



**VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

**FAKULTA PODNIKATELSKÁ**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

**ÚSTAV FINANCÍ**

INSTITUTE OF FINANCES

**URČENÍ HODNOTY STROJÍRENSKÉHO  
PODNIKU VÝNOSOVOU METODOU**

VALUATION OF ENGINEERING COMPANY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

MASTER'S THESIS

**AUTOR PRÁCE**

AUTHOR

Mgr. David Pejchal

**VEDOUCÍ PRÁCE**

SUPERVISOR

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

BRNO 2022

# Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav financí
Student:	<b>Mgr. David Pejchal</b>
Vedoucí práce:	<b>prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.</b>
Akademický rok:	2021/22
Studijní program:	Účetnictví a finanční řízení podniku

Garantka studijního programu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

## Určení hodnoty strojírenského podniku výnosovou metodou

### Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod

Cíle práce, metody a postup zpracování

Teoretická východiska práce: Stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami

Strategická analýza oceňovaného podniku

Návrh finančního plánu

Stanovení hodnoty podniku

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

### Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovení hodnoty podniku zabývajícího se vývojem a výrobou technických zařízení pro řízení kvality výroby. K tomu je nutné provést strategickou analýzu společnosti, vypracovat finanční plán, stanovit náklady kapitálu a stanovit hodnotu podniku metodou diskontovaného cash flow. Navržené ocenění bude diskutované z hlediska podmínek jeho platnosti.

### Základní literární prameny:

DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: Ekopress, 2018.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2018.

PAVELKOVÁ, D. a A. KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha: LINDE Praha, 2012.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2021/22

V Brně dne 28.2.2022

L. S.

---

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.  
garantka

---

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Diplomová práce se zabývá oceněním podniku FLSmidth spol. s r.o. Je zaměřena na nalezení jeho maximálně objektivizované hodnoty pro potřeby budoucího strategického rozhodování k 1. 1. 2021. Na kapitoly strategické a finanční analýzy navazují generátory hodnoty a finanční plán, který je základem pro ocenění zvolenou metodou DCF APV. Na základě této metody je pak odhadnuta hodnota podniku.

## **Abstract**

This master thesis deals with a valuation of the company FLSmidth spol. s r.o. It is focused on finding its maximally objectivised value, for the future strategic planning purposes (as of 1st January 2021). The chapters about strategic and financial analysis are followed by value drivers and a financial plan that provides a basis for the chosen valuation method DCF APV. Based on this method the final valuation is estimated.

## **Klíčová slova**

Ocenění podniku, DCF APV, finanční analýza, strategická analýza, generátory hodnoty

## **Key words**

Business valuation, DCF APV, financial analysis, strategic analysis, value drivers

### **Bibliografická citace práce**

PEJCHAL, David. *Určení hodnoty strojírenského podniku výnosovou metodou*. Brno, 2022. 104 s. Dostupné také z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/143268>.  
Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí.  
Vedoucí práce prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Prostějově, 2. května 2022

.....

## **Poděkování**

Děkuji své vedoucí práce prof. Ing. Márii Režňákové, CSc. za vedení mé diplomové práce, cenné rady, podněty a připomínky. Děkuji vedení společnosti FLSmidth spol. s r.o., zejména Ing. Jiřímu Širillovi, za konzultace a poskytnutí podkladů nezbytných pro mou diplomovou práci. Dále děkuji své rodině za podporu při zpracování mé diplomové práce.

# Obsah

Úvod.....	11
1 Cíl práce a použité metody zpracování.....	12
2 Teoretická východiska práce: Stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami 14	
2.1 Základní pojmy a kategorie hodnoty.....	14
2.2 Metody oceňování podniku.....	16
2.2.1 Výnosové metody .....	17
2.2.2 Metody založené na analýze trhu.....	17
2.2.3 Majetkové metody .....	18
2.3 Strategická analýza.....	18
2.3.1 Finanční analýza .....	19
2.3.2 SWOT analýza.....	20
2.4 Generátory hodnoty.....	21
2.4.1 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva .....	21
2.4.2 Tržby .....	22
2.4.3 Provozní zisková marže .....	23
2.4.4 Provozně nutný investovaný kapitál .....	23
2.5 Finanční plán.....	25
2.6 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	27
2.6.1 Metoda DCF entity .....	27
2.6.2 Metoda DCF equity .....	28
2.6.3 Metoda DCF APV .....	28
2.6.4 Volba časového horizontu .....	29
2.6.5 Stanovení hodnoty pokračující fáze.....	31



2.6.6	Stanovení nákladů vlastního kapitálu .....	33
3	Představení společnosti .....	36
4	Strategická analýza .....	39
4.1	Makroprostředí .....	39
4.2	Relevantní trh .....	42
4.3	Porterův model pěti sil .....	44
4.4	Vnitřní potenciál .....	47
4.5	Finanční analýza .....	50
4.5.1	Analýza stavových ukazatelů .....	50
4.5.2	Analýza poměrových ukazatelů .....	54
4.5.3	Souhrnné hodnocení finanční situace podniku .....	59
4.5.4	SWOT analýza .....	60
5	Generátory hodnoty .....	62
5.1	Provozně potřebná a nepotřebná aktiva .....	62
5.2	Prognóza tržeb .....	64
5.3	Prognóza ziskové marže .....	66
5.4	Provozně nutný investovaný kapitál .....	69
6	Finanční plán .....	74
6.1	Plán výplaty podílu na zisku .....	74
6.2	Plán výkazu zisků a ztrát .....	75
6.3	Plán rozvahy .....	75
6.4	Plán výkazu cash flow .....	77
7	Ocenění .....	79
7.1	Náklady kapitálu .....	80
7.2	Ocenění metodou DCF APV .....	81
7.2.1	První fáze .....	82

7.2.2	Pokračující hodnota (2. fáze) .....	83
7.2.3	Výsledné ocenění .....	84
8	Závěr .....	86
	Prameny a literatura .....	88
	Referenční seznam .....	91
	Přílohy .....	94

## Úvod

Stanovení hodnoty společnosti představuje důležitou otázku nejen pro vlastníka společnosti, či případného investora, ale i pro společnost samotnou. Znalost skutečné, nikoli pouze účetní hodnoty, může působit na rozhodování společnosti, což zásadně ovlivní její budoucnost. S rozvíjejícím se kapitálovým trhem přibývá požadavků na stanovení hodnoty podniku, ať již ze strany státu, investorů nebo úvěrových institucí.

Stanovení hodnoty podniku je komplexní proces ovlivněný množstvím a kvalitou dostupných informací, teoretickou přípravou a praktickými zkušenostmi posuzovatele samotného.

V současnosti jsou v teorii i praxi užívány k oceňování mnohé metody, ze kterých je pro konkrétní případ potřebné volit optimální metodu nejen podle účelu ocenění, ale i podle dostupných informací či jiných relevantních aspektů.

V této diplomové práci byla pro ocenění společnosti zvolena metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě APV (Adjusted Present Value – upravená současná hodnota). I přes její méně časté využití v současné oceňovací praxi ji však vzhledem k dodatečným informacím, které oproti ostatním variantám dokáže poskytnout, považujeme za hodnou pozornosti.

# 1 Cíl práce a použité metody zpracování

Hlavní cíl diplomové práce je stanovit maximálně objektivizovanou hodnotu podniku FLSmidth spol. s r.o. pro potřeby budoucího strategického rozhodování. Ocenění podniku bude provedeno pomocí vybrané výnosové metody, konkrétně metodou diskontovaných peněžních toků ve variantě APV (Adjusted Present Value, upravená současná hodnota).

Diplomová práce je rozdělena do dvou částí – teoretické a praktické. První část práce uvádí do problematiky oceňování podniku. Nejprve definuje hladiny a kategorie hodnoty podniku a představuje metody užívané k jejich stanovení. Dále je zde vymezena strategická a finanční analýza, jejich struktura a obvyklé postupy při jejich tvorbě. Následuje popis analýzy generátorů hodnoty. Na závěr teoretické části je podrobněji popsána metoda diskontovaných peněžních toků v různých svých modifikacích s důrazem na metodu APV.

Druhá část práce se věnuje analýze oceňované společnosti a jejímu samotnému ocenění. V úvodu kapitoly je představena společnost FLSmidth spol. s r.o. Následuje strategická analýza podniku. V ní se nejprve zabýváme makroprostředím ovlivňujícím oceňovaný podnik, na což navazuje stanovení relevantního trhu, na kterém oceňovaný podnik působí. Pomocí Porterova modelu pěti sil je provedena analýza konkurenčního prostředí podniku na tomto trhu. Na závěr strategické analýzy je posouzen vnitřní potenciál oceňovaného podniku.

Na strategickou analýzu navazuje finanční analýza podniku, která je rozdělena do dvou částí. Nejprve zkoumáme strukturu majetku oceňovaného podniku, zdroje jeho financování a provádíme rozbor jeho výkazu zisků a ztrát. V druhé části finanční analýzy se věnujeme rozboru ukazatelů likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity. Na základě výsledků strategické a finanční analýzy jsou následně stanoveny silné a slabé stránky podniku, příležitosti a hrozby které jej ovlivňují.

V další kapitole je provedeno rozdělení majetku podniku na provozně potřebný a nepotřebný a zároveň jsou do majetku podniku zahrnuta pronajatá aktiva, která společnost využívá ke své činnosti. Součástí této kapitoly je dále analýza a prognóza generátorů hodnoty podniku. V následující kapitole je na základě takto stanovených generátorů

hodnoty sestaven finanční plán. Jednotlivé metody použité při strategické a finanční analýze budou podrobněji popsány v rámci kapitoly 2.3.

Poslední kapitola diplomové práce se věnuje samotnému ocenění podniku pomocí metody DCF APV. Nejprve jsou stanoveny diskontní sazby pro nezadlužený podnik a daňový štít, následuje samotné ocenění podniku. Na základě tohoto ocenění je v závěru stanovena hodnota podniku FLSmidth spol. s r.o. k 1. 1. 2021.

## 2 Teoretická východiska práce: Stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami

Tato část práce se nejprve věnuje definici základních pojmů souvisejících s oceňováním, následuje popis jednotlivých hladin a kategorií hodnoty. Následuje popis jednotlivých postupů užívaných při oceňování společnosti. Další část kapitoly nás seznámí se strategickou a finanční analýzou jakožto nezbytným předpokladem pro ocenění podniku zejména výnosovými metodami. Na závěr se detailněji zaměříme na metodu diskontovaných peněžních toků v jejich jednotlivých modifikacích.

### 2.1 Základní pojmy a kategorie hodnoty

Předmětem diplomové práce je stanovit hodnotu posuzovaného podniku. Pro žádné aktivum, tedy ani podnik, však neexistuje jedna hodnota, která by byla objektivní a platná pro všechny subjekty na trhu. Hodnota je vždy ve velké míře ovlivněna účelem, pro který je stanovována, a subjektem z jehož pohledu je stanovena. Z tohoto důvodu existuje u podniku několik hlavních kategorií hodnoty, které jsou závislé na účelu ocenění.

#### Definice podniku

Pojem podnik je definován mnoha způsoby. M. Mařík považuje pro potřeby ocenění za nejužitečnější pojetí podniku v německých oceňovacích zásadách jako „*účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk.*“<sup>1</sup> V českém prostředí byl před rekodifikací pojem podnik v legislativě definován v § 5 obchodního zákoníku, s jeho zrušením byl tento pojem nahrazen pojmem obchodní závod.

Podnik můžeme oceňovat na dvou odlišných hladinách. Při stanovení **brutto hodnoty** je stanovena hodnota podniku jako celku (tedy pro vlastníky i věřitele). Naopak **netto hodnota** je oceněním vlastního kapitálu společnosti (hodnota pro vlastníky). Z hlediska účelu ocenění jsou zpravidla rozlišovány následující kategorie hodnoty.

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 16)

## **Definice společnosti**

Podobně jako pojem podnik je pojem společnost definován mnoha způsoby. V této práci bude tento pojem používán ve smyslu zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, tedy jako legislativní zkratka pro obchodní společnost. Jedná se tedy o právnickou osobu vytvořenou za účelem podnikání.

## **Tržní hodnota**

Tržní hodnota je v § 2 Zákona o oceňování majetku definována jako: „*odhadovaná částka, za kterou by měl být majetek nebo služba směněny ke dni ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, a to v obchodním styku uskutečněném v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uváženě a nikoli v tísní.*“ Podnik je tedy v této metodě oceněn z pohledu průměrného investora na trhu. Při stanovení této hodnoty by měl oceňovatel vycházet z „*dat specifických pro odpovídající trh (trhy) a měla by se opírat o metody a postupy, které se snaží odrážet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu.*“<sup>2</sup>

Vzhledem k nedostatečně rozvinutému trhu s podniky se v českém prostředí nejčastěji používají výnosové metody ocenění, přičemž jsou často využívána data ze zahraničních trhů, což může vést ke značnému zkreslení výsledné hodnoty podniku.

## **Investiční hodnota**

Investiční hodnota představuje hodnotu podniku pro konkrétní subjekt. Hodnota zohledňuje očekávané užitky z majetku pro konkrétní subjekt, jeho představy o budoucím vývoji peněžních toků a diskontní míry. Rozdíl oproti tržní hodnotě tedy může být způsoben existencí synergií na straně investora, jeho odlišným přístupem k riziku, nebo jeho větším optimismem či pesimismem v porovnání s průměrným očekáváním na trhu.

---

<sup>2</sup> International Valuation Standards 2005, str. 76 (kapitola Introduction to International Valuation Standards 1 and 2, odst. 4.1) in MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 24)

## **Objektivizovaná hodnota**

Objektivizovaná hodnota podniku vychází ze všeobecně uznávaných dat a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky mající za následek co nejvyšší reprodukovatelnost ocenění.<sup>3</sup>

## **Kolínská škola**

Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Rozlišuje několik funkcí oceňování, jimž odpovídají odlišné kategorie hodnot. Základními funkcemi jsou funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová, přičemž za nejdůležitější považuje funkci poradenskou. Jejím cílem je stanovit hraniční ceny prodávajícího, resp. kupujícího, které vymezují prostor pro jednání mezi těmito stranami.<sup>4</sup>

## **2.2 Metody oceňování podniku**

Metody používané ke stanovení hodnoty podniku můžeme rozdělit do tří základních skupin. První skupinu tvoří metody opírající se o analýzu výnosů podniku, druhou skupinou jsou metody vycházející z transakcí realizovaných na trhu. Poslední skupinu představují metody vycházející z přecenění jednotlivých položek tvořících podnik.

---

<sup>3</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 27-30)

<sup>4</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 30-32)



### 2.2.1 Výnosové metody

„Výnosové metody vycházejí z poznatku, že hodnota podniku je určena hodnotou očekávaného budoucího užítu plynoucího z vlastnictví podniku.“<sup>5</sup> Mezi výnosové metody podle profesora M. Maříka<sup>6</sup> patří:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV),
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované (korigované) metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.

### 2.2.2 Metody založené na analýze trhu

Jedná se o metody, kdy je cena podniku stanovena na základě informací o cenách nebo tržních hodnotách obdobných podniků. Z teoretického hlediska se jedná o nejpřesnější metody pro stanovení tržní hodnoty podniku, jejich využití je zejména v našem prostředí limitováno několika skutečnostmi. První z nich je neexistence rozvinutého trhu s podniky a nedostatečnost informací o realizovaných prodejkách. Druhým limitujícím faktorem je rozdílnost mezi jednotlivými podniky, a to i v rámci jednoho odvětví.

Mezi tyto metody patří:

- metoda tržní kapitalizace,
- metoda srovnatelných podniků,
- metoda srovnatelných transakcí,
- metoda odvětvových násobitelů.

---

<sup>5</sup> PAVELKOVÁ, D. a A. KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera* (2005, s. 208)

<sup>6</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 163)

### 2.2.3 Majetkové metody

Tyto metody vycházejí z ocenění majetkové podstaty podniku. Z hlediska předpokladu další existence podniku je můžeme rozdělit na metody předpokládající dlouhodobou neexistenci podniku (likvidační hodnota) a metody vycházející z předpokladu trvalé existence podniku. Majetkové ocenění podniku by mělo zahrnovat všechny položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a od kterých lze očekávat příspěvek k výsledkům hospodaření.<sup>7</sup> Tento požadavek je zejména v případě ocenění goodwill značně problematický, naopak v kombinaci s výnosovými metodami jsou majetkové metody často užívány pro stanovení hodnoty goodwill.

Mezi majetkové metody řadíme:

- likvidační hodnota,
- účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
- substanční hodnota na principu úspory nákladů,
- majetkové ocenění na principu tržních cen.

## 2.3 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je zhodnotit perspektivu podniku z dlouhodobého hlediska, především jeho celkový výnosový potenciál. K dosažení tohoto cíle je nezbytné identifikovat a analyzovat všechny skutečnosti, o kterých lze usuzovat, že budou mít významný vliv na budoucí vývoj podniku. Tyto skutečnosti lze rozdělit do dvou dílčích oblastí. Vnější prostředí představuje příležitosti a hrozby, které vznikají v důsledku vývoje jak obecného prostředí (makroprostředí), tak samotného trhu (mikroprostředí). Vnitřní potenciál hodnotí schopnost podniku tyto příležitosti využít. Výsledkem strategické analýzy by mělo být vyhodnocení, jaké jsou perspektivy vývoje předmětného trhu a postavení posuzovaného podniku na něm.

---

<sup>7</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 321)

V první části strategické analýzy jsou zhodnoceny faktory, které podnik nemůže svým chováním ovlivnit a které podniku přinášejí příležitosti a hrozby pro jeho další vývoj. Pro tuto část je zásadní vymezit trh, na němž se podnik pohybuje, a to jak z hlediska produktu, tak z hlediska teritoriálního. Jednou z možností využívaných pro analýzu relevantního trhu je Porterův model pěti sil. Tento model hodnotí síly, které působí na trhu na posuzovaný podnik a které mohou mít vliv na jeho budoucí vývoj. Zabývá se příležitostmi a hrozbami ze strany dodavatelů a odběratelů, stávajících konkurentů v rámci odvětví, rizika vstupu nových konkurentů, či možných substitutů produktu nabízeného podnikem.

Analýza vnitřního potenciálu má za úkol objektivně zhodnotit postavení oceňovaného podniku na relevantním trhu, analyzovat jeho silné a slabé stránky. V této části jsou hodnoceny faktory uvnitř podniku, mající vliv na jeho postavení na trhu. Výsledkem tohoto hodnocení je stanovit, zda má podnik nějakou konkurenční výhodu. Je tedy nezbytné hodnotit tyto silné a slabé stránky ve vztahu ke konkurentům. Součástí vnitřního prostředí podniku je jeho finanční situace, do této části tedy spadá i finanční analýza podniku.

### **2.3.1 Finanční analýza**

Úkolem finanční analýzy v rámci ocenění je prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán.<sup>8</sup> Informace potřebné pro sestavení finanční analýzy je zpravidla možné získat z účetních výkazů společnosti, zejména rozvahy, výkazu zisků a ztrát, výkazu cash flow, případně z výročních zpráv společnosti.

V první části finanční analýzy je třeba provést analýzu těchto výkazů. V této části získáme informace o struktuře majetku společnosti a zdrojů jeho financování a jejich změně v čase.

V další části finanční analýzy jsou analyzovány jednotlivé poměrové ukazatele. Tyto ukazatele je vždy nutno hodnotit ve srovnání s hlavními konkurenty podniku nebo stavem obvyklým v daném oboru podnikání, neboť bez možnosti srovnání nelze určit,

---

<sup>8</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 96)

zda určitá hodnota poměrového ukazatele představuje konkurenční výhodu, nebo naopak hrozbu pro budoucí vývoj podniku.

Prvními hodnocenými poměrovými ukazateli jsou ukazatele likvidity. Tyto představují schopnost podniku hradit své závazky, zároveň nás mohou upozornit na možnou neprovozní likviditu drženou oceňovaným podnikem. Při hodnocení těchto ukazatelů je vždy nutno analyzovat jejich vývoj v čase a srovnat jejich hodnoty v rámci oboru.

Při hodnocení pomocí ukazatelů rentability zjišťujeme, jaká je schopnost podniku zhodnocovat vložené peněžní prostředky ve srovnání s jeho konkurenty, případně v rámci odvětví.

Ukazatele aktivity hodnotí hospodaření podniku s majetkem. Hodnotí se zde doba obratu konkrétního aktiva, která nás informuje o počtu dní, které trvá jedna obrátka. Významnou informací o postavení podniku nejen vůči konkurentům, ale i dodavatelům a odběratelům nám poskytuje srovnání doby obratu pohledávek a krátkodobých závazků, kdy strana s větší tržní silou si je zpravidla schopná vyjednat pro ni výhodné platební podmínky (tj. co nejkratší doba splatnosti pro prodávajícího, co nejdelší pro kupujícího). V případě výrazně delší doby obratu pohledávek oproti závazkům lze zpravidla usuzovat na slabou vyjednávací pozici podniku vůči oběma zmíněným skupinám.

V rámci finanční analýzy je rovněž možné hodnotit celkovou finanční situaci podniku pomocí některého ze souhrnných ukazatelů. Jedná se o ukazatele, které jedním souhrnným číslem hodnotí celkovou finanční situaci podniku a jeho ohrožení bankrotem.

Výsledkem finanční analýzy by mělo být doplnění strategické analýzy o perspektivnost podniku z finančního hlediska a doplnění strategické analýzy o nedostatky nebo přednosti plynoucí z finančního hospodaření podniku.

### **2.3.2 SWOT analýza**

SWOT analýzu je možné využít ke shrnutí informací získaných v rámci strategické a finanční analýzy podniku. Jejím cílem je identifikovat jeho silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby. Z analýzy vnějšího prostředí získáme informaci o příležitostech a hrozbách podniku. A to jak z obecného, tak oborového prostředí. V rámci analýzy

vnitřního prostředí, zahrnující finanční analýzu, zjistíme silné a slabé stránky podniku ve srovnání s jeho konkurenty.

## 2.4 Generátory hodnoty

### 2.4.1 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Před samotným oceněním podniku je nezbytné v nejvyšší možné míře zajistit, aby při ocenění byla zohledněna veškerá aktiva nezbytná pro základní činnost podniku (v metodě EVA jsou označena termínem NOA, net operating assets – čistá operační aktiva). Proto je nutné v této části očistit aktiva podniku o tu jejich část, která není v provozu využívána a o výnosy z nich plynoucí a náklady s nimi spojené. Naopak by do aktiv podniku měla být zahrnuta aktiva, která podnik ke své provozní činnosti užívá, i když není jejich majitelem. Jedná se zejména o majetek pořízený na leasing, kdy A. Damodaran uvádí: *„Podniky často volí dlouhodobý leasing majetku namísto jeho koupě. Leasingové platby představují stejnou formu závazku jako úroky placené z dluhu a musí být vnímány ve stejném světle. Pokud by společnost měla možnost pořídit rozhodující část svého majetku na leasing a neuvádět ho ve finančních výkazech, studium těchto výkazů bude poskytovat velmi zkreslenou představu o finanční síle společnosti.“*<sup>9</sup> Obdobně M. Mařík uvádí: *„Majetek pořízený na leasing je typickým příkladem položky, která splňuje ekonomickou definici aktiva a měla by tedy být vykázána jako součást NOA, přitom ale není majetkem podniku z právního hlediska, a proto není v účetní rozvaze sestavované podle českých účetních standardů vykázána. V rámci úprav účetních dat by proto měla být aktiva zvýšena o hodnotu majetku pořízeného na leasing a úročené závazky by měly být zvýšeny o závazek vůči leasingové společnosti. Tento způsob by se měl v zásadě použít jak pro aktiva pořizovaná na finanční leasing, tak i operativní leasing.“*<sup>10</sup> Dalším případem takového aktiva je majetek v dlouhodobém pronájmu, kdy M. Mařík uvádí: *„ekonomicky jsou dlouhodobé pronájmy jen formami cizího financování podnikové činnosti. Pokud pronajaté objekty splňují definici aktiva, může být vhodné, především u*

---

<sup>9</sup> DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2012, s. 37-38)

<sup>10</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 288)

*dlouhodobých smluv, aby byly zařazeny do aktiv. I podle Mezinárodního účetního standardu 17 by měl být rozhodující pohled ekonomický. Ekonomické užitky a rizika totiž v těchto případech nese nájemce. Předmět nájmu by měl být proto začleněn do aktiv nájemce a pasiva je třeba rozšířit o odpovídající závazky.*<sup>11</sup>

Mezi nejčastější provozně nepotřebná aktiva patří zejména nadbytečná likvidita, která se stanovuje na základě ukazatele okamžité likvidity a jeho srovnání s úrovní obvyklou v daném oboru. Pro zmíněný ukazatel likvidity je doporučována hodnota okolo 20 % krátkodobého cizího kapitálu<sup>12</sup>, mezi jednotlivými odvětvími i podniky v rámci odvětví však existují specifika ovlivňující potřebnou výši pohotových peněžních prostředků.

Dalšími častými neprovozními aktivy jsou krátkodobé cenné papíry a dluhové cenné papíry, případně pohledávky z úvěrů nesloužících hlavnímu provozu podniku (tyto se vyskytují zejména u podniků ve skupině využívajících „cash pooling“). Neprovozní jsou rovněž podíly v ovládaných osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem, které nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku. Součástí neprovozního majetku je i majetek, který je sice provozně nutný, podnik jím však disponuje v nadbytečném množství.

## **2.4.2 Tržby**

Prvním generátorem hodnot jsou tržby, přičemž jejich prognóza má zásadní vliv na věrohodnost celého ocenění, neboť ostatní generátory jsou stanoveny právě ve vztahu k tržbám.

Základem pro odhad budoucího vývoje tržeb by měly být výsledky strategické analýzy, proto je prognóza tržeb často zahrnována do této kapitoly. Při jejím stanovení by mělo být vycházeno z analýzy a prognózy relevantního trhu a konkurenční síly oceňovaného podniku.

---

<sup>11</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé Hlubší pohled na vybrané problémy* (2011, s. 92)

<sup>12</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 121)

### **2.4.3 Provozní zisková marže**

Pro stanovení provozní ziskové marže doporučuje odborná literatura<sup>13</sup> jako nejvhodnější postup její prognózu dvěma nezávislými postupy – prognóza shora a zdola – a jejich následné postupné sladování.

#### **Prognóza ziskové marže shora**

Při tomto postupu vycházíme z vývoje marže v minulosti. Na základě těchto údajů analyzujeme hlavní faktory mající vliv na její výši a odhadneme, jak budou tyto faktory působit do budoucna.<sup>14</sup>

#### **Prognóza ziskové marže zdola**

Při prognóze ziskové marže zdola nejprve predikujeme vývoj hlavních nákladových položek, které doplníme o predikci méně významných nákladových položek. Jejich odečtením od výnosů získáme korigovaný provozní výsledek hospodaření, jehož porovnáním s výnosy dopočítáme ziskovou marži.

### **2.4.4 Provozně nutný investovaný kapitál**

Provozně nutný investovaný kapitál představuje tu část kapitálu, která je investovaná do provozně potřebných aktiv. Získáme jej jako součet provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku.

#### **Pracovní kapitál**

Provozně nutný pracovní kapitál získáme jako provozně nutná oběžná aktiva ponižená o neúročený cizí kapitál. Při jeho prognóze vycházíme z analýzy doby obratu jeho jednotlivých položek v minulosti. Hledáme hlavní faktory, které ovlivňovaly

---

<sup>13</sup> Např. MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 127)

<sup>14</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 128)

obrátkovost v předchozích obdobích a na základě odhadu jejich vývoje prognózujeme náročnost budoucích výkonů na jednotlivé položky pracovního kapitálu.

### **Investice do dlouhodobého majetku**

Prognóza investic do dlouhodobého majetku představuje zpravidla nejobtížnější část analýzy generátorů hodnoty. Investice do dlouhodobého majetku ve většině podniků není plynulá, proto je zpravidla obtížné použít v rámci prognózy extrapolaci. Pro analýzu budoucích investic je vhodné vycházet z analýzy minulosti, přičemž je žádoucí pokusit se zachytit celý cyklus obnovy investičního majetku.

Pro plánování investic do dlouhodobého majetku můžeme využít tři přístupy:

**Globální přístup**, který při stanovení investiční náročnosti vychází z podílu dlouhodobého majetku na tržbách a jeho změně v jednotlivých letech. Tento způsob je vhodný zejména u podniků s do značné míry průběžným charakterem investic do dlouhodobého majetku.

**Přístup podle hlavních položek** vychází z konkrétních investičních plánů podniku.

**Přístup založený na odpisech** vychází z předpokladu, že investice u podniku splňujícího předpoklad nekonečného trvání by měly postačovat přinejmenším k obnově stávajícího provozně nutného dlouhodobého majetku. Investice by tedy měly pokrývat přinejmenším odpisy tohoto majetku, u majetku s delší dobou užívání pak i růst cen v mezidobí.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 136-138)



## 2.5 Finanční plán

Pro stanovení hodnoty podniku některou z výnosových metod je nezbytné sestavit kompletní finanční plán. Jako podklad pro jeho sestavení nám slouží informace získané z prognózy generátorů hodnoty, které představují nejvýznamnější položky mající vliv na budoucí hospodaření podniku. V rámci generátorů hodnoty jsme naplánovali následující položky:

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku.
- Ziskovou marži a z ní zjištěný peněžní zisk, případně hlavní provozní nákladové položky.
- Plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků.
- Výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku, které budou nezbytné k udržení hlavního provozu podniku.

Při sestavování finančního plánu je nezbytné tyto položky doplnit o:

- plán financování,
- plánované hodnoty méně významných položek,
- položky nesouvisející s hlavním provozem podniku a předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku.<sup>16</sup>

Základní postup sestavování finančního plánu a vazby mezi jednotlivými kroky, dílčími plány a výslednými výkazy znázorňuje následující schéma.

---

<sup>16</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 150-151)

## Postup sestavování finančního plánu

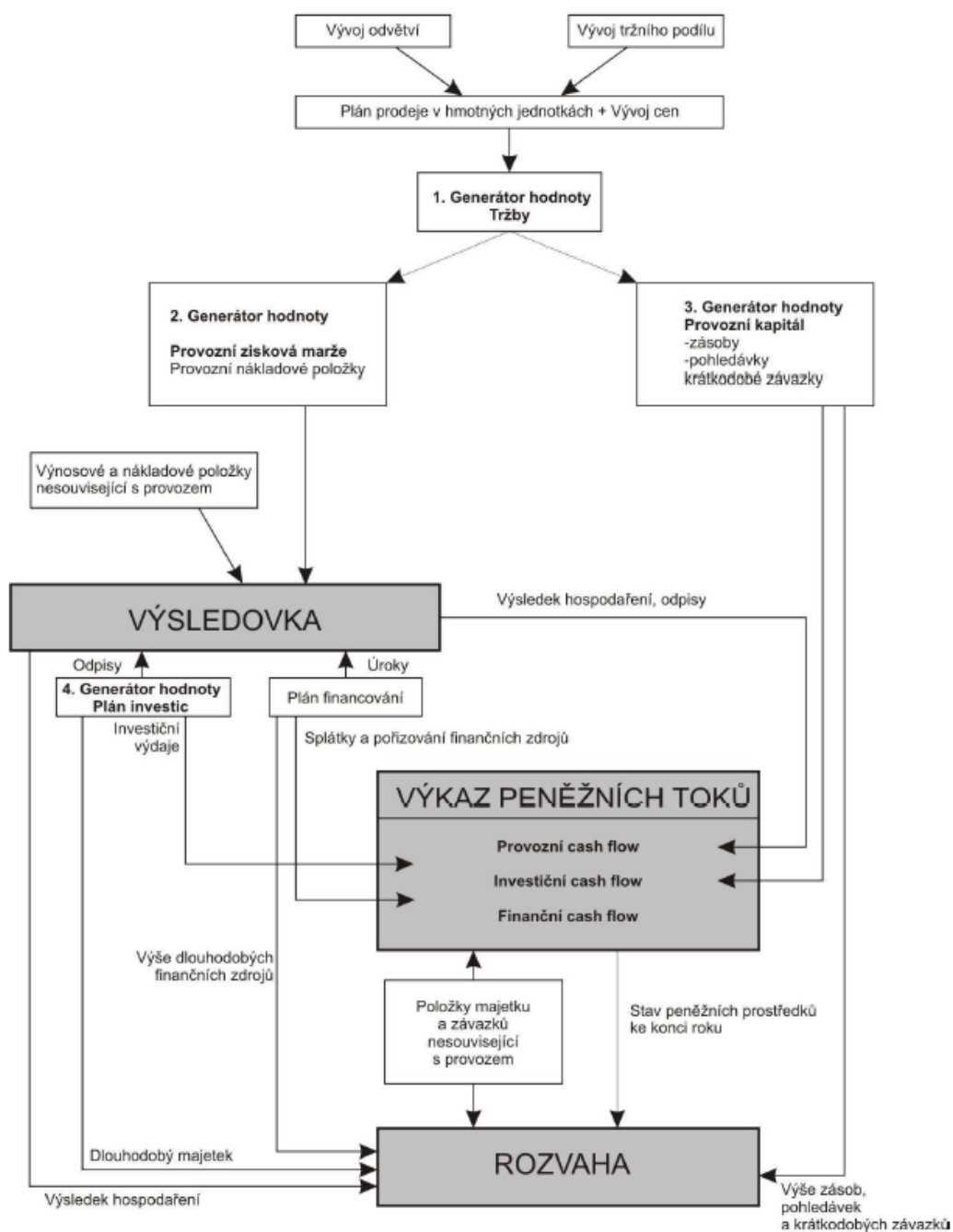


Schéma 1: Sestavení finančního plánu<sup>17</sup>

<sup>17</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 152)

Uvedené schéma představuje pouze základní kroky při sestavování finančního plánu. Při sestavování je nutné se neustále vracet a předchozí plánované hodnoty upravovat na základě informací získaných z později sestavených částí.<sup>18</sup>

## 2.6 Metoda diskontovaných peněžních toků

Jedná se o základní metodu výnosového ocenění podniku. Tato metoda je založena na úpravě očekávaných budoucích peněžních toků plynoucích z podniku na jejich současnou hodnotu. Podle způsobu úpravy těchto peněžních toků rozlišujeme její tři základní varianty, a to metodu DFC entity, DCF equity a DCF APV.<sup>19</sup> V této kapitole nejprve popíšeme tyto tři metody, poté se budeme zabývat stěžejními otázkami, které je při jejich použití nutno zodpovědět.

### 2.6.1 Metoda DCF entity

Jedná se v našem prostředí o pravděpodobně nejrozšířenější variantu metody diskontovaných peněžních toků. U této metody vycházíme při ocenění z volných peněžních toků na úrovni celého podniku, tj. pro majitele i úročené věřitele. Diskontní míra použitá k převodu budoucích peněžních toků na současnou hodnotu je proto v této variantě na úrovni vážených nákladů kapitálu (WACC). Jedná se o vážený průměr nákladů na cizí a vlastní kapitál.

Nevýhodou této metody je nutnost stanovit strukturu kapitálu společnosti, kterou je však možno stanovit až na základě samotného ocenění podniku. Při ocenění podniku touto metodou je tedy nutné se v ocenění vracet a strukturu kapitálu opakovaně vyladřovat. Zároveň je nutné dbát na to, aby změna struktury kapitálu byla zohledněna jak při výpočtu nákladů vlastního kapitálu, tak u vážených nákladů kapitálu.<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 153)

<sup>19</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 164-165)

<sup>20</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé Hlubší pohled na vybrané problémy* (2011, s. 20-21)

Hodnota získaná touto metodou ocenění je na úrovni brutto, pro stanovení hodnoty samotného podniku je tedy nezbytné ji dále očistit o hodnotu úročeného cizího kapitálu.

### **2.6.2 Metoda DCF equity**

V této metodě využíváme k ocenění podniku volné peněžní toky na úrovni vlastníků. V porovnání s peněžními toky na úrovni celého podniku jsou tyto poníženy o nákladové úroky a splátky úročeného cizího kapitálu, a naopak navýšené o nově přijatý cizí kapitál. Diskontní míra u této metody bude stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, přičemž je nutné ji upravit na konkrétní míru zadlužení oceňovaného podniku.

Tato metoda ocenění je využívána zejména pro výnosové ocenění bank a jiných finančních institucí, u nichž úročený cizí kapitál plní odlišnou funkci oproti běžným podnikům.

Stejně jako u metody DCF entity i při ocenění podniku touto metodou je nezbytné vyladit kapitálovou strukturu podniku v průběhu ocenění pomocí iteračního postupu.

Výsledkem ocenění touto variantou metody DCF je hodnota podniku netto, přičemž hodnota a toky pro vlastníka jsou viditelné již v samotném výpočtu, nikoliv až na závěr ocenění.<sup>21</sup>

### **2.6.3 Metoda DCF APV**

Jedná se o nejméně rozšířenou variantu metody diskontovaných peněžních toků. Obdobně jako metoda DCF entity vychází tato metoda z peněžních toků na úrovni celého podniku. Při výpočtu současné hodnoty podniku je samostatně počítána výnosová hodnota podniku při nulovém zadlužení, k ní je pak připočtena hodnota daňového štítu plynoucího z nákladových úroků.

Hlavní výhodou této varianty DCF je její nezávislost na kapitálové struktuře oceňovaného podniku, je zde tedy eliminováno riziko chyby v důsledku chybného stanovení výše vlastního kapitálu. Další výhodou je u této metody možnost rozlišit, jakou

---

<sup>21</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé Hlubší pohled na vybrané problémy* (2011, s. 21-22)

část hodnoty podniku tvoří jeho samotný provoz a jaká část připadá na úspory dosažené v důsledku způsobu jeho financování.

Jako hlavní problém spojený s touto metodou ocenění bývá uváděno stanovení nezadlužených nákladů vlastního kapitálu. Tyto jsou zpravidla stanovovány na základě údajů z kapitálových trhů, společnosti zde působící jsou však téměř vždy zadlužené. V našem prostředí je ovšem pro stanovení nákladů kapitálu i u ostatních variant DCF zpravidla využívána metoda analogie a provádí se přepočítání nezadlužených nákladů obdobných firem na zadlužení oceňovaného podniku.<sup>22</sup>

Stejně jako u metody DCF entity je i u této metody výsledkem ocenění hodnota brutto, pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu je tedy nezbytné ji dále očistit o hodnotu úročeného cizího kapitálu.

#### **2.6.4 Volba časového horizontu**

Jak jsme již uvedli dříve, hodnota podniku je stanovena jako součet všech budoucích toků plynoucích z podniku diskontovaných na současnou hodnotu. Ve většině případů u oceňovaného podniku pracujeme s předpokladem „going concern“, očekáváme tedy jeho existenci po nekonečně dlouhé období. Tento předpoklad ovšem vylučuje možnost plánu peněžních toků pro jednotlivá léta. Praxe řeší tento problém rozdělením budoucího období na dvě nebo tři fáze.

#### **Dvoufázová metoda**

Jedná se o v praxi nejčastěji využívanou metodu. Pro účely ocenění je v ní budoucí období rozděleno na dvě fáze. První fáze představuje období, ve kterém je volný peněžní tok prognózován pro jednotlivá léta, druhá fáze pak reflektuje období od konce první fáze do nekonečna. Délka první fáze by zpravidla měla představovat délku období, po které je podnik schopný si na trhu udržet konkurenční výhodu, druhá fáze pak nastává

---

<sup>22</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé Hlubší pohled na vybrané problémy* (2011, s. 23-26)

v okamžiku, kdy dojde ke stabilizaci podílu podniku na trhu a podnik dosáhne rovnováhy. Rovnováha se vyznačuje tím, že můžeme předpokládat:

- konstantní rentabilitu již investovaného kapitálu,
- konstantní rentabilitu nových investic,
- růst tržeb stabilním tempem.<sup>23</sup>

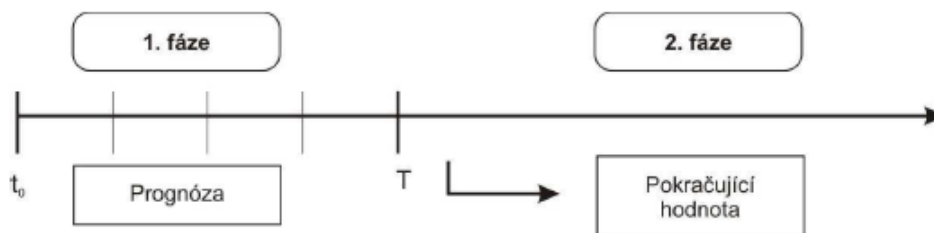


Schéma 2: Dvoufázová metoda<sup>24</sup>

### Třífázová metoda

Jedná se o metodu doporučovanou pro podniky, které v současné době rychle rostou, a pro podniky u nichž dojde ke stabilizaci parametrů pokračující hodnoty až za dlouhé časové období. V těchto případech je vhodnější rozdělit budoucí období na tři fáze:

- fáze rychlého růstu – sestavuje se kompletní finanční plán,
- přechodná fáze – FCF je odhadováno pomocí ročního tempa růstu,
- období stability – pokračující hodnotu počítáme obdobně jako u dvoufázového modelu.

Obecně jsou v první fázi předpokládány vysoké čisté investice výrazně převyšující odpisy, ve druhé fázi se tento rozdíl již snižuje a ve třetí fázi je předpokládána rovnost těchto položek. Pro názornější představu připojujeme následující schéma.

<sup>23</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 179-180)

<sup>24</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 178)

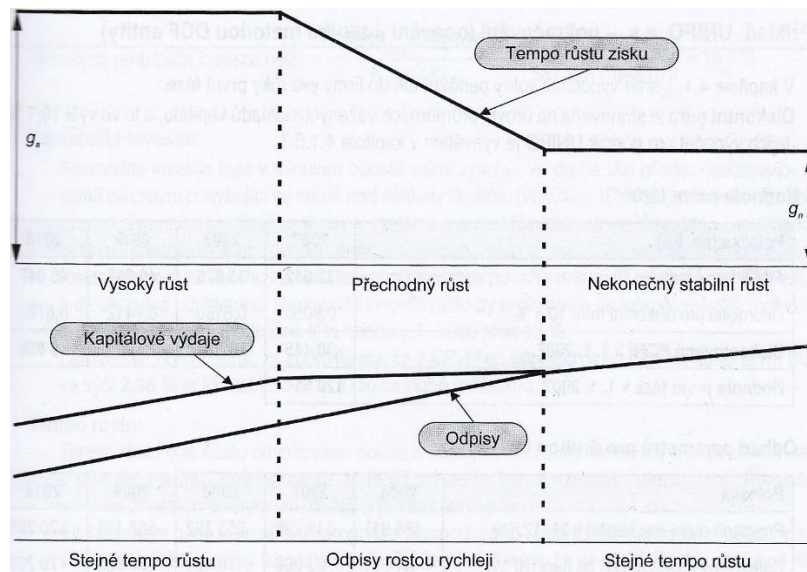


Schéma 3: Vztah tempa růstu zisků, odpisů a kapitálových výdajů<sup>25</sup>

## 2.6.5 Stanovení hodnoty pokračující fáze

Jak vyplývá z předchozí kapitoly, je při ocenění podniku potřeba stanovit hodnotu pokračující fáze, která představuje stabilní růst podniku do nekonečna. Při jejím výpočtu se v praxi používají následující postupy:

### Gordonův vzorec

„Normálně sestavujeme prognózu na jednotlivá léta jen pro omezený počet let. Doba první fáze se pohybuje v rozpětí 4 až 14 let. Pro druhou fázi předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků. Jedná se o tzv. Gordonův vzorec, který je běžně používaný pro oceňování akcií na základě dividend. Aplikujeme-li tento vzorec na volné peněžní toky, získáme pokračující hodnotu:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

<sup>25</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 201)

kde:  $T$  = poslední rok prognózovaného období  
 $i_k$  = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra  
 $g$  = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna  
 $FCFF$  = volný peněžní tok do podniku

Podmínkou platnosti vzorce je, aby  $i_k > g$ .<sup>26</sup>

### Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Parametrický vzorec je založen na rozvedeném vyjádření faktorů hodnoty Gordonova vzorce. Při výpočtu pokračující fáze se použije následující vztah:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

kde:  $KPVH$  = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

$r_I$  = rentabilita čistých investic

Výhoda tohoto vzorce v porovnání s Gordonovým vzorcem nastává v situaci, kdy  $r_I < i_k$ . Za těchto podmínek rentabilita investic ani nepokryje náklady kapitálu a podnik „ničí“ svou hodnotu. Tuto skutečnost však při použití Gordonova vzorce nemusíme odhalit.<sup>27</sup>

### Ocenění pokračující hodnoty na jiných než výnosových modelech

Jako další varianty stanovení hodnoty pokračující fáze uvádí odborná literatura<sup>28</sup> tyto možnosti:

<sup>26</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 183)

<sup>27</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 187-189)

<sup>28</sup> Např. MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 199)



- likvidační hodnota
- substituční hodnota
- „exit value“ založená na metodách tržního porovnání
- hodnota určená pomocí násobitele tržní cena/účetní hodnota vlastního kapitálu
- účetní hodnota

### 2.6.6 Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Pro stanovení hodnoty podniku výnosovým způsobem je nezbytné stanovit náklady na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál představují výnosové očekávání příslušných investorů. Na stanovení nákladů vlastního kapitálu má zásadní vliv kategorie zjišťované hodnoty. Zatímco u investiční hodnoty vycházíme z požadavků investora, pro nějž je ocenění zpracováno, u objektivizované hodnoty vycházíme z diskontní míry stanovené uzancí. V případě tržního ocenění je nutné stanovit náklady vlastního kapitálu ve výši očekávané příslušným trhem.

V praxi se pro stanovení nákladů vlastního kapitálu využívá zejména modelu CAPM, případně stavebnicová metoda.

#### Metoda CAPM

Tato metoda vychází při stanovení nákladů z bezrizikové úrokové míry, kterou navyšuje o dodatečná rizika. Při stanovení nákladů vlastního kapitálu vychází z následujícího vzorce:

$$N_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ$$

Kde  $N_{VK}$  představuje odhad nákladů vlastního kapitálu,  $r_f$  bezrizikovou výnosnost,  $\beta$  úroveň rizika oceňovaného podniku relativně k riziku kapitálového trhu jako celku,  $RPT$  rizikovou prémii kapitálového trhu a  $RPZ$  rizikovou prémii země. Se stanovením těchto koeficientů je spojeno několik otázek, na jejichž řešení neexistuje v rámci odborné veřejnosti širší shoda.

**Bezriziková úroková míra** by měla být představována výnosem aktiva s velmi malým rizikem. Pro účely ocenění jsou zpravidla využívány státní dluhopisy. Zatímco A. Damodaran uvádí: „*Je rovněž důležité, aby bezriziková míra byla konzistentní s diskontovaným peněžním tokem. Zejména měna bezrizikové úrokové míry a to, zda se jedná o reálnou nebo nominální úrokovou míru, by mělo být určeno měnou, ve které jsou peněžní toky odhadovány a tím, jestli je odhad prováděn jako reálný nebo nominální.*“<sup>29</sup> Naopak M. Mařík doporučuje vzhledem k nedostatečným datům z českého kapitálového trhu využít data z USA a tato upravit o aktuální riziko země.<sup>30</sup>

**Koeficient  $\beta$**  lze odhadnout třemi způsoby. Přístup tzv. historické bety vychází ze stanovení závislosti mezi výnosem akcie oceňovaného podniku a výnosy trhu jako celku. Vzhledem k nízkému počtu podniků s veřejně obchodovanými akciemi nemá tento postup v našich podmínkách širší využití. Při metodě analogie je pro stanovení podniku využita beta podobných podniků, které jsou obchodovány a jejichž činnost není diverzifikována. Variantou této metody je namísto bety podobného podniku využít průměrný údaj za určitý obor nebo odvětví. Poslední možností stanovení bety je na základě analýzy působících faktorů. Výhodou tohoto přístupu oproti předchozím je jeho zaměření na budoucnost, kdy při tržním ocenění podniku by měla být využita očekávaná data, nikoliv data historická.<sup>31</sup>

Na tomto místě považujeme za důležité zdůraznit, že u variant DCF entity a equity je potřeba použít při výpočtu koeficient beta upravený na úroveň zadlužení oceňovaného podniku, u v práci použité metody DCF APV naopak betu nezadluženou.

**Riziková prémie trhu** vyjadřuje rozdíl mezi požadovaným výnosem rizikem zatíženého portfolia oproti bezrizikovým aktivům. Zpravidla je stanovena jako rozdíl mezi některým z tržních akciových indexů a výnosem státních dluhopisů. Obdobně jako u bezrizikové úrokové míry zde panují neshody ohledně dat pro její stanovení. První oblastí neshod je délka období použitá pro stanovení rizikové prémie. Při delším časovém období dojde k eliminaci výkyvů trhu, při stanovení rizikové prémie však zohledňujeme

---

<sup>29</sup> DAMODARAN, A. *Estimating Risk free Rates* [online]. Dostupné z <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskfree.pdf> [cit. 23. 4. 2022]

<sup>30</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 233)

<sup>31</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 223-233)

data z dávno minulých období nemajících relevantní vliv na budoucí očekávání. Další neshody panují ohledně využití aritmetického nebo geometrického průměru dat za tato období. Poslední spornou oblastí je využití dat českého nebo zahraničního (zpravidla amerického) trhu. Vzhledem k omezenosti dat z českého trhu a jejich malé vypovídací schopnosti však v našich podmínkách převažuje využití amerických dat.

**Riziková prémie země** má v případě stanovení nákladů vlastního kapitálu ze zahraničních dat přizpůsobit tyto náklady odlišné míře rizika mezi americkým a českým trhem. Při stanovení rizikové prémie zpravidla vycházíme z rizika selhání země stanoveného pro jednotlivé státy ratingovými agenturami, kterou dále upravíme o rozdíl volatility trhu akcií a vládních dluhopisů tohoto státu. V závislosti na předpokládaném investorovi může být tato prémie dále upravena o rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci.

Odborná literatura doporučuje výslednou hodnotu nákladů vlastního kapitálu v případě potřeby dále modifikovat o další přírážky, například za nižší likviditu vlastnických podílů nebo přírážkou pro malé podniky.

### **Stavebnicová metoda**

Náklady vlastního kapitálu tato metoda stanovuje jako součet bezrizikové úrokové míry a přírážky za riziko. Riziková přírážka se v této metodě neurčuje z kapitálového trhu, ale vypočte se jako součet několika dílčích rizikových přírážek, přičemž jejich hodnocení je do značné míry závislé na subjektivním hodnocení oceňovatele. Z tohoto důvodu je využití této metody zpravidla omezeno pouze na stanovení investiční hodnoty podniku.

### 3 Představení společnosti

Název:	FLSmidth spol. s r.o.
Sídlo:	Brno, Řípská 1229/4a, PSČ: 627 00
IČO:	00346624
Obchodní rejstřík:	Krajský soud v Brně, spisová značka C 391
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Datum vzniku a zápisu:	10. 12. 1990
Základní kapitál:	13 362 tis. Kč

Dle obchodního rejstříku je předmětem podnikání FLSmidth spol. s r.o. *Výroba, instalace, opravy elektronických zařízení a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení a Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.*

Dle klasifikace ekonomických činností lze potom činnost společnosti klasifikovat CZ-NACE kódem 26.51 *Výroba měřicích, zkušebních a navigačních přístrojů a 28.1 Výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely.*

Společnost se zaměřuje na výrobu a dodávky zařízení sloužících k automatizaci výrobních procesů a řízení kvality převážně pro odvětví cementářského průmyslu. V České republice je společnost jediným producentem tohoto zaměření, v celosvětovém měřítku patří mezi 3 největší dodavatele těchto zařízení na trhu. Největšími zákazníky společnosti jsou tedy cementárny a také mateřská společnost, prostřednictvím které jsou realizovány zakázky pro zahraniční zákazníky.

Společnost zabezpečuje dodávka automatizovaných řešení pro tyto oblasti výroby cementu:

- Řízení a vyhodnocení kvality výroby zahrnující dodávky automatizovaných a robotizovaných systémů pro laboratoře
- Odběr a přeprava (potrubní poštou) reprezentativních vzorků práškových a zrnitých materiálů včetně potřebné technologie úpravy odebraných vzorků jako je drcení, dělení, sušení a mletí

- Speciální přístroje pro přípravu vzorků pro následnou XRF či XRD analýzu:
  - Zařízení pro mletí a lisování vzorků pro XRF analýzu
  - Zařízení pro dávkování a tavení vzorků pro XRF analýzu
  - Zařízení pro jemné lisování vzorků pro XRD analýzu
- Speciální měřicí a vyhodnocovací přístroje:
  - Scanner pro měření teploty pláště rotační pece
  - Analyzátor jemnosti mletí
  - Analyzátor volného vápna
  - Analyzátor chemického složení – uhlíku a síry

Společnost disponuje vlastní výrobní a montážní halou pro komplexní zajištění zakázky od vývoje po výrobu včetně vlastních testovacích a předváděcích prostor.

Mateřská společnost FLSmidth je přední světový dodavatel zařízení a služeb pro cementářenský a minerální průmysl s více než stoletou historií, zastoupením ve více než 60 zemích světa a více jak 10 000 zaměstnanci po celém světě.

Česká dceřiná společnost FLSmidth spol. s r.o. byla založena roku 1990 pod názvem AUTEK, spol. s r.o. V roce 2007 se stala součástí nadnárodní společnosti F.L. Smidth A/S, která v současné době vlastní ve společnosti podíl ve výši 100 %.

Společnost FLSmidth spol. s r.o. spadá v rámci skupiny do části zajišťující zařízení pro cementářenský průmysl. Svá zařízení samostatně vyvíjí a montuje z dílů od dodavatelů mimo skupinu, přičemž software potřebný k fungování celého automatizovaného systému je vyvíjen na úrovni mateřské společnosti, která je i vlastníkem tohoto softwaru. Z tohoto důvodu společnost samostatně prodává pouze jednotlivá zařízení, k jejichž užití není potřebný tento specifický software a prodeje kompletních zařízení probíhají vždy prostřednictvím mateřské společnosti. Prodeje kompletních systémů přitom představují rozhodující část prodeje společnosti (81,5 % v roce 2020, 86,6 % v roce 2019). Dceřiná společnost dále hradí mateřské společnosti každoročně poplatky za pojištění, obchodní známku, obchodní a technologickou podporu a manažerské poplatky.

V rámci skupiny FLSmidth byl zaveden systém využívání volných peněžních prostředků jednotlivých společností skupiny v rámci tzv. „cash pooling“. Prostředky vložené do tohoto systému nebo využívané z tohoto systému jsou v rozvaze vykázány

v položkách „Krátkodobé pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba“, případně „Krátkodobé závazky – ovládaná nebo ovládající osoba“. Téměř ve všech sledovaných obdobích byla společnost FLSmith spol. s r.o. v rámci tohoto systému v pozici věřitele.

## 4 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy v rámci ocenění podniku je zhodnotit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten je závislý na:

- vnějším potenciálu (příležitosti a hrozby obecného i oborového okolí)
- vnitřním potenciálu (schopnost využít tyto příležitosti a čelit rizikům)<sup>32</sup>

V této kapitole bude proveden rozbor prostředí, ve kterém oceňovaný podnik podniká, a to jak makroekonomická situace, tak situace na trhu, na němž podnik působí a prostředí uvnitř samotného podniku.

### 4.1 Makroprostředí

#### Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt je ukazatel, který se používá pro určování výkonnosti ekonomiky států, případně globální ekonomiky. Vzhledem ke skutečnosti, že námi posuzovaný podnik působí celosvětově, je pro zhodnocení makroekonomického prostředí podniku použit vývoj světového HDP.

Tabulka 1: Světový hrubý domácí produkt (v cenách 2015)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	skutečnost					predikce			
mld. USD	77 230	79 860	82 470	84 610	81 830	86 331	89 870	92 746	95 714
Růst v %	2,83	3,39	3,27	2,60	-3,29	5,50	4,10	3,2	3,2

Zdroj: data.worldbank.org, 2022, vlastní výpočet

Celosvětový hrubý domácí produkt vykazoval v posledních letech stabilní růst kolem 3 %. V roce 2020 byla světová ekonomika zasažena pandemií onemocnění COVID-19 a s ní spojenými opatřeními, zejména lockdowny a z nich vyplývajících omezením nebo přerušením činnosti řady ekonomických odvětví.

<sup>32</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 56)

Predikce budoucího vývoje vychází z údajů publikovaných v lednu 2022, nezohledňuje tedy důsledky invaze ruských vojsk na Ukrajinu a na ni navazující ekonomické sankce vůči Rusku a Bělorusku.

Vzhledem ke skutečnosti, že zákazníci oceňovaného podniku jsou zejména cementárny a výroba cementu není rozložena v rámci světa rovnoměrně, následující tabulka ukazuje vývoj hrubého domácího produktu čtyř zemí s největší produkcí cementu.

Tabulka 2: Hrubý domácí produkt hlavních producentů cementu (v cenách 2015, mld. USD)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	skutečnost					predikce			
Čína	11 820	12 640	13 490	14 300	14 630	15 815	16 574	17 436	18 351
Růst v %	6,85	6,95	6,75	5,95	2,35	8,10	4,80	5,20	5,25
Indie	2 280	2 430	2 590	2 700	2 500	2 738	2 970	3 165	3 364
Růst v %	8,26	6,80	6,53	4,04	-7,25	9,50	8,52	6,57	6,29
Vietnam	205	219	235	251	259	269	287	306	327
Růst v %	6,21	6,81	7,08	7,02	2,91	3,78	6,63	6,80	6,98
USA	18 550	18 980	19 550	19 970	19 290	20 442	21 505	21 973	22 347
Růst v %	1,71	2,33	3,00	2,16	-3,41	5,97	5,20	2,18	1,7

Zdroj: data.worldbank.org, 2022, predikce: statista.com, vlastní výpočet

Hrubý domácí produkt hlavních producentů cementu rostl s výjimkou USA rychleji než světový hrubý domácí produkt. Hlavní příčinou tohoto jevu je skutečnost, že výroba cementu se jako neekologická v posledních letech přesunula do rozvojových zemí. I v případě hlavních producentů cementu však lze zaznamenat nižší růst HDP, případně jeho pokles v roce 2020.

### Kurz CZK/EUR a USD

Vzhledem ke skutečnosti, že více než 90 % produkce podniku je určeno na vývoz na zahraniční trhy, je většina tržeb podniku v zahraničních měnách. Vývoj kurzu CZK k EUR a USD je zachycen v následujících grafech.





Graf 1: Vývoj kurzu EUR/CZK v letech 2016 - 2020

Zdroj: Česká národní banka



Graf 2: Vývoj kurzu USD/CZK v letech 2016-2020

Zdroj: Česká národní banka

Do 6. dubna 2017 prováděla ČNB devizové intervence, pomocí nichž držela kurz koruny slabší nebo roven 27,00 CZK/EUR. V následujících letech docházelo k postupnému posilování koruny. Kurz se následně ustálil mezi 25,00 a 26,00 CZK/EUR. V důsledku propuknutí pandemie COVID-19 došlo na začátku roku 2020 k prudkému oslabení koruny.

## Nezaměstnanost

Tabulka 3: Vývoj nezaměstnanosti v České republice

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	skutečnost					predikce	
Průměrná míra nezaměstnanosti v %	4,0	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,3

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky, 2022

Průměrná míra nezaměstnanosti dosahovala po celé sledované období velmi nízkých hodnot, v letech 2016-2019 navíc docházelo k dalšímu poklesu. Tento trend byl zastaven až v důsledku epidemie COVID-19. Propouštění však nebylo rovnoměrně rozloženo mezi všechny obory a ve většině odvětví ekonomiky i nadále přetrvává nedostatek pracovníků, který bude pravděpodobně dále zesílen dalším predikovaným poklesem průměrné míry nezaměstnanosti. Tato skutečnost povede k tlaku na růst mezd ve všech odvětvích.

## 4.2 Relevantní trh

### Vymezení trhu z hlediska produktu

Podnik se zabývá vývojem, výrobou, instalací a servisem technického zařízení pro řízení a vyhodnocení kvality výroby v cementářenském průmyslu. Jedná se o automatizované a robotizované systémy pro laboratoře, speciální přístroje pro přípravu vzorků a následnou XRF či XRD analýzu a speciální měřicí a vyhodnocovací přístroje. Podnik zajišťuje zakázky od vývoje po výrobu a testování.

Z hlediska produktu se tedy jedná o velmi úzce definovaný trh s malým počtem konkurentů. V případě nedostatku informací o tomto trhu byla použita data o trhu dle klasifikace CZ-NACE 26.51 *Výroba měřících, zkušebních a navigačních přístrojů*, případně trhu strojního průmyslu.

## Vymezení trhu z hlediska teritoriálního

Podnik dodává své výrobky v rámci celého světa, přičemž rozhodující část odbytu je realizována mimo území České republiky. Prodeje jednotlivých zařízení a servis v rámci ČR probíhá přímo mezi oceňovaným podnikem a koncovým zákazníkem, zatímco prodeje technologických celků probíhají přes mateřskou společnost, kdy tato od oceňovaného podniku výrobky odkupuje a následně je sama prodává koncovému zákazníkovi, a to převážně samostatně, v menším objemu pak jako součást dodávky komplexního řešení celé výroby cementárny.

Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem bude dále jako relevantní trh z teritoriálního hlediska uvažován globální trh.

## Růst trhu

Tabulka 4: Světová produkce cementu

Rok	1995	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Produkce (v mld tun)	1,39	1,6	2,3	3,31	4,1	4,2	4,05	4,1	4,1	4,1

Zdroj: <https://www.statista.com/statistics/1087115/global-cement-production-volume/>

Z globálního hlediska jsou na trhu cementu přebytečné výrobní kapacity, nové cementárny proto vznikají pouze výjimečně. Potenciál dodávek pro nově vznikající projekty cementáren je proto zanedbatelná.

Za pozitivní pro budoucí vývoj trhu lze považovat zvyšující se tlak na dodržení přesného složení dodávaného materiálu a zároveň narůstající požadavky na ekologičnost výroby, kdy jsou cementárny často nuceny přecházet ze vstupů s poměrně homogenními vlastnostmi (získávání energie z uhlí) na materiály s nestálou výhřevností (topení štěpkou nebo biodpadem). V důsledku toho narůstá tlak na přesnější sledování jak samotného zpracovávaného materiálu, tak dalších používaných vstupů.

Za další pozitivní impuls pro růst trhu lze považovat očekávané investice do infrastruktury ze strany vlád snažících se obnovit hospodářský růst po pandemii COVID - 19.

Posledním faktorem, který bude mít zásadní vliv na růst trhu je současný konflikt na Ukrajině. Z krátkodobého hlediska lze očekávat negativní vliv, kdy cena zemního plynu tvoří významnou nákladovou položku při produkci cementu a Rusko patří mezi deset největších producentů cementu. Ve střednědobém horizontu lze v důsledku konfliktu naopak očekávat nárůst poptávky po produkci oceňovaného podniku, jak z důvodu nárůstu poptávky po stavebních materiálech při obnově, tak z důvodu přesunu části výrobních kapacit cementu zpět na území Evropské unie.

Vzhledem k nedostupnosti globálních dat byla pro stanovení růstu trhu použita data pro Českou republiku pro CZ-NACE 26.51.<sup>33</sup>

Tabulka 5: Tržby odvětví CZ-NACE 26.5 za období 2016-2020

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb (mil. Kč)	81 577	99 368	105 210	76 272	67 304
Podíl tržeb FLSmidth na odvětví	0,33 %	0,19 %	0,20 %	0,40 %	0,37 %

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR

Z tabulky je patrné, že tržby oceňovaného podniku jsou do značné míry nezávislé na vývoji tržeb odvětví v rámci České republiky, a proto tento údaj již pro další posouzení vývoje tržeb oceňovaného podniku nebude využit.

### 4.3 Porterův model pěti sil

#### Odběratelé

Odběrateli oceňovaného podniku jsou v převážné míře cementárny, v menší míře pak další podniky zpracovávající heterogenní materiál na homogenní výstup (převážně pak podniky zpracovávající železné rudy). Jak již bylo uvedeno výše, podnik realizuje prodeje prostřednictvím mateřské společnosti, případně prostřednictvím dalších společností ze skupiny, které mají za úkol zajišťovat obchodní zastoupení na daném

<sup>33</sup> Panorama zpracovatelského průmyslu ČR [online]. Dostupné z <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html> [cit. 21. 4. 2022]

cílovém trhu. Převážná část výnosů podniku je dlouhodobě soustředěna na 10 největších zákazníků.

### **Dodavatelé**

Dodavatele podniku je možno rozdělit do tří hlavních skupin.

V první skupině jsou globální dodavatelé zajišťující komponenty pro celou skupinu v rámci celého světa. Jedná se zejména o společnosti ABB, Siemens a Beckhoff. V rámci této skupiny dodavatelů těží podnik z postavení v rámci skupiny, kdy nákupy probíhají dle podmínek sjednaných v rámcových smlouvách mezi dodavatelem a mateřskou společností.

Druhou skupinu tvoří dodavatelé standardních komponent. Tuto skupinu tvoří zejména lokální dodavatelé, přičemž smlouvy jsou zde řešeny na úrovni oceňovaného podniku. Jedná se zpravidla o menší společnosti, pro něž je oceňovaný podnik významným odběratelem.

Poslední skupinu reprezentují výrobci dílů, které jsou duševním vlastnictvím oceňovaného podniku, případně jiné společnosti ve skupině. Jedná se přibližně o 20 dodavatelů, kteří jsou vzájemně zastupitelní. Postavení podniku vůči těmto dodavatelům je nejsilnější, kdy si tyto vzájemně konkurují a zároveň nemají možnost díly nabízet jiným společnostem.

### **Stávající konkurenti**

Z globálního hlediska působí na posuzovaném trhu tři společnosti – posuzovaná společnost FLSmidth, společnost Polysius (dceřiná společnost Thyssen Krupp) a společnost Herzog. Jedná se o společnosti nabízející komplexní automatizovaná řešení pro cementárny na vysoké technologické úrovni. U obou hlavních konkurentů představují výrobky nabízené posuzovanou společností pouze část jejich produktů, v rámci svého portfolia nabízí i další technologie pro cementárny, které v rámci FLSmidth zajišťují jiné společnosti ve skupině.

V jednotlivých regionech (zejména jižní a jihovýchodní Asii) se vyskytují lokální konkurenti, kteří však dodávají výrobky výrazně nižší kvality bez odpovídajícího softwaru a kteří konkurují pouze cenou. Výrobky těchto společností zpravidla nesplňují požadavky na kvalitu řízení procesů ze strany velkých společností a nejsou tedy ve větším měřítku konkurenceschopné.

### **Potenciální konkurenti**

Pro případné zájemce o vstup na trh existují značné překážky vstupu. Vytvoření vlastního konkurenceschopného technologického řešení je spojeno s velkými náklady na vývoj jak technologie, tak softwaru spojeného s jejím fungováním. Vzhledem k rychlosti vývoje řešení ze strany existujících subjektů navíc hrozí, že i přes značnou vstupní investici bude vyvinuté řešení v době vstupu nového subjektu na trh již technologicky překonáno.

Tyto bariéry vstupu jsou nižší na rozvíjejících se trzích, na kterých je nedostatečná ochrana duševního vlastnictví. Lokální konkurenti se zde snaží konkurovat s technologiemi napodobujícími řešení jednoho ze stávajících subjektů, tyto však zpravidla neobsahují odpovídající software a jsou použitelná pouze pro kupující s nízkými nároky na kvalitu kupovaného produktu.

### **Substituční produkty**

Vzhledem ke značně heterogenním vstupům a nutnosti homogenního výrobku je při výrobě cementu kontrola nezbytná. V současné době je jediným substitutem vůči automatizované analýze manuální analýza ze strany zaměstnanců cementárny. Tento postup je však natolik nákladný a s tak vysokým rizikem chyby, že již není v současné době využíván. V rámci vědecko-technologického pokroku může dojít ke vzniku substitutu. Považujeme však za pravděpodobnější, že bude nadále docházet ke zdokonalování již existujících výrobků.

## 4.4 Vnitřní potenciál

Jádro analýzy vnitřního potenciálu bude v hodnocení přímých a nepřímých faktorů, které ovlivňují konkurenční sílu oceňovaného podniku. Hlavním cílem této části by mělo být posouzení schopnosti podniku využít růstový potenciál relevantního trhu a schopnost odolat hrozbám plynoucím z konkurenčního prostředí.<sup>34</sup> Za tímto účelem jsme zvolili metodologii podle Maříka<sup>35</sup>, kdy přiřazujeme bodové hodnocení od 0 do 6 jednotlivým kategoriím, ve kterých je podnik srovnáván se svou konkurencí.

### Kvalita výrobků

Oceňovaná společnost patří na trhu mezi vedoucí podniky v oblasti kvality výrobků i v oblasti pokročilosti nabízené technologie. Kvalita a komplexnost nabízených systémů je hlavní konkurenční výhodou společnosti zejména vůči drobné regionální konkurenci. Ve srovnání s globální konkurencí jsou uděleny **3 body**, ve srovnání s lokální konkurencí pak je uděleno nadprůměrných **5 bodů**.

### Cenová úroveň

Společností nabízená řešení jsou zpravidla na obdobné cenové úrovni jako řešení jejich dvou hlavních konkurentů. Řešení nabízená ze strany lokálních společností jsou pak většinou levnější, jedná se však zároveň o produkt nižší kvality. Při porovnání s hlavními konkurenty jsou uděleny **3 body**, u lokální konkurence pak **0 bodů**.

### Šíře produktového portfolia

Společnost nabízí řešení přizpůsobená přímo podle požadavků zákazníka, což je ovšem v tomto odvětví běžná praxe a neposkytuje to společnosti zásadní konkurenční výhodu oproti hlavním konkurentům. Toto kritérium je rovněž hodnoceno **3 body**.

---

<sup>34</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 56)

<sup>35</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 82)

## **Běžná dostupnost**

Společnost má obchodní zastoupení a servisní partnery prostřednictvím mateřské společnosti na všech významných světových trzích. Obdobná situace je i u dvou hlavních konkurentů, kdy sice na lokální úrovni existují na jednotlivých trzích drobné rozdíly v šíři a kvalitě prodejní a servisní sítě, z globálního hlediska jsou však tyto tři společnosti zastoupeny na všech významných trzích. V této skupině hodnotíme průměrnými **3 body**. Lokální konkurence se zpravidla vyskytuje jen na jednom trhu, případně v geograficky značně omezeném regionu a její zastoupení mimo tyto trhy je většinou neexistující nebo zcela zanedbatelné. V této skupině hodnotíme **5 body**.

## **Marketing a reklama**

Vzhledem ke skutečnosti, že se jedná o trh s omezeným množstvím subjektů jak na straně nabídky, tak na straně poptávky, klasická reklama není společnostmi fungujícím na trhu prakticky využívána. Společnost těží zejména z možnosti prezentovat své produkty na oborových konferencích, v odborných časopisech a na specializovaných veletrzích, kam je zpravidla jako jeden z hlavních výrobců zvána přímo ze strany organizátorů. Rovněž využívá reference v rámci celé skupiny. Ve srovnání s globálními konkurenty hodnotíme toto kritérium **3 body**, ve srovnání s lokální konkurencí pak **6 body**.

## **Kvalita managementu**

Vzhledem ke způsobu zpracování tohoto ocenění bude muset být hodnocení tohoto faktoru omezeno pouze na veřejně dostupné informace, kterých navíc není mnoho. Vzhledem k finanční síle skupiny, vlastníci oceňovanou společnost, je tato schopna získávat úspěšné managery z menších společností v dané lokalitě. Vzhledem k omezeným informacím hodnotíme **3 body**.



## Výkonný personál

Česká republika dlouhodobě patří mezi oblasti s velmi kvalitní základnou strojní výroby a tomu odpovídá vysoká kvalifikovanost českých strojírenských pracovníků ve srovnání se zahraniční konkurencí. Tato výhoda je výrazná zejména při srovnání s lokálními podniky na rozvojových trzích. Ve srovnání s hlavními konkurenty hodnotíme **3 body**, proti lokální konkurenci hodnotíme **5 body**.

Tabulka 6: Výsledky analýzy vnitřního potenciálu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha
		Negativní		Průměrné			Pozitivní		x
		0	1	2	3	4	5	6	Body
Kvalita výrobků	2				x				6
	2						x		10
Cenová úroveň	3				x				9
	3	x							0
Šíře produktů a portfolia	1				x				3
Běžná dostupnost	1				x				3
	1						x		5
Marketing a reklama	1				x				3
	1							x	5
Kvalita managementu	2				x				6
Výkonný personál	2				x				6
	2						x		10
<b>Celkem</b>	12								36/39
<b>Atraktivita trhu – hlavní konkurenti: 50,0 %</b>									
<b>Atraktivita trhu – lokální konkurenti: 54,2 %</b>									

Zdroj: Mařík a kol. (2011a), vlastní úprava

Z hlediska vnitřního potenciálu je síla společnosti srovnatelná s jejími hlavními konkurenty. Společnost má konkurenční výhodu vůči lokálním konkurentům, jejich podíl na celosvětovém trhu je však zanedbatelný.

## 4.5 Finanční analýza

Následující kapitola se bude věnovat finanční analýze. Pro účely tohoto ocenění pak půjde především o posouzení finančního zdraví oceňovaného podniku. Výsledky by měly navázat na předchozí kapitolu a vytvořit tak kompletnější zhodnocení celkového stavu podniku a vytvořit základy pro jeho ocenění.

### 4.5.1 Analýza stavových ukazatelů

V této části finanční analýzy se budeme zabývat vertikální a horizontální analýzou účetních výkazů společnosti FLSmidth spol. s r.o.

#### Analýza majetku

Tato část je věnována analýze majetku oceňovaného podniku, tedy jeho aktiv.

Tabulka 7: Horizontální analýza aktiv (v %)

		2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
Ozn.	AKTIVA CELKEM	-10,3	3,4	12,4	11,0
B.	Dlouhodobý majetek	-14,4	-10,3	12,2	-10,8
C.	Oběžná aktiva	-8,5	6,1	13,4	12,6
C.I	Zásoby	4,7	54,7	34,6	3,0
C.II.1	Dlouhodobé pohledávky	-2,0	3,1	-20,0	-18,1
C.II.2	Krátkodobé pohledávky	-3,7	-16,5	-11,5	32,4
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	-65,4	-70,4	49,0	3,2
D.I	Časové rozlišení aktiv	333,4	-35,5	-63,9	225,2

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Tabulka 8: Vertikální analýza aktiv (v %)

		2016	2017	2018	2019	2020
Ozn.	AKTIVA CELKEM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
B.	Dlouhodobý majetek	12,0	11,5	9,9	9,9	8,0
C.	Oběžná aktiva	87,6	86,7	88,9	89,7	91,0
C.I	Zásoby	26,6	31,1	46,5	55,6	51,6
C.II.1	Dlouhodobé pohledávky	2,1	2,3	2,3	1,6	1,2
C.II.2	Krátkodobé pohledávky	44,6	47,9	38,6	30,4	36,3
	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	28,1	19,6	2,0	0,0	14,5
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	14,4	5,5	1,6	2,1	1,9
D.I	Časové rozlišení aktiv	0,4	1,8	1,1	0,4	1,1

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Na základě vertikální analýzy se společnost řadí mezi kapitálově lehké, tj. převládají u ní oběžná aktiva, která tvoří od 86,7 do 91,0 % celkových aktiv, přičemž tato část meziročně roste. Tento výsledek je však do značné míry zkreslený skutečností, že oceňovaná společnost nevlastní část budov v areálu, který užívá ke své činnosti a tyto budovy si pouze pronajímá. Další významná skutečnost ovlivňující poměr dlouhodobého majetku a oběžných aktiv je existence „cash pooling“ ve skupině, jejíž je oceňovaný podnik součástí, přičemž značnou část krátkodobých pohledávek společnosti tvoří právě pohledávky v rámci „cash pooling“.

Vzhledem ke skutečnosti, že ani u podniků použitých k porovnání nebyly upraveny účetní výkazy pro potřeby porovnání, ponechávám výkazy oceňované společnosti pro účely finanční analýzy ve stávajícím stavu a k jejich úpravě bude přistoupeno až v rámci tvorby finančního plánu.

### **Analýza zdrojů financování**

Obdobnou analýzu jako u majetku provedeme i u zdrojů jeho financování (pasiv). Následující tabulky uvádí výsledky horizontální a vertikální analýzy.

Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv (v %)

		2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
Ozn.	PASIVA CELKEM	-10,3	3,4	12,4	11,0
A.	Vlastní kapitál	-6,6	-3,3	12,1	16,9
A.III	RF fond a ostatní fondy ze zisku	0,0	52,0	261,2	-6,0
A.IV	Výsledek hospodaření min. let	28,4	-7,3	-3,7	13,7
A.V	VH běžného účetního období	-130,3	-57,7	-521,5	54,7
B.	Cizí zdroje	-12,9	13,7	20,6	-2,6
B.I	Rezervy	49,2	-64,7	5,6	-24,4
B.III	Krátkodobé závazky	-37,5	87,7	23,3	0,8
C.I	Časové rozlišení pasiv	-86,3	579,1	-66,2	21,5

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Tabulka 10: Vertikální analýza pasiv (v %)

		2016	2017	2018	2019	2020
Ozn.	PASIVA CELKEM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
A.	Vlastní kapitál	70,8	73,8	69,0	68,7	72,4
A.I	Základní kapitál	6,1	6,9	6,6	5,9	5,3
A.III	RF fond a ostatní fondy ze zisku	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
A.IV	Výsledek hospodaření min. let	50,1	71,8	64,3	55,1	56,4
A.V	VH běžného účetního období	14,5	-4,9	-2,0	7,5	10,5
B.	Cizí zdroje	26,6	25,8	28,4	30,5	26,7
B.I	Rezervy	7,5	12,5	4,3	4,0	2,7
B.II	Dlouhodobé závazky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B.III	Krátkodobé závazky	19,1	13,3	24,1	26,4	24,0
C.I	Časové rozlišení pasiv	2,6	0,4	2,6	0,8	0,9

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Ve struktuře pasiv převažuje vlastní kapitál (68,7 až 73,8 % pasiv), a to zejména výsledek hospodaření minulých let (50,1 až 71,8 % pasiv). V rámci cizích zdrojů jsou zastoupeny převážně neúročené krátkodobé závazky (13,3 až 26,4 %). Společnost nemá žádné úročené cizí zdroje. Z porovnání dlouhodobých zdrojů financování s objemem dlouhodobého majetku vyplývá výrazně konzervativní strategie financování, kterou potvrzují i vysoké hodnoty zadržovaného zisku. Tato strategie působí pozitivně na

stabilitu podniku, vede však zpravidla k vyšším nákladům kapitálu a negativně působí na hodnoty rentability zejména vlastního kapitálu.

### Analýza výkazu zisků a ztrát

V následující tabulce můžeme vidět změnu nejvýznamnějších položek výkazu zisků a ztrát oceňované společnosti ve sledovaném období.

Tabulka 11: Horizontální analýza VZZ (v %)

Položka	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020
Výkony	-19,3	14,0	43,0	-16,9
Tržby z prodeje výrobků a služeb	-27,8	7,8	46,6	-19,1
Výkonová spotřeba	-17,9	25,3	43,6	-26,1
Přidaná hodnota	-43,4	-32,2	59,6	7,5
Změna stavu zásob vlastní činností	-155,4	143,7	-8,5	32,6
Osobní náklady	-0,3	18,0	6,8	-1,4
Provozní výsledek hospodaření	-111,8	-24,4	-781,6	55,6
Finanční výsledek hospodaření	230,6	-70,7	-75,3	-21,2
Výsledek hospodaření před zdaněním	-123,0	-46,1	-601,4	56,6
Daň z příjmů	-72,5	-107,6	-2982,4	64,9
Výsledek hospodaření za účetní období	-135,1	-57,7	-521,5	54,7

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Tabulka 12: Vertikální analýza VZZ (v %)

Položka	2016	2017	2018	2019	2020
Výkony	93,8	104,8	110,8	108,0	111,1
Tržby z prodeje výrobků a služeb	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Výkonová spotřeba	61,1	69,5	80,8	79,1	72,2
Přidaná hodnota	38,9	30,5	19,2	20,9	27,8
Změna stavu zásob vlastní činností	6,2	-4,8	-10,8	-6,7	-11,1
Osobní náklady	20,4	28,1	30,8	22,4	27,3
Provozní výsledek hospodaření	13,1	-2,1	-1,5	7,0	13,5
Finanční výsledek hospodaření	-0,4	-1,9	-0,5	-0,1	-0,1
Výsledek hospodaření před zdaněním	12,7	-4,0	-2,0	6,9	13,4
Daň z příjmů	2,5	0,9	-0,1	1,3	2,6
Výsledek hospodaření za účetní období	10,2	-5,0	-2,0	5,6	10,7

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Vývoj tržeb podniku byl ve sledovaném období poměrně rozkolísaný. V roce 2017 došlo k významnému poklesu tržeb. Tato skutečnost je důsledkem událostí z roku 2015, kdy byly na společnost převedeny zakázky zrušené sesterské společnosti. Tyto zakázky byly dokončeny v průběhu roku 2016 a na tržbách dalších let se již neprojevovaly. V letech 2018 a 2019 docházelo k opětovnému růstu tržeb, který byl zastavený pandemií COVID-19, kdy společnost neměla možnost dokončit velkou část zakázek.

Nejvýznamnější nákladovou položkou je Spotřeba materiálu a energie (40,1 až 66,1 %), následovaná Osobními náklady (20,4 až 30,8 %) a Službami (13,1 až 21,4 %). Služby představují zejména náklady na dopravu, nájemné budov a manažerské poplatky.

#### **4.5.2 Analýza poměrových ukazatelů**

Jednotlivé ukazatele budou hodnoceny z hlediska času za posledních 5 let, bude však také provedeno srovnání s odvětvovými průměry (NACE 26.5). Srovnání s hlavními konkurenty nebylo možno provést, kdy jsou u nich dostupná data pouze za celou skupinu, přičemž obor podnikání oceňovaného podniku tvoří pouze marginální část tržeb těchto skupin. Ukazatele budou postupně hodnotit pozici podniku v rámci likvidity, dlouhodobé finanční stability, rentability, aktivity a produktivity.

##### **Ukazatele likvidity**

Tyto ukazatele hodnotí schopnost podniku hradit své závazky vůči věřitelům. V této části se zaměříme na běžnou, pohotovou a okamžitou likviditu.

V první tabulce je provedeno srovnání úrovně běžné likvidity oceňovaného podniku s odvětvovými průměry podle CZ-NACE. Běžná likvidita je stanovena jako poměr oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům.

Tabulka 13: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – běžná likvidita

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Běžná likvidita (FLSmidth)	4,56	6,53	3,69	3,39	3,79
Běžná likvidita (NACE 26)	0,65	0,71	0,76	1,50	1,53
Běžná likvidita (NACE 28)	1,63	1,60	1,59	1,65	1,67

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO

A. Damodaran k běžné likviditě uvádí: „Ač tradiční analýzy doporučují, aby podniky udržovaly běžnou likviditu ve výši 2 a více, minimalizace rizika likvidity je vyměněna za vázání většího a většího množství hotovosti v čistém pracovním kapitálu. Ve skutečnosti je možno racionálně oponovat, že vysoká hodnota běžné likvidity značí nezdravou společnost mající problém se snižováním svých zásob.“<sup>36</sup>

U oceňovaného podniku můžeme pozorovat hodnoty běžné likvidity vysoko nad průměrem oboru. Toto lze z velké míry přičíst skutečnosti, že společnost FLSmidth dodává technická zařízení, jejichž doba výroby je oproti odvětvovému průměru výrazně delší a společnost drží po dobu výroby velké množství zásob.

Další příčinou tohoto stavu je „cash pooling“, kdy námi posuzovaná společnost drží neprovozní pohledávky za jinými společnostmi ve skupině, které zvyšují běžnou i pohotovou likviditu.

Následuje porovnání úrovně pohotové likvidity oceňovaného podniku s odvětvovými průměry. Pohotová likvidita je stanovena jako poměr oběžných aktiv ponížených o zásoby ke krátkodobým závazkům.

Tabulka 14: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – pohotová likvidita

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Pohotová likvidita (FLSmidth)	3,13	4,19	1,76	1,29	1,64
Pohotová likvidita (NACE 26)	0,45	0,47	0,48	1,04	1,07
Pohotová likvidita (NACE 28)	1,04	1,03	0,99	1,02	1,07

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO

<sup>36</sup> DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2012, s. 48)

Rozdíl hodnot pohotové likvidity mezi FLSmidth a oborovými hodnotami již není tak významný, jako tomu bylo u hodnot běžné likvidity. V letech 2016-2017 dosahuje pohotová likvidita vyšších hodnot, než je běžné v odvětví, což je způsobeno zejména vysokými hodnotami peněžních prostředků. V následujících letech se již pohotová likvidita blíží oborovým hodnotám.

Posledním zkoumaným ukazatelem je úroveň okamžité likvidity. Ta je stanovena jako poměr peněžních prostředků ke krátkodobým závazkům.

Tabulka 15: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – okamžitá likvidita

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Okamžitá likvidita (FLSmidth)	0,77	0,42	0,07	0,08	0,08
Okamžitá likvidita (NACE 26)	0,07	0,09	0,08	0,14	0,19
Okamžitá likvidita (NACE 28)	0,29	0,26	0,27	0,28	0,36

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO

Jak již bylo uvedeno výše, podnik držel v letech 2016-2017 vysoké hodnoty peněžních prostředků. Po tomto roce jsou již hodnoty okamžité likvidity blízké oborovým hodnotám.

### Ukazatele dlouhodobé finanční stability

Pro analýzu společnosti byl zvolen koeficient samofinancování, který je stanoven jako poměr mezi vlastním kapitálem a celkovými aktivy. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost neviduje žádný úročený cizí kapitál, ukazatele úrokového krytí nebyly k analýze použity.

Tabulka 16: Porovnání oceňovaného podniku s oborem koeficient samofinancování (v %)

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Koef. samofinancování (FLSmidth)	70,79	73,76	68,97	68,74	72,40
Koef. samofinancování (NACE 26)	30,97	32,30	36,17	53,73	53,03
Koef. samofinancování (NACE 28)	52,23	52,02	53,32	54,93	54,61

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO



Koeficient samofinancování nám ukazuje, že posuzovaný podnik má nižší zadluženost, než je běžné v oboru jeho působení. Jak bylo uvedeno již u analýzy pasív, tato strategie vede k vyšší stabilitě podniku, má však negativní vliv na výši nákladů kapitálu a negativně působí na hodnoty rentability, zejména vlastního kapitálu.

### Ukazatele rentability

Na základě předchozích analýz je možné konstatovat, že krátkodobá existence podniku není ohrožena. Ukazatele rentability nám umožní vyhodnotit, do jaké míry je posuzovaný podnik schopen zhodnocovat vložené prostředky. K tomuto účelu budou použity ukazatele rentability na úrovni celkových aktiv (ROA) a vlastního kapitálu (ROE). ROA je stanovena jako poměr EBIT/aktiva, ROE jako EBIT/VK.

Tabulka 17: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – rentabilita aktiv (v %)

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Rentabilita aktiv (FLSmidth)	15,6	-4,0	-2,1	9,3	13,1
Rentabilita aktiv (NACE 26)	1,24	6,14	6,55	7,40	1,78
Rentabilita aktiv (NACE 28)	5,97	6,28	4,63	5,65	3,56

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO

Tabulka 18: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – rentabilita vlastního kapitálu (v %)

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Rentabilita VK (FLSmidth)	22,1	-5,4	-3,0	13,6	18,1
Rentabilita VK (NACE 26)	7,02	7,67	7,75	10,51	
Rentabilita VK (NACE 28)	8,20	7,08	4,95	6,80	

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO

S výjimkou let 2017 a 2018 vykazuje oceňovaná společnost nadprůměrnou rentabilitu kapitálu v porovnání s oběma srovnávanými obory podnikání. Při meziročním srovnání lze u podniku sledovat významné změny v rentabilitě mezi jednotlivými roky. Příčinou těchto výkyvů je skutečnost, že společnost zpracovává dlouhodobé projekty, jejichž realizace může přesáhnout jedno účetní období. Zároveň značnou část nákladů společnosti tvoří náklady, jejichž výše je do značné míry fixní (osobní náklady), nebo

jejichž výše není závislá na tržbách (manažerské poplatky mateřské společnosti). Další příčinou záporné rentability v letech 2017 a 2018 jsou problémy spojené se zakázkami sesterské společnosti realizovanými v letech 2015 a 2016.

## Ukazatele aktivity

Tabulka 19: Ukazatele aktivity (ve dnech)

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Doba obratu aktiv (aktiva/(T/360))	280,0	364,5	349,9	268,3	368,2
Doba obratu zásob (zásoby/(T/360))	78,1	113,2	162,6	149,2	189,9

Zdroj: vlastní zpracování

Doba obratu aktiv se u společnosti FLSmidth pohybuje mezi 9 a 13 měsíci. Toto souvisí se skutečností, že společnost zpracovává dlouhodobé projekty, které jsou náročné jak na použité technologické zařízení, tak na komponenty použité v samotném konečném produktu, přičemž tyto je zpravidla nutné držet po velkou část doby kompletace systému. Po nárůstu v roce 2017 se doba obratu aktiv každoročně zkracovala až do roku 2020, kdy došlo k opětovnému nárůstu. Toto bylo způsobeno cestovními omezeními v důsledku pandemie, kdy již hotové projekty zejména pro čínský trh nebylo možno na místě dokončit.

Doba obratu zásob se pohybuje mezi 3 a 6 měsíci, přičemž k nárůstu v posledním roce došlo v důsledku událostí zmíněných v předešlém odstavci.

Tabulka 20: Ukazatele aktivity

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Doba obratu pohledávek (pohl./(T/360))	126,4	186,2	156,4	91,8	122,1
Doba obratu pohledávek očištěná	85,1	93,3	119,7	89,4	95,3
Doba obratu krátkodobých závazků (KZ/(T/360))	90,3	63,0	64,7	64,2	88,0

Zdroj: vlastní zpracování

Doba obratu pohledávek společnosti je výrazně vyšší než doba obratu krátkodobých závazků. Z tohoto faktu by šlo vyvozovat slabou vyjednávací pozici společnosti vůči odběratelům. Po očištění ukazatele doby obratu pohledávek o pohledávky za společnostmi ve skupině, které vznikly v důsledku „cash pooling“ je zřejmé, že převážná část tohoto rozdílu připadala právě na tyto pohledávky.

Meziročně došlo v letech 2017 a 2018 k nárůstu doby obratu pohledávek jako důsledek problematických zakázek po sesterské společnosti z let 2015 a 2016.

### 4.5.3 Souhrnné hodnocení finanční situace podniku

Pro posouzení finanční situace podniku jsme zvolili model Zeta. Pro posuzování stavu společnosti s ručením omezeným se používá upravená Altmanova formule bankrotu, která se liší v definici 4. ukazatele a ve vahách přisuzovaných jednotlivým ukazatelům. Klíčové ukazatele a celkové výsledky jsou shrnuty v následující tabulce.

Tabulka 21: Model ZETA

Ukazatel	Váha	2016	2017	2018	2019	2020
Pracovní kapitál/aktiva	0,717	0,67	0,71	0,63	0,62	0,66
Nerozdělený zisk/aktiva	0,847	0,53	0,72	0,64	0,55	0,56
EBIT/aktiva	3,107	0,17	-0,02	-0,02	0,09	0,13
Vlastní kapitál/cizí kapitál	0,420	2,63	2,85	2,43	2,26	2,71
Tržby/aktiva	0,998	1,29	0,99	1,03	1,34	0,98
Ukazatel ZETA		3,84	3,24	2,99	3,49	3,47

Zdroj: vlastní zpracování

Za podniky v dobré situaci jsou podle tohoto modelu považovány ty, u nichž je hodnota ukazatele ZETA vyšší než 2,9. To splňuje oceňovaná společnost v každém roce a můžeme tedy dle tohoto modelu konstatovat, že společnost je mimo ohrožení bankrotem.

Předpoklad „going concern“ plynoucí ze strategické analýzy byl dále ověřen v podobě analýzy finančního zdraví podniku. Analýza rozvahy neodhalila žádné potíže, naopak za pozitivní lze považovat rostoucí rentabilitu vlastního kapitálu a zmenšující se obchodní deficit společnosti.

Společnost by v dohledné době neměla mít potíže se splácením krátkodobých závazků, neboť v oblasti likvidity je více než bezpečná. Bezpečně vypadá i z hlediska dlouhodobé finanční stability, což je způsobeno skutečností, že společnost nevyužívá financování prostřednictvím bankovních úvěrů a celkově spíše konzervativním finančním řízením podniku. Rentabilitu podniku ve srovnání s přímou konkurencí nebylo možno analyzovat, v rámci širšího odvětví je však spíše nadprůměrná. Zásadnější problémy neodhalily ani ukazatele aktivity, a to i přes pro podnik nevýhodný obchodní deficit. Model ZETA rovněž potvrdil příznivou situaci podniku, který vyhodnotil jako prosperující. Finanční analýza tedy přináší stejný závěr jako analýza strategická a potvrzuje předpoklad „going concern“.

#### **4.5.4 SWOT analýza**

Na základě provedené strategické a finanční analýzy bude provedena SWOT analýza, v níž shrneme slabé a silné stránky, příležitosti a hrozby společnosti.

##### **Silné stránky**

- zastoupení na všech důležitých trzích
- specializovaný software
- kvalita výrobků

##### **Slabé stránky**

- většina prodejů prostřednictvím mateřské společnosti
- vlastníkem software je mateřská společnost
- úzká specializace

## **Příležitosti**

- rostoucí požadavky na přesné složení dodávaného materiálu
- požadavky na ekologizaci výroby
- možný přesun výroby cementu zpět do zemí EU

## **Hrozby**

- velká část dodávek do států s malou ochrannou duševního vlastnictví
- omezený počet subjektů na straně poptávky

## 5 Generátory hodnoty

Další významnou částí ocenění je analýza a prognóza generátorů hodnoty, která následně slouží jako podklad pro vypracování finančního plánu. Tato kapitola se soustředí na ekonomické veličiny zásadní pro schopnost podniku tvořit budoucí hodnotu. Nejprve je však potřeba provést úpravy účetních dat v souladu s oceňovacími principy.

### 5.1 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Oceňovaná společnost není vlastníkem všech budov, které užívá ke svému podnikání. Zbývající budovy jsou pronajaté, díky čemuž se tato provozně potřebná aktiva neprojeví v rozvaze, naopak nájem z těchto nemovitostí navyšuje objem služeb ve výkazu zisků a ztrát. V těchto případech odborná literatura uvádí, že *„ekonomicky jsou dlouhodobé pronájmy jen formami cizího financování podnikové činnosti. Pokud pronajaté objekty splňují definici aktiva, může být vhodné, především u dlouhodobých smluv, aby byly zařazeny do aktiv. I podle Mezinárodního účetního standardu 17 by měl být rozhodující pohled ekonomický. Ekonomické užítky a rizika totiž v těchto případech nese nájemce. Předmět nájmu by měl být proto začleněn do aktiv nájemce a pasiva je třeba rozšířit o odpovídající závazky.“*<sup>37</sup>

Další významná položka mající vliv na ocenění jsou manažerské poplatky, které oceňovaná společnost odvádí mateřské společnosti. Tyto poplatky významným způsobem navyšují položku Služby výkazu zisků a ztrát společnosti, přičemž jejich spojitost s činností společnosti nepovažujeme za dostatečně prokázanou. Tuto položku považujeme za jinou formou vyplácený výnos vlastního kapitálu, a proto o tuto položku budou pro účely ocenění Služby poníženy. Pro potřeby ocenění za neodůvodněnou považujeme id ½ poplatků vyfakturovaných mateřskou společností.

Z oběžných aktiv lze za provozně nepotřebné považovat Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba, kdy se jedná o pohledávky vzniklé v důsledku „cash poolingů“. Vzhledem ke skutečnosti, že předmětem činnosti podniku není poskytování úvěrů, nejedná se o provozně potřebná aktiva. Společnost má po většinu sledovaného období

---

<sup>37</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 288)

nízké hodnoty okamžité likvidity, pro účely ocenění budou považovány za provozně nenutné prostředky nad hodnotu 0,12 ukazatele okamžité likvidity.

Tabulka 22: Změny aktiv a pasiv (v tis. Kč)

Aktiva	2016	2017	2018	2019	2020
Stavby - původní	18 196	16 512	15 136	13 760	12 384
Stavby – s pronajatými budovami	75 663	73 979	72 603	71 227	69 851
<b>Pasiva</b>					
Bankovní úvěry dlouhodobé	57 467	57 467	57 467	57 467	57 467

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota pronajaté nemovitosti byla stanovena výnosovou hodnotou z nájmu ve výši 4 674 tis. Kč/rok, kdy společnost Cushman & Wakefield uvádí u průmyslových nemovitostí Prime Yield ve výši 3,8 %. Vzhledem k horší poloze oceňované nemovitosti jsme tento navýšili o 1 p.b. Pro potřebu výpočtu byl placený nájem rozdělen na část připadající na údržbu budov (ve výši odpovídající odpisům) a na výnos. Financování nemovitosti předpokládáme dlouhodobým úvěrem, kde úrok bude ve výši odpovídající Prime Yield.

Tabulka 23: Změny VZZ (v tis. Kč)

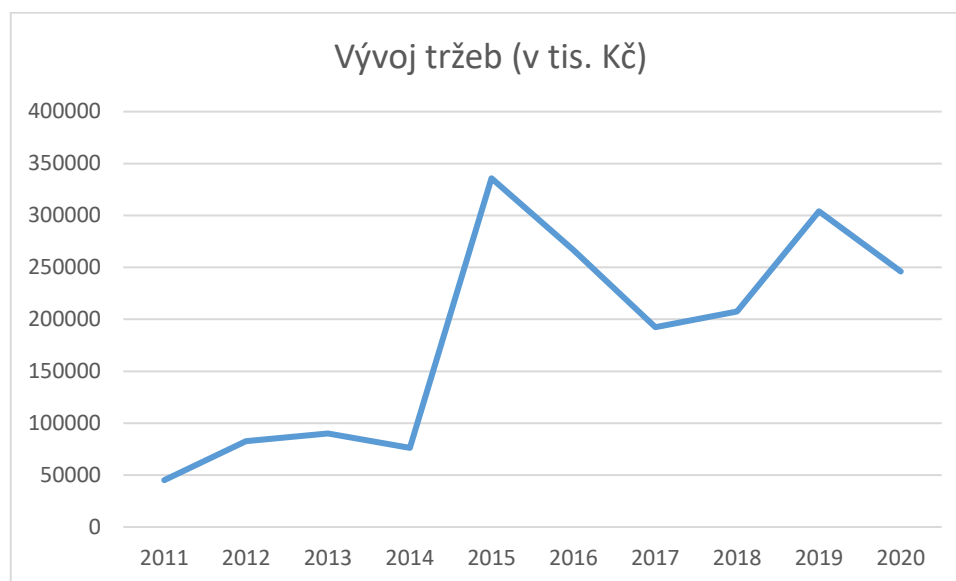
	2016	2017	2018	2019	2020
Služby - původní	55 905	39 820	44 477	39 737	40 005
Nájem	4 674	4 674	4 674	4 674	4 674
Manažerské poplatky	14 359	9 063	9 302	5 938	9 393
Služby – po úpravě	36 872	26 083	30 501	29 125	25 938
Změna odpisů DHM	+ 1 916	+ 1 916	+ 1 916	+ 1 916	+ 1 916
Změna nákladových úroků	+ 2 758	+ 2 758	+ 2 758	+ 2 758	+ 2 758

Zdroj: vlastní zpracování

V důsledku snížení manažerských poplatků došlo ke změně výše provozního výsledku hospodaření. Nová výše daně z příjmu byla stanovena ve výši 19 % z provozního výsledku hospodaření. U nově vzniklého dodatečného zisku předpokládáme jeho plné vyplacení mateřské společnosti.

## 5.2 Prognóza tržeb

Prvním generátorem hodnoty jsou tržby, jejichž význam pro věrohodnost samotného ocenění je zcela zásadní už jen proto, že z nich další generátory vychází. Ke stanovení prognózy tržeb byla použita analýza historických dat. Historický vývoj tržeb podniku je zachycen v následujícím grafu.

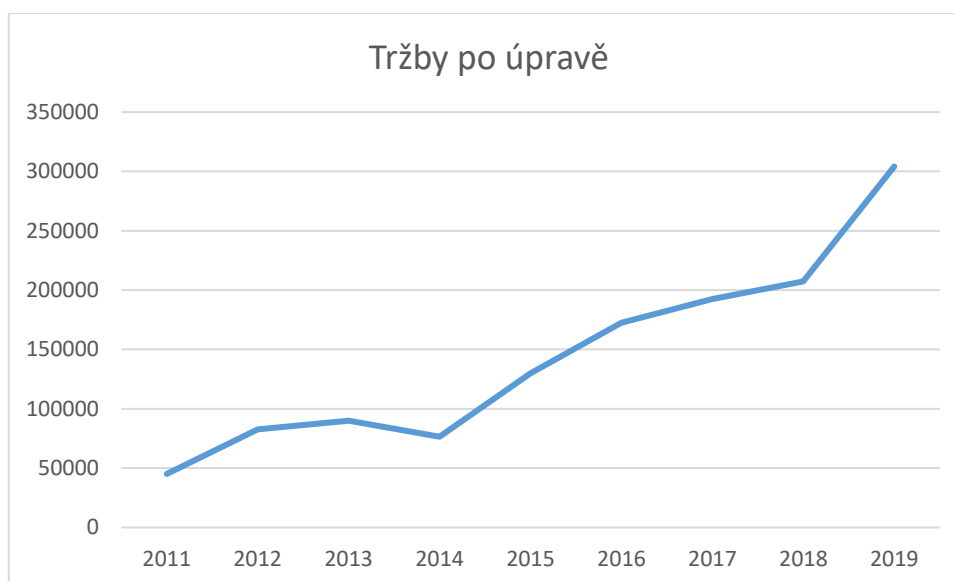


Graf 3: Vývoj tržeb podniku v letech 2011 - 2020

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2011 – 2020

Jak je z grafu patrné, došlo v roce 2015 k prudkému nárůstu tržeb, který se částečně přenesl i do roku 2016. Tato změna byla způsobena převedením zakázek zrušené sesterské společnosti. Jedná se tedy o mimořádnou událost, o jejíž vliv bychom měli budoucí predikci očistit. Další významnou událostí mající vliv na vývoj tržeb byla pandemie onemocnění COVID-19 v roce 2020. V posledních pěti letech se tedy vyskytly tři roky ovlivněné neobvyklými událostmi, pro predikci tržeb bylo tedy využito delší časové období, a to roky 2011-2019, přičemž očekávané tržby v letech 2015 a 2016 byly odhadnuty pomocí modelu časových řad s logaritmickým trendem.





Graf 4: Vývoj tržeb podniku v letech 2011 – 2019 po úpravě

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FL Smidth spol. s r.o. z let 2011 – 2020

Pro predikci tržeb byla nejprve použita regresní analýza. Za vysvětlující proměnné byly zvoleny světové HDP, HDP čtyř největších producentů cementu (Čína, Indie, USA a Vietnam), objem výroby cementu a vývoj strojírenského průmyslu v ČR. Na základě Pearsonova koeficientu bylo jako nejlepší vysvětlující proměnná zvoleno světové HDP, přičemž byl použit logaritmický trend regresní analýzy. Výsledná predikce však byla nakonec odmítnuta, kdy predikovaný nárůst tržeb neodpovídá výsledkům strategické analýzy. Výsledek Pearsonova koeficientu pro jednotlivé vysvětlující proměnné a zamítnutá prognóza tržeb jsou obsaženy v tabulce 24, respektive 25.

Tabulka 24: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu (tržby po úpravě)

Vysvětlující proměnná	Pearsonův korelační koeficient
Světové HDP	0,931646
HDP čtyř největších producentů cementu	0,956016
Objem výroby cementu	-0,4019
Vývoj strojírenského průmyslu	-0,42268

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat MPO, statista.com a worldbank.org

Tabulka 25: Prognóza budoucích tržeb společnosti – zamítnutá

Rok	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby (v tis. Kč)	290 254	338 182	375 745	413 317	450 885
Tempo růstu (v %)	17,96	16,51	11,11	9,09	8,33

Zdroj: vlastní zpracování

Pro predikci tržeb byl poté zvolen model časových řad s logaritmickým trendem, výsledky predikce shrnuje následující tabulka.

Tabulka 26: Prognóza budoucích tržeb společnosti

Rok	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby (v tis. Kč)	286 944	299 703	311 117	321 442	330 868
Tempo růstu (v %)	16,6	4,4	3,8	3,3	2,9

Zdroj: vlastní zpracování

V prvním roce prognózy dochází k rychlému nárůstu tržeb, tento je však způsobený postupným návratem k úrovni tržeb před propuknutím pandemie COVID-19. Nárůst tržeb v dalších letech pak lépe odpovídá vývoji tržeb na pomalu rostoucím trhu, kde podnik nemá významnou konkurenční výhodu oproti svým hlavním konkurentům, než tomu bylo u modelu s použitím světového HDP jako vysvětlující proměnné.

### 5.3 Prognóza ziskové marže

Druhým generátorem hodnoty je zisková marže. V našem případě je počítána jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy na tržbách.

## Výpočet ziskové marže shora

Tabulka 27: Zisková marže v minulých letech

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby (v tis. Kč)	266 551	192 471	207 423	304 142	246 063
KPVH (v tis. Kč)	57 573	18 763	16 829	31 782	48 420
<b>Zisková marže (v %)</b>	<b>21,60</b>	<b>9,75</b>	<b>8,11</b>	<b>10,45</b>	<b>19,68</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Zisková marže se s výjimkou let 2016 a 2020 pohybuje mezi 8 a 10,5 %. Příčinou výkyvů bude zejména délka zpracování jednotlivých zakázek podniku, kdy náklady spojené se zakázkou často nemusí připadat na stejné účetní období jako tržby z této zakázky plynoucí. Společnost vykazuje značný rozdíl mezi výkony a tržbami (až 11 %), kdy tento je způsoben právě změnou stavu zásob vlastní činností určených pro zakázky, které se promítnou do tržeb až v následujících obdobích. Pro finanční plán budeme předpokládat výkony na úrovni tržeb, kdy bez znalosti průběhu jednotlivých zakázek není možnost pro jednotlivé roky predikovat změnu zásob vlastní činností. Pro stanovení ziskové marže využijeme k výpočtu výkony namísto tržeb, neboť náklady jsou zpravidla spojeny s obdobím realizace zakázky, nikoliv s obdobím její fakturace.

Tabulka 28: Zisková marže v minulých letech k výkonům

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Výkony (v tis. Kč)	249 920	201 677	229 858	328 671	273 285
KPVH (v tis. Kč)	57 573	18 763	16 829	31 782	48 420
<b>Zisková marže (v %)</b>	<b>23,04</b>	<b>9,30</b>	<b>7,32</b>	<b>9,67</b>	<b>17,72</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrná zisková marže v posledních pěti letech činila 13,4 %, po odstranění specifického roku 2016 pak 11 %.

## Výpočet ziskové marže zdola

Druhým způsobem, jak stanovit ziskovou marži je vypočítat podíl jednotlivých nákladových položek na tržbách (v našem případě výkonech).

Tabulka 29: Zisková marže zdola

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Výkony	100	100	100	100	100
Výkonová spotřeba	57,55	59,50	66,84	69,98	59,90
Osobní náklady	21,73	26,85	27,79	20,76	24,62
Daně a poplatky	0,06	0,05	0,44	0,08	0,09
Ostatní provozní položky	-2,37	4,30	-2,39	-0,50	-2,33
<b>Zisková marže (v %)</b>	<b>23,04</b>	<b>9,30</b>	<b>7,32</b>	<b>9,67</b>	<b>17,72</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Ostatní provozní položky tvoří především výnosy za zprostředkování prodejů poskytnuté společností ve skupině, v roce 2020 pak státní dotace v rámci programu Antivirus. Tuto položku není možné predikovat, proto ji v rámci prognózy předpokládáme v nulové výši. U ostatních položek předpokládáme pro další fázi podíl na tržbách odpovídající průměru za roky 2017-2019. U daní a poplatků není zohledněn rok 2018 jako lokální extrém. Pro další výpočet bude použita zisková marže stanovenou výpočtem zdola po úpravě nákladových položek ve výši 9,35 %.

Tabulka 30: Prognóza ziskové marže

Prognóza ziskové marže	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby/Výkony	100	100	100	100	100
Výkonová spotřeba	65,44	65,44	65,44	65,44	65,44
Osobní náklady	25,14	25,14	25,14	25,14	25,14
Daně a poplatky	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Ostatní provozní položky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Zisková marže (v %)</b>	<b>9,35</b>	<b>9,35</b>	<b>9,35</b>	<b>9,35</b>	<b>9,35</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 5.4 Provozně nutný investovaný kapitál

Tento generátor hodnoty se skládá z provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Pracovní kapitál je pro účely ocenění stanoven jako provozně nutná oběžná aktiva a časové rozlišení aktivní snižené o neúročený krátkodobý cizí kapitál a časové rozlišení pasivní. Při stanovení provozně nutného investovaného kapitálu byly zohledněny úpravy provedené v rámci kapitoly 5.1

Tabulka 31: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020
Provozně nutný dlouhodobý majetek	83 578	79 806	77 500	79 943	77 525
(+) zásoby	57 836	60 532	93 658	126 038	129 799
(+) provozně nutné pohledávky	40 247	59 533	78 406	72 599	57 740
(+) provozně nutné peněžní prostředky	4 141	2 590	3 191	4 754	4 905
(-) neúročené závazky	41 411	25 902	48 614	59 940	60 398
(+) časové rozlišení aktivní	805	3 489	2 252	813	2 644
(-) časové rozlišení pasivní	5 706	780	5 297	1 792	2 178
Provozně nutný pracovní kapitál	55 912	99 462	123 596	142 472	132 512
Provozně nutný investovaný kapitál	139 490	179 268	201 096	222 415	210 037

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Odhad velikosti provozně nutného pracovního kapitálu bude založen na základě doby obratu jednotlivých položek. Půjde zde především o stanovení náročnosti růstu tržeb na jednotlivé složky pracovního kapitálu. Základem pro stanovení těchto položek bude doba jejich obratu v minulosti.

Tabulka 32: Doba obratu jednotlivých složek PK (ve dnech, vztaheno k tržbám)

	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	78,11	113,22	162,55	149,19	189,90
Provozně nutné pohledávky	54,36	111,35	136,08	85,93	84,48
Neúročené závazky	55,93	48,45	84,37	70,95	88,36

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Jak bylo uvedeno výše, v roce 2020 došlo k výraznému nárůstu zásob, a to zejména vlastních výrobků, kdy tyto nebylo možno v důsledku protiepidemiologických opatření nainstalovat u zahraničních zákazníků. U vývoje zásob v predikovaném období vycházíme z předpokladu snížení na úroveň geometrického průměru z let 2017-2019, přičemž předpokládaný pokles je rozložený na dva roky. V případě závazků a pohledávek nepředpokládáme do budoucna významné změny, doba obratu je ponechána na úrovni geometrického průměru z let 2017-2020, v případě pohledávek s postupným přechodem v roce 2021.

Tabulka 33: Prognóza doby obratu jednotlivých složek PK (ve dnech)

	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby	151,11	140,03	140,03	140,03	140,03
Provozně nutné pohledávky	94,46	102,41	102,41	102,41	102,41
Neúročené závazky	71,15	71,15	71,15	71,15	71,15

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Na základě prognózované doby obratu a predikovaných tržeb je možno odvodit výši jednotlivých položek provozně nutného pracovního kapitálu. Získané hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 34: Prognóza jednotlivých složek PK (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
Zásoby	120 445	116 574	121 014	125 030	128 696
Provozně nutné pohledávky	75 291	85 258	88 505	91 442	94 123
Neúročené závazky	56 711	59 233	61 489	63 529	65 392

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Pro stanovení provozně nutného pracovního kapitálu je potřebné ještě stanovit prognózu provozně nutné výše peněžních prostředků. U ostatních méně významných aktiv a pasiv bude jejich výše ponechána v hodnotě posledního známého období.

Stanovení výše provozně nutných peněžních prostředků se provádí prostřednictvím přepočtu přes ukazatele okamžité likvidity. Z oborových dat podniků v oborech

NACE 26 a NACE 28 byla stanovena průměrná výše okamžité likvidity na úrovni 0,156. Oceňovaný podnik dlouhodobě drží nižší hodnoty okamžité likvidity, což je způsobeno zejména „cash poolingem“ ve skupině, kdy podnik přebytečnou likviditu poskytuje ostatním společnostem ve skupině a zároveň má v případě nedostatečné vlastní likvidity tuto v rámci skupiny získat. Lze očekávat, že za běžných okolností by společnost držela vyšší úroveň okamžité likvidity, pro účely prognózy ji stanovujeme ve výši průměru mezi oborovými daty a současným stavem, tedy ve výši 0,12.

Tabulka 35: Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
(+) zásoby	120 445	116 574	121 014	125 030	128 696
(+) provozně nutné pohledávky	75 291	85 258	88 505	91 442	94 123
(+) provozně nutné peněžní prostředky	7 196	7 516	7 802	8 061	8 298
(-) neúročené závazky	56 711	59 233	61 489	63 529	69 147
(+) časové rozlišení aktivní	2 644	2 644	2 644	2 644	2 644
(-) časové rozlišení pasivní	2 178	2 178	2 178	2 178	2 178
<b>Provozně nutný pracovní kapitál</b>	<b>146 686</b>	<b>150 581</b>	<b>156 298</b>	<b>161 469</b>	<b>166 191</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Poslední položkou provozně nutného investovaného kapitálu, kterou je nutno pro sestavení finančního plánu prognózovat, je vývoj provozně nutného dlouhodobého majetku. U posuzovaného podniku nedochází k průběžným investicím do dlouhodobého hmotného majetku. K investici do nového dlouhodobého majetku dochází zpravidla před vyřazením stávajícího, přičemž cena nově pořízovaného majetku je v některých případech nižší než cena nahrazovaného. Při stanovení investiční náročnosti globálním přístupem proto dochází k zásadním změnám v závislosti na zvoleném období. Globální přístup z tohoto důvodu nedává u žádné z plánovaných položek přesvědčivé informace o investiční náročnosti tržeb, přičemž u staveb je ve většině období záporný. Toto můžeme vidět v následující tabulce.

Tabulka 36: Koefficient investiční náročnosti tržeb brutto (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Nehmotný majetek</b>	1 318	190	18	582	629
Odpisy	802	1 128	172	71	125
Investice netto		- 1 128	- 172	564	47
Investice brutto		0	0	635	172
Průměrná investiční náročnost 2016-2020					3,36 %
Průměrná investiční náročnost 2017-2020					0,82 %
<b>Stavby</b>	75 663	73 979	72 603	71 227	69 851
Odpisy	3 600	3 600	3 292	3 292	3 292
Investice netto		- 1 684	- 1 376	- 1 376	- 1 376
Investice brutto		1 916	1 916	1 916	1 916
Průměrná investiční náročnost 2016-2020					28,37 %
Průměrná investiční náročnost 2017-2020					- 7,70 %
<b>Samostatné movité věci</b>	3 920	2 960	2 202	5 457	4 368
Odpisy	1 274	1 232	1 098	836	1 175
Zůstatková hodnota prodaného zařízení	331	223	270	117	0
Investice netto		-960	-758	3 255	-1 089
Průměrná investiční náročnost 2016-2020					-2,19 %
Průměrná investiční náročnost 2017-2020					2,63 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

Protože nemáme k dispozici podnikové plány, zůstává jedinou možností plánovat investice do dlouhodobého majetku přístupem založeným na odpisech. Vycházíme z předpokladu, že pro dlouhodobou existenci podniku je nutné, aby investice do dlouhodobého majetku pokryly odpisy, změnu ceny dlouhodobého majetku v důsledku inflace a případnou expanzi podniku. U všech položek dlouhodobého majetku tedy předpokládáme investice netto ve výši 5,5 % odpisů. Finální prognózy investic jsou shrnuty v následující tabulce.



Tabulka 37: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Nehmotný majetek</b>					
Původní - odpisy	125	125	125	125	125
- zůstatková hodnota	504	379	254	129	4
Nový - investice netto	7	7	7	7	7
- investice brutto	132	176	234	313	417
- pořizovací hodnota	132	308	542	855	1 272
- odpisy	0	44	103	181	285
Celkem - odpisy	125	169	228	306	410
- zůstatková hodnota	636	643	650	657	663
<b>Stavby</b>					
Původní - odpisy	3 292	3 292	3 292	3 292	3 292
- zůstatková hodnota	66 559	63 267	59 975	56 683	53 391
Nový - investice netto	181	181	181	181	181
- investice brutto	3 473	3 589	3 708	3 832	3 960
- pořizovací hodnota	3 473	7 062	10 770	14 602	18 562
- odpisy	0	116	235	359	487
Celkem - odpisy	3 292	3 408	3 527	3 651	3 779
- zůstatková hodnota	70 032	70 213	70 394	70 575	70 757
<b>Samostatné movité věci</b>					
Původní - odpisy	414	414	414	414	414
- zůstatková hodnota	3 954	3 540	3 126	2 712	2 298
Nový - investice netto	23	23	23	23	23
- investice brutto	437	491	553	622	700
- pořizovací hodnota	437	928	1 481	2 103	2 802
- odpisy		55	116	185	263
Celkem - odpisy	414	469	530	599	677
- zůstatková hodnota	4 391	4 414	4 436	4 459	4 482
<b>Pozemky</b>					
Celkem - zůstatková hodnota	2 677	2 677	2 677	2 677	2 677

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv FLSmidth spol. s r.o. z let 2016 – 2020

## 6 Finanční plán

V této kapitole bude na základě generátorů hodnoty stanovených v předchozí kapitole sestaven finanční plán na období první fáze, v našem případě na prvních 5 let. Většinu položek nutných pro sestavení finančního plánu jsme získali v minulé kapitole, před sestavením finančního plánu nám zbývá vyřešit otázku výplaty podílu na zisku majiteli.

### 6.1 Plán výplaty podílu na zisku

Společnost v předchozích letech vyplácela podíl na zisku pouze v minimální míře, mateřská společnost si vyplácela prostředky pomocí manažerských poplatků a přebytečná hotovost byla ze společnosti vyváděna pomocí úvěrů ostatním společnostem ve skupině v rámci „cash poolingů“. Vzhledem k očistění finančního plánu o tyto položky je vysoce pravděpodobné, že bude docházet ke kumulaci peněžních prostředků ve společnosti. Pro stanovení výplatního poměru budeme vycházet z dat dostupných na stránkách profesora Damodarana pro sektor *Machinery*<sup>38</sup>, který činí 27,75 %. Podíl neuznaných manažerských poplatků k upravenému výsledku hospodaření činí 45,67 %. Předpokládáme, že majitel společnosti bude chtít v budoucích letech zachovat alespoň tento poměr a bude tedy použit jako výplatní poměr.

Tabulka 38: Plán výplaty podílu na zisku (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
Výplatní poměr (v %)	45,67	45,67	45,67	45,67	45,67
Podíl na zisku (návrh)	7 499	7 861	8 167	8 424	8 636

Zdroj: vlastní zpracování

<sup>38</sup> Sekce Current Data (4/22) – Dividend Policy Trade Off by Industry in DAMODARAN, A. Damodaran Online [online]. Dostupné z <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [cit. 23. 4. 2022]

## 6.2 Plán výkazu zisků a ztrát

Většina položek již byla naplánována v rámci generátorů hodnoty, případně v rámci plánu výplaty podílu na zisku. Daň z příjmu je pro všechny roky stanovena ve výši 19 %. V následujících tabulkách jsou provedeny plány jednotlivých účetních výkazů.

Tabulka 39: Plán VZZ (v tis. Kč)

Položka	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby	286 944	299 703	311 117	321 442	330 868
Výkonová spotřeba	187 776	196 126	203 595	210 352	216 520
Přidaná hodnota	99 168	103 577	107 522	111 090	114 348
Osobní náklady	72 138	75 345	78 215	80 811	83 180
Daně a poplatky	199	208	216	223	230
Odpisy	3 831	4 045	4 285	4 556	4 866
KPVH	23 000	23 978	24 806	25 501	26 072
Nákladové úroky	2 728	2 728	2 728	2 728	2 728
Finanční výsledek hospodaření	- 2 728	- 2 728	- 2 728	- 2 728	- 2 728
Daň z příjmů	3 852	4 038	4 195	4 327	4 435
Výsledek hospodaření za účetní období	16 420	17 213	17 883	18 446	18 909
Návrh dividend (výplata v dalším roce)	7 499	7 861	8 167	8 424	8 636
Příděl do nerozděleného zisku	8 921	9 352	9 716	10 022	10 273

Zdroj: vlastní zpracování

## 6.3 Plán rozvahy

Spolu s růstem tržeb je spojen nárůst majetku společnosti, v našem případě především růstem zásob a pohledávek. V prvních dvou letech finančního plánu předpokládáme postupný pokles zásob společnosti, neboť v roce 2020 došlo k výraznému nárůstu této položky v důsledku nemožnosti dodat již dokončenou výrobu zahraničním zákazníkům. Ze stejného důvodu došlo k poklesu provozních pohledávek, proto u této položky očekáváme v prvních dvou letech rychlejší nárůst spojený s postupným prodejem již dokončených výrobků. V dalších letech předpokládáme u těchto položek pouze změny spojené s růstem tržeb.

Z položky pohledávky byly vyčleněny jako neprovozní pohledávky za společnostmi ve skupině, které vznikly v důsledku „cash poolingů“. Poskytování úvěrů

není předmětem podnikání oceňovaného podniku, jedná se tedy o provozně nepotřebný majetek.

Rozdělení krátkodobého finančního majetku na provozně potřebný a nepotřebný bylo provedeno prostřednictvím ukazatele okamžité likvidity. Společnost držela v předchozích letech velmi nízkou hodnotu okamžité likvidity, neboť v případě nedostatečné likvidity mohla využít peněžní prostředky z „cash poolingů“. Plánovaná hodnota okamžité likvidity odpovídá průměru mezi současným stavem a oborovými daty dle oboru NACE.

Tabulka 40: Plán aktiv (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>AKTIVA CELKEM</b>	321 899	334 134	346 412	358 731	371 079
Dlouhodobý majetek	77 736	77 947	78 157	78 368	78 579
Dlouhodobý nehmotný majetek	636	643	650	657	663
Dlouhodobý hmotný majetek	77 100	77 304	77 508	77 712	77 915
Pozemky	2 677	2 677	2 677	2 677	2 677
Stavby	70 032	70 213	70 394	70 575	70 757
Samostatné movité věci	4 391	4 414	4 436	4 459	4 482
Oběžná aktiva	241 519	253 543	265 611	277 719	289 856
Zásoby	120 445	116 574	121 014	125 030	128 696
Pohledávky	111 843	121 810	125 057	127 994	130 675
a) Provozní	75 291	85 258	88 505	91 442	94 123
b) Neprovozní	36 552	36 552	36 552	36 552	36 552
Krátkodobý finanční majetek	9 231	15 160	19 540	24 695	30 484
a) Provozně potřebný	7 196	7 516	7 802	8 061	8 298
b) Provozně nepotřebný	2 035	7 644	11 738	16 634	22 187
Časové rozlišení aktiv	2 644	2 644	2 644	2 644	2 644

Zdroj: vlastní zpracování

Na straně pasiv se nárůst bilanční sumy projevuje v hodnotě vlastního kapitálu, která se meziročně navyšuje o výsledek hospodaření minulých let. Nárůst této položky je snížen o předpokládanou výplatu podílu na zisku stanovenou v kapitole 6.1. V budoucím období neočekáváme změny ve výši základního kapitálu. Hodnotu úročených cizích zdrojů předpokládáme po celé období v nezměněné výši odpovídající hodnotě

pronajatých nemovitostí (bližší viz kapitola 5.1). Společnost má po celé plánované období nadbytečnou likviditu, nepředpokládáme tedy nutnost využití dalších cizích zdrojů.

Tabulka 41: Plán pasiv (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
PASIVA CELKEM	321 899	334 134	346 412	358 731	371 079
Vlastní kapitál	198 645	208 359	218 381	228 659	239 144
Základní kapitál	13 362	13 362	13 362	13 362	13 362
Fondy ze zisku	516	516	516	516	516
Výsledek hospodaření minulých let	168 347	177 268	186 620	196 336	206 357
VH běžného úč. období	16 420	17 213	17 883	18 446	18 909
Cizí zdroje	121 075	123 597	125 853	127 894	129 757
Rezervy	6 897	6 897	6 897	6 897	6 897
Neúročené závazky	56 711	59 233	61 489	63 529	65 392
Bankovní úvěry	57 467	57 467	57 467	57 467	57 467
Časové rozlišení pasivní	2 178	2 178	2 178	2 178	2 178

Zdroj: vlastní zpracování

## 6.4 Plán výkazu cash flow

Výkaz cash flow je pro účely ocenění sestaven ve zjednodušené podobě. V tomto výkazu jsou vyčleněny peněžní toky poskytovatelům kapitálu (nákladové úroky a výplata podílu na zisku). Diferenciaci v platbě daně oproti dani z KPVH vypočítáme jako daň připadající na celkový výsledek hospodaření před zdaněním a daní připadající na KPVH. Takto získáme celkový peněžní tok. Jeho sečtením s peněžními prostředky na začátku období získáme stav peněžních prostředků na konci období. Tento výpočet nám poslouží k ověření, zda plánovaný způsob financování je dostatečný k realizaci dílčích plánů.

Tabulka 42: Plán výkazu cash flow (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
KPVH	23 000	23 978	24 806	25 501	26 072
Daň z KPVH	4 370	4 556	4 713	4 845	4 954
KPVH po dani	18 630	19 423	20 093	20 656	21 119
Odpisy DM	3 831	4 045	4 285	4 556	4 866
Změna stavu zásob	9 354	3 871	-4 440	-4 016	-3 666
Změna stavu pohledávek	-17 551	-9 967	-3 247	-2 937	-2 681
Změna stavu neúročených závazků	-3 687	2 522	2 256	2 041	1 863
Investice do DM brutto	4 042	4 256	4 496	4 767	5 076
CF z provozního majetku (FCFF)	10 577	19 893	18 947	20 299	21 499
Nákladové úroky	2 728	2 728	2 728	2 728	2 728
Výplata podílu na zisku	0	7 499	7 861	8 167	8 424
Daňová diference	518	518	518	518	518
Peněžní tok celkem	4 326	5 929	4 381	5 155	5 789
Stav peněžních prostředků na konci období	9 231	15 160	19 540	24 695	30 484

Zdroj: vlastní zpracování

## 7 Ocenění

Podnik bude oceněn výnosovou metodou, a to metodou diskontovaného cash flow ve variantě DCF APV (Adjusted present value). Při použití této metody je v prvním kroku stanovena brutto hodnota podniku jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků (daňového štítu). Oproti ostatním variantám DCF má metoda několik zásadních výhod. První je skutečnost, že nám podává informaci, jaká část hodnoty podniku je tvořena samotnou provozní činností a jaká část připadá na zapojení cizího kapitálu. Druhou zásadní výhodou této varianty ocenění je eliminace chyb spojených s odhadem tržní hodnoty vlastního kapitálu. Přesto je tato metoda v praxi málo využívaná, i když z našeho pohledu zasluhuje pozornost.

Výpočet brutto hodnoty dvoufázovou metodou je proveden dle následujícího vzorce, ze kterého je také zřejmé rozdělení na část hodnoty tvořenou samotnou provozní činností a část plynoucí z daňových štítů. Metodika a vzorec byly převzaty z Metody oceňování podniku pro pokročilé, M. Mařík (2011)

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(n)i})} + \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(n)i})} + \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} * n_{CKt} * d_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{CKt})} + \frac{CK_T * n_{CK,T+1} * d_{T+1}}{n_{CK,T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{CKi})}$$

$H_b$	hodnota podniku brutto
$FCFF_t$	volný peněžní tok do podniku v čase t
$N_{VK(n)i}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení pro rok i
$N_{CKt}$	náklady cizího kapitálu v roce t
$CK_{t-1}$	cizí úročený kapitál k počátku roku t
$d_t$	daňová sazba v roce t
T	počet let první fáze
g	stabilní tempo růstu ve 2. fázi

## 7.1 Náklady kapitálu

Z předchozího vzorce je patrné, že je nutné stanovit náklady vlastního kapitálu, nezadlužené pro diskont volných peněžních toků do podniku a náklady cizího kapitálu pro diskont daňových štítů.

U společnosti uvažujeme v rámci finančního plánu s úročeným cizím kapitálem pouze v úrovni úvěru na zakoupení budov cizího vlastníka v areálu oceňované společnosti. Společnost po většinu sledovaného období působila v rámci skupiny jako věřitel a nepoužívala ani jiné cizí zdroje, přičemž vzhledem k finančním plánem předpokládaným nadbytečným peněžním prostředkům neočekáváme ani v budoucnu nutnost využít k financování společnosti dalšího cizího kapitálu. Jako náklad cizího kapitálu pro výpočet hodnoty společnosti zde proto přebíráme stanovenou úrokovou míru 4,8 %.

V případě nákladů vlastního kapitálu bude použit model CAPM na bázi historických hodnot. Pro náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení použijeme následující vztah:

$$N_{VK(n)} = r_f + \beta_U * RPT + RPZ + R_1 + R_2^{39}$$

$r_f$  představuje bezrizikovou úrokovou míru. V našem případě byla zvolena aktuální výnosová míra amerických desetiletých dluhopisů (US Treasury 10 Year Bond) s platností ke konci roku 2020 ve výši **0,93 %**. Vzhledem ke skutečnosti, že i rizikovou přírážku země a trhu používáme kalkulovanou z dat amerického trhu, považujeme tento postup za vhodnější než použití české bezrizikové úrokové míry, doporučované částí odborné literatury. Při stanovení výše bylo vycházeno z dat dostupných na stránkách profesora Damodarana<sup>40</sup>

---

<sup>39</sup> MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy* (2011, s. 234)

<sup>40</sup> Sekce Current Data – Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States in DAMODARAN, A. Damodaran Online [online]. Dostupné z <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [cit. 23. 4. 2022]



$\beta_U$  udává systematické riziko daného podniku. Při jejím stanovení lze použít tři přístupy – na základě historických tržních dat, metodou analogie nebo na základě rizikových faktorů. Vzhledem ke skutečnosti, že oceňovaná společnost není kótovaná na burze, není možno použít metodu stanovení tohoto koeficientu na základě historických tržních dat. Pro stanovení koeficientu tedy využijeme metodu analogie, kdy vycházíme z dat pro obor *Machinery (Global)* ze stránek profesora Damodarana<sup>41</sup> ke konci roku 2020. Výsledná hodnota činí **0,99**.

**RPT a RZP** riziková přírážka trhu a země byly ve výpočtu nahrazeny hodnotou koeficientu *Total Equity Risk Premium* ze stránek profesora Damodarana<sup>42</sup>, která stanovuje rizikovou přírážku trhu již upravenou o rizikovou přírážku země. Hodnota tohoto ukazatele činí **5,31 %**.

**Přirážka pro malé společnosti (R<sub>1</sub>)** vzhledem ke skutečnosti, že data jsou čerpána z amerického trhu, kde by oceňovaná společnost byla vnímána jako malá společnost, považujeme za vhodné uplatnit přírážku ve výši **1 %**.

**Přirážka za nižší likviditu (R<sub>2</sub>)** oceňovaných vlastnických podílů byla v našem případě použita v hodnotě **1,5 %**. Oceňovanou společností je společnost s ručením omezeným. Její obchodovatelnost je ve srovnání s veřejně obchodovanými akciovými společnostmi, jejichž data byla užita ke stanovení jednotlivých koeficientů, výrazně nižší. Další problém v případě prodeje společnosti činí silné provázání jejího podnikání s mateřskou společností.

## 7.2 Ocenění metodou DCF APV

Ocenění bude provedeno v klasické dvoufázové podobě.

---

<sup>41</sup> Sekce Archived Data – Levered and Unlevered Betas by Industry (1/21) in DAMODARAN, A. Damodaran Online [online]. Dostupné z <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [cit. 23. 4. 2022]

<sup>42</sup> Sekce Archived Data – Risk Premiums for Other Markets (1/21) in DAMODARAN, A. Damodaran Online [online]. Dostupné z <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [cit. 23. 4. 2022]

## 7.2.1 První fáze

Pro výpočet první fáze bude použit volný peněžní tok stanovený z korigovaného provozního výsledku hospodaření převzatého z finančního plánu.

Výpočet volných peněžních toků uvádíme v tabulce 43.

Tabulka 43: Volné peněžní toky pro 1. fázi (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
KPVH	23 000	23 978	24 806	25 501	26 072
KPVH po dani	18 630	19 423	20 093	20 656	21 119
Odpisy	3 831	4 045	4 285	4 556	4 866
Investice do provozně nutného DM	-4 042	-4 256	-4 496	-4 767	-5 076
Investice do provozně nutného PK	-14 174	-3 894	-5 717	-5 172	-4 721
FCFF	4 245	15 317	14 165	15 273	16 187

Zdroj: vlastní zpracování

Nejprve je potřeba stanovit samotnou hodnotu provozní části, která generuje volné peněžní toky. Jejich současnou hodnotu při diskontu nezadluženými náklady vlastního kapitálu uvádíme v tabulce 44.

Tabulka 44: Volné peněžní toky (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
FCFF	4 245	15 317	14 165	15 273	16 187
Náklady vlastního kapitálu (nezadlužené)	8,69 %	8,69 %	8,69 %	8,69 %	8,69 %
Současná hodnota	3 905	12 967	11 033	10 945	10 673
Současná hodnota 1. fáze	49 523				

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším krokem je stanovit roční daňové štíty plynoucí z využití cizího kapitálu a daňové uznatelnosti nákladových úroků. V následující tabulce je stanovena jejich současná hodnota k datu ocenění.

Tabulka 45: Daňové štíty (v tis. Kč)

	2021	2022	2023	2024	2025
Úročený cizí kapitál (k 1.1)	57 476	57 476	57 476	57 476	57 476
Náklady cizího kapitálu	2 758	2 758	2 758	2 758	2 758
Daňová sazba	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Roční daňový štít	524	524	524	524	524
Současná hodnota	500	477	455	434	415
SH daňového štítu pro 1. fázi	2 282				

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.2.2 Pokračující hodnota (2. fáze)

Druhá fáze byla stanovena pomocí parametrického vzorce upraveného pro použití metodou DCF APV převzaté z Metody oceňování podniku pro pokročilé, M. Mařík (2011):

$$PH_{APV} = \frac{KPVH_T * (1 + g) * (1 - \frac{g}{r_I})}{n_{VK(n),T+1} - g} + \frac{CK_T * n_{ck,T+1} * d_{T+1}}{n_{ck,T+1} - g}$$

$KPVH_T$  korigovaný provozní výsledek hospodaření na konci 1. fáze

$g$  tempo růstu pro 2. fázi

$r_I$  rentabilita investic netto

$n_{VK(n),T+1}$  nezadlužené náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi

$CK_T$  hodnota daňových štítů k počátku 2. fáze

$n_{ck,T+1}$  náklady cizího kapitálu pro 2. fázi

$d_{T+1}$  daňová sazba v 2. fázi

**KPVH** je převzato z posledního roku finančního plánu.

Tempo růstu  $g$  je stanoveno ve výši 2 %. Ve druhé fázi ocenění je již předpokládána stabilní pozice společnosti na trhu, vzhledem k okolnostem uvedeným ve strategické analýze očekáváme dlouhodobé tempo růstu na úrovni dlouhodobé inflace.

$r_1$  rentabilita investic netto je dána podílem tempa růstu a míry investic netto pro druhou fázi. Tento poměr činí 8,8 %, rentabilitu investic pro druhou fázi volíme v této výši.

Tabulka 46: Pokračující hodnota (v tis. Kč)

KPVH na konci 1. fáze	21 119
Tempo růstu $g$	2,00 %
Rentabilita investic netto	8,80 %
Náklady vlastního kapitálu nezadlužené	8,69 %
Hodnota nezadlužené společnosti k počátku 2. fáze	248 924
Náklady cizího kapitálu	4,8 %
Daňová sazba	19 %
Cizí kapitál pro 2. fázi	57 476
Hodnota daňových štítů k počátku 2. fáze	18 718
Hodnota nezadlužené společnosti (2. fáze) k datu ocenění	164 127
Hodnota daňových štítů (2. fáze) k datu ocenění	14 806
Současná hodnota 2. fáze	178 934

Zdroj: vlastní zpracování

### 7.2.3 Výsledné ocenění

Tabulka 46 zachycuje výpočet celkové hodnoty oceňovaného podniku. Celková hodnota podniku je v obou fázích rozdělena na hodnotu provozu při nulovém zadlužení a hodnotu plynoucí z daňových štítů. Pro diskont hodnoty nezadluženého provozu jsou použity nezadlužené náklady vlastního kapitálu ve výši stanovené v kapitole 7.1, pro diskont hodnoty plynoucí z daňových štítů pak náklady cizího kapitálu, v našem případě tedy náklady předpokládaného úvěru na pořízení provozních nemovitostí.

Součtem současné hodnoty provozu při nulovém zadlužení a daňových úspor z úroků (daňového štítu) získáme hodnotu podniku brutto od které je třeba odečíst úročený cizí kapitál. Takto získaná hodnota podniku netto navýšená o hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění tvoří výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Neprovozní majetek je k datu ocenění tvořen neprovozními pohledávkami za společnostmi ve skupině, který byl stanoven v kapitole 5.1

Tabulka 47: Hodnota podniku metodou DCF APV (v tis. Kč)

Současná hodnota pokračující fáze (nezadlužená)	164 127
Současná hodnota daňových štítů pokračující fáze	14 806
Současná hodnota 1. fáze (nezadlužená)	49 523
Současná hodnota daňových štítů 1. fáze	2 282
Současná hodnota brutto	230 738
Úročený cizí kapitál	57 476
Současná hodnota netto	173 262
Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění	36 552
Hodnota nezadlužené společnosti (2. fáze) k datu ocenění	209 814

Zdroj: vlastní zpracování

Maximálně objektivizovaná hodnota vlastního kapitálu společnosti pro budoucí strategické rozhodování byla metodou DCF APV stanovena ve výši:

**209 814 000 Kč**

## 8 Závěr

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovit maximálně objektivizovanou hodnotu vlastního kapitálu společnosti FLSmidth spol. s r.o. pro budoucí strategické rozhodování. Při oceňování vyvstalo několik problémů, kde bylo nutné zvážit způsob dalšího postupu, přičemž se jevílo jako vhodné zvolené řešení alespoň rámcově konzultovat se zástupci oceňovaného podniku, aby výsledná hodnota byla co nejbližší realitě.

V rámci strategické analýzy bylo největším problémem samotné vymezení velikosti trhu a stanovení konkurenční síly oceňovaného podniku. Při tvorbě strategické analýzy největší problém představoval zejména nedostatek vstupních dat jak o trhu samotném, tak o konkurenčních podnicích na něm působících. Rovněž při stanovení konkurenční síly nebylo vždy možné oddělit konkurenční sílu oceňovaného podniku a mateřské společnosti. Z těchto důvodů bylo nutné výsledky strategické analýzy konzultovat s představiteli podniku a výsledky na základě těchto konzultací modifikovat, což ovšem zvyšuje zatížení strategické analýzy subjektivními názory jak oceňovatele, tak i zástupců podniku.

Ve finanční analýze byly použity neupravené výkazy společnosti, které byly z důvodu nedostatku relevantních informací o konkurentech společnosti srovnávány s údaji pro odvětví dle CZ-NACE. Vzhledem ke specifickým oceňovaného podniku, šíři činností zahrnutých v těchto odvětvích a zkreslení výsledků podniku v důsledku operací v rámci skupiny lze předpokládat u jednotlivých ukazatelů mírně nižší vypovídací schopnost, finanční analýza nám však potvrdila životaschopnost oceňovaného podniku.

Před projekcí generátorů hodnoty a sestavením finančního plánu bylo nutno provést dvě významné úpravy výkazů společnosti. První z nich bylo navýšení dlouhodobého hmotného majetku o provozně nutné budovy, které má podnik v dlouhodobém pronájmu, a o odpovídající navýšení cizích zdrojů financování. Při tomto postupu došlo pravděpodobně k mírnému zkreslení, kdy hodnota budov vlastněných podnikem byla ponechána v cenách dle rozvahy, tedy historických, zatímco hodnota nově oceněných budov byla stanovena výnosovou metodou k datu ocenění. Druhou významnou změnou bylo ponížení manažerského poplatku vůči mateřské společnosti, kdy jeho výše má zásadní vliv na výslednou hodnotu společnosti. Pro přesné stanovení poměru mezi

poplatky provozně nutnými a těmi, které představují skrytou dividendu, by byly nutné podrobné informace z mateřské společnosti, které ovšem nejsou dostupné. Výše poplatků nutných pro provoz podniku byla proto pouze odhadnuta, přesnost tohoto odhadu však mohla zásadním způsobem ovlivnit výslednou hodnotu společnosti.

V závěrečné fázi samotného ocenění bylo klíčové stanovit co nejlépe diskontní míru, resp. náklady vlastního kapitálu vyjádřené modelem CAPM. Při jejím stanovení bylo přihlédnuto ke všem zjištěným tržním vlivům, které na tuto diskontní míru působí.

Pro samotné ocenění společnosti byla zvolena metoda DCF APV. Oproti běžně využívané metodě DCF Entity je její předností jednodušší výpočet a tím i nižší riziko chyby při stanovení hodnoty podniku. Budeme-li vycházet z požadavku, že výsledky obou metod by měly být identické, je u metody DCF Entity nutno využít přepočty na zadlužení podniku, které vycházejí ze složitých reagenčních funkcí, které předpokládají v každém roce vypočítat hodnotový příspěvek daňového štítu. V praxi se pak zpravidla využívá přepočet zadlužení koeficientem  $\beta$ . Problémem tohoto postupu však je vznik určité odchylky oproti metodě DCF APV.

Maximálně objektivizovaná hodnota vlastního kapitálu společnosti pro budoucí strategické rozhodování byla metodou DCF APV stanovena ve výši 209 814 tis. Kč. Pro přesnější odhad by bylo nezbytné zajistit zejména podklady potvrzující provozní nutnost jednotlivých plateb mateřské společnosti, které však jsou pro subjekty mimo vedení mateřské společnosti nedostupné.

## **Prameny a literatura**

### **Knižní zdroje**

DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012.

ISBN 978-1-118-01152-2

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011.

ISBN 978-80-86929-67-5

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011.

ISBN 978-80-86929-80-4

PAVELKOVÁ, D. a A. KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství s.r.o., 2005

ISBN 80-86131-63-7

International Valuation Standards 2005, (kapitola Introduction to International Valuation Standards 1 and 2, odst. 4.1) in MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku Proces ocenění – základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011.

ISBN 978-80-86929-67-5



## **Zákony a vyhlášky**

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku

## **Elektronické zdroje**

*Cushman & Wakefield* [online]. 2022 [cit. 11. 4. 2022]. Czech Republic Marketbeat Industrial. Dostupné z <https://www.cushmanwakefield.com/cs-cz/czech-republic/insights/czech-republic-marketbeat>

*Česká národní banka* [online]. 2022 [cit. 16. 4. 2022]. Vybrané devizové kurzy. Dostupné z [https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/devizovy-trh/kurzy-devizoveho-trhu/kurzy-devizoveho-trhu/grafy\\_form.html](https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/devizovy-trh/kurzy-devizoveho-trhu/kurzy-devizoveho-trhu/grafy_form.html)

DAMODARAN, A. *Estimating Risk free Rates* [online]. Dostupné z <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskfree.pdf> [cit. 23. 4. 2022].

*Damodaran Online* [online]. 2022 [cit. 23. 4. 2022]. Home Page for Aswath Damodaran. Dostupné z <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

*Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2022 [cit. 21. 4. 2022]. Makroekonomická predikce – leden 2022. Dostupné z <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2022/makroekonomicka-predikce-leden-2022-46147>

*Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2022 [cit. 21. 4. 2022]. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR. Dostupné z <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>

*Statista* [online]. 2022 [cit. 18. 1. 2022]. Cement production worldwide. Dostupné z <https://www.statista.com/statistics/1087115/global-cement-production-volume/>

*The World Bank* [online]. 2022 [cit. 18. 4. 2022]. Economy & Growth. Dostupné z <https://data.worldbank.org/topic/economy-and-growth?view=chart>

### **Firemní materiály**

Výroční zprávy společnosti z let 2011 – 2020 včetně povinných účetních výkazů

FLSmidth Annual Report 2019 – 2021

## Referenční seznam

### Seznam schémat

Schéma 1: Sestavení finančního plánu .....	26
Schéma 2: Dvoufázová metoda .....	30
Schéma 3: Vztah tempa růstu zisků, odpisů a kapitálových výdajů .....	31

### Seznam tabulek

Tabulka 1: Světový hrubý domácí produkt (v cenách 2015).....	39
Tabulka 2: Hrubý domácí produkt hlavních producentů cementu (v cenách 2015, mld. USD).....	40
Tabulka 3: Vývoj nezaměstnanosti v České republice .....	42
Tabulka 4: Světová produkce cementu .....	43
Tabulka 5: Tržby odvětví CZ-NACE 26.5 za období 2016-2020 .....	44
Tabulka 6: Výsledky analýzy vnitřního potenciálu .....	49
Tabulka 7: Horizontální analýza aktiv (v %).....	50
Tabulka 8: Vertikální analýza aktiv (v %).....	51
Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv (v %) .....	52
Tabulka 10: Vertikální analýza pasiv (v %) .....	52
Tabulka 11: Horizontální analýza VZZ (v %) .....	53
Tabulka 12: Vertikální analýza VZZ (v %) .....	53
Tabulka 13: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – běžná likvidita .....	55
Tabulka 14: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – pohotová likvidita.....	55
Tabulka 15: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – okamžitá likvidita.....	56
Tabulka 16: Porovnání oceňovaného podniku s oborem koeficient samofinancování (v %) .....	56
Tabulka 17: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – rentabilita aktiv (v %).....	57

Tabulka 18: Porovnání oceňovaného podniku s oborem – rentabilita vlastního kapitálu (v %)	57
Tabulka 19: Ukazatele aktivity (ve dnech)	58
Tabulka 20: Ukazatele aktivity	58
Tabulka 21: Model ZETA	59
Tabulka 22: Změny aktiv a pasiv (v tis. Kč)	63
Tabulka 23: Změny VZZ (v tis. Kč)	63
Tabulka 24: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu (tržby po úpravě)	65
Tabulka 25: Prognóza budoucích tržeb společnosti – zamítnutá	66
Tabulka 26: Prognóza budoucích tržeb společnosti	66
Tabulka 27: Zisková marže v minulých letech	67
Tabulka 28: Zisková marže v minulých letech k výkonům	67
Tabulka 29: Zisková marže zdola	68
Tabulka 30: Prognóza ziskové marže	68
Tabulka 31: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)	69
Tabulka 32: Doba obratu jednotlivých složek PK (ve dnech, vztaženo k tržbám)	69
Tabulka 33: Prognóza doby obratu jednotlivých složek PK (ve dnech)	70
Tabulka 34: Prognóza jednotlivých složek PK (v tis. Kč)	70
Tabulka 35: Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	71
Tabulka 36: Koeficient investiční náročnosti tržeb brutto (v tis. Kč)	72
Tabulka 37: Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (v tis. Kč)	73
Tabulka 38: Plán výplaty podílu na zisku (v tis. Kč)	74
Tabulka 39: Plán VZZ (v tis. Kč)	75
Tabulka 40: Plán aktiv (v tis. Kč)	76
Tabulka 41: Plán pasiv (v tis. Kč)	77
Tabulka 42: Plán výkazu cash flow (v tis. Kč)	78
Tabulka 43: Volné peněžní toky pro 1. fázi (v tis. Kč)	82
Tabulka 44: Volné peněžní toky (v tis. Kč)	82
Tabulka 45: Daňové štíty (v tis. Kč)	83
Tabulka 46: Pokračující hodnota (v tis. Kč)	84
Tabulka 47: Hodnota podniku metodou DCF APV (v tis. Kč)	85

## Seznam grafů

Graf 1: Vývoj kurzu EUR/CZK v letech 2016 - 2020 .....	41
Graf 2: Vývoj kurzu USD/CZK v letech 2016-2020.....	41
Graf 3: Vývoj tržeb podniku v letech 2011 - 2020 .....	64
Graf 4: Vývoj tržeb podniku v letech 2011 – 2019 po úpravě .....	65

## **Přílohy**

### Seznam příloh

Příloha 1, Rozvaha – aktiva za období 2016 – 2020 neupravená.....	95
Příloha 2, Rozvaha – pasiva za období 2016 – 2020 neupravená.....	97
Příloha 3, Výkaz zisku a ztráty za období 2016 – 2020 neupravený.....	98
Příloha 4, Rozvaha – aktiva za období 2016 – 2020 upravená.....	100
Příloha 5, Rozvaha – pasiva za období 2016 – 2020 upravená.....	102
Příloha 6, Výkaz zisku a ztráty za období 2016 – 2020 upravený.....	103

**Příloha 1, Rozvaha – aktiva za období 2016 – 2020 neupravená**

	<b>AKTIVA (tis. Kč)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
	<b>Aktiva celkem</b>	217 325	194 882	201 588	226 680	251 698
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	26 111	22 339	20 033	22 476	20 058
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	1 318	190	18	582	629
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3.	Software	1 318	190	18	582	370
4.	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	259
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	24 793	22 149	20 015	21 894	19 429
1.	Pozemky	2 677	2 677	2 677	2 677	2 677
2.	Stavby	18 196	16 512	15 136	13 760	12 384
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 920	2 960	2 202	5 457	4 368
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0	0
1.	Podíly – ovládaná osoba	0	0	0	0	0
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>c.</b>	<b>oběžná aktiva</b>	190 409	169 054	179 303	203 391	228 996
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	57 836	60 532	93 658	126 038	129 799
1.	Materiál	37 227	30 716	41 407	53 260	29 799
2.	Nedokončená výroba a polotovary	5 513	5 517	22 681	26 363	35 452
3.	Výrobky	15 096	24 299	29 570	46 415	64 548
5.	Zboží	0	0	0	0	0
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	4 501	4 413	4 549	3 641	2 983
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	170	170	170	0	0
7.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	4 331	4 243	4 379	3 641	2 983
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	96 873	93 328	77 905	68 958	91 309
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	25 087	39 632	42 466	58 225	48 253
2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	61 127	38 208	4 048	0	36 552
6.	Stát – daňové pohledávky	5 608	12 877	19 372	6 609	3 114
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	210	489	462	1 294	2 883
8.	Dohadné účty aktivní	4 796	2 122	1 017	2 830	489

9.	Jiné pohledávky	45	0	10 540	0	18
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>31 199</b>	<b>10 781</b>	<b>3 191</b>	<b>4 754</b>	<b>4 905</b>
1.	Peníze	158	199	188	129	-32
2.	Účty v bankách	31 041	10 582	3 003	4 625	4 937
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
<b>D. I.</b>	<b>časové rozlišení</b>	<b>805</b>	<b>3 489</b>	<b>2 252</b>	<b>813</b>	<b>2 644</b>
1.	Náklady příštích období	805	977	944	813	1 133
2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
3	Příjmy příštích období	0	2512	1308	0	1511



**Příloha 2, Rozvaha – pasiva za období 2016 – 2020 neupravená**

	<b>PASIVA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
	<b>Pasiva celkem</b>	217 325	194 882	201 588	226 680	251 698
<b>a.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	153 839	143 747	139 044	155 830	182 225
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	13 362	13 362	13 362	13 362	13 362
1.	Základní kapitál	13 362	13 362	13 362	13 362	13 362
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	0	0	0	0	0
2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
<b>A.III.</b>	<b>Fondy ze zisku</b>	0	100	152	549	516
1.	Rezervní fond	0	0	0	0	0
2.	Statutární a ostatní fondy	0	100	152	549	516
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	108 888	139 857	129 584	124 831	141 919
1.	Nerozdělený zisk minulých let	108 888	139 857	129 584	124 831	141 919
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</b>	31 589	-9 572	-4 054	17 088	26 428
<b>B.</b>	<b>cizí zdroje</b>	57 780	50 355	57 247	69 058	67 295
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	16 369	24 453	8 633	9 118	6 897
1.	<b>Rezervy podle zvláštních právních předpisů</b>	0	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	16 369	24 453	8 633	9 118	6 897
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	0	0	0	0	0
1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
10.	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	41 411	25 902	48 614	59 940	60 398
1.	Závazky z obchodních vztahů	34 720	20 665	41 944	42 459	40 121
	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	7 439	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	2 279	2 798	2 821	2 992	2 874
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 287	1 490	1 555	1 637	1 623
7.	Stát – daňové závazky a dotace	371	461	500	2 847	4 733
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	2 558	0	1 311	992	10 537
10.	Dohadné účty pasivní	157	442	436	1 526	463
11.	Jiné závazky	39	46	47	48	47
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	0	0	0	0	0
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
<b>C. I.</b>	<b>časové rozlišení</b>	5 706	780	5 297	1 792	2 178
1.	Výdaje příštích období	5 706	780	1 428	1 282	1 783
2.	Výnosy příštích období	0	0	3 869	510	395

### Příloha 3, Výkaz zisku a ztráty za období 2016 – 2020 neupravený

		2016	2017	2018	2019	2020
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
+	<b>obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
II.	Výkony	249 920	201 677	229 858	328 671	273 285
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	266 551	192 471	207 423	304 142	246 063
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	16 631	-9 206	-22 435	-20 527	-27 222
II.3.	Aktivace	0	0	0	-4 002	0
B.	Výkonová spotřeba	162 850	133 732	167 619	240 626	177 763
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	106 945	93 912	123 142	200 889	137 758
B.2.	Služby	55 905	39 820	44 477	39 737	40 005
+	<b>přidaná hodnota</b>	<b>120 332</b>	<b>49 533</b>	<b>17 369</b>	<b>38 987</b>	<b>41 078</b>
C.	Osobní náklady	54 312	54 151	63 886	68 247	67 290
C.1.	Mzdové náklady	40 274	39 612	46 466	50 021	49 401
C.2.	Odměny členům orgánů obchodní korporace	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	14 038	14 539	17 420	18 226	17 889
C.4.	Sociální náklady	0	0	0	0	0
D.	Daně a poplatky	141	95	1 004	269	253
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3 438	4 044	2 646	2 283	2 676
	Úprava hodnot zásob	0	5 358	3 133	-1 737	-1 764
	Úprava hodnot pohledávek	419	-28	398	-547	338
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	576	223	270	117	0
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	331	223	270	117	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	245	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	339	0	66	15	0
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	339	0	66	15	0
F.2.	Prodaný materiál	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-6 229	8 064	-15 820	485	-2 221
IV.	Ostatní provozní výnosy	722	1 395	2 283	4 166	6 846
H.	Ostatní provozní náklady	1 029	2 005	12 600	2 041	2 694
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	<b>provozní výsledek hospodaření</b>	<b>34 919</b>	<b>-4 126</b>	<b>-3 121</b>	<b>21 272</b>	<b>33 102</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VII.1	Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
VII.3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0

IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	11	0
N.	Nákladové úroky	106	0	10	160	28
XI.	Ostatní finanční výnosy	210	1 140	2 038	2 926	8 121
O.	Ostatní finanční náklady	1 207	4 787	3 097	3 041	8 301
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1 103</b>	<b>-3 647</b>	<b>-1 069</b>	<b>-264</b>	<b>-208</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	<b>6 542</b>	<b>1 800</b>	<b>-136</b>	<b>3 920</b>	<b>6 466</b>
Q 1.	– splatná	5 378	1 712	0	3 182	5 808
Q 2.	– odložená	1 164	88	-136	738	658
<b>**</b>	<b>výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>27 274</b>	<b>-9 573</b>	<b>-4 054</b>	<b>17 088</b>	<b>26 428</b>
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>***</b>	<b>výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>27 274</b>	<b>-9 573</b>	<b>-4 054</b>	<b>17 088</b>	<b>26 428</b>

## Příloha 4, Rozvaha – aktiva za období 2016 – 2020 upravená

Rozvaha po úpravách specifikovaných v kapitole 5.1

	<b>AKTIVA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
	<b>Aktiva celkem</b>	274 792	252 349	259 055	284 147	309 165
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	83 578	79 806	77 500	79 943	77 525
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	1 318	190	18	582	629
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3.	Software	1 318	190	18	582	370
4.	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	259
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	82 260	79 616	77 482	79 361	76 896
1.	Pozemky	2 677	2 677	2 677	2 677	2 677
2.	Stavby	75 663	73 979	72 603	71 227	69 851
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 920	2 960	2 202	5 457	4 368
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	0	0	0	0	0
1.	Podíly – ovládaná osoba	0	0	0	0	0
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>oběžná aktiva</b>	190 409	169 054	179 303	203 391	228 996
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	57 836	60 532	93 658	126 038	129 799
1.	Materiál	37 227	30 716	41 407	53 260	29 799
2.	Nedokončená výroba a polotovary	5 513	5 517	22 681	26 363	35 452
3.	Výrobky	15 096	24 299	29 570	46 415	64 548
5.	Zboží	0	0	0	0	0
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	4 501	4 413	4 549	3 641	2 983
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	170	170	170	0	0
7.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	4 331	4 243	4 379	3 641	2 983
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	96 873	93 328	77 905	68 958	91 309
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	25 087	39 632	42 466	58 225	48 253
2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	61 127	38 208	4 048	0	36 552
6.	Stát – daňové pohledávky	5 608	12 877	19 372	6 609	3 114

7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	210	489	462	1 294	2 883
8.	Dohadné účty aktivní	4 796	2 122	1 017	2 830	489
9.	Jiné pohledávky	45	0	10 540	0	18
<b>C.IV.</b>	<b><i>Krátkodobý finanční majetek</i></b>	<b>31 199</b>	<b>10 781</b>	<b>3 191</b>	<b>4 754</b>	<b>4 905</b>
1.	Peníze	158	199	188	129	-32
2.	Účty v bankách	31 041	10 582	3 003	4 625	4 937
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
<b>D. I.</b>	<b>časové rozlišení</b>	<b>805</b>	<b>3 489</b>	<b>2 252</b>	<b>813</b>	<b>2 644</b>
1.	Náklady příštích období	805	977	944	813	1 133
2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	0	2512	1308	0	1511

**Příloha 5, Rozvaha – pasiva za období 2016 – 2020 upravená**

	<b>PASIVA</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
	<b>Pasiva celkem</b>	274 792	252 349	259 055	291 586	309 165
<b>a.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	153 839	143 747	139 044	155 830	182 225
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	13 362	13 362	13 362	13 362	13 362
1.	Základní kapitál	13 362	13 362	13 362	13 362	13 362
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	0	0	0	0	0
2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
<b>A.III.</b>	<b>Fondy ze zisku</b>	0	100	152	549	516
1.	Rezervní fond	0	0	0	0	0
2.	Statutární a ostatní fondy	0	100	152	549	516
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	108 888	139 857	129 584	124 831	141 919
1.	Nerozdělený zisk minulých let	108 888	139 857	129 584	124 831	141 919
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</b>	31 589	-9 572	-4 054	17 088	26 428
<b>B.</b>	<b>cizí zdroje</b>	115 247	107 822	114 714	133 964	124 762
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	16 369	24 453	8 633	9 118	6 897
1.	<b>Rezervy podle zvláštních právních předpisů</b>	0	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	16 369	24 453	8 633	9 118	6 897
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	0	0	0	0	0
1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
10.	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	41 411	25 902	48 614	59 940	60 398
1.	Závazky z obchodních vztahů	34 720	20 665	41 944	42 459	40 121
	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	2 279	2 798	2 821	2 992	2 874
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 287	1 490	1 555	1 637	1 623
7.	Stát – daňové závazky a dotace	371	461	500	2 847	4 733
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	2 558	0	1 311	992	10 537
10.	Dohadné účty pasivní	157	442	436	1 526	463
11.	Jiné závazky	39	46	47	48	47
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	57 467	57 467	57 467	64 906	57 467
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	57 467	57 467	57 467	57 467	57 467
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	7 439	0
<b>C. I.</b>	<b>časové rozlišení</b>	5 706	780	5 297	1 792	2 178
1.	Výdaje příštích období	5 706	780	1 428	1 282	1 783
2.	Výnosy příštích období	0	0	3 869	510	395

**Příloha 6, Výkaz zisku a ztráty za období 2016 – 2020 upravený**

		2016	2017	2018	2019	2020
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
+	<b>obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
II.	Výkony	249 920	201 677	229 858	328 671	273 285
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	266 551	192 471	207 423	304 142	246 063
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	16 631	-9 206	-22 435	-20 527	-27 222
II.3.	Aktivace	0	0	0	-4 002	0
B.	Výkonová spotřeba	143 817	119 995	153 643	230 014	163 696
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	106 945	93 912	123 142	200 889	137 758
B.2.	Služby	36 872	26 083	30 501	29 125	25 938
+	<b>přidaná hodnota</b>	<b>106 104</b>	<b>81 683</b>	<b>76 216</b>	<b>98 658</b>	<b>109 590</b>
C.	Osobní náklady	54 312	54 151	63 886	68 247	67 290
C.1.	Mzdové náklady	40 274	39 612	46 466	50 021	49 401
C.2.	Odměny členům orgánů obchodní korporace	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	14 038	14 539	17 420	18 226	17 889
C.4.	Sociální náklady	0	0	0	0	0
D.	Daně a poplatky	141	95	1 004	269	253
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 354	5 960	4 562	4 199	4 592
	Úprava hodnot zásob	0	5 358	3 133	-1 737	-1 764
	Úprava hodnot pohledávek	419	-28	398	-547	338
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	576	223	270	117	0
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	331	223	270	117	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	245	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	339	0	66	15	0
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	339	0	66	15	0
F.2.	Prodaný materiál	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-6 229	8 064	-15 820	485	-2 221
IV.	Ostatní provozní výnosy	722	1 395	2 283	4 166	6 846
H.	Ostatní provozní náklady	1 029	2 005	12 600	2 041	2 694
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	<b>provozní výsledek hospodaření</b>	<b>52 037</b>	<b>7 696</b>	<b>8 940</b>	<b>29 969</b>	<b>45 254</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VII.1	Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
VII.3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0

IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	11	0
N.	Nákladové úroky	2 864	2 758	2 768	2 918	2 786
XI.	Ostatní finanční výnosy	210	1 140	2 038	2 926	8 121
O.	Ostatní finanční náklady	1 207	4 787	3 097	3 041	8 301
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3 861</b>	<b>-6 405</b>	<b>-3 827</b>	<b>-3 022</b>	<b>-2 966</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	<b>9 887</b>	<b>1 462</b>	<b>1 699</b>	<b>5 694</b>	<b>8 598</b>
Q 1.	– splatná	5 378	1 712	0	3 182	5 808
Q 2.	– odložená	1 164	88	-136	738	658
**	<b>výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>38 288</b>	<b>-172</b>	<b>3 414</b>	<b>21 252</b>	<b>33 689</b>
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
***	<b>výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>38 288</b>	<b>-172</b>	<b>3 414</b>	<b>21 252</b>	<b>33 689</b>