti

Společnost Fluokov, s.r.o., bývala představitelem typické rodinné firmy. Byla založena v roce 1996 jako pokračování podniku fyzické osoby Ivana Jecha a přišly do ní i obě jeho děti – mezi nimi Michal Jech, který má dnes 50% podíl na vlastnictví firmy. Původně společnost provozovala konstrukční činnost v oboru strojírenství a postupem času procházela velkými změnami založenými zejména na schopnosti plnit stále vzrůstající požadavky kladenými na kvalitu výrobků a služeb. V roce 2005 zakoupila společnost speciální laser, který nahradil původní nůžky pro řezání plechů. Jak již bylo zmíněno v úvodu, v roce 2012 společnost koupila Pracovní stroje Teplice, s.r.o. Také v tomto roce zahájila přístavbu nové výrobní haly, která začala být v provozu v roce 2014. V této době také proběhly rekonstrukce staršího průmyslového objektu v areálu společnosti.

Společnost financovala mnoho svých rozvojových aktivit investicemi od EU. V roce 2013 Fluokov obdržel dotaci na druhé zařízení na dělení materiálu laserem a dotaci na odborné vzdělávání společnosti kvůli potřebě rozšíření kvalifikace všech jejích zaměstnanců. Dále v tomto roce získal Fluokov dotaci na posílení konkurenceschopnosti a v roce 2014 za ni vybudoval robotizované svářecí pracoviště včetně jeřábového systému a vakuového manipulátoru. Vše bylo uvedeno do užívání v roce 2015.

Fluktuace zaměstnanců společnosti se ve všech zkoumaných letech (2012–2017) pohybuje v rozmezí 8 až 10 %. Následující tabulka zobrazuje průměrné počty zaměstnanců v těchto letech, z čehož jsou vždy 3 zaměstnanci řídicí.

Tabulka 4 Průměrné počty zaměstnanců

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Počet zaměstnanců	74	82	81	95	91	95

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv společnosti

Podle pravidel Evropské unie se z pohledu počtu zaměstnanců společnost Fluokov řadí už mezi středně velké firmy, avšak z pohledu obrátu společnost spadá ještě mezi malé podniky. Obrát v roce 2013 mírně klesl, ale od té doby rostl až na současnou hodnotu 162 475 tis. Kč.

6.2.1 Vývoj v letech 2012 – 2017

Pro účely oceňování byly analyzovány finanční výkazy firmy za posledních 6 let, a to z toho důvodu, aby bylo možné následujících 6 let předpovědět (tedy vývoj do

roku 2023). Následující odstavce představují přehled nejdůležitějších událostí za tyto roky, čerpáno bylo z výročních zpráv společnosti.

Rok 2012 nebyl pro firmu moc úspěšný z hlediska ziskovosti, ale jinak byl úspěšný velmi, a to zejména vzhledem k investičním akcím, nákupu dceřiné společnosti a proběhnutí mnoha změn díky dotačním titulům a také investování do rozvoje z vlastních zdrojů.

V roce 2013 se firmě podařilo úplně smazat ztrátu z let celosvětové hospodářské krize. Firma také znovu dostala možnost ucházet se o státní zakázky díky neexistenci závazků vůči státní správě.

Rok 2014 je možné považovat opět za relativně úspěšný. Proběhla modernizace výroby, zefektivnění procesů a bylo investováno do prostor pro zaměstnance. V době stagnace měla firma 3% ROS, což není špatný výsledek.

V roce 2015 firma zaznamenala rekordní objem tržeb, nicméně její zisk byl druhý nejhorší v historii (první byl v roce 2009). Bylo to důsledkem zvyšování produkce málo ziskových či dokonce ztrátových výrobků pro klíčového zákazníka. Následkem toho firma s tímto zákazníkem vedla vyjednávání o zlepšení smluvních podmínek, modernizovala svou výrobu, zefektivnila některé procesy a začala investovat do robotického zpracování části výroby. To vedlo ke zvýšení hospodářského výsledku v roce 2016 díky lepší skladbě vyráběných ocelových nádrží. Firma se v této době také zaměřila na zlepšení péče o své zaměstnance (více benefitů, modernizace šaten).

V roce 2017 však firma dosáhla nového druhého nejnižšího hospodářského výsledku v historii po roce 2009 a to i přesto, že měla rekordní tržby. Bylo to následkem převážně složení výrobků – ocelových nádrží. Firma nedostávala lukrativní zakázky a zároveň ji limitoval akutní nedostatek pracovníků.

Firma každoročně zvyšuje mzdy, aby zůstala konkurenceschopná, k čemuž ji nutí vývoj mezd v regionu a poptávka po zaměstnancích společnostmi z blízké krupské průmyslové zóny. Do budoucna společnost doufá, že se situace na trhu práce změní a bude možné otevřít již několik let plánovanou třetí (noční) směnu.

7 Strategická analýza

Výstupem strategické analýzy pro účely ocenění podniku by mělo být především určení jeho výnosového potenciálu. Výnosový potenciál představuje, o kolik procent porostou tržby podniku během prognózovaného období. Abychom mohli výnosový potenciál stanovit, zjišťujeme vnitřní potenciál podniku (ten v našem případě lépe vyjadřují výsledky finanční analýzy) a vnější potenciál podniku, který vychází především z hodnocení mikro a makroprostředí podniku.

7.1 Analýza makroprostředí

Pro zhodnocení makroprostředí podniku byla použita v teoretické části vysvětlená PEST analýza.

7.1.1 Politicko-legislativní faktory

Jak již bylo zmíněno v úvodní kapitole praktické části, většina produkce podniku je exportována na trhy EU. Z toho je zřejmé, že podnik neovlivňuje pouze politická a legislativní situace v ČR, ale také v EU. Podnik je v tomto ohledu nejvíce ovlivňován z hlediska potenciálních embarg nebo úprav cla, nic však do budoucna nenaznačuje změnu dnes spíše stálé situace. Výrazný dopad na společnost by ale mělo vystoupení České republiky z Evropské Unie. Pokud by nastal tzv. Czexit, který je možné v dnešní době stále považovat za relevantní hrozbu, pro podnik by to znamenalo pravděpodobnou ztrátu několika klíčových zákazníků, a tím pádem výrazné snížení zakázek a tržeb.

Politická situace v ČR se dá považovat spíše za stabilní a z hlediska legislativy je podnik nejvíce ovlivněn daňovými zákony a zákony sociálních a zdravotních odvodů. V době psaní této práce je ve Sněmovně projednáván návrh současné ministryně financí o zrušení superhrubé mzdy a placení 15% daně z hrubé mzdy za současného navýšení zdravotního pojištění zaměstnanců a některých živnostníků kvůli tomu, aby stát mohl přestat platit zdravotní pojištění za státní pojištěnce. Pokud by byl tento návrh přijat, znamenalo by to přenesení této zátěže na ekonomicky aktivní jedince, kteří i přes slevy na dani stále nějakou daň platí. To by mohlo zatížit (a tím pádem zdražit) určitá pracovní místa. Návrh opozice by daň z hrubé mzdy při zrušení mzdy superhrubé ponechal na současných 19 % a zdravotní pojištění by naopak snížil. Zvýšila by se tím čistá mzda zaměstnanců a zároveň by se snížila cena práce, tedy náklady na pracovní místo. Jakákoliv verze této daňové reformy by mohla případně vstoupit v platnost v roce 2021. Pokud by byla superhrubá mzda zrušena, pro zaměstnavatele by to velmi pravděpodobně znamenalo nemalé náklady na změny v informačních systémech, jež zpracovávají mzdové agendy. Další vlivy jsou z dlouhodobého hlediska trochu nejasné a záleželo by také na doplňujících opatřeních této reformy. Větší vliv na situaci zaměstnavatelů má však stálý růst mzdy minimální a s tím spojený růst mzdy průměrné. Společnosti Fluokov se ale růst minimální mzdy tolik netýká, protože zaměstnává především vysoce kvalifikované pracovníky.

7.1.2 Ekonomické faktory

Mezi ekonomické faktory působící na společnost Fluokov patří opět ty ovlivňující samotnou ČR a ty ovlivňující zbytek EU. Jedním z těchto faktorů je HDP. Na tabulce níže je vidět reálný meziroční vývoj HDP minulých let a také jeho prognóza do budoucna.

Tabulka 5 Vývoj HDP

Růst HDP	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	prognóza
HDP ČR	-0,8%	-0,5%	2,7%	5,3%	2,5%	4,4%	3,0%	2,9%
HDP EU	-0,4%	0,3%	1,8%	2,3%	2,0%	2,4%	2,2%	2,0%

Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostat

Do roku 2013 doznávaly u nás i ve zbytku EU následky krize z roku 2008 a následné recese. Až v roce 2014 se ekonomika dala nějakým způsobem dohromady. Tento vývoj budeme konkrétně na případu společnosti Fluokov moci pozorovat při finanční analýze, ostatně vlivy krize a recese jsou zmíněny již v úvodní kapitole. Není tomu však tak, že se od roku 2014 výsledky společnosti konstantně zlepšují, protože např. od roku 2015 trápil firmu problém získávání ziskových zakázek, což odráželo její špatně nastavené smluvní podmínky s klíčovými zákazníky. Pro účel ocenění společnosti bude jako hodnota stálého růstu HDP do budoucna používána hodnota 2,3 % z toho důvodu, že minimálně od roku 2010 šlo vždy alespoň 70 % produkce společnosti na trhy EU a zbylých 30 % na trh domácí. Tato hodnota bude následně v druhé fázi oceňování představovat již v teoretické části objasněné tempo růstu g.

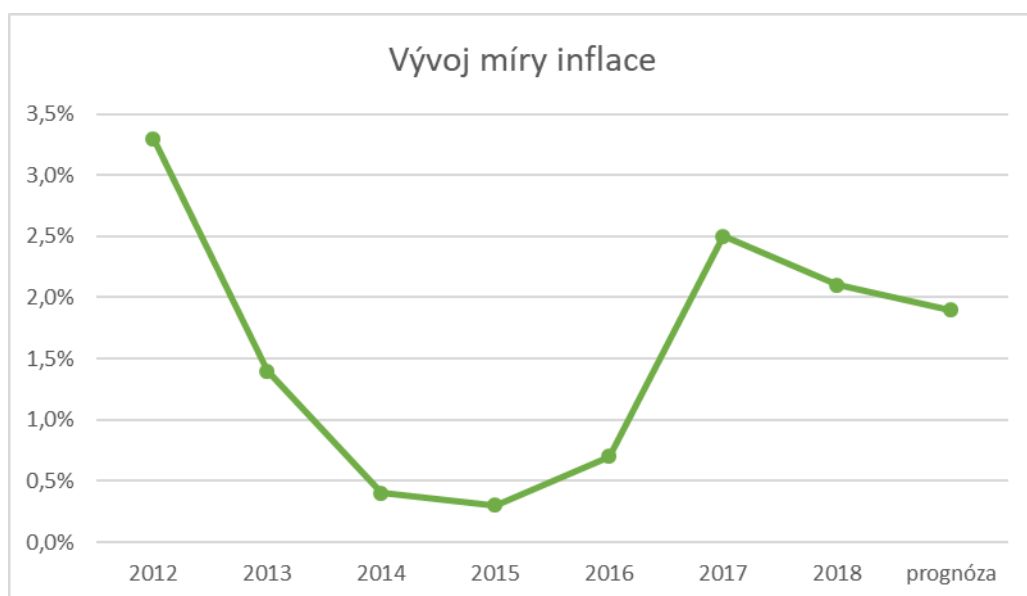
Mezi další ekonomické faktory ovlivňující budoucnost podniku patří vývoj inflace, měnový kurz (především CZK/EUR) a intervence ČNB. Dalšími významnými faktory jsou vývoj průměrné mzdy a vývoj ekonomické aktivity obyvatelstva ČR.

Co se týče vývoje inflace, tak je známý fakt, že její růst snižuje hodnotu majetku. Společnost Fluokov má až téměř nadbytek dlouhodobého hmotného majetku a málo krátkodobého finančního majetku. Také využívá cizí úročený kapitál, což znamená, že inflace má v jejím případě také vliv na investice prostřednictvím úrokové míry. Vývoj míry inflace za posledních sedm let a prognóza na letošní rok 2019 jsou uvedeny v následující tabulce a grafu.

Tabulka 6 Vývoj míry inflace

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	prognóza
Míra inflace	3,3%	1,4%	0,4%	0,3%	0,7%	2,5%	2,1%	1,9%

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ



Obrázek 4 Vývoj míry inflace (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ)

Za inflační cíl se obecně považuje hodnota 2 %, a proto, když v roce 2012 začala díky recesi inflace prudce klesat, reagovala na to ČNB intervencemi na oslabení CZK.

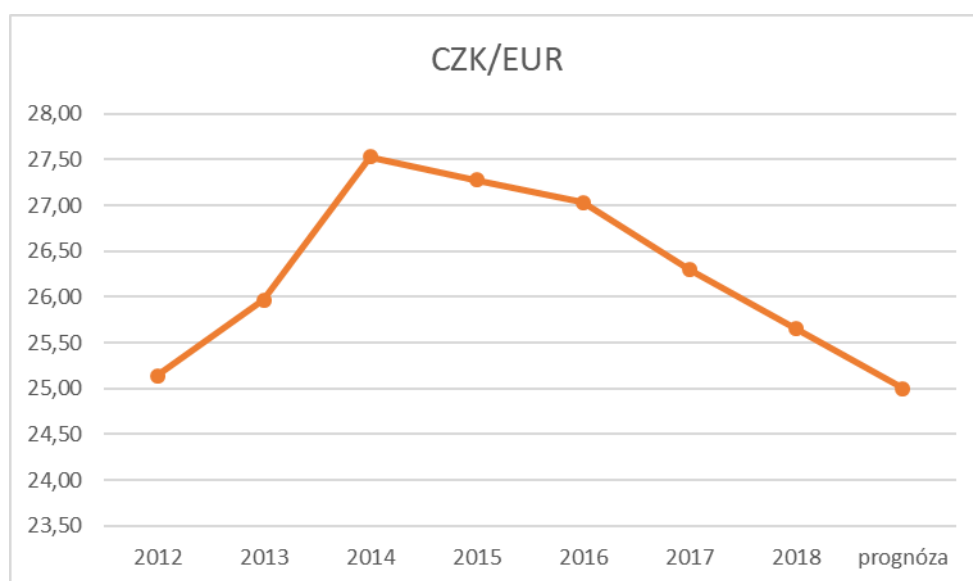
Tyto intervence byly ukončeny v roce 2017 a předpokládá se, že míra inflace mírně poklesne těsně pod úroveň 2 %.

Dalším významným faktorem je především kurz CZK/EUR, a to kvůli vysokému exportu do zemí Evropské unie. Jeho vývoj za posledních sedm let a prognóza na rok současný je uvedena v následujícím grafu a tabulce. Zahraniční odběratelé společnosti v současné době sídlí pouze v Německu.

Tabulka 7 Vývoj kurzu CZK/EUR

Devizový kurz	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	prognóza
CZK/EUR	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03	26,30	25,65	25,00

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ



Obrázek 5 Vývoj kurzu CZK/EUR (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ)

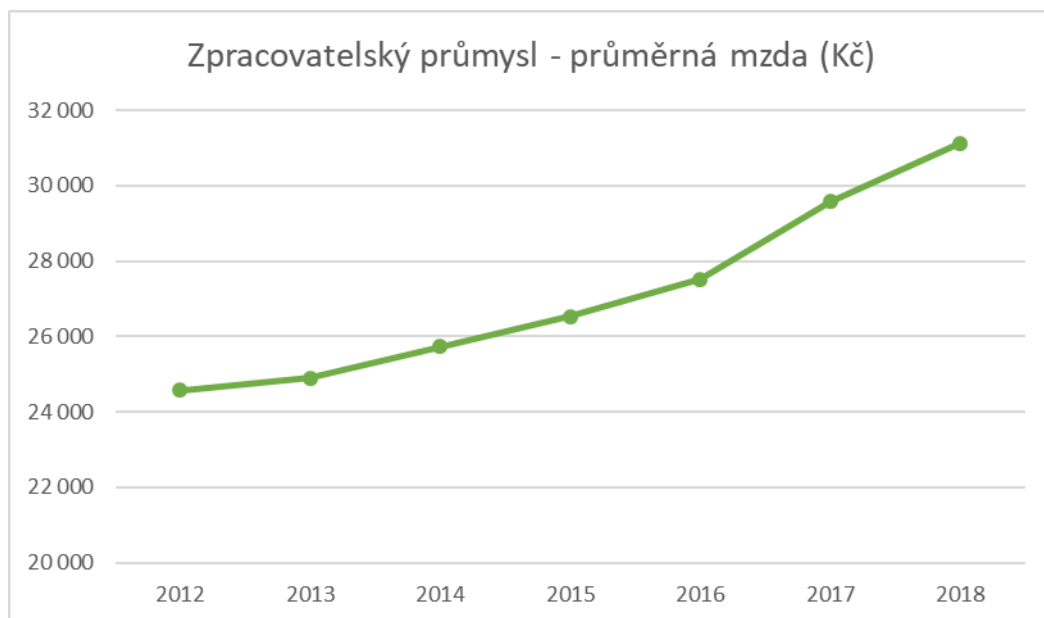
Jak je z grafu vidět, do budoucna je předpokládán další pokles kurzu, tedy apreciacie CZK. V letech 2014 až 2017 byl kurz držen intervencemi ČNB okolo hodnoty 27 CZK/EUR, kvůli stabilizaci ekonomiky po krizi, což bylo pro exportní společnosti jako je Fluokov výhodné. Intervence však byly 6. 4. 2017 ukončeny a CZK proto každým rokem mírně posiluje. Pro společnost to tedy znamená určité znevýhodnění. V takovýchto situacích je vhodné uzpůsobovat situaci prodejní ceny.

Dalším významným ekonomickým faktorem je průměrná mzda, která úzce souvisí s nezaměstnaností, kterou můžeme zařadit i do sociálních faktorů (viz níže). Při zjišťování údajů jsem se zaměřila u průměrné mzdy také konkrétně na zpracovatelský průmysl, na který se společnost Fluokov nejvíce zaměřuje (převážně na výrobou kovových konstrukcí). Vývoj průměrné mzdy ve zpracovatelském průmyslu za posledních sedm let zobrazují tabulka a graf níže. Je vidět, že mzdy rostou a zvyšují se tedy osobní náklady zaměstnavatele a následkem toho se snižují zisky společností. Do budoucna lze opět očekávat nárůst vzhledem k tomu, že zpracovatelský průmysl je pro naši ekonomiku stěžejní, rozrůstá se a očekává se i nárůst obecné průměrné mzdy (viz graf).

Tabulka 8 Vývoj průměrné mzdy ve zpracovatelském průmyslu

Zpracovatelský průmysl	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Průměrná mzda (Kč)	24 573	24 894	25 735	26 535	27 517	29 581	31 119

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ



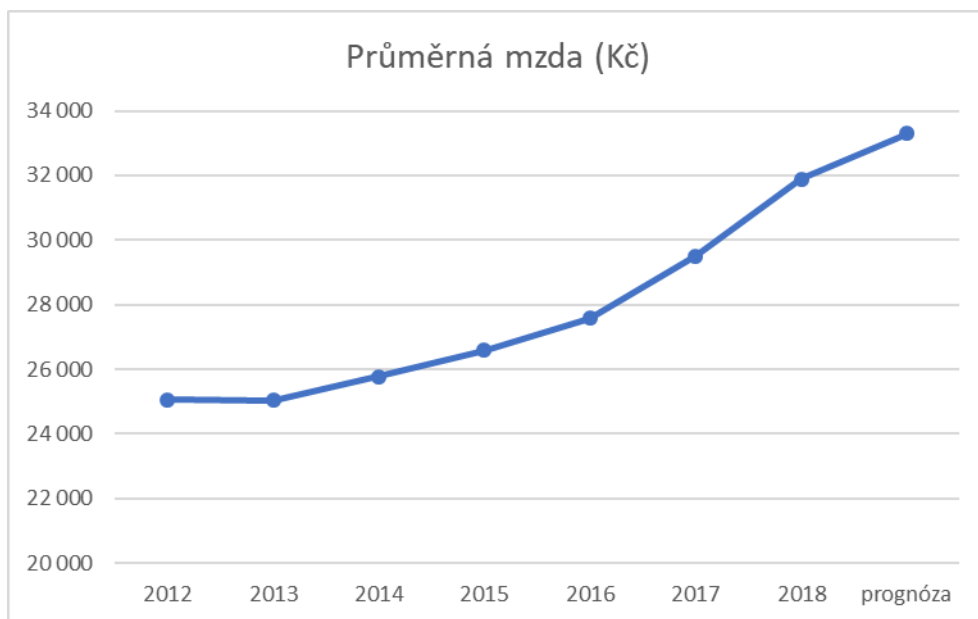
Obrázek 6 Vývoj průměrné mzdy ve zpracovatelském průmyslu (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ)

Pro úplnou představu ještě doplním vývoj obecné průměrné mzdy za celou ČR, která je o něco vyšší především díky odvětvím jako jsou informační a komunikační činnosti, peněžnictví a pojišťovnictví a výroba a rozvod elektřiny, tepla a klimat. vzduchu. Je však třeba znovu zmínit, že většina zaměstnanců, které společnost Fluokov zaměstnává, je vysoce kvalifikovaná a bude tak průměrnou mzdu značně převyšovat.

Tabulka 9 Vývoj průměrné mzdy za ČR celkem

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	prognóza
Průměrná mzda (Kč)	25 067	25 035	25 768	26 591	27 575	29 504	31 885	33 300

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ

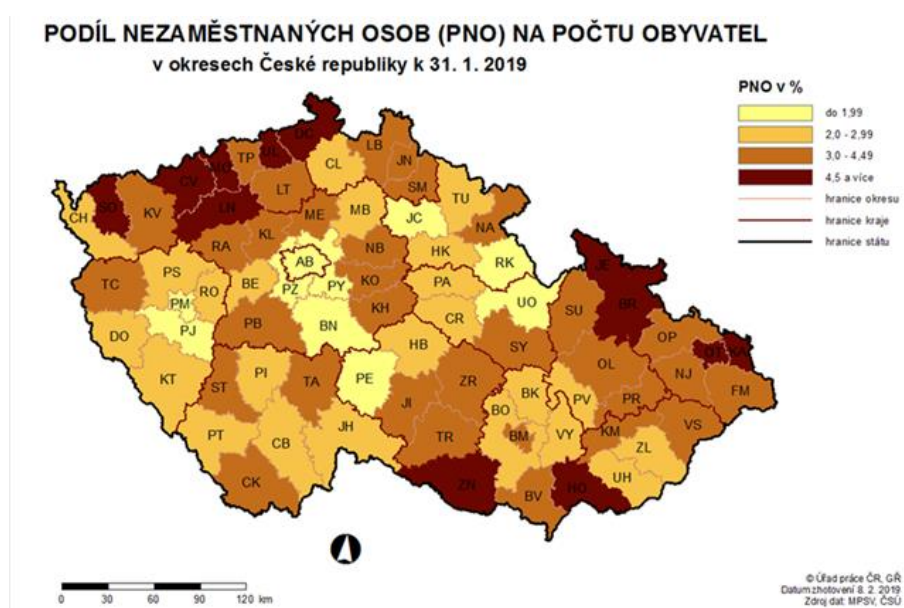


Obrázek 7 Vývoj průměrné mzdy za ČR celkem (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ)

Jak již bylo zmíněno výše, zejména v roce 2017 společnost limitoval akutní nedostatek vysoce kvalifikovaných pracovníků. Společnost proto každoročně navyšuje mzdy, což se odráží i v každoročně značně rostoucích osobních nákladech.

7.1.3 Sociálně-ekologické faktory

Společnost Fluokov sídlí v Teplicích v Ústeckém kraji, což je kraj s druhou nejvyšší nezaměstnaností (4,74 %) v ČR, a to po kraji Moravskoslezském (4,85 %). Konkrétně v Teplicích je nezaměstnanost nejnižší v porovnání s ostatními městy tohoto kraje, což je dáno především zdejší průmyslovou zónou. Podíl nezaměstnaných na počtu obyvatel je v Teplicích 3,31 %. Pro představu je vhodné ještě uvést celorepublikový průměr, který je 3,26 % (k datu 31. 1. 2019).



Obrázek 8 Podíl nezaměstnaných osob na počtu obyvatel v ČR (zdroj: ČSÚ)

Za optimální míru nezaměstnanosti je považována hodnota od 4 do 5 %. Současná průměrná hodnota za ČR 3,26 % i Teplická hodnota 3,31 % jsou tedy už dnes velmi nízké a do budoucna se předpokládá ještě další pokles. Pro stát je tato skutečnost pozitivní, avšak pro většinu zaměstnavatelů nikoliv, ovlivňuje to totiž dostupnost pracovní síly. Pro společnost Fluokov je už v současné době těžké získat a udržet si kvalifikované zaměstnance, kteří bývají často přetahováni sousedními průmyslovými podniky. A to i přes každoroční navyšování mezd. Konkurentům společnosti se bude blíže věnovat Porterova analýza 5 sil.

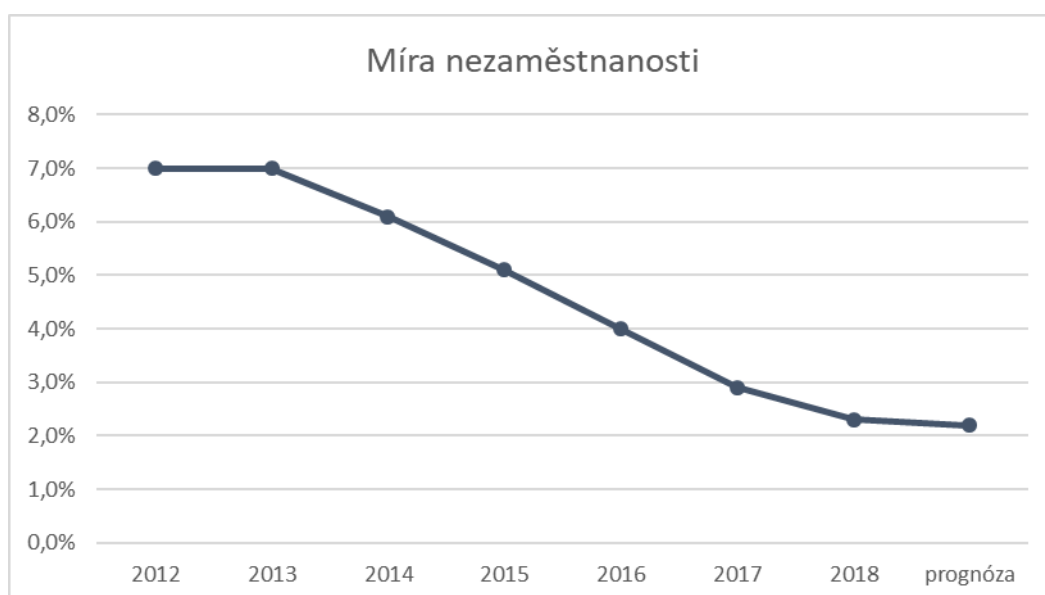
Dalším sociálním faktorem, který má vliv na budoucnost společnosti, je stárnutí obyvatelstva, které způsobuje jeho stále klesající ekonomickou aktivitu. Nalezení vhodných pracovníků bude do budoucna tedy ještě těžší. Jako řešení tohoto problému se nabízí alespoň částečná automatizace výroby. Společnost Fluokov do optimalizace procesů a robotického zpracování části výroby začala investovat již v roce 2014. I přes výše zmíněné překážky se však Fluokovu podle jeho slov stále daří zůstat mezi top zaměstnavateli v regionu.

Vývoj celorepublikové míry nezaměstnanosti za posledních sedm let zachycuje následující tabulka a graf. Jak již bylo zmíněno výše, snižování nezaměstnanosti jde ruku v ruce se zvyšováním mezd. Vzniká zde nutnost nejen navyšování mezd nástupních, ale také navyšování mezd stávajícím zaměstnancům. Pokud se tedy zaměstnavatelé nedokáží adekvátně přizpůsobit situaci, bude to pro ně znamenat neustálý růst osobních nákladů a tím pádem následné snižování zisků.

Tabulka 10 Míra nezaměstnanosti v ČR

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	prognóza
Míra nezaměstnanosti	7,0%	7,0%	6,1%	5,1%	4,0%	2,9%	2,3%	2,2%

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ



Obrázek 9 Míra nezaměstnanosti v ČR (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ)

Společnost Fluokov také významně ovlivňují zákony o ochraně životního prostředí a rostoucí požadavky obyvatel na ekologičnost. Společnost dodržuje

vybudovaný systém ochrany životního prostředí podle normy ČSN EN ISO 14001:2005 a relevantní právní předpisy v oblasti životního prostředí. Společnost má svou environmentální politiku detailně popsanou na svých webových stránkách. V této oblasti společnost bez problému funguje v souladu s právními požadavky na činnost společnosti. Společně s ochranou životního prostředí zavedla společnost také certifikovaný systém bezpečnosti a ochrany zdraví při práci dle ČNS OHSAS 18001:2008.

7.1.4 Technologické faktory

Společnost zaměřuje svou činnost především na zakázkovou produkci výrobků z plechu, výrobu drobných ocelových konstrukcí a dalších výrobků. Formou kooperace nabízí řezání plechů laserem, jejich ohraňování a další operace odpovídající jejímu strojovému parku a vybavení. Společnost má v současné době certifikovaný systém svařování dle ČNS EN 3834-2 ve spojení s ČNS EN 1090-2. Z pohledu technologických faktorů je pro ni tedy důležité splňovat jak technologické požadavky na výrobu, tak i požadavky konečných zákazníků na užívání výrobků. Z tohoto důvodu musí společnost sledovat technologické inovace ve výrobě, a proto je vhodné mít ve firmě spolehlivý informační systém. V roce 2011 dostala společnost dotaci od EU na nový informační systém, který je neustále uzpůsobován stále rostoucí úrovni informačních technologií. Jak již bylo zmíněno v kapitolách věnujících se faktorům ekonomickým a sociálním, pro to, aby si i v budoucnu udržela společnost své konkurenceschopné místo na trhu, bude nutné, aby nepřestávala investovat do robotizace, digitalizace a automatizace výroby, tedy do oblastí spadajících pod tzv. průmysl 4.0.

7.2 Analýza mikroprostředí

Pro správnou analýzu mikroprostředí je nejprve třeba určit odvětví, do kterého společnost spadá. Společnost Fluokov se dá zařadit pod odvětví CZ-NACE 25 Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení. Konkrétně její činnost jde zařadit do 25.11 Výroba kovových konstrukcí a jejich dílů, 25.7 Výroba zámků a kování a 25.9 Výroba ocelových sudů a podobných nádob. Při porovnávání výsledků podniku s ostatními podniky z tohoto odvětví je však třeba zohlednit i to, kde mají své zákazníky a jak moc se jejich předmět podnikání shoduje. Mikroprostředí společnosti Fluokov bude rozebráno pomocí Porterova modelu pěti sil, jehož princip byl vysvětlen v teoretické části této práce.

7.2.1 Porterův model pěti sil

Pro určení výnosového potenciálu společnosti je nutné především zmapovat stávající konkurenci a vývoj odvětví. Za své nejvýznamnější konkurenty označila společnost Fluokov společnost Roka Industry, s.r.o., AIB KUNSTMANN Metal, s.r.o. (dříve AccuMetal, s.r.o.) a Kolínská správkárenská, s.r.o. Ještě před 11 lety mezi tyto konkurenty patřila i Teplická strojírna, s.r.o., jejíž historie sahá až do roku 1871.

Společnost však nezvládla hospodářskou krizi v roce 2008 a vzhledem ke svým nesplaceným dluhům skončila v roce 2009 v insolvenční. Následně provedla reorganizaci, ale nepovedlo se jí špatnou situaci zvrátit a v roce 2017 byl na její majetek vyhlášen konkurs. Proto ji již nelze považovat za relevantního konkurenta.

Společnost Roka Industry stejně jako Fluokov sídlí v Teplicích a funguje dokonce o dva roky déle (od roku 1994). Stejně jako Fluokov se zaměřuje na výrobu ocelových a nerezových konstrukcí, a navíc také na výrobu součástí pro nákladní automobily a montáž komínů a komínových komponentů. V roce 2017 se část společnosti věnující se komínové technice od zbytku oddělila a vznikla tak samostatná firma Roka komíny, s.r.o. Díky tomuto rozdělení můžeme při porovnávání tržeb Fluokovu a Roka Industry z roku 2017 lépe vidět, jaký je asi jejich skutečný podíl na trhu z hlediska prodeje kovových konstrukcí a ocelových nádrží (viz následující tabulka).

Společnost AIB KUNSTMANN Metal, s.r.o. (do 1. 1. 2019 AccuMetal, s.r.o.), byla založena v roce 2003 jako dceřiná společnost německé matky AIB KUNSTMANN GmbH. Stejně jako Fluokov sídlí v Teplicích a je tedy jejím přímým konkurentem co se např. získávání zaměstnanců týče. Její hlavní činností je výroba nosičů pro akumulátorové články, tedy stejně tak, jako je tomu u Fluokovu, jehož stěžejním produktem jsou ocelové nádrže pro aku baterie. Je třeba také říci, že pravděpodobně díky podpoře své německé matky má AIB KUNSTMANN Metal mnohem lepší propagaci svých produktů, což je vidět už jen při pohledu na jejich webové stránky. Webové stránky společnosti Fluokov nebyly aktualizovány od roku 2010. AIB KUNSTMANN Metal je sice v porovnání s Fluokovem menší i co se počtu zaměstnanců týče, ale v současné době investuje do své druhé pobočky na našem území, kde bude opět vyrábět nosiče pro akumulátorové články. Do budoucna lze tedy předpokládat, že společnosti Fluokov bude konkurovat ještě mnohem více.

Kolínská správkárenská, s.r.o., je považována za jednoho z nejvýznamnějších konkurentů z toho důvodu, že stejně jako Fluokov se zaměřuje především na výrobu z ocelových plechů a profilů a také až 75 % její produkce je vyváženo na trhy EU. Společnost na trhu působí od roku 1994. V porovnání s Fluokovem má však téměř jen polovinu zaměstnanců (50).

Následující tabulka zobrazuje vývoj tržeb těchto hlavních konkurentů a také samotného odvětví CZ-NACE 25. Vypočítaný celkový průměrný meziroční růst za sledované období bude sloužit ke správné prognóze vývoje odvětví.

Tabulka 11 Vývoj tržeb na relevantním trhu

Výkony (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Celkem růst
Fluokov	111 002	102 429	113 057	133 221	132 149	162 475	7,92%
Roka Industry	112 665	130 739	146 026	156 822	211 795	77 160	-7,29%
AIB KUNSTMANN Metal	87 190	79 551	86 490	96 103	94 491	98 897	2,55%
Kolínská správkárenská	26 878	23 710	38 495	30 378	30 118	36 893	6,54%
Celkem relevantní trh	337 735	336 429	384 068	416 524	468 553	375 425	2,14%
Celkem bez Fluokov	226 733	234 000	271 011	283 303	336 404	212 950	-1,25%
Celkem odvětví CZ-NACE 25	303 086 291	308 362 956	332 330 067	354 009 857	358 814 673	390 327 977	5,19%

Zdroj: vlastní zpracování podle MPO a výročních zpráv

Jak je vidět, relevantní trh příliš neroste a samotné odvětví vzrostlo mezi lety 2012 – 2017 průměrně meziročně pouze o 5,19 %. Pokud se podíváme na relevantní trh bez Fluokovu, zjistíme, že jeho tržby dokonce za toto období průměrně meziročně klesly o 1,25 %. Na tento výsledek mají velký vliv tržby v posledním roce u Roka Industry, od kterého se v roce 2017 odpojila část věnující se komínové technice. I kdybychom však kvůli porovnání do tržeb přičetli i tržby za Roka komíny, s.r.o., byly by celkové tržby za tento rok jen cca o 14 tis. vyšší a je tedy vidět, že skupina Roka v posledním roce zaznamenala značný úpadek. Jelikož se Fluokov komínové technice nikdy nevěnoval, je třeba si uvědomit, že i výsledky Roka Industry z předchozích let nejsou s výsledky Fluokovu plně srovnatelné. Samotný Fluokov za období těchto šesti let zaznamenal průměrný meziroční růst výkonů o téměř 8 %, tedy nejvíce v porovnání se svými hlavními konkurenty.

Co se týče podílu na tomto relevantním trhu, je na tom Fluokov v současné době oproti konkurenci nejlépe. V roce 2017 měl Fluokov 43% podíl na tomto trhu, Roka Industry 21%, AIB KUNSTMANN Metal 26% a Kolínská správkárenská 10%. Následující tabulka zobrazuje podíly na trhu za jednotlivé zkoumané roky a také průměr za celé zkoumané období. V tomto případě je na tom nejlépe Roka Industry, nicméně opět je třeba vzít v úvahu, že do roku 2016 jsou do tržeb započítávány i tržby za montáž komínů a komínových komponentů. Pro představu o stavu trhu by toto však mělo stačit.

Tabulka 12 Podíly na relevantním trhu

Podíl na trhu (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Průměr
Fluokov	33%	30%	29%	32%	28%	43%	33%
Roka Industry	33%	39%	38%	38%	45%	21%	36%
AIB KUNSTMANN Metal	26%	24%	23%	23%	20%	26%	24%
Kolínská správkárenská	8%	7%	10%	7%	6%	10%	8%

Zdroj: vlastní zpracování podle výročních zpráv

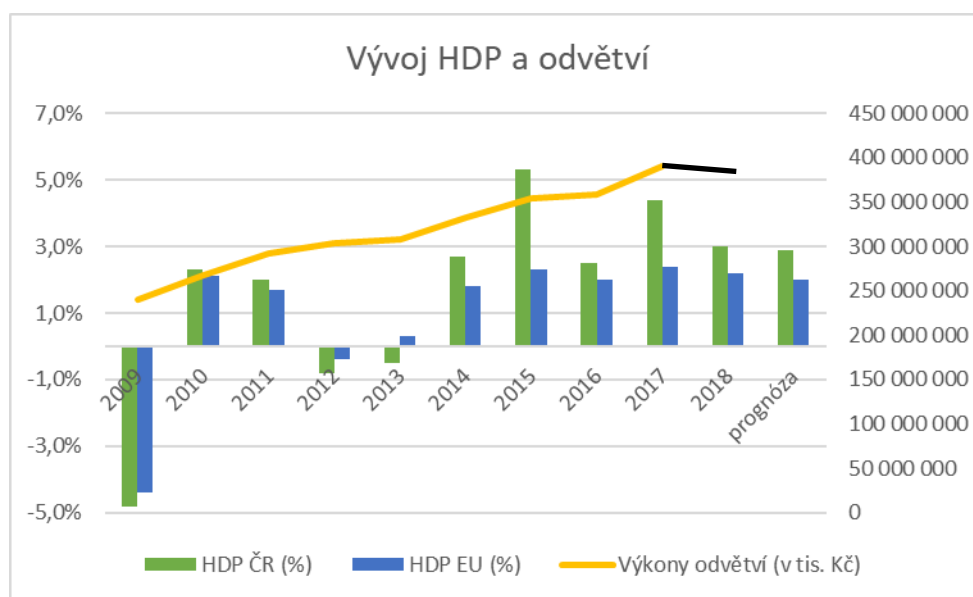
Své zahraniční konkurenty nezná ani sama společnost, a proto je neuvádím. Jedním z těchto konkurentů by však mohla být německá společnost OmeraStore GmbH, která také zpracovává plechy a vyrábí různé typy ocelových nádrží. Co se týče vstupu potenciálních nových konkurentů, existují značné bariéry, a to převážně co se týče počátečních investic do pozemků, budov, vybavení a také know-how. Potenciálním konkurentem by však mohl např. být podnik se stejným zaměřením, který již působí v zahraničí a pronikl by na náš trh. Fluokov přichází do styku se situací na zahraničních trzích v podstatě při sjednávání smluvních podmínek se svými tamějšími zákazníky, kdy je třeba vhodně přizpůsobovat ceny jejich požadavkům. Výhodou Fluokovu však je, že svou výrobu vždy uzpůsobuje konkrétnímu zákazníkovi a je schopný uspokojit široké spektrum požadavků.

Co se týče stěžejního produktu: ocelových nosičů aku baterií, přímá substituce v tomto případě neexistuje. Ocelový nosič může být akorát vylepšen např. tak, jako to dělá AIB KUNSTMANN Metal, což je potažení oceli homogenním plastem, který slouží jako protikorozní ochrana. Fluokov při výrobě používá speciální protikorozní postřik a ocel tzv. moří. Substituce existuje spíše co se týče stylu výroby. Např. v roce 2005 zakoupila společnost Fluokov speciální laser na dělení plechů a plech je krom klasického řezání ještě také možné řezat i vodním paprskem, nicméně dělení laserem má nejpřesnější výsledky.

Veřejně dostupná data o dodavatelích společnosti bohužel nejsou. Vyjednávací síla dodavatelů však v poslední době mírně roste ale zároveň stejně tak roste i vyjednávací síla odběratelů. Podle celkového OCP se ale celková situace v posledním roce zlepšuje, což bude důkladněji prošetřeno v části věnující se finanční analýze.

Hlavním odběratelem společnosti Fluokov byla do roku 2006 jen jedna společnost, která kladla veliký důraz na kvalitu prováděných prací a měla poměrně vysokou vyjednávací sílu. S nástupem krize se však Fluokov více začal orientovat také na zahraniční trhy a v současné době dokonce na tyto trhy vyváží 85 % své produkce. Fluokov měl vždy ve zkoumaném období nadpoloviční většinu zahraničních odběratelů v Německu a v současné době exportuje pouze tam. V letech 2014 a 2015 vyvážel také na trh francouzský a v roce 2012 ještě na trh italský. Konkrétní názvy svých odběratelů společnost neuvádí. Jak však již bylo zmíněno v úvodní kapitole praktické části této práce, od roku 2015 nedostává společnost příliš lukrativní zakázky od svých odběratelů a díky tomu měla v roce 2017 dokonce druhý nejnižší hospodářský výsledek v historii. Její odběratelé tedy mají pravděpodobně značnou vyjednávací sílu. Pro Fluokov by proto bylo vhodné poohlédnout se i po dalších potenciálních odběratelích a také investovat do pořádného průzkumu trhu.

7.2.2 Prognóza vývoje odvětví



Obrázek 10 Vývoj HDP a tržeb odvětví (zdroj: vlastní zpracování podle MPO)

Výše položený graf pro přehled ještě zobrazuje vývoj HDP ČR a HDP EU od roku 2009 (kdy se společnost nějakým způsobem dostávala z krize) přes recesi v letech 2012 a 2013 až do roku 2018 a následuje jejich prognóza do budoucna (konkrétní hodnoty viz tabulka 5). Současně je v tomto grafu zobrazen vývoj tržeb odvětví CZ-NACE 25. Jak je vidět, tak ten víceméně kopíruje vývoj HDP. Celkový průměrný meziroční růst tržeb odvětví dosahuje za období 2009 – 2017 přes 10 %. Analytici ČNB však do budoucna očekávají pokles HDP pod 3 %, kde by se měl nějakou dobu držet, a proto lze očekávat, že se tempo růstu tržeb do budoucna mírně sníží.

7.3 Analýza vnitřního prostředí

Jelikož je společnost Fluokov oceňována externě z veřejně dostupných zdrojů, pro analýzu vnitřního prostředí firmy je dostupné pouze omezené množství informací, kdy čerpám především z jejích výročních zpráv. Společnost nevynakládá výdaje v oblasti výzkumu a vývoje, ale zato hojně investuje do modernizace výroby, zefektivnění pracovních procesů, výrobních prostor a také do svých zaměstnanců.

Společnost často reaguje na dotační výzvy financované EU, např. od Ministerstva práce a sociálních věcí a stěžejní investice z její historie byly velmi často financovány tímto způsobem. V roce 2012 proběhla přístavba části výrobní haly financovaná z vlastních zdrojů, jež byla za dva roky uvedena do provozu. V roce 2012 také proběhlo zprovoznění nového informačního systému společnosti dotovaného EU (výše dotace 453 900 Kč). V roce 2015 bylo uvedeno do užívání robotizované pracoviště, které bylo také částečně dotováno EU. Dotace se týkala zejména nového systému odsávání, jeřábového systému a vakuového manipulátoru. V roce 2013 dostal Fluokov dotaci od EU na druhé zařízení na dělení materiálu laserem a také na odborné

školení zaměstnanců kvůli potřebě rozšíření jejich kvalifikace (výše dotace 4 629 tis. Kč).

Společnost se snaží zůstat konkurenceschopnou a zakládá si na meziročním navyšování mezd. Také nabízí řadu různorodých benefitů pro zaměstnance: např. příspěvky na stravování, příspěvky na důchodové a penzijní připojištění, týden dovolené navíc a velká pozornost je také věnována vzdělávání. Na zaměstnanecké výhody vynakládá Fluokov zhruba 5 % nákladů na mzdy. Společnost dodržuje veškeré předpisy v oblasti pracovně právních vztahů a zaměstnancům se změnou pracovní schopností nabízí pracovní místa s řadou úlev. Společnost se snaží, aby se její zaměstnanci cítili v práci příjemně, a proto mimo jiné proběhla v roce 2015 a 2016 modernizace šaten. Společnost také neopomíná pořádání firemních společenských akcí, večírků a různých teambuildingů. Jak již však bylo několikrát zmíněno, společnost Fluokov se potýká s obtížemi týkajícími se získávání kvalifikovaných zaměstnanců, díky čemuž zejména v posledních dvou letech nemohla uspokojit tolik poptávek, kolik by chtěla, a to se potom odrazilo do nižších zisků. V budoucnu bude tedy pravděpodobně třeba robotizovat ještě další část výroby a optimalizovat výrobní procesy.

Pro určení vnitřního potenciálu firmy velmi pomůže finanční analýza, která ukáže i to, o čem se ve výročních zprávách doslovně nepíše. Proto až na závěr finanční analýzy sestavím matici SWOT, která shrne všechny důležité poznatky o firmě vycházející jak ze strategických analýz, tak právě z analýzy finanční.

8 Finanční analýza

Finanční analýzu je nutné při stanovování hodnoty podniku zpracovat zejména v případě, že chceme podnik ocenit pomocí výnosových metod, protože ty je možné použít pouze za předpokladu, že podnik splňuje tzv. going concern princip. Z finanční analýzy dostaneme jasné informace o tom, zda lze s činností podniku počítat i do budoucna, v tomto konkrétním případě alespoň na následujících šest let. Finanční analýza byla zpracována z účetních výkazů společnosti Fluokov z let 2012 až 2017. Výkazy za rok 2018 bohužel nebyly v době tvorby této práce ještě k dispozici, firma své výkazy za minulý rok obvykle publikuje až v září.

V rámci finanční analýzy se nejprve budu věnovat rozvaze a výkazu zisku a ztráty, a to jejich horizontální a vertikální analýze. Následně se podívám, jak firma splňuje doporučená bilanční pravidla a jak se vyvíjí její pracovní kapitál. Na závěr provedu analýzu poměrových ukazatelů a celkově se pokusím zhodnotit finanční zdraví podniku. Pak už bude následovat samotné ocenění.

8.1 Horizontální analýza rozvahy

Horizontální analýza zobrazuje meziroční změny jednotlivých položek rozvahy. Tyto změny je možno ukázat jak podílově, tedy v procentech, tak rozdílově, tedy v číslech. Aktiva a pasiva jsou analyzována zvlášť a následující tabulky vždy zobrazují pouze nejdůležitější položky, celé analýzy jsou uvedeny na konci práce jako přílohy.

8.1.1 Horizontální analýza rozvahy – aktiva

Tabulka 13 Horizontální podílová analýza aktiv

ř.	ROZVAHA (v tis. Kč)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	Celkem růst
1	AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	1,28	1,09	0,82	1,02	0,95	2,26%
3 B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	1,27	1,17	0,89	0,92	0,97	3,29%
4 B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	0,34	0,38	0,00	nelze	nelze	-100,00%
13 B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	1,28	1,17	0,89	0,92	0,97	3,53%
23 B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
31 C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	1,32	0,93	0,65	1,36	0,92	-0,13%
32 C.I.	ZÁSoby (ř. 33 až 38)	1,13	0,55	1,08	1,82	0,75	-1,79%
39 C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
47 C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	1,34	1,18	0,57	1,15	1,02	1,04%
57 C.IV.	KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	2,67	0,06	0,36	16,89	0,64	-10,24%
62 D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	0,97	0,88	0,64	3,12	1,04	12,26%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 14 Horizontální rozdílová analýza aktiv

ř.	ROZVAHA (v tis. Kč)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017
1	AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	22 285	8 859	-19 916	2 213	-4 172
3 B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	14 236	11 112	-8 800	-5 379	-1 905
4 B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	-377	-118	-72	0	0
13 B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	14 613	11 230	-8 728	-5 379	-1 905
23 B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	0	0	0	0	0
31 C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	8 055	-2 227	-11 048	7 335	-2 283
32 C.I.	ZÁSoby (ř. 33 až 38)	1 002	-4 018	389	4 363	-2 424
39 C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	0	0	0	0	0
47 C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	5 622	3 953	-11 356	2 241	418
57 C.IV.	KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	1 431	-2 162	-81	731	-277
62 D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	-6	-26	-68	257	16

Zdroj: vlastní zpracování

Z horizontální analýzy aktiv je vidět, že mezi lety 2014 a 2015 došlo k poklesu investic do dlouhodobého majetku. Společnost naposledy nejvíce investovala do rozvoje své výroby v roce 2012, a pak o něco méně v letech 2013 a 2014. V následujících letech už své výrobní prostory dále nerozšiřovala, pouze optimalizovala některé procesy a část výroby v roce 2015 robotizovala. Odpisy nových částí výrobních hal tedy způsobily pokles dlouhodobého majetku mezi následujícími roky, což v podstatě znamená, že společnost od roku 2015 neinvestuje do výše svých odpisů. Nicméně toto nelze vždy považovat za špatný vývoj. Fluokov jednou za pár let modernizuje svou výrobu a když stávající vybavení postačí, není nutné dále investovat. Navíc už nemá tolik zakázek a další rozšíření výrobní kapacity by tedy nemělo smysl.

Celkově aktiva společnosti za sledované období meziročně průměrně vzrostla pouze o 2,26 %, což představuje 9 269 tis. Kč. Na to má velký vliv také to, že společnost od roku 2014 v podstatě nemá dlouhodobý nehmotný majetek, který představuje již odepsaný, ale stále využívaný interní informační systém. Fluokov také nemá téměř

žádný dlouhodobý finanční majetek, což není překvapující, jelikož nemá přebytečné finanční prostředky, které by mohl někam investovat. Společnost má dále minimum oběžných aktiv, zejména v posledním sledovaném roce až riskantně málo, co se likvidity týče. Toto bude ještě podrobněji rozebráno v kapitole věnující se ukazatelům likvidity. Z pohledu OCP má však společnost dokonce více pracovního kapitálu, než pro svůj provoz potřebuje (viz kapitola věnující se analýze pracovního kapitálu). Společnost také za celé sledované období neměla žádné dlouhodobé pohledávky a její krátkodobé pohledávky vzrostly průměrně meziročně o 1,04 % (878 tis. Kč). K pohledávkám se ještě vyjádřím v kapitole věnující se ukazatelům aktivity. Nejvyšší pokles byl zaznamenán u krátkodobého finančního majetku (10,24 %), což je však v celých číslech pouze 358 tis. Kč.

8.1.2 Horizontální analýza rozvahy – pasiva

Tabulka 15 Horizontální podílová analýza pasiv

ř.	ROZVAHA (v tis. Kč)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	Celkem růst
66	PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	1,28	1,09	0,82	1,02	0,95	2,26%
67 A.	VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	1,05	1,06	1,05	1,08	1,00	4,73%
68 A.I.	ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
72 A.II.	KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
77 A.III.	REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
80 A.IV.	VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	1,20	1,05	1,07	1,05	1,06	8,37%
83 A.V.	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ +/- (ř. 60 VZZ)	0,36	1,20	0,71	1,84	0,21	-35,13%
84 B.	CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	1,68	1,12	0,59	0,92	0,88	-2,24%
85 B.I.	REZERVY (ř. 86 až 89)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
90 B.II.	DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
101 B.III.	KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	1,80	1,04	0,50	1,35	0,99	4,70%
113 B.IV.	BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	1,55	1,21	0,69	0,58	0,68	-12,83%
117 C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	0,50	0,73	0,86	3,39	0,27	-21,75%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 16 Horizontální rozdílová analýza pasiv

ř.	ROZVAHA (v tis. Kč)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017
66	PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	22 285	8 859	-19 916	2 213	-4 172
67 A.	VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	2 577	3 171	2 507	4 603	-203
68 A.I.	ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	0	0	0	0	0
72 A.II.	KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	0	0	0	0	0
77 A.III.	REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	0	0	0	0	0
80 A.IV.	VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	7 884	2 577	3 524	2 506	3 455
83 A.V.	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ +/- (ř. 60 VZZ)	-5 307	594	-1 017	2 097	-3 658
84 B.	CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	19 886	5 736	-22 405	-2 662	-3 688
85 B.I.	REZERVY (ř. 86 až 89)	0	0	0	0	0
90 B.II.	DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	0	0	0	0	0
101 B.III.	KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	12 131	1 149	-14 168	5 049	-253
113 B.IV.	BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	7 755	4 587	-8 237	-7 711	-3 435
117 C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	-178	-48	-18	272	-281

Zdroj: vlastní zpracování

Jelikož pasiva představují zdroje financování aktiv a vždy se tím pádem aktiva a pasiva rovnají, můžeme u celkových pasiv vidět opět stejný vývoj jako u celkových aktiv, tedy celkem průměrný meziroční růst o 2,26 %. Vlastní kapitál společnosti se za sledované roky víceméně stálým tempem neustále zvyšoval až na poslední rok, kdy poklesl o 203 tis. Kč. Znovu opakuji, že v roce 2017 měla společnost druhý nejnižší zisk ve své historii po roce 2009, což bylo dáno zejména vysokými náklady na výrobu. Předchozí postupný růst vlastního kapitálu byl však dán pouze kumulací nerozdělených zisků z minulých let, běžné výsledky hospodaření za sledované roky prudce klesaly, celkově průměrně meziročně klesly o 35,13 %, tedy o zhruba 7 291 tis. Kč. Společnost se ve sledovaném období v žádném roce nedostala do ztráty, ve které však ale byla v období hospodářské krize. Největší pokles zisku nastal mezi roky 2012 a 2013, kdy klesl z hodnoty přes 8 mil. Kč na necelé 3. Toto bylo dáno především nákupem dceřiné společnosti Pracovní stroje Teplice, s.r.o.

Cizí zdroje financování za sledované období klesly průměrně meziročně celkem o 2,24 %, což je něco přes 3 mil. Kč s tím, že k největšímu poklesu došlo mezi lety 2014 a 2015. To odpovídá poklesu investic do dlouhodobého majetku. Cizí zdroje společnosti se skládají pouze z krátkodobých závazků a dlouhodobých a krátkodobých úvěrů. Krátkodobé závazky se skládají v každém roce převážně ze závazků z obchodních vztahů a dále v menší míře ze závazků ke společníkům, zaměstnancům, pojišťovnám, státu (dotace) a krátkodobých přijatých záloh. Strukturu cizích zdrojů se budu podrobněji věnovat u bilančních pravidel a bankovním úvěrům (tedy dlouhodobé a krátkodobé zadluženosti) u ukazatelů zadluženosti. Hodnota těchto úvěrů však klesá, za sledované období klesla celkově o 12,83 %, což je něco málo přes 7 mil. Kč.

8.2 Vertikální analýza rozvahy

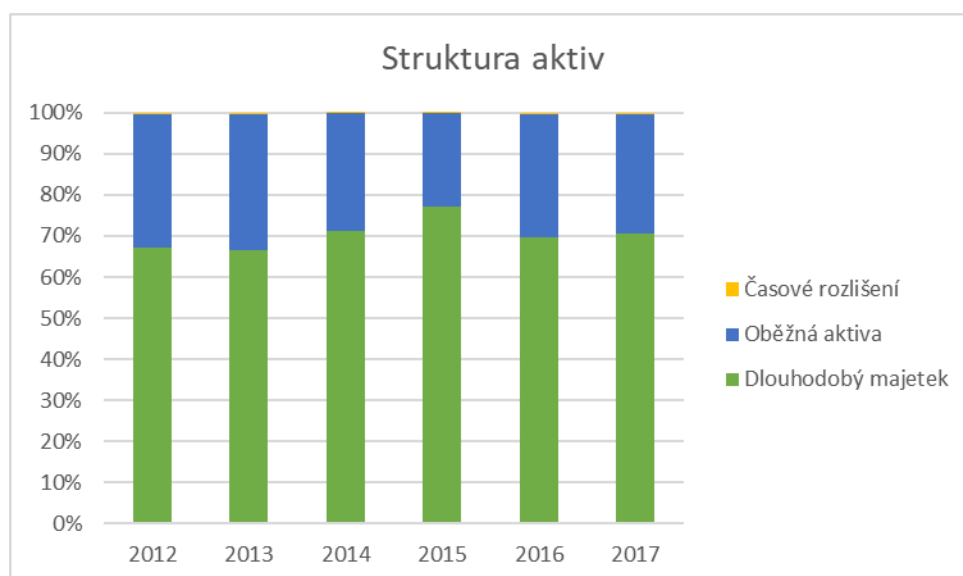
Principem vertikální analýzy je to, že ukazuje procentní podíl jednotlivých aktiv a pasiv na celkových aktivech a pasivech a díky ní můžeme přehledně zobrazit jejich strukturu. Opět jsou uváděny pouze ty nejdůležitější položky, celková analýza se nachází na konci práce v přílohách.

8.2.1 Vertikální analýza rozvahy – aktiva

Tabulka 17 Vertikální analýza aktiv

ř.		ROZVAHA	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1		AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
3 B.		DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	67,26%	66,52%	71,28%	77,31%	69,58%	70,72%
4 B.I.		DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	0,72%	0,19%	0,07%	0,00%	0,00%	0,00%
13 B.II.		DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	66,31%	66,15%	71,05%	77,11%	69,39%	70,52%
23 B.III.		DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	0,23%	0,18%	0,16%	0,20%	0,20%	0,21%
31 C.		OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	32,45%	33,27%	28,54%	22,56%	30,00%	28,83%
32 C.I.		ZÁSoby (ř. 33 až 38)	10,15%	8,90%	4,51%	5,95%	10,56%	8,29%
39 C.II.		DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
47 C.III.		KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	21,21%	22,10%	23,92%	16,56%	18,60%	19,97%
57 C.IV.		KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	1,10%	2,27%	0,12%	0,05%	0,85%	0,57%
62 D.I.		ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	0,28%	0,21%	0,17%	0,14%	0,41%	0,45%

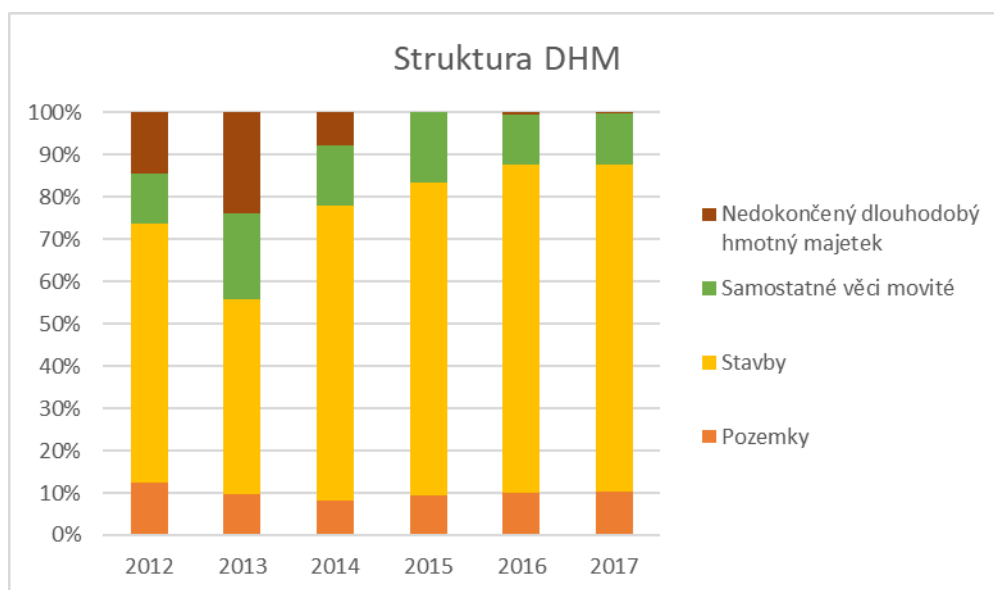
Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 11 Struktura aktiv (zdroj: vlastní zpracování)

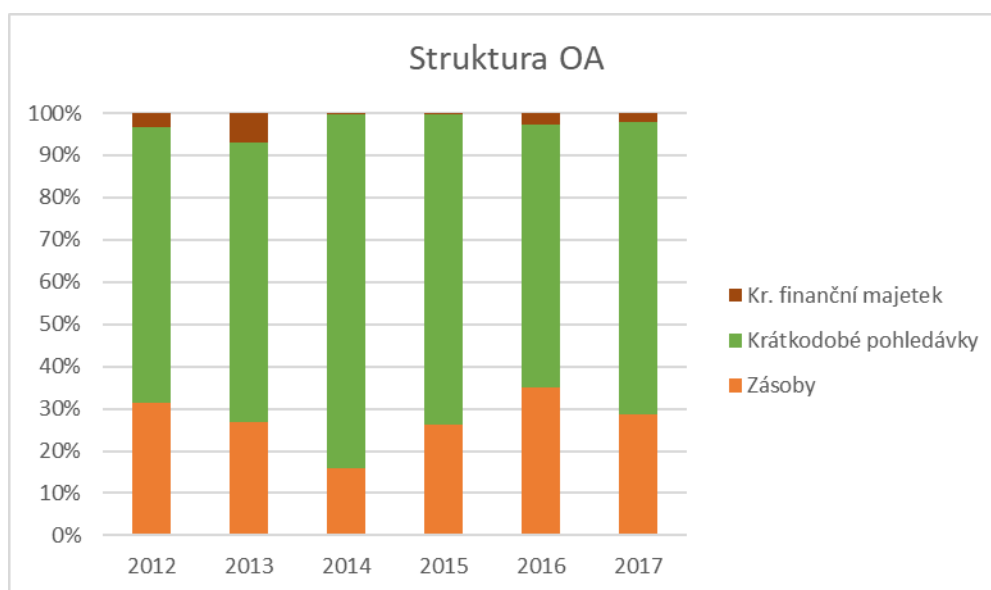
Tato tabulka a graf představují strukturu aktiv společnosti. Je vidět, že společnost má za sledované období poměrně vysoký podíl dlouhodobého majetku na aktivech. Dlouhodobý majetek společnosti tvoří téměř pouze dlouhodobý hmotný majetek, jehož vývoj byl vysvětlen u horizontální analýzy (vliv odpisů). Pro zhodnocení struktury aktiv je vhodné podívat se na stav celého odvětví. Průměrný podíl dlouhodobého majetku na aktivech byl za celé odvětví CZ-NACE 25 v roce 2017 45 % a za sledované období 2012 – 2017 43 % (MPO ©2019). Toto opět svým způsobem potvrzuje již zmíněný fakt, že společnost už dále nemusí investovat do svého dlouhodobého majetku. Pro větší přesnost se můžeme podívat ještě na odvětví CZ-NACE 25.1 Výroba konstrukčních kovových výrobků, kde byl poměr dlouhodobého majetku na celkových aktivech v roce 2017 40 % a za celé sledované období pak 37 %.

Vývoj a strukturu dlouhodobého hmotného majetku zobrazuje následující graf. Je na něm vidět, že v počátečních zkoumaných letech měla společnost ještě k pozemkům, stavbám a samostatným movitým věcem také nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, který představuje zejména pořizovaný dlouhodobý majetek v době, než je uveden do užívání. V případě Fluokovu zobrazuje již zmíněné modernizování výroby. Na vývoji hodnot staveb, ze kterých se dlouhodobý hmotný majetek Fluokovu převážně skládá, je opět vidět vliv odpisů nových částí výrobních hal z let 2012 – 2014. Jelikož společnost za sledované období nepořídila žádné nové pozemky, jejich hodnota se nemění a jejich poměr se mění pouze v závislosti na zbylých položkách.



Obrázek 12 Struktura dlouhodobého hmotného majetku (zdroj: vlastní zpracování)

Následující graf zobrazuje strukturu oběžného majetku. Ten je nejvíce zastoupen krátkodobými pohledávkami, které se skládají nejvíce z pohledávek z obchodních vztahů. Podíl krátkodobých pohledávek na celkových aktivech je na rozdíl od dlouhodobého majetku téměř v souladu s průměrem odvětví, který je za celé sledované období 25 %, v roce 2017 24 % (MPO ©2019). Pohledávkám se ještě bude věnovat kapitola o poměrových ukazatelích aktivity a OCP. Společnost má také oproti průměru odvětví velmi málo zásob (průměr odvětví za sledované období je 17 %). Zásoby společnosti Fluokov se skládají z materiálu a nedokončené výroby s tím, že materiál tvoří jejich většinu. Optimálnímu stavu zásob se budu ještě blíže věnovat v kapitole věnující se pracovnímu kapitálu. Krátkodobý finanční majetek společnosti se skládá z peněz v hotovosti a na bankovních účtech s tím, že ho má společnost velmi málo, což potvrdí ještě poměrové ukazatele likvidity.



Obrázek 13 Struktura oběžného majetku (zdroj: vlastní zpracování)

8.2.2 Vertikální analýza rozvahy – pasiva

Tabulka 18 Vertikální analýza pasiv

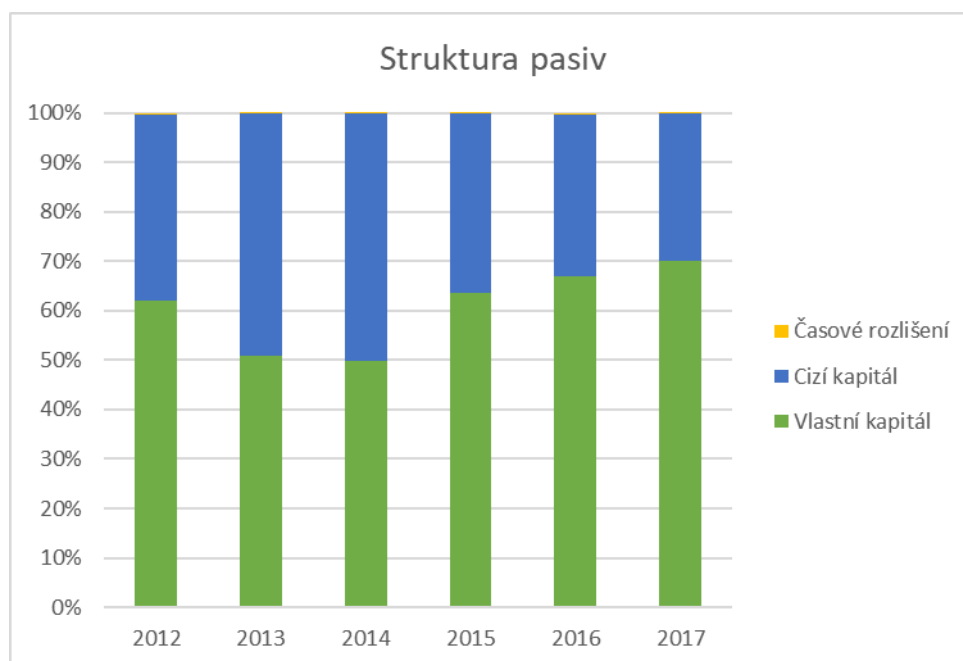
ř.	ROZVAHA	2012	2013	2014	2015	2016	2017
66	PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
67 A.	VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	62,14%	50,94%	49,72%	63,57%	67,05%	70,01%
68 A.I.	ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	0,13%	0,10%	0,09%	0,11%	0,11%	0,11%
72 A.II.	KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
77 A.III.	REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
80 A.IV.	VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	51,49%	47,92%	46,40%	60,65%	61,92%	68,81%
83 A.V.	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ BEŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ +/- (ř. 60 VZZ)	10,51%	2,91%	3,22%	2,80%	5,02%	1,08%
84 B.	CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	37,40%	48,88%	50,16%	36,30%	32,53%	29,87%
85 B.I.	REZERVY (ř. 86 až 89)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
90 B.II.	DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
101 B.III.	KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	19,30%	27,08%	25,94%	15,89%	21,01%	21,72%
113 B.IV.	BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	18,10%	21,80%	24,22%	20,41%	11,52%	8,15%
117 C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	0,46%	0,18%	0,12%	0,13%	0,42%	0,12%

Zdroj: vlastní zpracování

Na této vertikální analýze můžeme přehledně vidět, že vždy za sledované období převažoval podíl vlastního kapitálu nad cizím, tedy kromě roku 2014, kdy byly poměry téměř až na pár tisíc vyrovnané. Vyšší poměr vlastního kapitálu je pozitivní, čemuž se ještě budu věnovat u kapitoly o bilančních pravidlech. Ještě však bude třeba podívat se na dlouhodobou a krátkodobou zadluženost společnosti a na úrokové krytí. K tomu se dostaneme v kapitole věnující se ukazatelům zadluženosti. Cizí kapitál společnosti je tvořen zejména krátkodobými závazky (především těmi z obchodních vztahů) a dlouhodobými a krátkodobými bankovními úvěry, jejichž množství se od roku 2015 snižuje. Vlastní kapitál tvoří za sledované období průměrně 61 % celkových pasiv s tím, že se jeho hodnota od roku 2012 víceméně stejným tempem zvyšovala až na poslední rok 2017. Vlastní kapitál tenkrát však neklesl příliš, pouze o již zmíněných

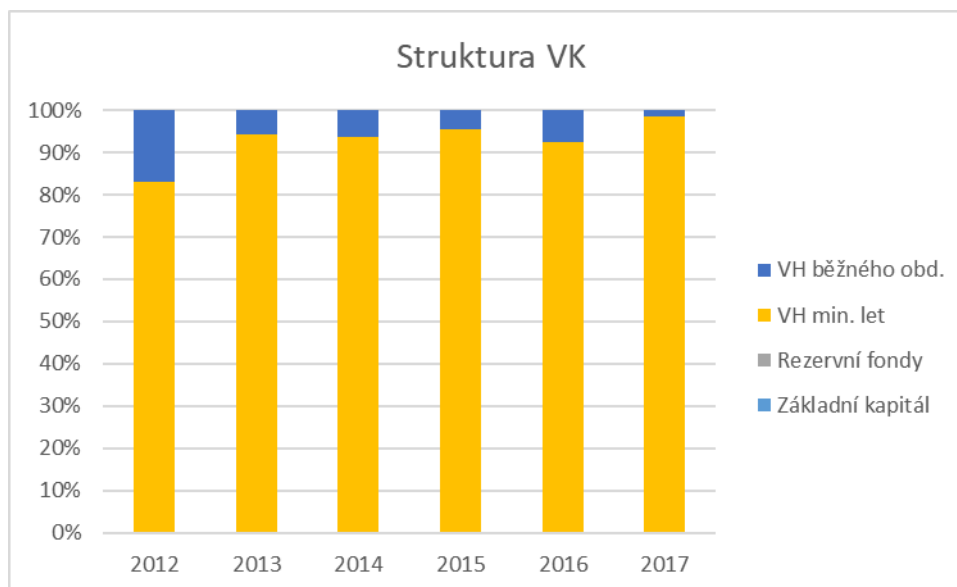
203 tis. Kč a představoval tak 70 % celkových pasiv, což je o 3 % více než v roce 2016. To, že se poměr zvýšil, bylo dáno zejména již zmíněnou kumulací zisků z minulých let.

Následující graf zobrazuje strukturu pasiv ve sledovaných letech. Je na něm také vidět vliv recese z let 2012 a 2013, kdy měla společnost poměrně více cizího kapitálu než vlastního. Tento cizí kapitál se skládal převážně ze závazků z osobních vztahů.



Obrázek 14 Struktura pasiv (zdroj: vlastní zpracování)

Následující graf zobrazuje strukturu vlastního kapitálu a je na něm vidět již dříve zmíněný fakt, že růst vlastního kapitálu v letech 2012 - 2016 byl dán kumulací nerozdělených zisků minulých let. Základní kapitál (100 tis. Kč) je samozřejmě neměnný, pouze se mění jeho poměr k ostatním položkám. Dále se nemění zákonný rezervní fond, kde má společnost 10 tis. Kč. Už ne moc vysoký zisk společnosti z roku 2016 v posledním roce prudce klesl díky nelukrativním zakázkám o 3 658 tis. Kč na pouhých 946 tis. Kč. To vše i přes to, že měla v roce 2017 společnost rekordní tržby. Do budoucna lze tedy jen doufat, že společnost sníží své náklady na výrobu a případně také upraví smluvní podmínky se svými klíčovými zákazníky ku svému prospěchu.



Obrázek 15 Struktura vlastního kapitálu (zdroj: vlastní zpracování)

8.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 19 Horizontální podílová analýza VZZ

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	Celkem růst
04	II. Výkony (řádek 5až 7)		0,92	1,10	1,18	0,99	1,23	7,92%
08	B. Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)		1,08	1,06	1,14	0,97	1,33	10,92%
11	+ Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)		0,69	1,21	1,25	1,03	1,05	2,68%
12	C. Osobní náklady (řádek 13 až 16)		1,01	1,08	1,12	1,06	1,10	7,26%
17	D. Daně a poplatky		0,97	1,02	1,45	0,84	1,05	4,86%
18	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		1,32	1,26	1,24	0,90	0,93	11,62%
30	* Provozní výsledek hospodaření		0,05	6,60	1,24	1,09	0,90	-17,00%
60	*** EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)		0,36	1,20	0,71	1,84	0,21	-35,13%
61	*** EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)		0,34	1,17	0,75	1,84	0,17	-37,76%

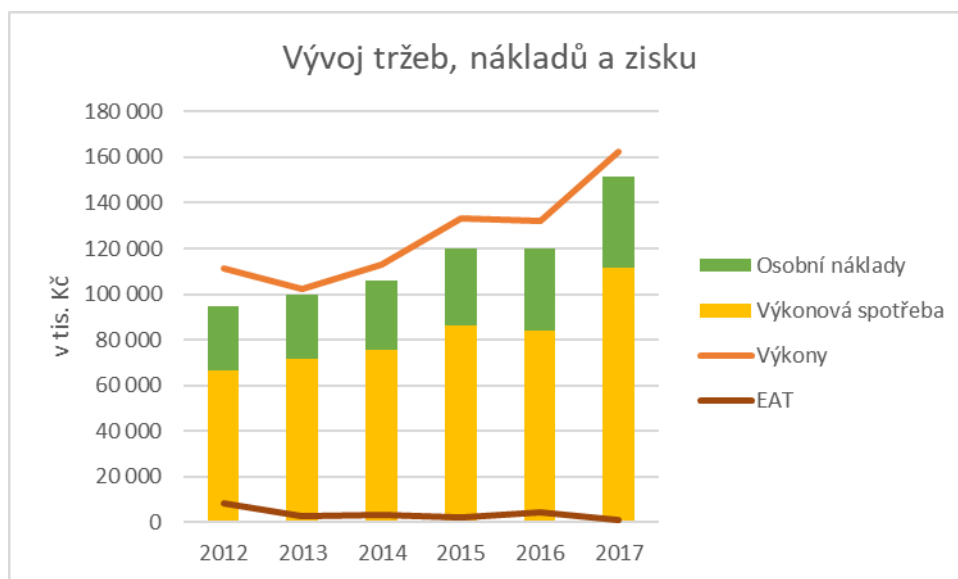
Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 20 Horizontální rozdílová analýza VZZ

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
04	II. Výkony (řádek 5až 7)		-8 573	10 628	20 164	-1 072	30 326
08	B. Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)		5 068	4 012	10 704	-2 492	27 896
11	+ Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)		-13 641	6 616	9 460	1 420	2 430
12	C. Osobní náklady (řádek 13 až 16)		239	2 190	3 502	2 147	3 652
17	D. Daně a poplatky		-3	2	50	-26	7
18	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		1 036	1 124	1 312	-661	-406
30	* Provozní výsledek hospodaření		-13 416	3 877	1 081	527	-621
60	*** EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)		-5 307	594	-1 017	2 097	-3 658
61	*** EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)		-6 680	575	-1 013	2 550	-4 628

Zdroj: vlastní zpracování

Výše položené tabulky zobrazují vývoj zisku společnosti před a po zdanění a všech dalších důležitých položek z výkazu zisku a ztráty, které na něj mají vliv. Opět se na změny ve stavech těchto položek můžeme podívat jak rozdílově, tak podílově. Společnost Fluokov neprodává žádné zboží, má tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb a také z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (dlouhodobý majetek pouze v roce 2015 a 2016, materiál každý rok). Jako službu společnost provozuje již několik let zmíněný pronájem nevyužívaných prostor. Pro přehled ještě následující graf zobrazuje vývoj zisku, tržeb a nákladů.



Obrázek 16 Vývoj tržeb, nákladů a zisku (zdroj: vlastní zpracování)

Z výše uvedeného grafu je vidět, že společnost Fluokov je ne vždy schopna (v posledním roce zejména) efektivně řídit své náklady. Společnost meziročně navyšuje mzdy, aby si udržela především své vysoce kvalifikované zaměstnance ve vysoce konkurenčním prostředí, osobní náklady se tedy viditelně zvyšují. Kopírují také však změny v počtech zaměstnanců (viz tabulka 4). Pokud však i nadále bude struktura zakázek společnosti taková, jako byla doposud, zejména v roce 2017, nebude již společnost do budoucna schopná si přílišné navyšování mezd dovolit. V posledním roce toho společnost vyrobila nejvíce za sledované období, ale téměř nic z toho neměla. Do budoucna je tedy možnost buď nějakým způsobem snížit náklady na výrobu, tedy opět optimalizovat procesy a pokud možno další část výroby robotizovat (společnost by mohla požádat o další dotaci od EU), nebo, jak již bylo řečeno, dohodnout lepší smluvní podmínky se svými odběrateli, kteří mají očividně vysokou vyjednávací sílu. Také by bylo samozřejmě vhodné pokusit se najít odběratele nové/další, případně investovat do průzkumu jak našeho, tak zahraničního trhu, jak již bylo zmíněno ve strategické analýze.

Z horizontální podílové analýzy VZZ vidíme, že výkony rostou pomaleji než výkonová spotřeba a celkově přidaná hodnota společnosti za sledované období průměrně meziročně vzrostla jen o 2,68 % (přes 6 mil. Kč). Samotný zisk před zdaněním za sledované období klesl průměrně o téměř 38 %, provozní výsledek hospodaření

však pouze o 17. To je dáno tím, že společnost v posledním roce platila navíc velmi vysoké ostatní finanční náklady. Ty se skládaly z většinové části z úhrady ztráty řízené osoby (dceřiná společnost Pracovní stroje Teplice) z předešlého roku na základě ovládací smlouvy.

8.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 21 Vertikální analýza VZZ

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
04	II. Výkony (řádek 5až 7)		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
08	B. Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)		59,95%	69,91%	66,89%	64,80%	63,44%	68,77%
11	+ Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)		40,05%	30,09%	33,11%	35,20%	36,56%	31,23%
12	C. Osobní náklady (řádek 13 až 16)		25,18%	27,53%	26,87%	25,44%	27,27%	24,43%
17	D. Daně a poplatky		0,10%	0,11%	0,10%	0,12%	0,10%	0,09%
18	E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku		2,96%	4,22%	4,81%	5,07%	4,61%	3,50%
30	* Provozní výsledek hospodaření		12,71%	0,68%	4,04%	4,24%	4,67%	3,42%
60	*** EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)		7,42%	2,86%	3,12%	1,88%	3,48%	0,58%
61	*** EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)		9,14%	3,38%	3,57%	2,27%	4,22%	0,58%

Zdroj: vlastní zpracování

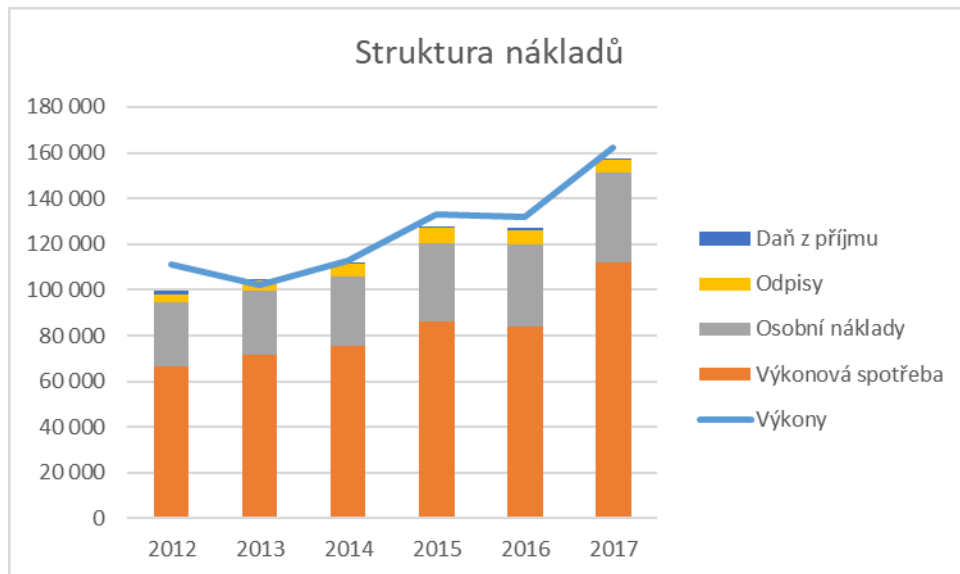
Na vertikální analýze výkazu zisku a ztráty vidíme, jaký podíl mají jednotlivé nákladové a výnosové položky na tržbách podniku. Tržby společnosti Fluokov jsou převážně tvořeny výkony, tedy tržbami za prodej vlastních výrobků a tržeb, což je pro její odvětví typické. Poměr jednotlivých položek můžeme opět porovnat s relevantním odvětvím pomocí dat z MPO. Zjistíme např. to, že společnost Fluokov má opravdu osobních nákladů více, než je průměr odvětví, který byl v roce 2017 20 % a za celé sledované období 19 %. U průměrů odvětví je také vidět obecný trend navyšování mezd, což je v současné době potřeba, aby si vzhledem k nízké nezaměstnanosti své pracovníky firmy udržely. Jelikož si podle svých slov dá na navyšování mezd a péči o zaměstnance Fluokov velmi záležet, nabízí se ještě porovnat poměr osobních nákladů k výkonům u jeho největších konkurentů. Společnost AIB KUNSTMANN Metal, kterou sám Fluokov považuje za jednoho ze svých největších konkurentů, měla v roce 2017 podíl osobních nákladů na tržbách dokonce téměř 30 %. Další konkurent Kolínská správkárenská dosahovala v roce 2017 23,7% podílu osobních nákladů na tržbách, což je sice méně, než dosahoval Fluokov, ale ne o moc a pořád je to více než celkový průměr odvětví.

Společnost dosahuje při porovnání se zbytkem odvětví víceméně srovnatelného podílu přidané hodnoty na tržbách. Přidaná hodnota sice od roku 2016 v účetnictví neexistuje, ale na stránkách MPO je do současnosti uváděna pořád. V posledním roce 2017 byl průměrný podíl přidané hodnoty na tržbách za odvětví 35 % a za celé sledované období 34 % (MPO ©2019). Průměr za celé sledované období je u společnosti Fluokov stejný, také 34 %. Nejlépe na tom z hlediska přidané hodnoty byla společnost v roce 2012 (40 %). Pokud se opět podíváme na hlavní konkurenci, tak Kolínská správkárenská dosahovala v roce 2017 27% podílu přidané hodnoty na tržbách a AIB KUNSTMANN Metal téměř 29 %. Ani jeden tedy v tomto roce nedosahoval

průměru odvětví a Fluokov je na tom oproti nim lépe, i když sám v posledním roce průměru také nedosahoval.

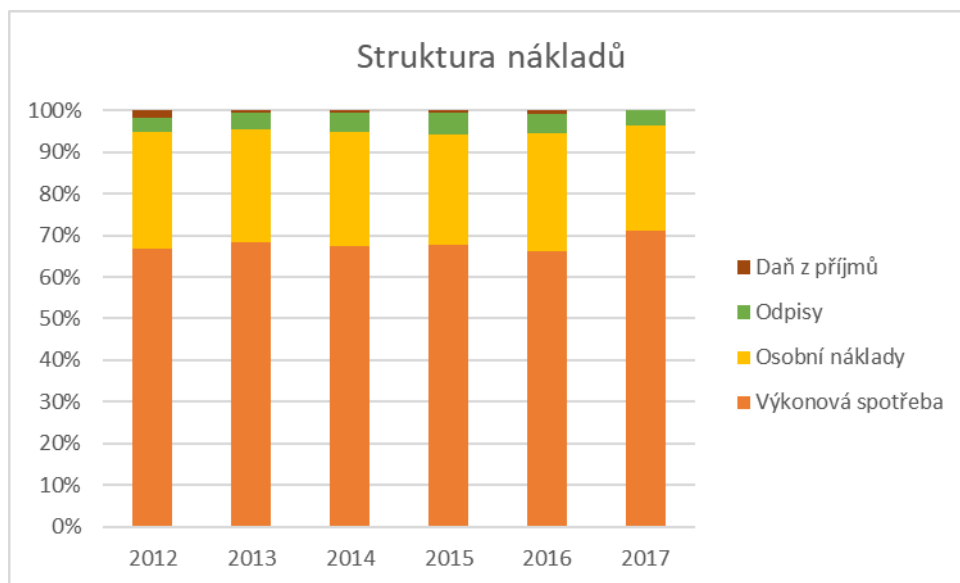
Vývoj zisku společnosti již byl komentován výše. Průměrný podíl EBIT (provozní výsledek hospodaření) na tržbách za celé odvětví v posledním roce činil 9 %, za celé sledované období 10 %. Je vidět, že okolo těchto hodnot se společnost Fluokov držela pouze v roce 2012. V současnosti dosahuje pouze 3,42 % EBIT na tržbách a za celé sledované období dosahovala průměrně necelých 5 %. Přímá konkurence však na tom byla v posledních letech ještě hůře, Kolínská správkárenská dosahovala v roce 2017 2,10% podílu EBIT na tržbách a v roce 2016 3,98 %. AIB KUNSTMANN Metal byl dokonce v posledním roce ve ztrátě a jeho EBIT měl 0,40% podíl na tržbách. V předchozím roce společnost ještě dosahovala zisku a měla 3,17% podíl EBIT na tržbách. Pro relevantní hodnocení je opět třeba spíše brát zřetel na hodnoty hlavních konkurentů, jelikož hodnoty za celé odvětví (9 a 10 %) jsou brány z databáze MPO za celé odvětví CZ-NACE 25, jehož výsledky však zejména v posledních letech hodně ovlivňují rostoucí zisky pododvětví 25.4 Výroba zbraní a střeliva a také 25.2 Výroba radiátorů a kotlů k ústřednímu topení, kovových nádrží a zásobníků, což jsou pododvětví, do kterých Fluokov nespadá. Z největší části jde Fluokov zařadit do 25.1 Výroba konstrukčních kovových výrobků. Pokud se podíváme pouze na toto pododvětví, průměrný podíl EBIT na tržbách byl v roce 2017 pouze 1 % a za celé sledované období 4 %. Z tohoto hlediska a při porovnání s konkurencí na tom tedy Fluokov není špatně, naopak dokonce mnohem lépe než průměr. Při porovnání hodnot u provozního výsledku hospodaření, EBT a EAT společnosti Fluokov je opět vidět vliv vysokých ostatních finančních nákladů v posledním roce, které představují převážně úhradu ztráty dceřiné společnosti Pracovní stroje Teplice z roku předešlého.

V odvětví CZ-NACE 25.1 byl průměrný podíl výkonové spotřeby na tržbách v roce 2017 77 %, za celé sledované období pak 79. V tomto ohledu se Fluokov od zbytku odvětví příliš neliší, nicméně je tu samozřejmě vidět větší průměrný podíl osobních nákladů. Podíl výkonové spotřeby na tržbách v posledním roce činil necelých 69 % a průměr za celé sledované období činí 65,6 %. Výkonová spotřeba má na nákladech největší podíl, jak zobrazuje následující graf. Graf je pro porovnání doplněn i křivkou výkonů, jejichž vývoj víceméně kopíruje vývoj výkonové spotřeby, akorát je o něco pomalejší. Dále je v grafu zobrazena daň z příjmu, jež se odvíjí od velikostí zisků společnosti. Vývoj odpisů byl také již vysvětlen, pro představu byly také doplněny do grafu. Podíl osobních nákladů vypadá téměř stále, i když společnost meziročně navyšuje mzdové náklady. Takto to však vypadá z důvodu, že počet zaměstnanců ve zkoumaném období dosti kolísá, zejména mezi lety 2012 a 2013 a pak také mezi lety 2014 a 2015 (viz tabulka 4).



Obrázek 17 Struktura nákladů (v absolutních hodnotách) (zdroj: vlastní zpracování)

Následující graf ještě zobrazuje strukturu nákladů v procentním vyjádření, na kterém můžeme lépe pozorovat poměr jednotlivých položek.

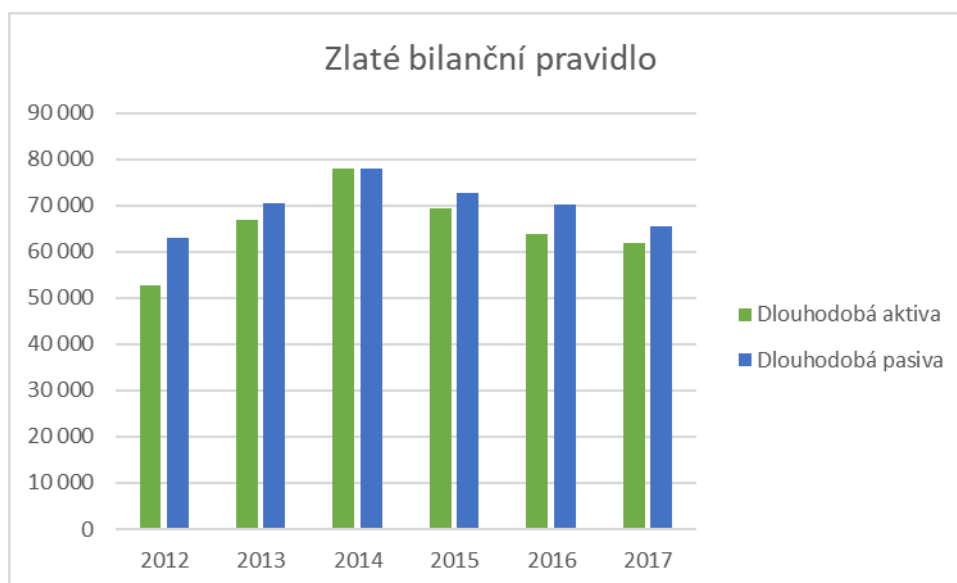


Obrázek 18 Struktura nákladů (zdroj: vlastní zpracování)

8.5 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla obecně slouží jako doporučení pro správné řízení podniku tak, aby byl podnik finančně stabilní a v rovnováze. Nelze se však na podnik koukat pouze z pohledu těchto pravidel, je třeba vzít v potaz i zbytek informací jak z finanční, tak ze strategické analýzy. Nedodržení těchto pravidel nutně neznamená, že by podnik směřoval k zániku. V následujících podkapitolách se podíváme na čtyři nejznámější pravidla a jak je společnost Fluokov splňuje.

8.5.1 Zlaté bilanční pravidlo

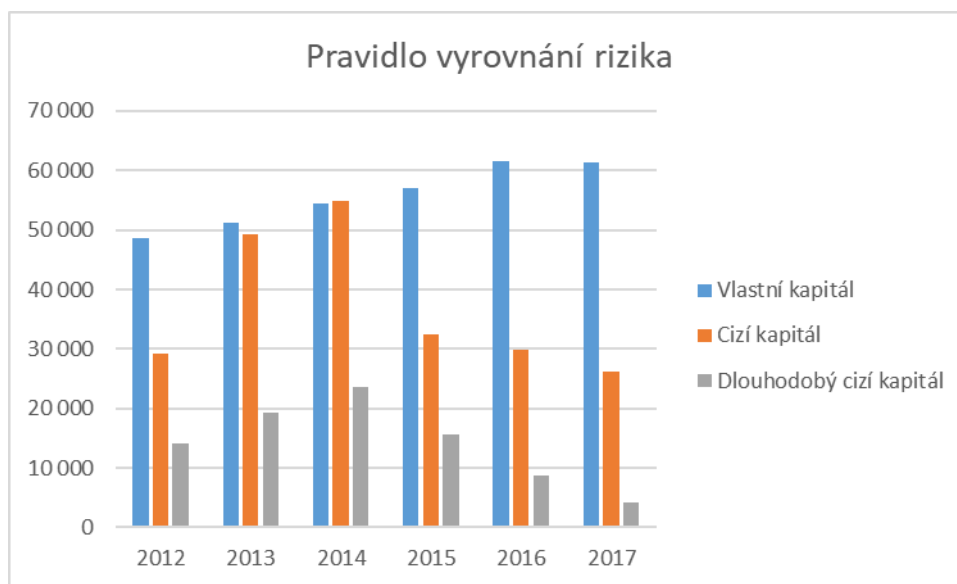


Obrázek 19 Zlaté bilanční pravidlo (zdroj: vlastní zpracování)

Zlaté pravidlo, jak již bylo vysvětleno v teoretické části práce, říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobým kapitálem a krátkodobý majetek kapitálem krátkodobým. Dlouhodobá pasiva se v případě Fluokovu skládají z většinové části z vlastního kapitálu a dále z dlouhodobých bankovních úvěrů. Jak je z grafu vidět, Fluokov toto pravidlo splňuje ve všech letech, v roce 2012 měl však dlouhodobých pasiv až zbytečně příliš, což však v následujících letech napravil. Jelikož společnost zlaté pravidlo dodržuje a pro financování využívá jak dlouhodobá, tak krátkodobá pasiva, je vidět, že používá tzv. umírněný způsob financování. Tento způsob je samozřejmě o něco více rizikový, než kdyby podnik svá aktiva financoval čistě vlastním kapitálem, tedy konzervativně, není ale tak nákladný (kvůli menší rizikovosti cizího kapitálu a efektu daňového štítu).

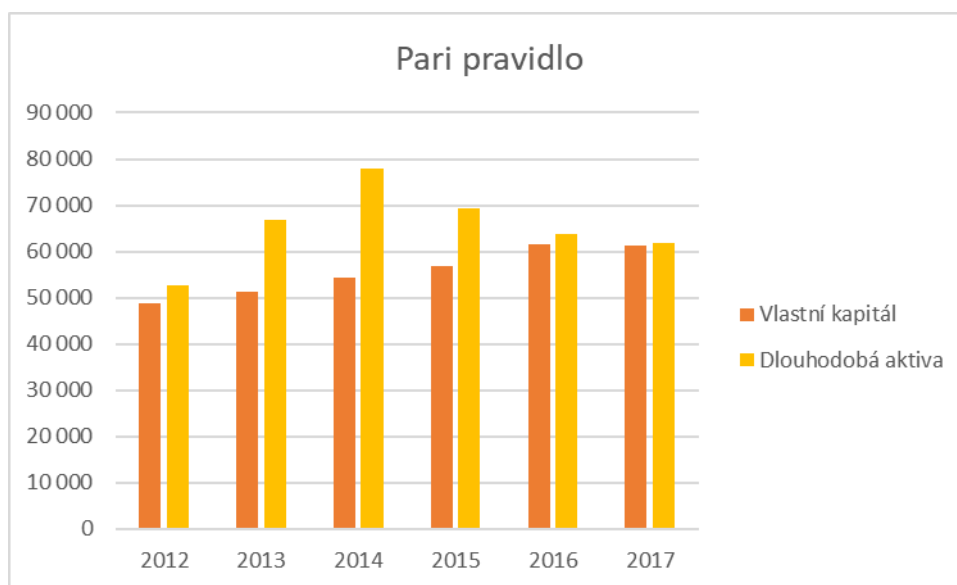
8.5.2 Pravidlo vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika doporučuje podnikům, aby vlastní kapitál převyšoval ten cizí. Na grafu je vidět, že toto pravidlo společnost Fluokov splňuje v každém roce až na rok 2014, kdy byl cizí kapitál však pouze jen o 487 tis. Kč vyšší než kapitál vlastní. To bylo dáno potřebou financování rozvoje výroby, jak již bylo zmíněno v předchozím textu. V grafu je i znázorněno, jak velké množství z cizího kapitálu představuje kapitál dlouhodobý (pouze dlouhodobé bankovní úvěry). Je tedy vidět, že většina cizích zdrojů je krátkodobých. Ty představují zejména krátkodobé závazky, a pak v menší části krátkodobé bankovní úvěry.



Obrázek 20 Pravidlo vyrovnání rizika (zdroj: vlastní zpracování)

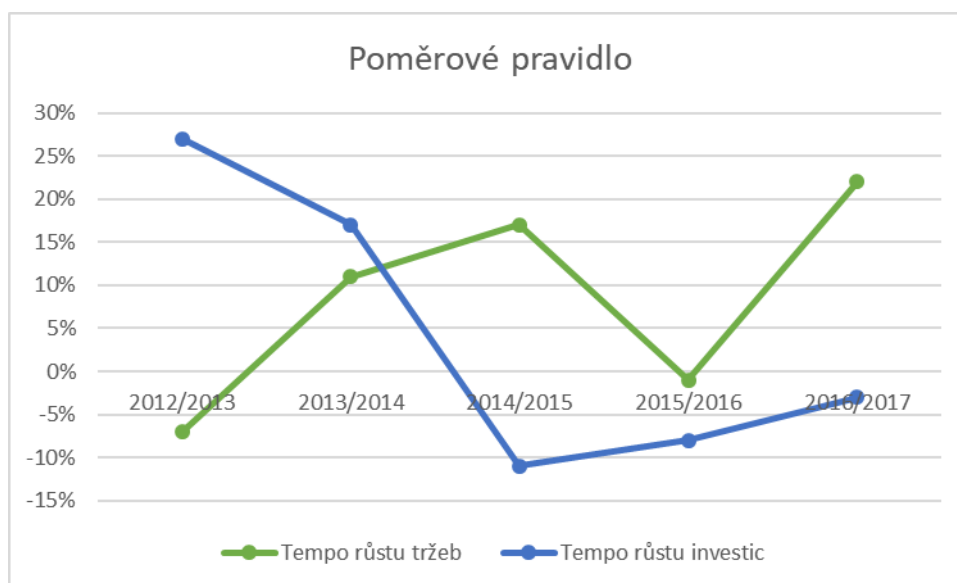
8.5.3 Pari pravidlo



Obrázek 21 Pari pravidlo (zdroj: vlastní zpracování)

Pari pravidlo je v podstatě něco jako zlaté pravidlo, které doplňuje o myšlenku, že vlastní kapitál by měl podnik využívat pouze do výše hodnoty dlouhodobého majetku, aby mohl využít k financování aktiv i cizí kapitál z důvodu efektu finanční páky. Pokud je úroková míra cizího kapitálu nižší než výnosnost aktiv, použití cizího kapitálu nám pak zpětně zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu. Společnost Fluokov toto pravidlo náležitě dodržuje ve všech sledovaných letech.

8.5.4 Poměrové pravidlo



Obrázek 22 Poměrové pravidlo (zdroj: vlastní zpracování)

Poměrové pravidlo radí, aby růst investic (do dlouhodobého majetku) nikdy nepřekročil růst tržeb z důvodu zachování dlouhodobé finanční rovnováhy. Jak je z grafu vidět, společnosti Fluokov se toto pravidlo daří dodržovat od roku 2015, což je dáno již zmíněnými odpisy výrobních hal z let 2012 – 2014 a dalším neinvestováním do rozvoje, které by ani nebylo pro společnost účelné. V těchto zmíněných letech je tempo růstu investic naopak vyšší než tempo růstu tržeb vzhledem k těmto vysokým investicím.

8.6 Analýza pracovního kapitálu

Držet pracovní kapitál je pro podnik důležité z důvodu zajištění potřebné míry likvidity, což ještě uvidíme u poměrových ukazatelů likvidity. Představuje část oběžného majetku, která je financována z drahého dlouhodobého kapitálu. Jedná se tedy v podstatě o čistý pracovní kapitál (NWC), což je pracovní kapitál očištěný od krátkodobých závazků. Cílem není NWC minimalizovat, ale optimalizovat.

Tabulka 22 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NWC	10 303	3 464	-107	3 330	6 388	3 273
NCWC	9 445	1 175	-234	3 284	5 611	2 773
NWC/A	13%	3%	0%	4%	7%	4%
NWC/T	9%	3%	0%	3%	5%	2%
NCWC/A	12%	1%	0%	4%	6%	3%
NCWC/T	9%	1%	0%	2%	4%	2%

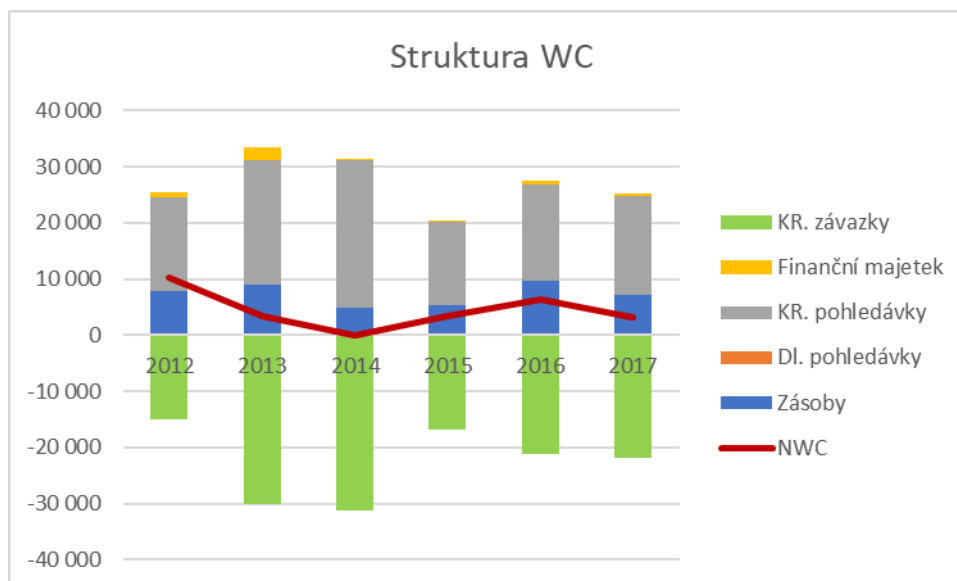
Zdroj: vlastní zpracování

Výše položená tabulka zobrazuje vývoj pracovního kapitálu v jednotlivých letech. Zobrazuje jak čistý pracovní kapitál, tak nepeněžní pracovní kapitál a následně jejich podíly na aktivech a tržbách. Z tabulky je vidět, že hodnota NWC za sledované období klesá až na rok 2016 a v roce 2014 byla dokonce záporná. To znamená, že jen malá část oběžných aktiv je financována dlouhodobým kapitálem, což už nám napovídaly výsledky bilančních pravidel. Za sledované období snížila společnost hodnotu svého čistého pracovního kapitálu o 20,49 %, což je zhruba 7 mil. Kč.

NCWC ukazuje, jak velkou část NWC představují peněžní prostředky. Průměrně byla hodnota NCWC za sledované období kromě kritického záporného roku 2014 dána 79 % NWC. Krátkodobého finančního majetku, tedy peněz a bankovních účtů, má společnost opravdu pomálu. Přesnou strukturu pracovního kapitálu a jeho vývoj zobrazuje následující graf.

Abychom mohli o hodnotách a vývoji pracovního kapitálu něco tvrdit, je vhodné se podívat na jejich poměry k aktivům nebo k tržbám. Poměr NWC k aktivům je značně nízký a vyskytují se zde také podstatné výkyvy, zejména mezi lety 2012 a 2013. Fluokov by tedy měl pravděpodobně lépe řídit svůj pracovní kapitál. V posledním roce 2017 činil podíl pracovního kapitálu na aktivech pouze 4 %, což je vysoce pod doporučené hodnoty pro výrobní podniky (10 – 15 %). Ještě se můžeme podívat na to, jak jsou na tom ohledně pracovního kapitálu naši dva hlavní konkurenti. Kolínská správkárenská dokonce přesahuje doporučení, co se se podílu čistého pracovního kapitálu na celkových aktivech týče, AIB KUNSTMANN Metal je na tom naopak podobně jako Fluokov a co se týče nepeněžního pracovního kapitálu je na tom dokonce mnohem hůře. Kolínská správkárenská: NWC/A 36 %, NWC/T 13 %, NCWC/A 25 % a NCWC/T 9 %. AIB KUNSTMANN Metal: NWC/A 6 %, NWC/T 2 %, NCWC/A -7 % a NCWC/T -3 %.

U podílu pracovního kapitálu na tržbách se uvádí pouze doporučení, že by tento podíl neměl v čase růst, což se společnosti Fluokov až na rok 2016 dařilo. Za sledované období snížila společnost podíl pracovního kapitálu na tržbách o sedm procentních bodů. K tomu, jaká je optimální výše pracovního kapitálu se dostaneme u obrátového cyklu peněz u analýzy poměrových ukazatelů aktivity.



Obrázek 23 Struktura pracovního kapitálu (zdroj: vlastní zpracování)

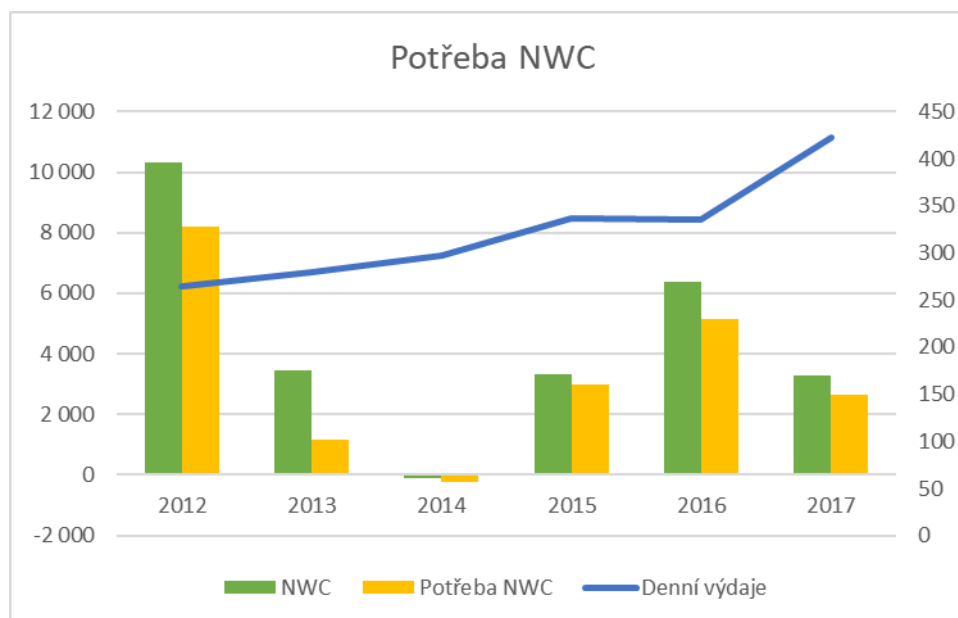
Strukturu pracovního kapitálu tvoří vždy převážně krátkodobé pohledávky a krátkodobé závazky, jejichž objem bývá téměř totožný. Dlouhodobé pohledávky společnost nemá a krátkodobého finančního majetku má velmi málo. Zásoby se po všechny roky drží na téměř stejné úrovni, nejméně jich měla společnost v roce 2014 a nejvíce v roce 2016. Nejvíce krátkodobých pohledávek měla společnost v letech 2013 a 2014. Tyto roky však považovala společnost za relativně úspěšné na to, že byla ekonomika v recesi. Stejně tak měla v těchto dvou letech společnost nejvíce krátkodobých závazků (více než pohledávek) za sledované období. Z vývoje finančního majetku lze předpokládat, že má společnost v posledních letech pravděpodobně rozpracované zakázky, které budou dokončeny až někdy v budoucnu. O vyjednávací síle společnosti nám toho více řekne až obrátový cyklus peněz, jenž bude rozebrán v kapitole věnující se poměrovým ukazatelům.

Tabulka 23 Obrátový cyklus peněz a průměrné denní výdaje

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
OCP (dny)	31,01	4,14	-0,74	8,91	15,32	6,21
denní výdaje (v tis. Kč)	265	279	297	336	335	423

Zdroj: vlastní zpracování

Výše položená tabulka zobrazuje obrátový cyklus peněz ve dnech (navazuje na tabulku 27) a také rozpočítané denní výdaje (rok 360 dnů). Jsou zde vidět mírné výkyvy. Je také vidět, že v roce 2014 měla společnost nejvyšší vyjednávací sílu, jelikož se její OCP dostal do záporných čísel. ZOCP a denních výdajů vychází roční potřeba pracovního kapitálu, kterou zobrazuje následující graf.



Obrázek 24 Potřeba NWC (zdroj: vlastní zpracování)

Z tohoto grafu je zřetelně vidět, že i když má společnost pracovního kapitálu na první pohled málo, má ho více než reálně potřebuje. V roce 2014 dokonce neměla ani

nepotřebovala žádný pracovní kapitál, viz záporný obrátový cyklus peněz. Na krátkodobý finanční majetek se však ještě podíváme u poměrových ukazatelů likvidity, kde je naopak vidět, že zrovna tohoto majetku by společnost potřebovala mnohem více, aby zbytečně neriskovala. Také je dobré zdůraznit, že většinu čistého pracovního kapitálu představují krátkodobé pohledávky, což je lepší, než kdyby to byly třeba zásoby, které jsou nejméně likvidní součástí oběžného majetku. Kdyby tedy zrovna společnost neměla peníze (hotově nebo na účtech) na zaplacení, mohla by postoupit pohledávky.

8.7 Poměrové ukazatele

V této části finanční analýzy se podíváme relevantní poměrové ukazatele, vysvětlené v teoretické části práce. Jsou to ukazatele rentability, likvidity, aktivity, produktivity a také zadluženosti.

8.7.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability znázorňují, jak podnik zhodnocuje vložený kapitál. Tyto ukazatele lze považovat za ty nejdůležitější, nebo alespoň za ty nejvíce sledované. V následující tabulce můžeme vidět ROE, ROA a ROS společnosti Fluokov v jednotlivých letech.

Tabulka 24 Ukazatele rentability

Rentabilita	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE	17%	6%	6%	4%	7%	2%
ROA	14%	4%	4%	4%	6%	1%
ROS	8%	3%	3%	2%	3%	1%

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky ROE, což je podíl výsledku hospodaření za účetní období na vlastním kapitálu, jsme již mohli vidět na obrázku 15 (struktura VK). Asi není potřeba znovu opakovat vývoj zisku a komentovat nepříznivou situaci ohledně zakázek zejména za poslední dva roky. Na ukazateli je vidět, že rentabilita vlastního kapitálu za sledované období klesla o 15 %, což samozřejmě není nic pozitivního. Doporučená hodnota ROE závisí na mnoha faktorech, zejména na odvětví a na obecném makroekonomickém vývoji, který jsem se snažila popsat v PEST analýze. Obecně se však udává, že ve stabilní ekonomice by tato hodnota měla činit přes 12 %. Jak však víme, ve sledovaných letech naše ekonomika stabilní příliš nebyla. Dostávala se z krize, a teprve v dubnu roku 2017 skončily intervence ČNB zavedené kvůli stabilizaci ekonomiky, kdy byl kurz CZK/EUR držen uměle na 27 CZK/EUR, což bylo pro exportní společnosti jako je Fluokov výhodné. Jelikož intervence skončily a do budoucna můžeme předpokládat apreciaci CZK, nebude již export tolik výhodný, což se pravděpodobně už projevilo ve výsledcích z roku 2017. Pro zhodnocení ROE je tedy vhodné podívat se opět na průměr odvětví,

přičemž se raději podívám konkrétně na CZ-NACE 25.1. Zde byla průměrná hodnota ROE v roce 2017 2,26 %, takže je vidět, že od průměru se Fluokov příliš neodchyluje. Za celé sledované období byla průměrná hodnota ROE odvětví 6,71 %. Společnost Fluokov dosahovala průměrné hodnoty dokonce o něco vyšší, a to 7,09 %.

Z tabulky je vidět, že rentabilita aktiv se chová podobně jako ROE. Tento ukazatel udává, kolik zisku přinese podniku jednotka aktiv. Nízká hodnota ROA napovídá, že podnik se svými aktivy nenakládá efektivně. Obecně se doporučuje, aby se hodnota ROA pohybovala nad 5 %, což se Fluokovu podařilo jen v roce 2012 a 2016. V posledním roce měl Fluokov nejnižší ROA za celé sledované období, a to pouze 1 %, což znamená, že pouze 1 % aktiv společnosti přineslo zisk. Průměrná hodnota za celé sledované období činí 6 %. Pro porovnání se můžeme podívat opět na dva hlavní konkurenty. Kolínská správkárenská měla hodnotu ROA v roce 2017 5 %, takže splňovala obecné doporučení a AIB KUNSTMANN Metal -1 % (společnost byla v posledním roce ve ztrátě). V předchozím roce však měla tato společnost ještě slušný zisk a hodnotu ROA 7 %. V tomto roce na tom byl Fluokov téměř stejně se svými 6 %.

Rentabilita tržeb opět vykazuje podobný, v posledním roce klesající trend. V roce 2017 tedy společnost dokázala pouze 1 % svých tržeb převést na čistý zisk (což už ostatně víme z předchozích analýz). Za celkové sledované období byla průměrná hodnota ukazatele ROS 3 %. Nejlépe na tom z tohoto hlediska byla společnost opět v roce 2012, což byl rok velkých investic a na tu dobu relativně vysokých tržeb. Pokles ROS jde ruku v ruce se zvyšováním nákladů, jak jsme již ostatně také viděli na obrázku 17. Pokud se podíváme na hodnoty ukazatele u konkurence, zjistíme, že Kolínská správkárenská na tom byla úplně stejně (také pouze 1 %) a AIB KUNSTMANN Metal měl hodnotu ROS samozřejmě 0 %.

Pokud bych měla výsledky ukazatelů rentability shrnout, tak je třeba říct, že zejména poslední rok nebyl pro společnost příznivý, avšak ne jenom pro ni, ale také pro zbytek odvětví, jak už nám napovídaly i předchozí analýzy. Kdykoliv porovnáváme výsledky za poslední rok s průměrem odvětví, společnost příliš nevybočuje. Je tedy vidět, že zejména na trhu s kovovými konstrukcemi obecně dochází od roku 2017 ke zhoršení podmínek, za což můžou především rostoucí náklady na výrobu vycházející z typů zakázek. Vývoj do budoucna bohužel nelze moc předpovídat, jelikož společnost neuvádí ve své výroční zprávě plány zakázek na další rok.

8.7.2 Ukazatele likvidity

Nyní se dostáváme k tomu, na co jsem již poukazovala při analýzách rozvahy a pracovního kapitálu. Ukazatele likvidity kvantifikují schopnost podniku splácet své závazky, tedy schopnost přeměnit oběžná aktiva na peníze. Následující tabulka zobrazuje, jak u společnosti Fluokov vypadají základní tři úrovně likvidity.

Tabulka 25 Ukazatele likvidity

Likvidita	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Běžná	1,68	1,12	1,00	1,20	1,30	1,15
Rychlá	1,16	0,82	0,84	0,88	0,84	0,82
Pohotová	0,06	0,08	0,00	0,00	0,04	0,02

Zdroj: vlastní zpracování

K těmto ukazatelům se již udávají obecně dané doporučené hodnoty, a tak je můžeme celkem snadno zhodnotit. Jak se dalo očekávat, společnost Fluokov nemá dostatečnou žádnou z úrovní likvidity. U běžné likvidity (podíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků) se doporučují hodnoty mezi 1,8 a 2,5 (u různých autorů se mohou doporučené hodnoty však mírně lišit). Tomuto rozmezí hodnot byla společnost nejbližší v roce 2012, nicméně ani tenkrát nedosahovala dostatečné úrovně běžné likvidity. Nejhorším rokem byl, co se běžné likvidity týče, rok 2014. V tomto roce měla společnost nejvyšší hodnotu krátkodobých závazků za celé sledované období, což bylo dáno vysokými závazky z obchodních vztahů, zbytek krátkodobých závazků zůstal téměř stejný jako v roce předchozím. Rok 2014 byl opět rokem vysokých investic, investovalo se jak do modernizace výroby a optimalizace procesů, tak do prostor pro zaměstnance, nižší běžná likvidita tedy v této době dává smysl.

Rychlá likvidita v sobě nezahrnuje zásoby, jelikož ty jde přeměnit na peníze ze všech oběžných aktiv nejpomaleji. Jako doporučená hodnota rychlé likvidity se uvádí ta v rozmezí hodnot mezi 1 a 1,5. Toho dosahovala společnost opět pouze v roce 2012 a v roce 2013 a 2017 měla rychlou likviditu nejnižší, jelikož měla v té době vysoký podíl zásob na oběžných aktivech.

Pohotová likvidita udává, jak je podnik schopen hradit své závazky pouze z krátkodobého finančního majetku. Její hodnota by se měla pohybovat v rozmezí 0,2 – 0,5. V tomto případě společnost Fluokov nedosahuje zmíněné úrovně ani zdaleka ani v jednom ze sledovaných let. Nejhůře na tom byla společnost v letech 2014 a 2015, kdy byla pohotová likvidita dokonce nulová, což znamená, že kdyby měla společnost najednou uhradit všechny své závazky, nemohla by. Takovýto způsob řízení krátkodobého finančního majetku je tedy velmi riskantní. Z pohledu NWC má sice společnost oběžného majetku více než potřebuje, ale z pohledu likvidity by měla svůj oběžný majetek navýšit, a to zejména ten finanční, aby byla schopná ihned platit, kdyby musela a nehrozilo jí, že se zadluží a že bude muset začít rozprodávat svůj dlouhodobý majetek.

Ještě se opět můžeme podívat na relevantní odvětví, tedy CZ-NACE 25.1. Za rok 2017 byla průměrná hodnota běžné likvidity 1,46, hodnota rychlé likvidity 1,04 a hodnota pohotové likvidity 0,35. Je vidět, že běžná likvidita odvětví také nedosahuje doporučených hodnot a rychlá likvidita sice doporučeného rozmezí dosahuje, ale hraničně. Hodnota průměrné pohotové likvidity u odvětví se nachází však akorát v doporučeném rozmezí, což nám říká, že většina konkurence je na tom mnohem

lépe, co se schopnosti ihned splácet své závazky týče. To může ovlivnit rozhodování dodavatelů o případné budoucí spolupráci, což může klíčově ovlivnit tržby podniku.

Hlavní konkurent Kolínská správkárenská dosahoval v roce 2017 u běžné likvidity hodnoty 2,01, u rychlé likvidity 1,71 a u pohotové 0,32. Pouze hodnota rychlé likvidity přesahuje doporučené rozmezí, společnost měla pravděpodobně v tomto roce nízký podíl zásob na oběžných aktivech. Jinak tento konkurent navržená doporučení splňuje a bude tedy oproti Fluokovu mnohem více schopnější splácet své závazky.

Druhý hlavní konkurent AIB KUNSTMANN Metal měl za rok 2017 hodnotu běžné likvidity 1,14, hodnotu rychlé likvidity 0,89 a hodnotu pohotové likvidity 0,31. Doporučovaných hodnot tedy tento konkurent dosahuje pouze, co se týče likvidity pohotové, většinu jeho oběžného majetku pravděpodobně v tomto roce tvořily peníze, což je ta nejlídnější část oběžného majetku. Jelikož je na tom průměr odvětví i oba dva hlavní konkurenti (zejména co se pohotové likvidity týče) lépe, bylo by pro společnost Fluokov více než účelné zvýšit hodnotu svého oběžného majetku.

8.7.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity, jak již bylo vysvětleno v teoretické části práce, zhodnocují efektivitu využívání podnikového majetku, konkrétně i jeho jednotlivých položek. Výsledné hodnoty můžeme vyjádřit buď jako počet obrátů za rok (tabulka 26) nebo také jako počet dní, kolik daný obrát trvá (tabulka 27). Z toho pak můžeme zjistit obrátový cyklus peněz, který bude znázorněn na grafu.

Tabulka 26 Ukazatele aktivity

Aktivita	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrát aktiv	1,40	1,01	1,04	1,48	1,44	1,83
Obrát zásob	13,79	11,40	22,99	24,91	13,61	22,13
Obrát pohledávek	6,60	4,59	4,33	8,94	7,72	9,19
Obrát krátkodobých závazků	7,25	3,40	3,62	7,86	6,23	7,31

Zdroj: vlastní zpracování

Co se obrátu aktiv týče, je na tom společnost Fluokov velmi dobře. Obrát aktiv nám říká, kolik 1 Kč celkových aktiv společnosti vyprodukuje tržeb a hodnota tohoto ukazatele by měla logicky být vyšší než 1, což se Fluokovu dařilo v každém roce, tedy i v době recese. Jak však víme z přechozí kapitoly týkající se ukazatelů rentability, z vysokých tržeb má společnost poměrně malé zisky (nelukrativní zakázky), což je dáno především rostoucí výkonovou spotřebou, kterou by chtělo do budoucna optimalizovat, případně s odběrateli vyjednat lepší zakázky.

Obrát zásob znázorňuje, kolikrát za rok je podnik schopen své zásoby přeměnit na výrobky a za vydělané peníze opět zásoby nakoupit. U tohoto ukazatele bývá doporučováno, aby se jeho hodnota zvyšovala, což se u společnosti Fluokov dělo až na roky 2013 a 2016. Společnost po celé sledované období udržuje spíše nízkou úroveň

zásob (viz obrázek 13) a jelikož v posledním roce i přes rostoucí tržby udržovala dokonce o něco menší úroveň zásob než v roce předchozím, její schopnost tyto zásoby protočit se samozřejmě zvýšila.

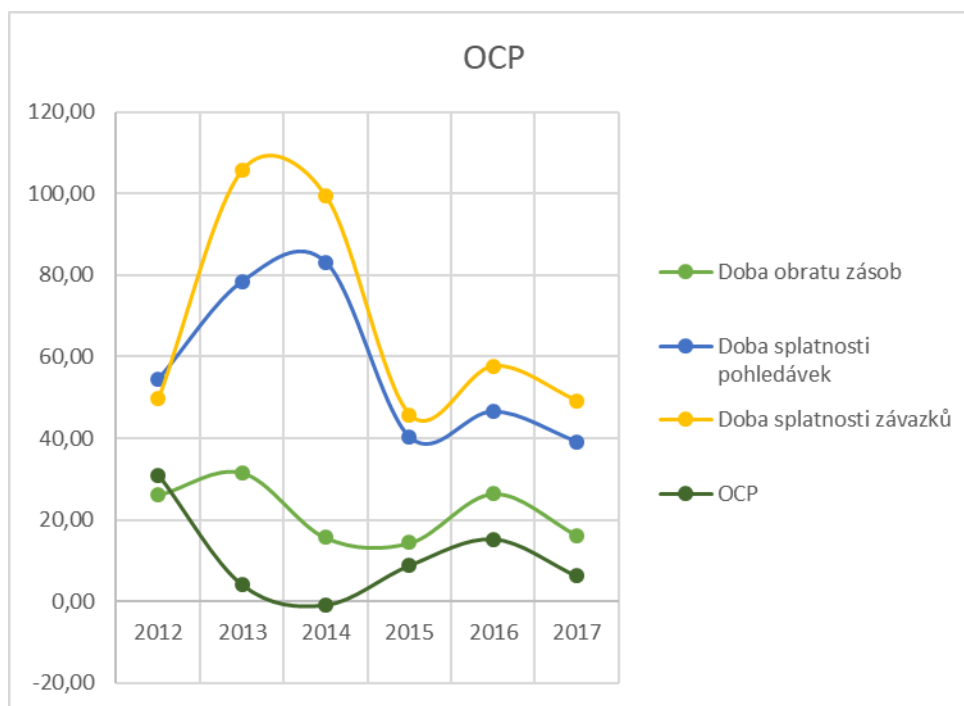
U obratu pohledávek a obratu krátkodobých závazků se dostáváme k již několikrát komentované vyjednávací síle podniku vůči dodavatelům a vůči odběratelům. Jedním z cílů podniku by mělo být obrat pohledávek zvyšovat, což se u Fluokovu v posledním roce stalo a hodnota se dostala dokonce na nejlepší úroveň za celé sledované období. Obrat krátkodobých závazků by tedy na druhou stranu mělo být cílem snižovat, což se v případě Fluokovu v posledním roce bohužel nestalo. Vývoj obratu krátkodobých závazků je velmi kolísavý s tím, že průměrná hodnota za celé sledované období je téměř 6 %, což lze považovat za docela vysoký výsledek. Tyto dva ukazatele však dokážeme společně lépe zhodnotit při výpočtu obratového cyklu peněz, viz následující tabulka.

Tabulka 27 OCP

Aktivita	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doba obratu zásob	26,11	31,58	15,66	14,45	26,45	16,27
Průměrná doba inkasa	54,54	78,43	83,07	40,26	46,62	39,17
Průměrná doba splatnosti	49,64	105,87	99,47	45,80	57,75	49,23
OCP	31,01	4,14	-0,74	8,91	15,32	6,21

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo řečeno, doby obratu nám ukazují, kolik dní trvá jeden obrat. Pokud sečteme dobu obratu zásob a průměrnou dobu inkasa pohledávek a odečteme průměrnou dobu splatnosti krátkodobých závazků, získáme počet dní obratového cyklu peněz. Obratový cyklus peněz tedy můžeme zkrátit tak, že zkrátíme dobu obratu zásob a pohledávek nebo tak, že prodloužíme dobu obratu závazků. Vidíme, že v roce 2014 měla společnost Fluokov dokonce záporný obratový cyklus peněz, což znamená, že odběratelé průměrně platili daleko rychleji, než společnost musela platit svým dodavatelům. Jak je vidět z tabulky, největší vliv na OCP má průměrná doba splatnosti závazků, která zejména v první části sledovaného období značně kolísala.



Obrázek 25 Obratový cyklus peněz (zdroj: vlastní zpracování)

Z grafu tedy vidíme, že kromě roku 2012, kdy se podnik dostával z celosvětové hospodářské krize, je obratový cyklus peněz až na pár výkyvů v pořádku, jelikož doba splatnosti závazků je vyšší než doba splatnosti pohledávek a doba obratu zásob.

8.7.4 Ukazatele produktivity

Poměrové ukazatele produktivity hodnotí výkonnost podniku tím způsobem, že porovnávají jeho přidanou hodnotu s osobními náklady.

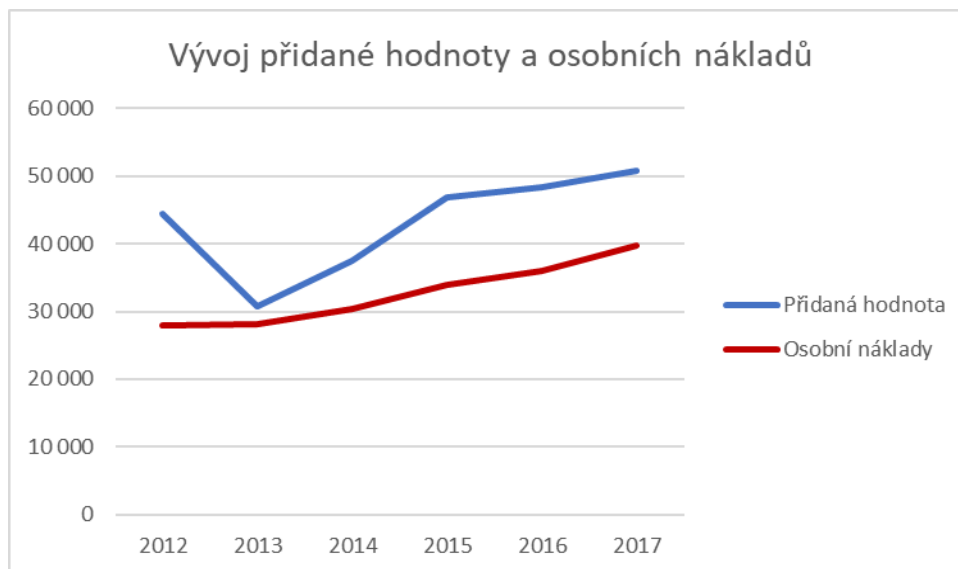
Tabulka 28 Ukazatele produktivity

Produktivita	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Přidaná hodnota	44 461	30 820	37 436	46 896	48 316	50 746
Osobní náklady/PH	63%	91%	81%	72%	75%	78%
PH/Osobní náklady	1,6	1,1	1,2	1,4	1,3	1,3

Zdroj: vlastní zpracování

Na tabulce ukazatelů produktivity vidíme, jak se v čase vyvíjel podíl osobních nákladů na přidané hodnotě. Čím je tento poměr vyšší, tím více zisku společnosti jde na zaměstnance. Převrácená hodnota nám naopak říká, kolik 1 Kč osobních nákladů vytvoří přidané hodnoty. Jak je vidět na následujícím grafu, osobní náklady rostou rychleji než přidaná hodnota, což je dáno zejména neustálým navyšováním mezd, o kterém společnost píše ve svých výročních zprávách. Nutí je do toho jak neustálý růst průměrné mzdy doprovázený snižováním nezaměstnanosti, tak i fakt, že se společnost pohybuje ve značně konkurenčním prostředí. Tyto aspekty již byly rozebrány ve

strategické analýze na začátku praktické části práce. Výkonnost podniku v tomto ohledu od roku 2012 tedy poměrně klesla.



Obrázek 26 Vývoj přidané hodnoty a osobních nákladů (zdroj: vlastní zpracování)

8.7.5 Ukazatele zadluženosti

Na závěr je ještě vhodné podívat se na ukazatele zadluženosti vzhledem k tomu, že společnost využívá k financování svých aktiv i cizí zdroje. Následující tabulka zobrazuje vývoj celkové zadluženosti podniku (cizí zdroje / celková aktiva), dlouhodobé zadluženosti podniku (dlouhodobý cizí kapitál / celková aktiva) a následně vypočítané úrokové krytí (EBIT / nákladové úroky).

Úrokové krytí říká, kolikrát je podnik schopen ze svého zisku zaplatit úroky z cizího kapitálu, proto by jeho minimální hodnota měla být 1. Za bezpečnou hodnotu je považována hodnota 3, hodnota vyšší než 6 je však již považována za přehnaně vysokou. Tak je tomu v případě společnosti Fluokov, jak můžeme vidět v následující tabulce, v každém sledovaném roce. V tabulce také vidíme, že celková zadluženost společnosti od roku 2015 značně poklesla a pohybuje se v přijatelných mezích. Velmi také v tomto období poklesla zadluženost dlouhodobá. Vysoké úrokové krytí sice přináší nízké riziko, nicméně tyto vysoké hodnoty jsou mnoha autory považovány za neefektivní, a to vzhledem k nákladům na kapitál. Vlastní kapitál bývá totiž dražší než cizí.

Tabulka 29 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zadluženost	37%	49%	50%	36%	33%	30%
Dlouhodobá zadluženost	18%	19%	22%	17%	9%	5%
Úrokové krytí	21	6	7	6	16	6

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost má v současné době tyto bankovní úvěry: U KB, a.s. ve výši 27 mil. Kč – úvěr na investice, dále také u KB, a.s. ve výši 3 mil. Kč – kontokorentní úvěr, dále opět u KB, a.s. ve výši 16,2 mil. Kč – úvěr na investice, dále má úvěr u věřitele SGEF CR ve výši 7 405 tis. Kč – investiční úvěr, a nakonec úvěr u Raiffeisen-Leasing, s.r.o. ve výši 1 245 tis. Kč.

8.8 EVA

Následující tabulka zobrazuje vývoj ekonomické přidané hodnoty podniku. Hodnocení výnosnosti podniku pomocí EVA je dobré z toho důvodu, že EVA zohledňuje (na rozdíl od ukazatelů rentability) časovou hodnotu peněz a také riziko trhu. Ukazatel EVA bude také použit při jedné z metod stanovení hodnoty podniku. EVA se dá počítat několika způsoby, v následující tabulce je vypočítaná za pomoci zjednodušené metody CAPM, jejíž princip byl popsán v teoretické části práce.

Tabulka 30 Výpočet EVA pomocí CAPM

CAPM	2012	2013	2014	2015	2016	2017
rf	1,92%	2,20%	0,67%	0,49%	0,53%	1,50%
rm-rf	7,08%	6,05%	6,80%	7,36%	6,69%	5,89%
beta unlevered - engineering	0,52	0,56	0,7	0,69	0,69	0,63
beta levered	0,643	0,763	0,998	0,874	0,788	0,703
re	6,47%	6,81%	7,45%	6,92%	5,80%	5,64%
EVA (v tis. Kč)	5 086	-563	-533	-1 433	1 034	-2 515
EAT	8 237	2 930	3 524	2 507	4 604	946
-re*E	-3 151	-3 493	-4 057	-3 940	-3 570	-3 461

Zdroj: vlastní zpracování

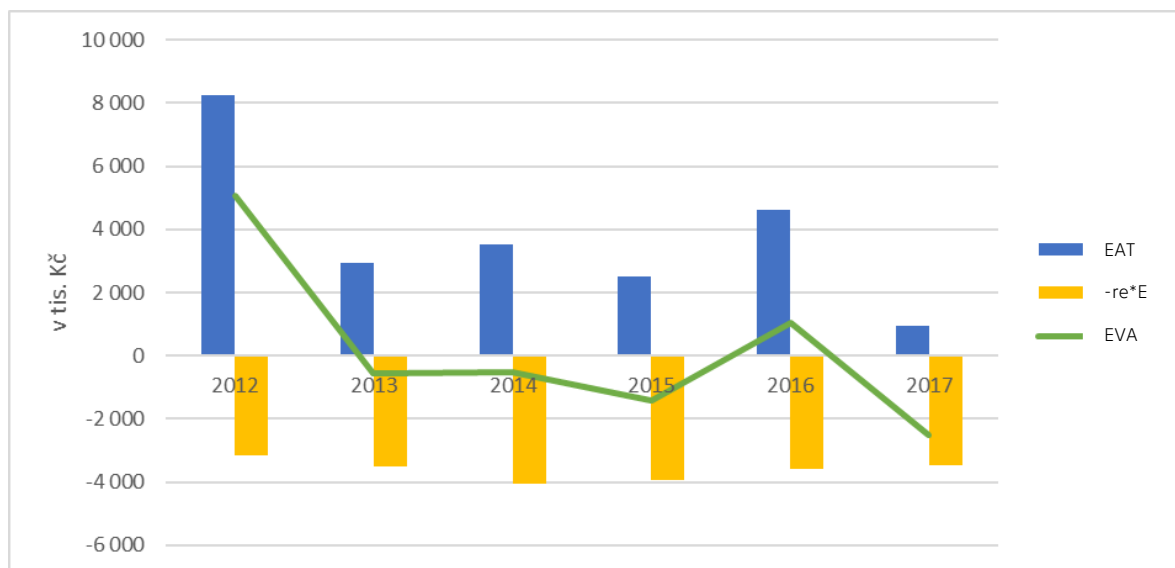
K tomu, abychom mohli ukazatel EVA spočítat, potřebujeme nejprve znát bezrizikovou úrokovou míru, která se rovná úrokové míře našich dlouhodobých státních dluhopisů. Jejich hodnoty byly zjištěny z databáze ČNB. Dále je potřeba znát rizikovou prémii ČR, kterou je možné najít v databázích profesora Damodarana. V jeho databázích také můžeme najít unleveraged betu odvětví, ve kterém společnost působí (v našem případě engineering). Unleveraged beta představuje systematické riziko, které na společnosti v daném odvětví působí, avšak tato beta není zatížena dluhem (cizím kapitálem). Jelikož společnost Fluokov (tak jako většina společností) cizí kapitál k financování svých aktiv využívá, je třeba tuto betu převést na leveraged betu, což je možné pomocí vzorce zobrazeného na straně 25. Pokud pak tuto betu vynásobíme rizikovou premií a následně přičteme bezrizikovou úrokovou míru, dostaneme náklady na vlastní kapitál (r_e).

Na výsledných hodnotách je vidět, že ekonomická přidaná hodnota společnosti byla až na roky 2012 a 2016 záporná. Tyto hodnoty vzhledem k předchozím analýzám nejsou překvapující, jelikož je EVA počítána ze zisku společnosti (EAT), od kterého je odečten vlastní kapitál násobený náklady na vlastní kapitál. Opět je zde vidět vliv rostoucího vlastního kapitálu díky hromadění zisků z minulých let. Jak je vidět,

v posledním roce byla ekonomická přidaná hodnota nejnižší za celé sledované období, což je zapříčiněno velmi nízkým ziskem, jehož velikost ovlivnily také vysoké ostatní finanční náklady v tomto roce (které obsahovaly zejména úhradu ztráty dceřiné společnosti z roku předchozího na základě ovládací smlouvy) a samozřejmě rostoucí výkonová spotřeba, jak již bylo popsáno výše.

Pro srovnání se opět můžeme podívat na hodnoty odvětví, tedy na CZ-NACE 25.1. Průměrná ekonomická přidaná hodnota celého odvětví ve všech zkoumaných letech byla záporná, v roce 2017 konkrétně – 2 117 tis. Kč. Poslední dva roky byly z tohoto hlediska pro odvětví nejhorší (2016: - 2 931 tis. Kč). Mezi lety 2015 a 2016 EVA odvětví dokonce klesla o cca 2,5 mil. Kč. Toto znovu potvrzuje předchozí závěry o situaci v odvětví, která se naštěstí od roku 2017 o něco zlepšila.

Následující graf zobrazuje vývoj hodnoty EVA a také vývoj položek, které mají na její hodnotu vliv.

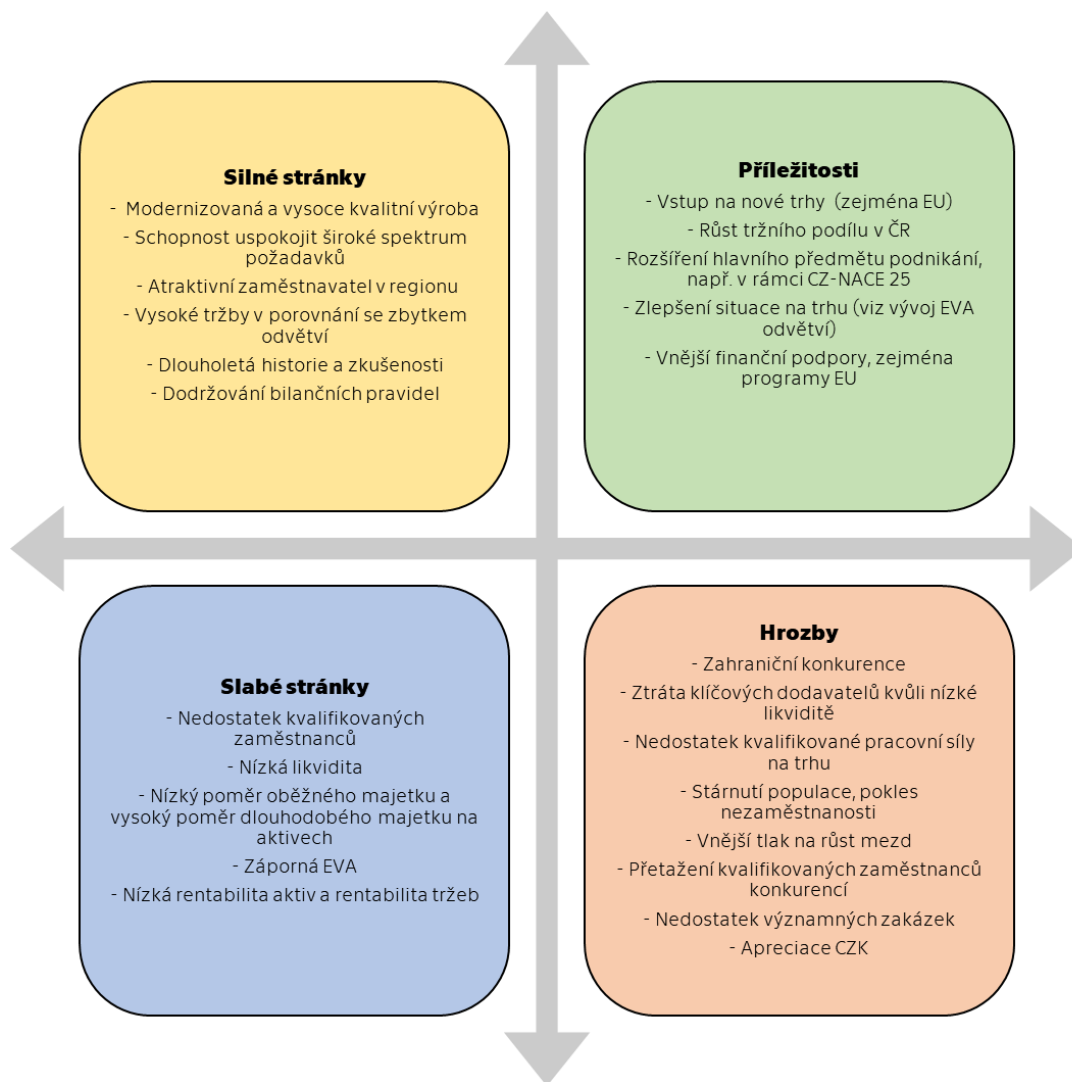


Obrázek 27 Vývoj hodnoty EVA (zdroj: vlastní zpracování)

8.9 Shrnutí strategické a finanční analýzy

Na závěr finanční a strategické analýzy bych ráda shrnula ty nejdůležitější poznatky o podniku prostřednictvím vytvoření matice SWOT, tedy určením silných a slabých stránek společnosti a také možných externích příležitostí a hrozeb. Na základě toho je třeba učinit závěr, zda společnost splňuje zmiňovaný going concern princip a zda je možné ji ocenit pomocí výnosových metod.

8.9.1 Matice SWOT



Obrázek 28 Matice SWOT (zdroj: vlastní zpracování)

Společnost Fluokov působí na trhu, na kterém panuje značně dynamické prostředí. Jedná se o odvětví CZ-NACE 25 Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků a její hlavní činnost je zařaditelná do pododvětví CZ-NACE 25.1 Výroba kovových konstrukcí a jejich dílů. Toto odvětví vykazovalo za sledované období velmi pomalý růst tržeb, a to pouze 5%. Jen připomínám, že stěžejním produktem společnosti jsou ocelové nádrže pro aku baterie. Odvětví, do kterého společnost spadá, na tom od roku 2015 není nejlépe, což jsme mohli vidět při porovnávání

výsledků finanční analýzy společnosti Fluokov se zbytkem odvětví a jejími hlavními konkurenty. Na situaci v odvětví má vliv především obecný nedostatek kvalifikované pracovní síly způsobený mimo jiné klesáním nezaměstnanosti, což bude do budoucna pravděpodobně ještě pokračovat. Většina firem v tomto odvětví je také stejně jako Fluokov převážně exportně zaměřených, a proto je ovlivňuje současná apreciace CZK (zejména kurz CZK/EUR), která zdražuje produkty pro zahraniční odběratele. Vzhledem k vysoce konkurenčnímu prostředí, rostoucím průměrným mzdám a nízké nezaměstnanosti je třeba, aby společnost neustále navyšovala mzdové náklady, což, jak je vidět v jejích výkazech, opravdu dělá. Do svých zaměstnanců společnost také hojně investuje prostřednictvím různých benefitů, a to zejména vzdělávacích kurzů. Nicméně toto neustálé navyšování osobních nákladů není z dlouhodobého hlediska udržitelné jak z důvodu stále klesající nezaměstnanosti, tak z toho důvodu, že společnost zejména v posledních dvou letech zvyšovala produkci málo ziskových či dokonce ztrátových produktů pro svého klíčového zákazníka, a i když tak měla vysoké tržby, měla velmi nízký zisk. Proto, aby mohla nadále navyšovat mzdové náklady, bude muset zejména zlepšit své vyjednávání s těmito klíčovými zákazníky a také optimalizovat řízení svých nákladů (vzhledem k rostoucí výkonové spotřebě). Při nízkém počtu kvalifikovaných zaměstnanců a nedostatečné volné pracovní síle na trhu toto znamená opětovné investování do optimalizace procesů, a především do robotizace další části výroby tak, jako to společnost naposledy udělala v roce 2015. V této chvíli nicméně společnost pořád zůstává atraktivním zaměstnavatelem, a to zejména ve svém regionu a její více než dvacetiletá historie ukazuje, že se vždy byla schopna nějakým způsobem přizpůsobit měnícím se podmínkám trhu.

Společnost byla vždy schopna uspokojit široké spektrum požadavků svých zákazníků a hojně investovala do rozvoje a kvality své výroby, čemuž pomohly mnohokrát také dotační tituly od EU. Výroba společnosti Fluokov je moderní, společnost např. má dvě zařízení pro dělení plechů laserem a má díky tomu minimální zmetkovost při výrobě ocelových konstrukcí a jak již bylo řečeno, část výroby byla již robotizována. Nicméně vzhledem k vývoji na trhu by bylo vhodné zvážit ještě robotizaci další části výroby.

Z výsledků finanční analýzy je nejdůležitější to, že společnost splňuje zejména v posledním roce všechna doporučená bilanční pravidla. Ve svém stylu financování je však společnost možná až moc umírněná a mohla by využívat více cizího kapitálu, jak nám ostatně napovědělo i úrokové krytí vypočítané u poměrových ukazatelů zadluženosti, aby mohla více využívat efektu daňového šítu. Alarmující však bylo zjištění, jak je na tom společnost ohledně likvidity. Společnost nemá téměř žádný krátkodobý finanční majetek a kdyby tedy ihned měla splatit všechny své závazky, nebyla by toho schopna. I když se při většině porovnávání výsledků finanční analýzy společnost moc neodchylovala od průměrných výsledků zbytku odvětví a svých hlavních dvou konkurentů, v případě likvidity dopadla mnohem hůře. Z toho vychází hrozba, že by společnost mohla kvůli své nízké likviditě přijít o své klíčové dodavatele, které by jí mohla přebrat mnohem likvidnější konkurence. Zde je však třeba dodat, že z pohledu OCP společnost splácí včas, takže tato hrozba není tak veliká. I když je na

tom společnost dobře i co se týče pracovního kapitálu a jeho potřeby, z pohledu likvidity by bylo určitě vhodné navýšit hodnotu oběžného majetku, konkrétně krátkodobého finančního majetku. S tím také souvisí fakt, že společnost má oproti zbytku odvětví mnohem větší podíl dlouhodobého majetku na aktivech, který se skládá především ze staveb, kterých má vzhledem k současné situaci ohledně zakázek společnost až přes příliš a některé části proto pronajímá jako sklady. Pro zlepšení situace by tedy bylo vhodné upravit poměry oběžného a dlouhodobého majetku, čímž by se zlepšila i nízká rentabilita aktiv a následně dost pravděpodobně i rentabilita tržeb.

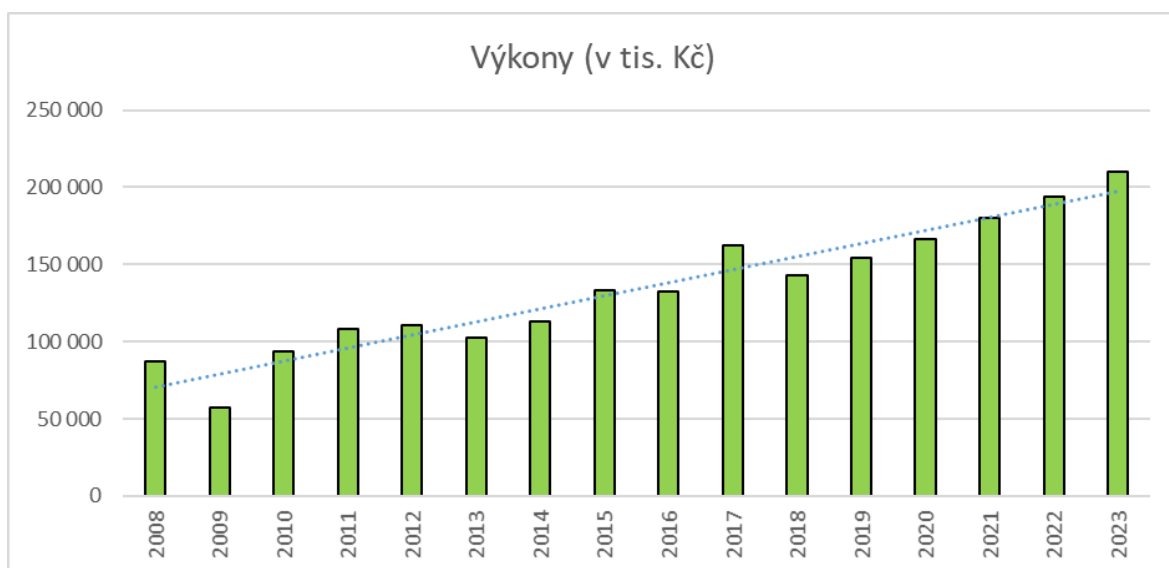
Jak již bylo řečeno v předchozí kapitole, ekonomická přidaná hodnota společnosti byla v posledním zkoumaném roce 2017 opět záporná, ale vzhledem k vývoji ekonomické přidané hodnoty celého odvětví nebyla tato skutečnost výjimkou a je možné do budoucna předpokládat alespoň mírný růst, tedy zlepšení této hodnoty. Způsobem, jakým by společnost mohla ještě zlepšit svou situaci je mimo úpravy struktury aktiv a optimalizace řízení nákladů také získání nových odběratelů, které by společnost mohla získat jak na našem, tak především na zahraničním trhu. V současné době společnost exportuje 85 % své výroby pouze na trh německý a mohla by proto zkusit získat zakázky opět na trhu francouzském nebo italském, jako tomu bývalo na počátku sledovaných let. Další možností by pro společnost bylo také rozšíření jejího předmětu podnikání, a to nejpravděpodobněji v rámci odvětví CZ-NACE 25, kde by mohla využít svůj stávající majetek. Na to by ovšem byly potřeba další investice, jejichž výnosnost by vyžadovala další podrobné propočty.

I přes nechvalné výsledky z roku 2017 je vzhledem k předchozímu vývoji společnosti a také vzhledem k tomu, jakým způsobem se společnost dokázala dostat z celosvětové hospodářské krize, možné předpokládat, že bude ve své činnosti pokračovat i do budoucna. To bude samozřejmě také záviset na vývoji evropské ekonomiky. Jelikož převážná většina výsledků dílčích ukazatelů finanční analýzy dosahuje nebo se alespoň nachází v blízkosti obecně doporučovaných hodnot, je možné předpokládat, že společnost bude i nadále do budoucna provozovat svou činnost.

8.9.2 Prognóza tržeb

Následující graf zobrazuje výkony společnosti Fluokov od roku 2008 do roku 2017 a jejich následnou prognózu do budoucna. Tržby společnosti byly v minulých letech ovlivněny již zmíněnou celosvětovou hospodářskou krizí a následnou recesí a při odhadování tržeb budoucích byly tyto výkyvy v tržbách zprůměrovány. Je totiž také možné, že naši i celkovou evropskou ekonomiku čeká v blízkých letech krize další a vliv minulého vývoje by při prognózování budoucnosti nebylo vhodné úplně opomenout. Průměrné meziroční tempo růstu tržeb od roku 2008 do roku 2017 činilo 10 %. Z důvodu opatrnosti při oceňování podniku a předpokládanému budoucímu nejen makroekonomickému vývoji budu při prognóze meziročního tempa růstu tržeb raději počítat s hodnotou o něco nižší, a to konkrétně s 8 %. Jako základ pro stanovení hodnoty tržeb roku 2018 však nebudou sloužit rekordně vysoké tržby roku 2017, ale

reálnější tržby roku 2016. Tržby tedy v roce 2018 mírně klesnou a následně bude jejich vývoj pokračovat stálým meziročním tempem růstu 8 %.



Obrázek 29 Prognóza tržeb (zdroj: vlastní zpracování)

9 Ocenění podniku

Na základě předchozího zhodnocení společnosti lze předpokládat, že splňuje tzv. going concern princip a že lze tedy předpokládat její existenci do budoucna a její hodnota se proto bude odrážet v jejích budoucích výnosech. Pro ocenění společnosti za pomoci výnosových metod je třeba nejprve sestavit finanční plán, tedy plánovaný výkaz zisku a ztráty a plánovanou rozvahu v našem případě na následujících šest let existence.

9.1 Finanční plán

Základ pro tvorbu finančního plánu tvoří procento z tržeb, resp. z výkonů, vzhledem ke kterému budou do budoucna prognózovány vývoje jednotlivých položek. Toto procento bylo ve většině případů určeno jako průměr hodnot minulých, a to zejména tam, kde docházelo v minulých letech k výkyvům a na vývoji nebylo možné pozorovat žádný trend. U některých položek (krátkodobé pohledávky a krátkodobé závazky) byl podíl na budoucích tržbách vypočítán na základě hodnot z posledního sledovaného roku, protože tyto položky vykazují zejména od roku 2013 spíše klesající trend.

Výjimka byla provedena zejména u prognózy vývoje dlouhodobého majetku (a tedy i jeho odpisů) a oběžného majetku. Kdybychom totiž budoucí vývoj těchto položek chtěli určit na základě průměrného podílu na tržbách z let minulých nebo na základě podílu z posledního roku, vycházely by zejména ke konci prognózovaného období až nereálné hodnoty. Společnost Fluokov investovala významně do rozvoje své výroby (nové výrobní haly) v letech 2012 – 2014 a tyto haly bude ještě mnoho let odepisovat. Také v roce 2015 proběhla robotizace části výroby. Nelze tedy předpokládat, že by měl podíl zejména dlouhodobého majetku na tržbách v prognózovaných letech tolik růst. Pro společnost by to ani nebylo účelné, a to zejména vzhledem k tomu, že už teď má společnost zejména staveb až nadbytek (ty pronajímá jako skladové prostory) a také vzhledem k nedostatku pracovní síly a také vzhledem k nelukrativním zakázkám z posledních dvou let. Do budoucna tedy kvůli co nejpravděpodobnějšímu stanovení hodnoty firmy pracuji v prognózovaných letech s průměrem hodnot minulých, který by měl vykrýt výkyvy mezi jednotlivými budoucími roky. To samé platí u prognózovaného vývoje oběžného majetku, v jehož případě byl vývoj zásob určen jako průměr minulých hodnot, aby budoucnost představovala reálnější vývoj a stejně tak byl určen vývoj krátkodobého finančního majetku, kterého by společnost měla správně mít mnohem více (ideálně se uvádí 30 % z krátkodobého cizího kapitálu), ale bohužel tyto prostředky nemá kde vzít, jak jsme již poznali z výsledků finanční analýzy (velmi nízká likvidita). U krátkodobých pohledávek však je vhodné předpokládat jejich adekvátní nárůst vzhledem k vazbě na tržby a minulému vývoji, jak již bylo popsáno výše.

Před tvorbou finančního plánu je třeba rozdělit aktiva společnosti na provozně nutná a nenutná. Provozně nepotřebný majetek představuje v případě společnosti

Fluokov zejména dlouhodobý finanční majetek, tedy majetkový podíl v dceřiné společnosti Pracovní stroje Teplice a dále provozně nenutný dlouhodobý a oběžný majetek. Tyto nepotřebná aktiva budou na konci stanovování hodnoty podniku přičtena k výsledným hodnotám.

9.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty bylo nejdůležitější stanovení průměrného meziročního růstu tržeb, které bylo pomocí strategické a finanční analýzy odhadnuto na 8 %. Od růstu tržeb se pak odvíjí vývoj zbylých položek VZZ a rozvahy. Jak již bylo vysvětleno v kapitole věnující se prognózovanému tempu růstu tržeb, roce 2018 došlo k mírnému poklesu tržeb, což bylo následkem toho, že jsem při prognózovaném růstu nepočítala s růstem o 8 % z rekordně vysokých tržeb roku 2017 ale z reálnějších tržeb roku 2016, které lépe představovaly běžnou situaci podniku.

Tabulka 31 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Výkony	142 721	154 139	166 470	179 787	194 170	209 704
Výkonová spotřeba	93 660	101 153	109 245	117 985	127 423	137 617
Spotřeba materiálu a energie	84 454	91 211	98 507	106 388	114 899	124 091
Služby	9 206	9 942	10 738	11 597	12 524	13 526
Přidaná hodnota	49 061	52 986	57 225	61 803	66 747	72 087
Osobní náklady	37 277	40 259	43 480	46 958	50 715	54 772
Daně a poplatky	128	128	128	128	128	128
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 264	5 264	5 264	5 264	5 264	5 264
Výnosy zbytku	1 094	1 094	1 094	1 094	1 094	1 094
Provozní výsledek hospodaření	7 486	8 429	9 447	10 546	11 734	13 016
Výnosové úroky	0	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	642	693	749	809	873	943
Ostatní finanční výnosy	983	983	983	983	983	983
Ostatní finanční náklady	2 047	2 047	2 047	2 047	2 047	2 047
Finanční výsledek hospodaření	-1 706	-1 757	-1 813	-1 873	-1 937	-2 007
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 098	1 268	1 450	1 648	1 861	2 092
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	4 682	5 404	6 184	7 026	7 935	8 917
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	5 780	6 671	7 634	8 674	9 797	11 009

Zdroj: vlastní zpracování

Jak vidíme, i do budoucna bude převážnou část výkonů tvořit spotřeba materiálu a energie, přičemž je počítáno s tím, že bude tvořit 59 % výkonů za sledované období, což je průměrný podíl z let minulých. Této průměrné hodnoty bylo dosahováno během většiny sledovaných let. Vývoj osobních nákladů byl také stanoven na základě průměrného podílu za tržbách za sledované roky a také bylo této průměrné hodnoty dosahováno během většiny sledovaných let. Stanovení odpisů již

bylo vysvětleno výše, jen pro připomenutí byly stanoveny stejně jako dlouhodobý majetek, tedy jako průměr hodnot minulých.

Výnosy zbytku představují rozdíl mezi tržbami z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jeho zůstatkovou cenou a také rozdíl mezi ostatními provozními výnosy a náklady. Vzhledem k tomu, že tyto položky nedosahují významných hodnot, byly pro lepší přehlednost shrnuty do jedné a do prognózy budoucnosti je počítáno s jejich průměrnou hodnotou, která mírně přesahuje 1 mil. Kč za rok. Samotný provozní výsledek hospodaření se od roku 2019 do roku 2023 zvýší přibližně o 5 mil. Kč.

Jelikož společnost už posledních pět let nedostává žádné výnosové úroky, není s nimi počítáno ani do budoucna a nákladové úroky byly odhadnuty na základě jejich průměrného podílu na bankovních úvěrech a výpomocích za sledované minulé období, aby odpovídal poměr těchto položek i do budoucna. Samotný vývoj krátkodobých a dlouhodobých bankovních úvěrů se odvíjí z jejich průměrného podílu na tržbách za celé sledované minulé období. Ostatní finanční výnosy se opět pohybují v nevýznamné výši a vzhledem k chybějícímu trendu v jejich vývoji byly stanoveny jako průměr hodnot z let minulých. Ostatní finanční náklady byly také opět stanoveny jako průměr hodnot let minulých vzhledem k tomu, že jejich vývoj také nemá žádný viditelný trend a není možné předpokládat jejich růst. Navíc jsou tyto náklady z velké části ovlivněny situací v dceřiné společnosti Pracovní stroje Teplice, jak už bylo vysvětleno ve finanční analýze. Finanční výsledek hospodaření je tedy za všechny prognózované roky záporný, ale i tak je výsledek hospodaření před zdaněním stále kladný a následně i všechny zdaněné výsledky hospodaření za účetní období.

9.1.2 Plánovaná rozvaha

Na níže položené tabulce zobrazující plánovanou rozvahu vidíme, že celková bilanční suma podniku poroste, na čemž bude mít největší podíl dlouhodobý hmotný majetek. Důvod pro jeho prognózovaný vývoj byl již vysvětlen na začátku této kapitoly, jen pro připomenutí, průměr z hodnot z let minulých byl použit proto, že vzhledem k situaci společnosti, jak bylo odhaleno zejména ve finanční analýze, nelze do budoucna počítat s příliš vysokými investicemi do dlouhodobého majetku a použití průměrného podílu na tržbách ze sledovaného minulého období nebo podílu z roku posledního jako základu pro výpočet by prognózovalo nereálný a nelogický vývoj. Je počítáno s tím, že tato průměrná hodnota, jež je v každém roce stejná, vykryje tímto způsobem případné výkyvy mezi jednotlivými roky. Tímto způsobem bude společnost investovat do výše odpisů. S dlouhodobým nehmotným majetkem do budoucna není počítáno z toho důvodu, že svůj interní informační systém firma odepsala již v roce 2014, který však stále využívá a do budoucna není nezbytně nutné předpokládat, že by pořizovala nějaký další dlouhodobý nehmotný majetek. Dlouhodobý finanční majetek společnosti představuje pouze podíl v dceřiné společnosti Pracovní stroje Teplice a jelikož není tento majetek provozně nutný, byl zařazen mezi provozně nepotřebná aktiva a bude tedy po finálním stanovení hodnoty podniku k výsledku přičten. Vývoj zásob a krátkodobého finančního majetku, jež byl také popsán výše, byl stanoven stejným způsobem jako vývoj dlouhodobého majetku, tedy jako průměr z hodnot z let

minulých z toho důvodu, aby odhadovaná budoucnost lépe odpovídala dosavadnímu vývoji těchto položek. Struktura majetku společnosti tedy zůstává na podobné úrovni.

Dlouhodobé pohledávky společnost v minulých letech neměla, a proto s nimi není počítáno ani v budoucnosti. Pohledávky krátkodobé, jak již bylo výše vysvětleno, byly prognózovány na základě jejich podílu na tržbách v posledním roce, jelikož jejich vývoj byl v posledních letech klesající.

Pasiva, která tato aktiva financují, se skládají především z vlastního kapitálu, jelikož bylo počítáno s tím, že společnosti bude i nadále své zisky kumulovat a nerozdělovat, jak tomu bylo doposud. Co se týče cizích zdrojů, tak vývoj bankovních úvěrů a výpomocí byl již vysvětlen výše u vysvětlování prognózy nákladových úroků, jejich vývoj se odvíjí z jejich průměrného podílu na tržbách z let minulých. Vývoj krátkodobých závazků byl v minulých letech dosti podobný vývoji krátkodobých pohledávek, a proto byl jejich prognózovaný vývoj také odhadnut na základě jejich podílu na tržbách v posledním sledovaném roce.

Tabulka 32 Plánovaná rozvaha

Rozvaha (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	102 765	110 995	120 344	130 788	142 415	155 321
Dlouhodobý majetek	65 139	65 139	65 139	65 139	65 139	65 139
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	65 139	65 139	65 139	65 139	65 139	65 139
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	23 484	24 714	26 041	27 475	29 023	30 696
Zásoby	7 353	7 353	7 353	7 353	7 353	7 353
Krátkodobé pohledávky	15 365	16 595	17 922	19 356	20 904	22 577
Krátkodobý finanční majetek	766	766	766	766	766	766
Provozně nepotřebná aktiva	14 142	21 142	29 163	38 174	48 253	59 486
PASIVA CELKEM	102 765	110 995	120 344	130 788	142 415	155 321
Vlastní kapitál	66 022	71 426	77 609	84 635	92 570	101 487
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
Fondy ze zisku	10	10	10	10	10	10
Výsledek hospodaření minulých let	61 230	65 912	71 316	77 499	84 525	92 460
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	4 682	5 404	6 184	7 026	7 935	8 917
Cizí zdroje	36 638	39 569	42 734	46 153	49 846	53 833
Krátkodobé závazky	16 715	18 053	19 497	21 057	22 741	24 560
Bankovní úvěry a výpomoci	19 923	21 516	23 238	25 097	27 104	29 273
Bankovní úvěry dlouhodobé	17 418	18 812	20 316	21 942	23 697	25 593
Krátkodobé bankovní úvěry	2 504	2 705	2 921	3 155	3 407	3 680
Časové rozlišení	105	105	105	105	105	105

Zdroj: vlastní zpracování

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

Následující podkapitoly už budou popisovat krok za krokem samotné stanovení hodnoty společnosti. Ta bude určena na základě výnosových metod popsaných v teoretické části práce, tedy pomocí metod DCF Entity, DCF Equity a EVA Entity (všechny dvoufázovým modelem). Následně budou výsledky těchto metod porovnány s hodnotou účetní a s v praxi velmi často užívaným tržním multiplikátorem EV/EBITDA.

9.2.1 Stanovení diskontní míry

Jak již bylo zmíněno v teoretické části práce, pro výpočet hodnoty podniku za pomoci výnosových metod je nejprve potřeba spočítat diskontní míru (viz párování výnosu a diskontní míry – tabulka 2). Pro metodu DCF Equity, jejímž prostřednictvím zjišťujeme hodnotu vlastního kapitálu, potřebujeme znát náklady na vlastní kapitál r_e . Pomocí těchto nákladů na vlastní kapitál pak dokážeme vypočítat vážené průměrné náklady na kapitál WACC, které použijeme jako diskontní míru u metod DCF Entity a EVA a zjistíme tak hodnotu celé firmy.

Následující tabulka zobrazuje výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí zjednodušené metody CAPM. Ideálně by se měla brát každý rok hodnota jiná, ale to do budoucna nejde přesně předpovědět a stejná diskontní míra bude také použita i v druhé, pokračující fázi ocenění.

Tabulka 33 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pro roky 2019 - 2023

Náklady na vlastní kapitál 2019- 2023	
rf	2,01%
unlevered beta (engineering) 2018	0,79
levered beta	0,98
risk premium CZ 2018	6,94%
re	8,83%

Zdroj: vlastní zpracování podle databází profesora Damodarana a ČNB

Tabulka níže zobrazuje výpočet diskontní míry v podobě WACC pro jednotlivé roky první oceňovací fáze, které budou použity u metod DCF Entity a EVA. Jako diskontní míra fáze pokračující (tedy od roku 2023 do nekonečna) bývá zpravidla používána hodnota z posledního roku fáze první, v našem případě tedy 7,66 %. Nákladové úroky k dluhu r_d byly do budoucna prognózovány ve stejné výši, jako tomu bylo v letech minulých. Podíl nákladových úroků a dlouhodobých bankovních úvěrů byl v každém roce sledovaného období vždy 4 % a stejná hodnota byla tedy odhadnuta pro jednotlivé roky budoucí.

Tabulka 34 Výpočet WACC

	2019	2020	2021	2022	2023
D	18 812	20 316	21 942	23 697	25 593
E	71 426	77 609	84 635	92 570	101 487
C	90 237	97 926	106 577	116 267	127 080
1-t	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
rd	4%	4%	4%	4%	4%
re	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%
WACC	7,61%	7,62%	7,63%	7,64%	7,66%

Zdroj: vlastní zpracování

9.2.2 Metoda DCF Equity

Výsledná hodnota podniku stanovená za pomoci metody DCF Equity bývá zpravidla nižší než hodnota stanovená pomocí metody DCF Entity kvůli nezahrnutí dluhu společnosti. Rozdíl zde není pouze v diskontní míře, ale už při výpočtu volných peněžních toků, kde v případě níže uvedeného FCFE výpočet vychází z čistého zisku a nakonec ještě odečítáme splátky úvěru, abychom právě zohledňovali pouze vlastní kapitál. Výpočet FCFE pro jednotlivé roky první oceňovací fáze zobrazuje následující tabulka. Hodnota FCFE v roce 2019 je už umocněna na oceňovanou zbylou část roku.

Tabulka 35 Výpočet FCFE

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
EAT	5 404	6 184	7 026	7 935	8 917
+ Odpisy	5 264	5 264	5 264	5 264	5 264
- RŮST wc	308	333	360	388	420
- NOVÉ INV	-5 264	-5 264	-5 264	-5 264	-5 264
- splátky úvěru	1 393	1 505	1 625	1 755	1 896
FCFE	4 769	8 021	9 011	10 079	11 233

Zdroj: vlastní zpracování

Následující tabulka zobrazuje výpočet hodnoty první fáze oceňování. Diskont v roce 2019 byl také umocněn na oceňovanou část roku. Pro následující roky byl vypočítán jako $(1+r_e)^t$ * diskont roku předešlého. Výsledná hodnota první fáze představuje součet všech diskontovaných FCFE ze jednotlivé roky.

Tabulka 36 Výpočet hodnoty 1. fáze pro DCF Equity

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
FCFE	4 769	8 021	9 011	10 079	11 233
diskont	1,058459027	1,151949265	1,25369719	1,364432179	1,484948028
Diskontovaná FCFE	4 506	6 963	7 187	7 387	7 564
Hodnota 1. fáze	33 608				

Zdroj: vlastní zpracování

Následující tabulka zobrazuje výpočet hodnoty druhé fáze, pro kterou bylo nejprve třeba vypočítat pokračující hodnotu FCFE, která byla vypočítána jako FCFE roku 2023 se znovu odečtenými splátkami úvěru, a to celé bylo vynásobeno $(1 + \text{tempo růstu } g)$, které bylo na základě strategické analýzy odhadnuto na 2,3 %. Celková hodnota 2. fáze byla vypočtena jako: pokračující hodnota / $(r_e - g)$ / diskont roku 2023.

Tabulka 37 Výpočet hodnoty 2. fáze pro DCF Equity

(v tis. Kč)	2023 - ?
Pokračující hodnota FCFE	9 552
diskontní míra (r_e)	8,83%
tempo růstu	2,3%
Hodnota 2. fáze	98 465

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota podniku představuje součet výsledků první a druhé fáze, ke kterým je ještě přičtena hodnota provozně nepotřebného majetku z počátku oceňovaného období, tedy z roku 2019. Výsledná hodnota společnosti vypočtená k 1. 5. 2019 činí 153 214 tis. Kč.

Tabulka 38 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF Equity

Hodnota společnosti Fluokov k 1. 5. 2019	(v tis. Kč)
Hodnota 1. fáze	33 608
Hodnota 2. fáze	98 465
Hodnota provozně nepotřebného majetku	21 142
Výsledná hodnota podniku	153 214

Zdroj: vlastní zpracování

9.2.3 Metoda DCF Entity

Metoda DCF Entity je stěžejní výnosovou metodou pro stanovení hodnoty podniku, jelikož udává hodnotu celé firmy. K jejímu výpočtu používáme jako diskontní míru WACC a základ této metody tvoří volné peněžní toky do firmy, jejichž výpočet vychází ze zdaněné hodnoty EBIT. Výpočty pro jednotlivé roky zobrazuje následující tabulka. Hodnota v roce 2019 je opět umocněna na požadovanou část roku (od 1. 5.).

Tabulka 39 Výpočet FCFE

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	7 365	8 383	9 482	10 670	11 952
EBIT PO ZDANĚNÍ	5 965	6 790	7 681	8 643	9 681
+ODPISY	5 264	5 264	5 264	5 264	5 264
- RŮST WC	308	333	360	388	420
- NOVÉ INV	-5 264	-5 264	-5 264	-5 264	-5 264
FCFE	4 211	7 123	8 040	9 031	10 101

Zdroj: vlastní zpracování

Následujícím krokem je opět výpočet hodnoty první fáze, který vychází z jednotlivých FCFF plánovaných let. Ty jsou následně diskontovány (diskont pro první rok opět upraven pro oceňovanou část roku). Výsledná hodnota této fáze opět představuje součet diskontovaných FCFF jednotlivých let.

Tabulka 40 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF Entity

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
FCFF	4 211	7 123	8 040	9 031	10 101
diskont	1,050486524	1,130528535	1,216774492	1,309746695	1,410008493
Diskontovaná FCFF	4 009	6 301	6 608	6 895	7 164
Hodnota 1. fáze	30 976				

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet hodnoty druhé fáze opět jako u metody DCF Equity potřebujeme určit hodnotu pokračující FCFF, kterou vypočítáme jako hodnotu FCFF z roku 2023 vynásobenou $(1 + \text{tempo růstu } 2,3 \%)$. Výslednou hodnotu druhé fáze pak vypočteme jako: pokračující hodnota / $(WACC - g)$ / diskont roku 2023.

Tabulka 41 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou DCF Entity

(v tis. Kč)	2023 - ?
Pokračující hodnota FCFF	10 333
diskontní míra (WACC)	7,66%
tempo růstu	2,3%
Hodnota 2. fáze	136 727

Zdroj: vlastní zpracování

Na konec opět jako u metody DCF Equity sečteme hodnoty první a druhé fáze a přičteme hodnotu provozně nepotřebného majetku, se kterým nebylo při ocenění počítáno. Výsledná hodnota společnosti Fluokov vypočtená metodou DCF Entity k 1. 5. 2019 činí 188 845 tis. Kč.

Tabulka 42 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF Entity

Hodnota společnosti Fluokov k 1. 5. 2019	(v tis. Kč)
Hodnota 1. fáze	30 976
Hodnota 2. fáze	136 727
Hodnota provozně nepotřebného majetku	21 142
Výsledná hodnota podniku	188 845

Zdroj: vlastní zpracování

9.2.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Jako poslední výnosová metoda pro stanovení hodnoty podniku byla vybrána metoda ekonomické přidané hodnoty, která na místo peněžních toků počítá rovnou s výsledky hospodaření. Jak již bylo popsáno v teoretické části, EVA je možné počítat více způsoby. Při finanční analýze jsem počítala hodnotu EVA za použití EAT, vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál. Stejně výsledky dostaneme i při druhém možném výpočtu, který zobrazuje následující tabulka. Tento postup byl vybrán proto, abychom viděli vývoj hodnot WACC, jejichž hodnota z posledního roku pak bude použita v druhé fázi oceňování. Jako základ pro výpočet zde slouží zdaněný provozní výsledek hospodaření NOPAT (tzn. EBIT po zdanění), C představuje vlastní a cizí dlouhodobý kapitál. Hodnota roku 2019 je opět umocněna, aby obsáhla pouze oceňovanou část roku od 1. 5.

Tabulka 43 Výpočet plánovaných hodnot EVA v letech 2019 až 2023

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT	5 965	6 790	7 681	8 643	9 681
C	90 237	97 926	106 577	116 267	127 080
WACC	7,61%	7,62%	7,63%	7,64%	7,66%
EVA	-607	-671	-450	-241	-47

Zdroj: vlastní zpracování

Opět byla v tomto případě zvolena dvoufázová metoda. Jelikož počítáme také s diskontní mírou ve formě WACC, vidíme v následující tabulce, že diskont je u jednotlivých let stejný jako u výpočtu první fáze metodou DCF Entity. Diskont je v prvním roce opět umocněn na oceňovanou část roku a celková hodnota této fáze se skládá ze součtu diskontovaných hodnot EVA za jednotlivé roky.

Tabulka 44 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA

(v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
EVA	-607	-671	-450	-241	-47
diskont	1,050486524	1,130528535	1,216774492	1,309746695	1,410008493
diskontovaná EVA	-578	-594	-370	-184	-33
Hodnota 1. fáze	-1 759				

Zdroj: vlastní zpracování

Následující tabulka zobrazuje výpočet druhé fáze, pro který bylo opět nejprve třeba vypočítat pokračující hodnotu EVA. Ta byla vypočtena takto: NOPAT roku 2023 * (1+tempo růstu g) – C * WACC (obě hodnoty opět z posledního roku 2023). Celkovou hodnotu druhé fáze pak vypočteme stejným způsobem jako u metod DCF.

Tabulka 45 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou EVA

(v tis. Kč)	2023 - ?
Pokračující hodnota EVA	176
diskontní míra (WACC)	7,66%
tempo růstu	2,3%
Hodnota 2. fáze	2 332

Zdroj: vlastní zpracování

Rozdílem u stanovování hodnoty podniku metodou EVA Entity a metodami DCF je to, že u metody EVA k výsledné hodnotě, tedy k součtu hodnot první a druhé fáze a hodnoty provozně nepotřebného majetku přičítáme ještě kapitál C zadržovaný ve firmě na začátku (obvykle kapitál zadržovaný v technologiích s dlouhou dobou trvání). V případě Fluokovu není výsledná hodnota podniku příliš vysoká kvůli záporným hodnotám EVA, které jsou dány nízkými provozními výsledky hospodaření, které byly prognózovány na základě minulého vývoje. Výsledek tedy není překvapující. Stanovení hodnoty podniku metodou EVA však plní spíše doplňující, kontrolní funkci, stěžejní metodu představuje již zmíněná metoda DCF Entity.

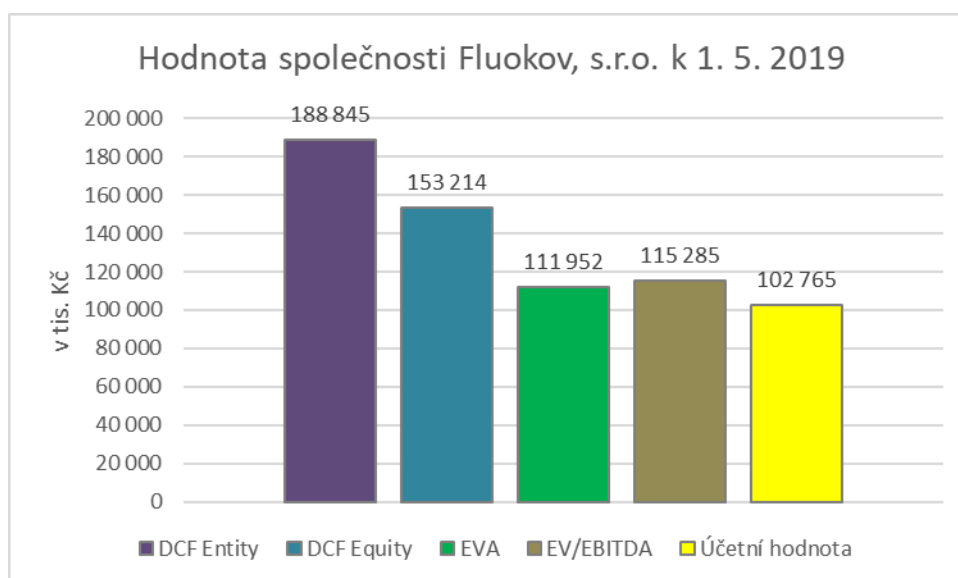
Tabulka 46 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA

Hodnota společnosti Fluokov k 1. 5. 2019	(v tis. Kč)
Hodnota 1. fáze	-1 759
Hodnota 2. fáze	2 332
Investovaný kapitál	90 237
Hodnota provozně nepotřebného majetku	21 142
Výsledná hodnota podniku	111 952

Zdroj: vlastní zpracování

9.2.5 Souhrnné ocenění podniku

Výsledné hodnoty podniku stanovené za pomoci výnosových metod je pro vytvoření konečného závěru o hodnotě podniku ještě vhodné porovnat s hodnotou účetní. Pokud by hodnota účetní přesahovala stěžejní hodnoty výnosových metod, bylo by třeba zjistit hodnotu likvidační, která by ukázala, zda by nebylo vhodnější podnik prodat než pokračovat v činnosti. Z grafu níže však vidíme, že výnosové metody DCF Entity a DCF Equity účetní hodnotu výrazně převyšují a hodnota stanovená metodou EVA hodnotu účetní přesahuje o cca 9 mil. Kč. Hodnota podniku odhadnutá pomocí ekonomické přidané hodnoty však slouží pouze jako doplnění, jelikož metodou DCF zjistíme hodnotu přesnější, a to hodnotu budoucích peněžních toků. Pro doplnění je v následujícím grafu uvedena i hodnota podniku stanovená pomocí tržního multiplikátoru EV/EBITDA (letošní násobitel pro engineering 7,99 – viz databáze profesora Damodarana). Za nejpřesnější metodu je nicméně považována metoda DCF Entity, jejímž prostřednictvím byla hodnota společnosti Fluokov stanovena k 1. 5. 2019 na 188 845 tis. Kč.



Obrázek 30 Souhrnné ocenění společnosti Fluokov (zdroj: vlastní zpracování)

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Fluokov, s. r. o., k 1. 5. 2019 pro potřeby případného externího investora nebo kupce. Společnost Fluokov je malý, původně rodinný podnik zabývající se kovovými výrobami sídlící v Teplicích. Stěžejním produktem této společnosti jsou ocelové nádrže pro aku baterie a dále se společnost zaměřuje na řezání plechů laserem a jejich ohraňování a také na zakázkovou výrobu a pronájem skladových a výrobních prostor. Tato společnost funguje na našem a zahraničním trhu přes dvacet let s tím, že za svou existenci se mnohokrát musela přizpůsobit měnícím se požadavkům trhu. Schopnost přizpůsobit se a vyhovět širokému spektru přání zákazníků představuje jednu ze silných stránek této společnosti.

Pro stanovení hodnoty této společnosti bylo nejprve třeba provést strategickou analýzu, tedy analýzu jejího makro, mikro a vnitřního prostředí. Pro analýzu makro prostředí byla použita PEST analýza, pro analýzu mikro prostředí Porterův model pěti sil a analýza vnitřního prostředí byla založena převážně na výsledcích zpracované finanční analýzy, jelikož společnost byla oceňována pouze za pomoci veřejně dostupných zdrojů. Cílem finanční analýzy bylo prozkoumat zdraví a stabilitu podniku zejména pomocí vertikálních a horizontálních analýz rozvahy a výkazu zisku a ztráty, bilančních pravidel a poměrových ukazatelů a také pomocí výpočtu ekonomické přidané hodnoty. Výsledky finanční analýzy byly porovnávány s výsledky relevantního odvětví a také konkrétních nejvýznamnějších konkurentů společnosti. Největší slabinou společnosti je nedostatečná pohotová likvidita, a to zejména vzhledem ke zmíněnému porovnání výsledků s konkurencí. Co se však týče celkového zhodnocení finančního zdraví společnosti, je pořád možné ji považovat za finančně zdravou, což je dáno také tím, že splňuje všechna doporučená bilanční pravidla. Finanční analýza vycházela z účetních výkazů společnosti od roku 2012 do roku 2017, aby pak bylo možné prognózovat stejně dlouhé období vývoje do budoucna. Na základě výsledků finanční a strategické analýzy bylo také určeno tempo růstu tržeb, tedy výnosový potenciál podniku.

Prostřednictvím finanční analýzy bylo zjištěno, že podnik splňuje tzv. going concern princip a lze předpokládat, že bude do budoucna pokračovat ve své činnosti. Před samotným oceněním společnosti bylo nejprve třeba sestavit finanční plán, který byl vytvořen metodou procenta z tržeb. Před jeho sestavením byla vyčleněna provozně nepotřebná aktiva, jejichž účetní hodnota v roce 2019 byla na závěr přičtena k hodnotám výnosových metod ocenění. Tento nepotřebný majetek představuje aktiva nesouvisející s hlavní podnikatelskou činností podniku a v případě společnosti Fluokov se jedná převážně o dlouhodobý finanční majetek. Finanční plán byl sestaven pro roky 2018 až 2023 a skládá se z plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Díky tomu, že společnost splňuje going concern princip, ji bylo možné ocenit za pomoci výnosových metod, přičemž stěžejní hodnota zde byla určena metodou DCF Entity, která zjišťuje hodnotu celé firmy prostřednictvím vyjádření hodnoty budoucích

peněžních toků. Tato metoda byla doplněna metodou DCF Equity, jejímž prostřednictvím jsme zjistili současně vyjádřenou hodnotu budoucího vlastního kapitálu. Další, spíše kontrolní výnosovou metodou, jež byla v práci použita, je metoda stanovení hodnoty podniku na základě vývoje ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA Entity).

Na závěr byly výsledné hodnoty stanovené pomocí výnosových metod porovnány s hodnotou účetní z toho důvodu, že kdyby byla hodnota účetní vyšší, bylo by třeba vypočítat likvidační hodnotu podniku, aby se vedení společnosti mohlo rozhodnout, zda by nebylo výhodnější podnik prodat než pokračovat v činnosti. Výsledné hodnoty výnosových metod však v případě společnosti Fluokov hodnotu účetní převyšují, z čehož je možné usoudit, že podnik v budoucnu vytvoří větší hodnotu, než je částka, jakou by dnes utržil za rozprodání svých aktiv. Stěžejní výsledná hodnota podniku určená za pomoci metody DCF Entity ke stanovenému datu 1. 5. 2019 činí 188 845 tis. Kč. Cíl práce je tak možné považovat za splněný a znalost hodnoty podniku může být velmi přínosná jak pro majitele, tak pro již zmíněného potenciálního investora či kupce.

Seznam použité literatury

Tištěné zdroje

1. DAMODARAN, A. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken, N.J.: John Wiley, 2011. ISBN 978-1-118-00477-7.
2. DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
3. DRUCKER, P. F. To nejdůležitější z Druckera v jednom svazku. Praha: Management Press, 2002. Knihovna světového managementu. ISBN 80-7261-066-X.
4. GRANT, Robert M. Contemporary strategy analysis: text and cases. Ninth Edition. Chichester, West Sussex, United Kingdom: Wiley, 2016. ISBN 978-1-119-12084-1.
5. GRÜNWARD, R. Finanční analýza pro oceňování podniků. Praha: Vysoká škola ekonomická, Institut oceňování majetku-Znalecký ústav, 2004. ISBN 80-245-0700-5.
6. JIŘÍČEK, P., MORÁVKOVÁ, M. Finanční analýza. Jihlava: Vysoká škola polytechnická Jihlava, 2008. ISBN 978-80-87035-14-6.
7. KEŘKOVSKÝ, M., VYKYPĚL, O. Strategické řízení: teorie pro praxi. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-453-8.
8. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
9. KOVANICOVÁ, D. Abeceda účetních znalostí pro každého. Praha: Trizonia, 1993. ISBN 80-7273-130-0.
10. MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
11. MAŘÍK, M. Oceňování podniků. Praha: Ekopress, 1996. ISBN 80-901991-1-9.
12. PORTER, M. E. Konkurenční strategie: metody pro analýzu odvětví a konkurentů. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-856-0511-2.
13. SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. Strategická analýza, 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, ISBN 80-7179-367-1.
14. SOUČEK, Z. Strategie úspěšného podniku: symbióza kreativity a disciplíny. V Praze: C.H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-572-5.
15. SYNEK, M. Nauka o podniku: učební texty pro bakalářské studium. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1995. ISBN 80-7079-892-0.
16. VEBER, J. Management inovací. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-423-3.
17. VLACHÝ, J. Corporate finance. Praha: Leges, 2018. Teoretik. ISBN 978-80-7502-291-2.
18. VOCHOZKA, M., MULAČ, P. Podniková ekonomika. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.

Standardy

19. International Valuation Standards, 2005
20. International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, 2015

Internetové zdroje

21. www.czso.cz
22. www.damodaran.com
23. www.ec.europa.eu/eurostat
24. www.fluokov.cz
25. www.justice.cz
26. www.mfcr.cz
27. www.mpo.cz

Ostatní zdroje

28. Výroční zprávy společnosti Fluokov za období 2008 – 2017
29. Výroční zprávy konkurenčních společností za období 2012 – 2017
30. Výroční zprávy společnosti Pracovní stroje Teplice za období 2012 - 2017

Seznam obrázků a tabulek

Obrázky

Obrázek 1 Postup oceňování podniku (zdroj: Kislingerová, 2001, s. 26).....	19
Obrázek 2 Definice WACC (zdroj: Kislingerová, 2001, s. 176)	25
Obrázek 3 Pět konkurenčních sil a jejich determinanty (zdroj: Grant, 2016, p. 69).....	32
Obrázek 4 Vývoj míry inflace (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ).....	49
Obrázek 5 Vývoj kurzu CZK/EUR (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ)	50
Obrázek 6 Vývoj průměrné mzdy ve zpracovatelském průmyslu (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ).....	51
Obrázek 7 Vývoj průměrné mzdy za ČR celkem (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ)....	52
Obrázek 8 Podíl nezaměstnaných osob na počtu obyvatel v ČR (zdroj: ČSÚ).....	52
Obrázek 9 Míra nezaměstnanosti v ČR (zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ).....	53
Obrázek 10 Vývoj HDP a tržeb odvětví (zdroj: vlastní zpracování podle MPO).....	58
Obrázek 11 Struktura aktiv (zdroj: vlastní zpracování).....	63
Obrázek 12 Struktura dlouhodobého hmotného majetku (zdroj: vlastní zpracování).....	64
Obrázek 13 Struktura oběžného majetku (zdroj: vlastní zpracování).....	65
Obrázek 14 Struktura pasiv (zdroj: vlastní zpracování).....	66
Obrázek 15 Struktura vlastního kapitálu (zdroj: vlastní zpracování).....	67
Obrázek 16 Vývoj tržeb, nákladů a zisku (zdroj: vlastní zpracování).....	68
Obrázek 17 Struktura nákladů (v absolutních hodnotách) (zdroj: vlastní zpracování).....	71
Obrázek 18 Struktura nákladů (zdroj: vlastní zpracování).....	71
Obrázek 19 Zlaté bilanční pravidlo (zdroj: vlastní zpracování).....	72
Obrázek 20 Pravidlo vyrovnání rizika (zdroj: vlastní zpracování).....	73
Obrázek 21 Pari pravidlo (zdroj: vlastní zpracování).....	73
Obrázek 22 Poměrové pravidlo (zdroj: vlastní zpracování).....	74
Obrázek 23 Struktura pracovního kapitálu (zdroj: vlastní zpracování).....	75
Obrázek 24 Potřeba NWC (zdroj: vlastní zpracování).....	76
Obrázek 25 Obratový cyklus peněz (zdroj: vlastní zpracování).....	82
Obrázek 26 Vývoj přidané hodnoty a osobních nákladů (zdroj: vlastní zpracování)....	83
Obrázek 27 Vývoj hodnoty EVA (zdroj: vlastní zpracování).....	85
Obrázek 28 Matice SWOT (zdroj: vlastní zpracování).....	86
Obrázek 29 Prognóza tržeb (zdroj: vlastní zpracování).....	89
Obrázek 30 Souhrnné ocenění společnosti Fluokov (zdroj: vlastní zpracování).....	100

Tabulky

Tabulka 1 Přístupy k oceňování.....	18
Tabulka 2 Pravidla párování výnosu a diskontní míry	25
Tabulka 3 Rychlý test podniku.....	41
Tabulka 4 Průměrné počty zaměstnanců	46
Tabulka 5 Vývoj HDP	48
Tabulka 6 Vývoj míry inflace.....	49
Tabulka 7 Vývoj kurzu CZK/EUR.....	50

Tabulka 8 Vývoj průměrné mzdy ve zpracovatelském průmyslu.....	51
Tabulka 9 Vývoj průměrné mzdy za ČR celkem.....	51
Tabulka 10 Míra nezaměstnanosti v ČR.....	53
Tabulka 11 Vývoj tržeb na relevantním trhu.....	56
Tabulka 12 Podíly na relevantním trhu.....	56
Tabulka 13 Horizontální podílová analýza aktiv.....	60
Tabulka 14 Horizontální rozdílová analýza aktiv.....	60
Tabulka 15 Horizontální podílová analýza pasiv.....	61
Tabulka 16 Horizontální rozdílová analýza pasiv.....	61
Tabulka 17 Vertikální analýza aktiv.....	63
Tabulka 18 Vertikální analýza pasiv.....	65
Tabulka 19 Horizontální podílová analýza VZZ.....	67
Tabulka 20 Horizontální rozdílová analýza VZZ.....	67
Tabulka 21 Vertikální analýza VZZ.....	69
Tabulka 22 Pracovní kapitál.....	74
Tabulka 23 Obrátový cyklus peněz a průměrné denní výdaje.....	76
Tabulka 24 Ukazatele rentability.....	77
Tabulka 25 Ukazatele likvidity.....	79
Tabulka 26 Ukazatele aktivity.....	80
Tabulka 27 OCP.....	81
Tabulka 28 Ukazatele produktivity.....	82
Tabulka 29 Ukazatele zadluženosti.....	83
Tabulka 30 Výpočet EVA pomocí CAPM.....	84
Tabulka 31 Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	91
Tabulka 32 Plánovaná rozvaha.....	93
Tabulka 33 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pro roky 2019 - 2023.....	94
Tabulka 34 Výpočet WACC.....	95
Tabulka 35 Výpočet FCFE.....	95
Tabulka 36 Výpočet hodnoty 1. fáze pro DCF Equity.....	95
Tabulka 37 Výpočet hodnoty 2. fáze pro DCF Equity.....	96
Tabulka 38 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF Equity.....	96
Tabulka 39 Výpočet FCFE.....	96
Tabulka 40 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF Entity.....	97
Tabulka 41 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou DCF Entity.....	97
Tabulka 42 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF Entity.....	97
Tabulka 43 Výpočet plánovaných hodnot EVA v letech 2019 až 2023.....	98
Tabulka 44 Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA.....	98
Tabulka 45 Výpočet hodnoty 2. fáze metodou EVA.....	99
Tabulka 46 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA.....	99

Přílohy

Rozvaha

ř.		ROZVAHA (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1		AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	78 341	100 626	109 485	89 569	91 782	87 610
2	A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL						
3	B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	52 696	66 932	78 044	69 244	63 865	61 960
4	B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	567	190	72	-	-	-
5	B.I.	1. Zřizovací výdaje						
6	B.I.	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje						
7	B.I.	3. Software	523	190	72	-	-	-
8	B.I.	4. Ocenitelná práva	15	-	-	-	-	-
9	B.I.	5. Goodwill						
10	B.I.	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek						
11	B.I.	7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	29	-	-	-	-	-
12	B.I.	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek						
13	B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	51 949	66 562	77 792	69 064	63 685	61 780
14	B.II.	1. Pozemky	6 411	6 411	6 411	6 411	6 411	6 411
15	B.II.	2. Stavby	31 829	30 667	54 174	51 159	49 353	47 706
16	B.II.	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	6 205	13 703	11 255	11 474	7 648	7 505
17	B.II.	4. Pěstičské celky trvalých porostů						
18	B.II.	5. Základní stádo a tažná zvířata						
19	B.II.	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek						
20	B.II.	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	7 504	15 781	5 952	20	273	158
21	B.II.	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek						
22	B.II.	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku						
23	B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	180	180	180	180	180	180
24	B.III.	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	180	180	180	180	180	180
25	B.III.	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
26	B.III.	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly						
27	B.III.	4. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
28	B.III.	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek						
29	B.III.	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek						
30	B.III.	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek						
31	C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	25 424	33 479	31 252	20 204	27 539	25 256
32	C.I.	ZÁSoby (ř. 33 až 38)	7 952	8 954	4 936	5 325	9 688	7 264
33	C.I.	1. Materiál	6 214	7 563	4 331	4 380	8 661	4 802
34	C.I.	2. Nedokončená výroba a polotovary	1 738	1 391	605	945	1 027	2 462
35	C.I.	3. Výrobky						
36	C.I.	4. Zvířata						
37	C.I.	5. Zboží						
38	C.I.	6. Poskytnuté zálohy na zásoby						
39	C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)						
40	C.II.	1. Pohledávky z obchodních vztahů						
41	C.II.	2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami						
42	C.II.	3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem						
43	C.II.	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení						
44	C.II.	5. Dohadné účty aktivní						
45	C.II.	6. Jiné pohledávky						
46	C.II.	7. Odložená daňová pohledávka						
47	C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	16 614	22 236	26 189	14 833	17 074	17 492
48	C.III.	1. Pohledávky z obchodních vztahů	13 241	15 564	17 718	14 670	16 766	15 569
49	C.III.	2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami						
50	C.III.	3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem						
51	C.III.	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	500	1 450	-	-	-	-
52	C.III.	5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění						
53	C.III.	6. Stát - daňové pohledávky	2 443	4 769	4 081	6	162	1 774
54	C.III.	7. Ostatní poskytnuté zálohy	394	102	133	119	118	142
55	C.III.	8. Dohadné účty aktivní						
56	C.III.	9. Jiné pohledávky	36	351	4 257	38	28	7

57	C.IV.		KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	858	2 289	127	46	777	500
58	C.IV.	1.	Peníze	39	40	36	27	20	21
59	C.IV.	2.	Účty v bankách	819	2 249	91	19	757	479
60	C.IV.	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly						
61	C.IV.	4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek						
62	D.I.		ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	221	215	189	121	378	394
63	D.I.	1.	Náklady příštích období	221	215	189	121	351	381
64	D.I.	2.	Komplexní náklady příštích období						
65	D.I.	3.	Příjmy příštích období	-	-	-	-	27	13
66			PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	78 341	100 626	109 485	89 569	91 782	87 610
67	A.		VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	48 685	51 262	54 433	56 940	61 543	61 340
68	A.I.		ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	100	100	100	100	100	100
69	A.I.	1.	Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
70	A.I.	2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)						
71	A.I.	3.	Změny základního kapitálu						
72	A.II.		KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)						
73	A.II.	1.	Emisní ážio						
74	A.II.	2.	Ostatní kapitálové fondy						
75	A.II.	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků						
76	A.II.	4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách						
77	A.III.		ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	10	10	10	10	10	10
78	A.III.	1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	10	10	10	10	10	10
79	A.III.	2.	Statutární a ostatní fondy						
80	A.IV.		VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	40 338	48 222	50 799	54 323	56 829	60 284
81	A.IV.	1.	Nerozdělený zisk minulých let	40 338	48 222	50 799	54 323	56 829	60 284
82	A.IV.	2.	Neuhrazená ztráta minulých let						
83	A.V.		VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ ÚČETNÍHO OBDOBÍ +/- (ř. 60 VZZ)	8 237	2 930	3 524	2 507	4 604	946
84	B.		CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	29 298	49 184	54 920	32 515	29 853	26 165
85	B.I.		REZERVY (ř. 86 až 89)						
86	B.I.	1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů						
87	B.I.	2.	Rezerva na důchody a podobné závazky						
88	B.I.	3.	Rezerva na daň z příjmů						
89	B.I.	4.	Ostatní rezervy						
90	B.II.		DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)						
91	B.II.	1.	Závazky z obchodních vztahů						
92	B.II.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám						
93	B.II.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem						
94	B.II.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení						
95	B.II.	5.	Dlouhodobé přijaté zálohy						
96	B.II.	6.	Vydané dluhopisy						
97	B.II.	7.	Dlouhodobé směnky k úhradě						
98	B.II.	8.	Dohadné účty pasivní						
99	B.II.	9.	Jiné závazky						
100	B.II.	10.	Odložený daňový závazek						
101	B.III.		KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	15 121	27 252	28 401	14 233	19 282	19 029
102	B.III.	1.	Závazky z obchodních vztahů	12 856	24 814	25 308	11 527	16 039	16 228
103	B.III.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	-	-	300	-	-	
104	B.III.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem						
105	B.III.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	146	159	211	196	205	216
106	B.III.	5.	Závazky k zaměstnancům	1 041	1 217	1 353	1 262	1 394	1 386
107	B.III.	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	669	766	825	789	862	859
108	B.III.	7.	Stát - daňové závazky a dotace	292	172	273	343	674	221
109	B.III.	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	20	16	16	16	16	16
110	B.III.	9.	Vydané dluhopisy						
111	B.III.	10.	Dohadné účty pasivní						
112	B.III.	11.	Jiné závazky	97	108	115	100	92	103
113	B.IV.		BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	14 177	21 932	26 519	18 282	10 571	7 136
114	B.IV.	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	14 177	19 169	23 561	15 641	8 702	4 182
115	B.IV.	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	-	2 763	2 958	2 641	1 869	2 954
116	B.IV.	3.	Krátkodobé finanční výpomoci						
117	C.I.		ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	358	180	132	114	386	105
118	C.I.	1.	Výdaje příštích období	358	180	132	114	386	105
119	C.I.	2.	Výnosy příštích období						

Výkaz zisku a ztráty

ř.	Ozn.	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
01	I.	Tržby za prodej zboží						
02	A	Náklady vynaložené na prodané zboží						
03	+	Obchodní marže (řádek 1 - 2)						
04	II.	Výkony (řádek 5až 7)	111 002	102 429	113 057	133 221	132 149	162 475
05	II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	109 658	102 061	113 491	132 625	131 850	160 752
06	II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	902	-347	-786	340	82	1 435
07	II.3.	Aktivace	442	715	352	256	217	288
08	B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	66 541	71 609	75 621	86 325	83 833	111 729
09	B.	Spotřeba materiálu a energie	60 978	64 613	67 819	79 000	74 578	99 614
10	B.	Služby	5 563	6 996	7 802	7 325	9 255	12 115
11	+	Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)	44 461	30 820	37 436	46 896	48 316	50 746
12	C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	27 955	28 194	30 384	33 886	36 033	39 685
13	C.	Mzdové náklady	20 397	20 483	22 267	24 753	26 415	29 108
14	C.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva						
15	C.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	6 957	7 018	7 483	8 401	8 832	9 759
16	C.	Sociální náklady	601	693	634	732	786	818
17	D.	Daně a poplatky	112	109	111	161	135	142
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3 283	4 319	5 443	6 755	6 094	5 688
19	III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 334	2 497	2 943	3 613	2 416	3 354
20	III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku				300	60	0
21	III.2	Tržby z prodeje materiálu	2 334	2 497	2 943	3 313	2 356	3 354
22	F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)	837	1 307	1 617	3 608	1 661	2 509
23	F.1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku				1 893	0	0
24	F.2	Prodaný materiál	837	1 307	1 617	1 715	1 661	2 509
25	G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)						
26	IV.	Ostatní provozní výnosy	129	1 964	2 416	236	95	208
27	H.	Ostatní provozní náklady	629	660	671	685	727	728
28	V.	Převod provozních výnosů						
29	I.	Převod provozních nákladů						
30	*	Provozní výsledek hospodaření	14 108	692	4 569	5 650	6 177	5 556
31	VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů						
32	J.	Prodané cenné papíry a podíly						
33	VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku						
34	VII.1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
35	VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů						
36	VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku						
37	VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku						
38	K.	Náklady z finančního majetku						
39	IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů						
40	L.	Náklady z přecenění majetkových papírů a derivátů						
41	M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)						
42	X.	Výnosové úroky	1					
43	N.	Nákladové úroky	520	717	718	664	381	175
44	XI.	Ostatní finanční výnosy	24	4 829	593	282	39	130
45	O.	Ostatní finanční náklady	3 470	1 341	406	2 243	260	4 564
46	XII.	Převod finančních výnosů						
47	P.	Převod finančních nákladů						
48	*	Finanční výsledek hospodaření	-3 965	2 771	-531	-2 625	-602	-4 609
49	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 906	533	514	518	971	1
50	Q.1.	- splatná	1 906	533	514	518	971	1
51	Q.2.	- odložená						
52	**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	8 237	2 930	3 524	2 507	4 604	946
53	XIII.	Mimořádné výnosy						
54	R.	Mimořádné náklady						
55	S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti						
56	S.1.	- splatná						
57	S.2.	- odložená						
58	*	Mimořádný výsledek hospodaření						
59	W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)						
60	***	EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	8 237	2 930	3 524	2 507	4 604	946
61	***	EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	10 143	3 463	4 038	3 025	5 575	947

Horizontální analýza rozvahy

ř.	ROZVAHA (v tis. Kč)	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	Celkem růst
1	AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	1,28	1,09	0,82	1,02	0,95	2,26%
2 A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
3 B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	1,27	1,17	0,89	0,92	0,97	3,29%
4 B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	0,34	0,38	0,00	nelze	nelze	-100,00%
5 B.I.	1. Zřizovací výdaje	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
6 B.I.	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
7 B.I.	3. Software	0,36	0,38	0,00	nelze	nelze	-100,00%
8 B.I.	4. Ocenitelná práva	0,00	nelze	nelze	nelze	nelze	-100,00%
9 B.I.	5. Goodwill	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
10 B.I.	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
11 B.I.	7. Nedokočený dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	nelze	nelze	nelze	nelze	-100,00%
12 B.I.	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
13 B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	1,28	1,17	0,89	0,92	0,97	3,53%
14 B.II.	1. Pozemky	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
15 B.II.	2. Stavby	0,96	1,77	0,94	0,96	0,97	8,43%
16 B.II.	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	2,21	0,82	1,02	0,67	0,98	3,88%
17 B.II.	4. Pěstitelské celky trvalých porostů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
18 B.II.	5. Základní stádo a tažná zvířata	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
19 B.II.	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
20 B.II.	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2,10	0,38	0,00	13,65	0,58	-53,80%
21 B.II.	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
22 B.II.	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
23 B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
24 B.III.	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
25 B.III.	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
26 B.III.	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
27 B.III.	4. Půjčky a úvěry ovládanými a řízenými osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
28 B.III.	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
29 B.III.	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
30 B.III.	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
31 C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	1,32	0,93	0,65	1,36	0,92	-0,13%
32 C.I.	ZÁSoby (ř. 33 až 38)	1,13	0,55	1,08	1,82	0,75	-1,79%
33 C.I.	1. Materiál	1,22	0,57	1,01	1,98	0,55	-5,02%
34 C.I.	2. Nedokončená výroba a polotovary	0,80	0,43	1,56	1,09	2,40	7,21%
35 C.I.	3. Výrobky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
36 C.I.	4. Zvířata	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
37 C.I.	5. Zboží	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
38 C.I.	6. Poskytnuté zálohy na zásoby	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
39 C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
40 C.II.	1. Pohledávky z obchodních vztahů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
41 C.II.	2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
42 C.II.	3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
43 C.II.	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
44 C.II.	5. Dohadné účty aktivní	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
45 C.II.	6. Jiné pohledávky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
46 C.II.	7. Odložená daňová pohledávka	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
47 C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	1,34	1,18	0,57	1,15	1,02	1,04%
48 C.III.	1. Pohledávky z obchodních vztahů	1,18	1,14	0,83	1,14	0,93	3,29%
49 C.III.	2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
50 C.III.	3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
51 C.III.	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	2,90	0,00	nelze	nelze	nelze	-100,00%
52 C.III.	5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
53 C.III.	6. Stát - daňové pohledávky	1,95	0,86	0,00	27,00	10,95	-6,20%
54 C.III.	7. Ostatní poskytnuté zálohy	0,26	1,30	0,89	0,99	1,20	-18,46%
55 C.III.	8. Dohadné účty aktivní	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
56 C.III.	9. Jiné pohledávky	9,75	12,13	0,01	0,74	0,25	-27,93%

57	C.IV.		KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	2,67	0,06	0,36	16,89	0,64	-10,24%
58	C.IV.	1.	Peníze	1,03	0,90	0,75	0,74	1,05	-11,65%
59	C.IV.	2.	Účty v bankách	2,75	0,04	0,21	39,84	0,63	-10,17%
60	C.IV.	3.	Krátkodobé cenné papíry a podily	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
61	C.IV.	4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
62	D.I.		ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	0,97	0,88	0,64	3,12	1,04	12,26%
63	D.I.	1.	Náklady příštích období	0,97	0,88	0,64	2,90	1,09	11,51%
64	D.I.	2.	Komplexní náklady příštích období	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
65	D.I.	3.	Příjmy příštích období	nelze	nelze	nelze	nelze	0,48	
66			PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	1,28	1,09	0,82	1,02	0,95	2,26%
67	A.		VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	1,05	1,06	1,05	1,08	1,00	4,73%
68	A.I.		ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
69	A.I.	1.	Základní kapitál	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
70	A.I.	2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podily (-)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
71	A.I.	3.	Změny základního kapitálu	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
72	A.II.		KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
73	A.II.	1.	Emisní ážio	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
74	A.II.	2.	Ostatní kapitálové fondy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
75	A.II.	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
76	A.II.	4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
77	A.III.		ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
78	A.III.	1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00%
79	A.III.	2.	Statutární a ostatní fondy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
80	A.IV.		VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	1,20	1,05	1,07	1,05	1,06	8,37%
81	A.IV.	1.	Nerozdělený zisk minulých let	1,20	1,05	1,07	1,05	1,06	8,37%
82	A.IV.	2.	Neuhrazená ztráta minulých let	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
83	A.V.		VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+- (ř. 60 VZZ)	0,36	1,20	0,71	1,84	0,21	-35,13%
84	B.		CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	1,68	1,12	0,59	0,92	0,88	-2,24%
85	B.I.		REZERVY (ř. 86 až 89)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
86	B.I.	1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
87	B.I.	2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
88	B.I.	3.	Rezerva na daň z příjmů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
89	B.I.	4.	Ostatní rezervy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
90	B.II.		DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
91	B.II.	1.	Závazky z obchodních vztahů	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
92	B.II.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
93	B.II.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
94	B.II.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
95	B.II.	5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
96	B.II.	6.	Vydané dluhopisy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
97	B.II.	7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
98	B.II.	8.	Dohadné účty pasivní	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
99	B.II.	9.	Jiné závazky	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
100	B.II.	10.	Odložený daňový závazek	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
101	B.III.		KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	1,80	1,04	0,50	1,35	0,99	4,70%
102	B.III.	1.	Závazky z obchodních vztahů	1,93	1,02	0,46	1,39	1,01	4,77%
103	B.III.	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	nelze	nelze	0,00	nelze	nelze	
104	B.III.	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
105	B.III.	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	1,09	1,33	0,93	1,05	1,05	8,15%
106	B.III.	5.	Závazky k zaměstnancům	1,17	1,11	0,93	1,10	0,99	5,89%
107	B.III.	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1,14	1,08	0,96	1,09	1,00	5,13%
108	B.III.	7.	Stát - daňové závazky a dotace	0,59	1,59	1,26	1,97	0,33	-5,42%
109	B.III.	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0,80	1,00	1,00	1,00	1,00	-4,36%
110	B.III.	9.	Vydané dluhopisy	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
111	B.III.	10.	Dohadné účty pasivní	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
112	B.III.	11.	Jiné závazky	1,11	1,06	0,87	0,92	1,12	1,21%
113	B.IV.		BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	1,55	1,21	0,69	0,58	0,68	-12,83%
114	B.IV.	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	1,35	1,23	0,66	0,56	0,48	-21,66%
115	B.IV.	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	nelze	1,07	0,89	0,71	1,58	
116	B.IV.	3.	Krátkodobé finanční výpomoci	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	
117	C.I.		ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	0,50	0,73	0,86	3,39	0,27	-21,75%
118	C.I.	1.	Výdaje příštích období	0,50	0,73	0,86	3,39	0,27	-21,75%
119	C.I.	2.	Výnosy příštích období	nelze	nelze	nelze	nelze	nelze	

Vertikální analýza rozvahy

ř.	ROZVAHA	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	AKTIVA CELKEM (ř. 2+3+31+62)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
2 A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3 B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK (ř. 4+13+23)	67,26%	66,52%	71,28%	77,31%	69,58%	70,72%
4 B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK (ř. 5 až 12)	0,72%	0,19%	0,07%	0,00%	0,00%	0,00%
5 B.I.	1. Zřizovací výdaje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6 B.I.	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7 B.I.	3. Software	0,67%	0,19%	0,07%	0,00%	0,00%	0,00%
8 B.I.	4. Ocenitelná práva	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
9 B.I.	5. Goodwill	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10 B.I.	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
11 B.I.	7. Nedokočený dlouhodobý nehmotný majetek	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12 B.I.	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
13 B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK (ř. 14 až 22)	66,31%	66,15%	71,05%	77,11%	69,39%	70,52%
14 B.II.	1. Pozemky	8,18%	6,37%	5,86%	7,16%	6,99%	7,32%
15 B.II.	2. Stavby	40,63%	30,48%	49,48%	57,12%	53,77%	54,45%
16 B.II.	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	7,92%	13,62%	10,28%	12,81%	8,33%	8,57%
17 B.II.	4. Pěstitelské celky trvalých porostů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
18 B.II.	5. Základní stádo a tažná zvířata	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
19 B.II.	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
20 B.II.	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	9,58%	15,68%	5,44%	0,02%	0,30%	0,18%
21 B.II.	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
22 B.II.	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
23 B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 24 až 30)	0,23%	0,18%	0,16%	0,20%	0,20%	0,21%
24 B.III.	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	0,23%	0,18%	0,16%	0,20%	0,20%	0,21%
25 B.III.	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
26 B.III.	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
27 B.III.	4. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
28 B.III.	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
29 B.III.	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
30 B.III.	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
31 C.	OBĚŽNÁ AKTIVA (ř. 32+39+47+57)	32,45%	33,27%	28,54%	22,56%	30,00%	28,83%
32 C.I.	ZÁSoby (ř. 33 až 38)	10,15%	8,90%	4,51%	5,95%	10,56%	8,29%
33 C.I.	1. Materiál	7,93%	7,52%	3,96%	4,89%	9,44%	5,48%
34 C.I.	2. Nedokončená výroba a polotovary	2,22%	1,38%	0,55%	1,06%	1,12%	2,81%
35 C.I.	3. Výrobky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
36 C.I.	4. Zvířata	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
37 C.I.	5. Zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
38 C.I.	6. Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
39 C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 40 až 46)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
40 C.II.	1. Pohledávky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
41 C.II.	2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
42 C.II.	3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
43 C.II.	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
44 C.II.	5. Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
45 C.II.	6. Jiné pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
46 C.II.	7. Odložená daňová pohledávka	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
47 C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY (ř. 48 až 56)	21,21%	22,10%	23,92%	16,56%	18,60%	19,97%
48 C.III.	1. Pohledávky z obchodních vztahů	16,90%	15,47%	16,18%	16,38%	18,27%	17,77%
49 C.III.	2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
50 C.III.	3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
51 C.III.	4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,64%	1,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
52 C.III.	5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
53 C.III.	6. Stát - daňové pohledávky	3,12%	4,74%	3,73%	0,01%	0,18%	2,02%
54 C.III.	7. Ostatní poskytnuté zálohy	0,50%	0,10%	0,12%	0,13%	0,13%	0,16%
55 C.III.	8. Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
56 C.III.	9. Jiné pohledávky	0,05%	0,35%	3,89%	0,04%	0,03%	0,01%

57	C.IV.	KRÁTODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK (ř. 58 až 61)	1,10%	2,27%	0,12%	0,05%	0,85%	0,57%
58	C.IV.	1. Peníze	0,05%	0,04%	0,03%	0,03%	0,02%	0,02%
59	C.IV.	2. Účty v bankách	1,05%	2,24%	0,08%	0,02%	0,82%	0,55%
60	C.IV.	3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
61	C.IV.	4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
62	D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 63 až 65)	0,28%	0,21%	0,17%	0,14%	0,41%	0,45%
63	D.I.	1. Náklady příštích období	0,28%	0,21%	0,17%	0,14%	0,38%	0,43%
64	D.I.	2. Komplexní náklady příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
65	D.I.	3. Příjmy příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,01%
66		PASIVA CELKEM (ř. 67+84+117)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
67	A.	VLASTNÍ KAPITÁL (ř. 68+72+77+80+83)	62,14%	50,94%	49,72%	63,57%	67,05%	70,01%
68	A.I.	ZÁKLADNÍ KAPITÁL (ř. 69 až 71)	0,13%	0,10%	0,09%	0,11%	0,11%	0,11%
69	A.I.	1. Základní kapitál	0,13%	0,10%	0,09%	0,11%	0,11%	0,11%
70	A.I.	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
71	A.I.	3. Změny základního kapitálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
72	A.II.	KAPITÁLOVÉ FONDY (ř. 73 až 76)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
73	A.II.	1. Emisní ážio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
74	A.II.	2. Ostatní kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
75	A.II.	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
76	A.II.	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
77	A.III.	ZE ZISKU (ř. 78 až 79)	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
78	A.III.	1. Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
79	A.III.	2. Statutární a ostatní fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
80	A.IV.	VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET (ř. 81+82)	51,49%	47,92%	46,40%	60,65%	61,92%	68,81%
81	A.IV.	1. Nerozdělený zisk minulých let	51,49%	47,92%	46,40%	60,65%	61,92%	68,81%
82	A.IV.	2. Neuhrazená ztráta minulých let	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
83	A.V.	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ ÚČETNÍHO OBDOBÍ +/- (ř. 60 VZZ)	10,51%	2,91%	3,22%	2,80%	5,02%	1,08%
84	B.	CIZÍ ZDROJE (ř. 85+90+101+113)	37,40%	48,88%	50,16%	36,30%	32,53%	29,87%
85	B.I.	REZERVY (ř. 86 až 89)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
86	B.I.	1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
87	B.I.	2. Rezerva na důchody a podobné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
88	B.I.	3. Rezerva na daň z příjmů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
89	B.I.	4. Ostatní rezervy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
90	B.II.	DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 91 až 100)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
91	B.II.	1. Závazky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
92	B.II.	2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
93	B.II.	3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
94	B.II.	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
95	B.II.	5. Dlouhodobé přijaté zálohy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
96	B.II.	6. Vydané dluhopisy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
97	B.II.	7. Dlouhodobé směnky k úhradě	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
98	B.II.	8. Dohadné účty pasivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
99	B.II.	9. Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
100	B.II.	10. Odložený daňový závazek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
101	B.III.	KRÁTODOBÉ ZÁVAZKY (ř. 102 až 112)	19,30%	27,08%	25,94%	15,89%	21,01%	21,72%
102	B.III.	1. Závazky z obchodních vztahů	16,41%	24,66%	23,12%	12,87%	17,48%	18,52%
103	B.III.	2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,00%	0,00%	0,27%	0,00%	0,00%	0,00%
104	B.III.	3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
105	B.III.	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,19%	0,16%	0,19%	0,22%	0,22%	0,25%
106	B.III.	5. Závazky k zaměstnancům	1,33%	1,21%	1,24%	1,41%	1,52%	1,58%
107	B.III.	6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,85%	0,76%	0,75%	0,88%	0,94%	0,98%
108	B.III.	7. Stát - daňové závazky a dotace	0,37%	0,17%	0,25%	0,38%	0,73%	0,25%
109	B.III.	8. Krátkodobé přijaté zálohy	0,03%	0,02%	0,01%	0,02%	0,02%	0,02%
110	B.III.	9. Vydané dluhopisy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
111	B.III.	10. Dohadné účty pasivní	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
112	B.III.	11. Jiné závazky	0,12%	0,11%	0,11%	0,11%	0,10%	0,12%
113	B.IV.	BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI (ř. 114 až 116)	18,10%	21,80%	24,22%	20,41%	11,52%	8,15%
114	B.IV.	1. Bankovní úvěry dlouhodobé	18,10%	19,05%	21,52%	17,46%	9,48%	4,77%
115	B.IV.	2. Krátkodobé bankovní úvěry	0,00%	2,75%	2,70%	2,95%	2,04%	3,37%
116	B.IV.	3. Krátkodobé finanční výpomoci	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
117	C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ (ř. 118 až 119)	0,46%	0,18%	0,12%	0,13%	0,42%	0,12%
118	C.I.	1. Výdaje příštích období	0,46%	0,18%	0,12%	0,13%	0,42%	0,12%
119	C.I.	2. Výnosy příštích období	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	Celkem růst
I.	Tržby za prodej zboží						
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží						
	+ Obchodní marže (řádek 1 - 2)						
II.	Výkony (řádek 5až 7)	0,92	1,10	1,18	0,99	1,23	7,92%
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	0,93	1,11	1,17	0,99	1,22	7,95%
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,38	2,27	-0,43	0,24	17,50	9,73%
II.3.	Aktivace	1,62	0,49	0,73	0,85	1,33	-8,21%
B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	1,08	1,06	1,14	0,97	1,33	10,92%
B.	Spotřeba materiálu a energie	1,06	1,05	1,16	0,94	1,34	10,31%
B.	Služby	1,26	1,12	0,94	1,26	1,31	16,84%
	+ Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)	0,69	1,21	1,25	1,03	1,05	2,68%
C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	1,01	1,08	1,12	1,06	1,10	7,26%
C.	Mzdové náklady	1,00	1,09	1,11	1,07	1,10	7,37%
C.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva						
C.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1,01	1,07	1,12	1,05	1,10	7,00%
C.	Sociální náklady	1,15	0,91	1,15	1,07	1,04	6,36%
D.	Daně a poplatky	0,97	1,02	1,45	0,84	1,05	4,86%
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1,32	1,26	1,24	0,90	0,93	11,62%
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1,07	1,18	1,23	0,67	1,39	7,52%
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku				0,20	0,00	
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	1,07	1,18	1,13	0,71	1,42	7,52%
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)	1,56	1,24	2,23	0,46	1,51	24,55%
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku				0,00		
F.2.	Prodaný materiál	1,56	1,24	1,06	0,97	1,51	24,55%
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)						
IV.	Ostatní provozní výnosy	15,22	1,23	0,10	0,40	2,19	10,03%
H.	Ostatní provozní náklady	1,05	1,02	1,02	1,06	1,00	2,97%
V.	Převod provozních výnosů						
I.	Převod provozních nákladů						
	* Provozní výsledek hospodaření	0,05	6,60	1,24	1,09	0,90	-17,00%
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů						
J.	Prodané cenné papíry a podíly						
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku						
VII.1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů						
VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku						
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku						
K.	Náklady z finančního majetku						
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů						
L.	Náklady z přecenění majetkových papírů a derivátů						
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)						
X.	Výnosové úroky	0,00					-100,00%
N.	Nákladové úroky	1,38	1,00	0,92	0,57	0,46	-19,57%
XI.	Ostatní finanční výnosy	201,21	0,12	0,48	0,14	3,33	40,20%
O.	Ostatní finanční náklady	0,39	0,30	5,52	0,12	17,55	5,63%
XII.	Převod finančních výnosů						
P.	Převod finančních nákladů						
	* Finanční výsledek hospodaření	-0,70	-0,19	4,94	0,23	7,66	
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0,28	0,96	1,01	1,87	0,00	-77,92%
Q.1.	- splatná	0,28	0,96	1,01	1,87	0,00	-77,92%
Q.2.	- odložená						
	** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	0,36	1,20	0,71	1,84	0,21	-35,13%
XIII.	Mimořádné výnosy						
R.	Mimořádné náklady						
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti						
S.1.	- splatná						
S.2.	- odložená						
	* Mimořádný výsledek hospodaření						
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)						
	*** EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	0,36	1,20	0,71	1,84	0,21	-35,13%
	*** EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	0,34	1,17	0,75	1,84	0,17	-37,76%

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Číslo řádku	Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
01	I.	Tržby za prodej zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
02	A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
03	+	Obchodní marže (řádek 1 - 2)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
04	II.	Výkony (řádek 5až 7)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
05	II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	98,79%	99,64%	100,38%	99,55%	99,77%	98,94%
06	II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,81%	-0,34%	-0,70%	0,26%	0,06%	0,88%
07	II.3.	Aktivace	0,40%	0,70%	0,31%	0,19%	0,16%	0,18%
08	B.	Výkonová spotřeba (řádek 9 až 10)	59,95%	69,91%	66,89%	64,80%	63,44%	68,77%
09	B.	Spotřeba materiálu a energie	54,93%	63,08%	59,99%	59,30%	56,43%	61,31%
10	B.	Služby	5,01%	6,83%	6,90%	5,50%	7,00%	7,46%
11	+	Přidaná hodnota (řádek 3 + 4 - 8)	40,05%	30,09%	33,11%	35,20%	36,56%	31,23%
12	C.	Osobní náklady (řádek 13 až 16)	25,18%	27,53%	26,87%	25,44%	27,27%	24,43%
13	C.	Mzdové náklady	18,38%	20,00%	19,70%	18,58%	19,99%	17,92%
14	C.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
15	C.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	6,27%	6,85%	6,62%	6,31%	6,68%	6,01%
16	C.	Sociální náklady	0,54%	0,68%	0,56%	0,55%	0,59%	0,50%
17	D.	Daně a poplatky	0,10%	0,11%	0,10%	0,12%	0,10%	0,09%
18	E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	2,96%	4,22%	4,81%	5,07%	4,61%	3,50%
19	III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2,10%	2,44%	2,60%	2,71%	1,83%	2,06%
20	III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,23%	0,05%	0,00%
21	III.2.	Tržby z prodeje materiálu	2,10%	2,44%	2,60%	2,49%	1,78%	2,06%
22	F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (F. 23 + 24)	0,75%	1,28%	1,43%	2,71%	1,26%	1,54%
23	F.1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,00%	0,00%	0,00%	1,42%	0,00%	0,00%
24	F.2	Prodaný materiál	0,75%	1,28%	1,43%	1,29%	1,26%	1,54%
25	G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
26	IV.	Ostatní provozní výnosy	0,12%	1,92%	2,14%	0,18%	0,07%	0,13%
27	H.	Ostatní provozní náklady	0,57%	0,64%	0,59%	0,51%	0,55%	0,45%
28	V.	Převod provozních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
29	I.	Převod provozních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
30	*	Provozní výsledek hospodaření	12,71%	0,68%	4,04%	4,24%	4,67%	3,42%
31	VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
32	J.	Prodané cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
33	VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
34	VII.1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
35	VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
36	VII.3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
37	VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
38	K.	Náklady z finančního majetku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
39	IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
40	L.	Náklady z přecenění majetkových papírů a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
41	M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
42	X.	Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
43	N.	Nákladové úroky	0,47%	0,70%	0,64%	0,50%	0,29%	0,11%
44	XI.	Ostatní finanční výnosy	0,02%	4,71%	0,52%	0,21%	0,03%	0,08%
45	O.	Ostatní finanční náklady	3,13%	1,31%	0,36%	1,68%	0,20%	2,81%
46	XII.	Převod finančních výnosů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
47	P.	Převod finančních nákladů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
48	*	Finanční výsledek hospodaření	-3,57%	2,71%	-0,47%	-1,97%	-0,46%	-2,84%
49	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1,72%	0,52%	0,45%	0,39%	0,73%	0,00%
50	Q.1.	- splatná	1,72%	0,52%	0,45%	0,39%	0,73%	0,00%
51	Q.2.	- odložená	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
52	**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	7,42%	2,86%	3,12%	1,88%	3,48%	0,58%
53	XIII.	Mimořádné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
54	R.	Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
55	S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
56	S.1.	- splatná	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
57	S.2.	- odložená	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
58	*	Mimořádný výsledek hospodaření	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
59	W.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
60	***	EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	7,42%	2,86%	3,12%	1,88%	3,48%	0,58%
61	***	EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	9,14%	3,38%	3,57%	2,27%	4,22%	0,58%

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: Markéta Fišerová

V Praze dne: 02. 05. 2019

Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis