

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



ÚSTAV SOUDNÍHO INŽENÝRSTVÍ  
INSTITUTE OF FORENSIC ENGINEERING

# OCENĚNÍ PODNIKU S PROMÍTNUTÍM RIZIKA DO DISKONTNÍ SAZBY

COMPANY VALUE ESTIMATION WITH REFLECT OF RISK IN THE DISCOUNT RATE

DIPLOMOVÁ PRÁCE

DIPLOMA THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

BC. KATARÍNA LANČARIČOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

ING. LUCIE KOLEŇÁKOVÁ, PH.D.

BRNO 2014

Vysoké učení technické v Brně, Fakulta strojního inženýrství

Energetický ústav

Akademický rok: 2013/14

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

student(ka): Bc. Vít Lančarič

který/která studuje v **magisterském studijním programu**

obor: **Energetické inženýrství (2301T035)**

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně určuje následující téma diplomové práce:

### **Odlučování drobných prachových částic při spalování uhlí**

v anglickém jazyce:

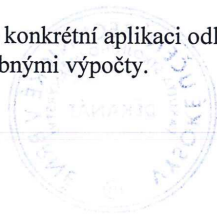
### **Separation of fine solid particles from flue gas**

Stručná charakteristika problematiky úkolu:

Práce je věnována problematice drobných prachových částic vyskytujících se v plynných produktech spalování pocházejících ze spalování uhlí. Detailně bude sledována velikost částic do 0,2 mm. Vlastní řešení bude zaměřeno na návrh elektrostatického odlučovače pro odloučení tuhých částic ze spalin uhelného kotle.

Cíle diplomové práce:

1. Rešeršním způsobem popište tuhé částice pocházejících ze spalování uhlí.
2. Představte technologie využitelné pro záchyt tuhých částic z proudu spalin.
3. Popište princip, technické možnosti a příklady realizací technologie elektrostatického odlučování.
4. Proved'te technický návrh EO pro konkrétní aplikaci odloučení tuhých částic z proudu spalin uhelného kotle. Návrh doplňte potřebnými výpočty.



Seznam odborné literatury:

SEDLÁČEK, J., VOSTRACKÝ, Z.,: Efektivní energetika, Využití korónového výboje v elektrostatických odlučovačích, Plzeň: ZCU, 2009 ISBN 978-80-248-1989-1

KLOBOUK, B.,: Suché elektrické čištění spalin, Praha: VÚV,

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Jiří Pospíšil, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2013/14.

V Brně, dne 22.11.2013



*Zdeněk Skála*

doc. Ing. Zdeněk Skála, CSc.  
Ředitel ústavu

*Miroslav Doupovec*

prof. RNDr. Miroslav Doupovec, CSc., dr. h. c.  
Děkan

## ***Abstrakt***

Diplomová práca sa zaoberá stanovením subjektívnej hodnoty podniku IFE-CR, a.s. za pomoci vybranej výnosovej metódy. Ocenenie bude prevedené k dátumu 31. 12. 2013.

Teoretická časť objasňuje hlavné pojmy a charakterizuje metodologické postupy, ktoré súvisia s oceňovaním podniku. Teoretické východiská literárnej rešerše sú rozpracované a aplikované na konkrétny podnikateľský subjekt v praktickej časti. Táto časť predstavuje oceňovanú spoločnosť, zhrňuje výsledky strategickej a finančnej analýzy a v konečnej fáze aj návrh ocenenia.

## ***Kľúčové slová***

Ocenenie podniku, hodnota podniku, strategická analýza, finančná analýza, finančný plán, metóda diskontovaného čistého cash flow.

## ***Abstract***

The master's thesis deals with the subjective value of stock company IFE-CR, a.s. via selected revenue method. Value estimation will be made to 31. December 2013.

The theoretical part explains the main concepts and describes the methodological approaches, related to the company value estimation. Theoretical basis of literature search are developed and applied to specific business entity in practical part. This part introduces the evaluated company, includes the results of the strategic and financial analysis and in the final stage also the suggestion of value estimation.

## ***Keywords***

Company Value Estimation, enterprise value, strategic analysis, financial analysis, financial plan, discounted free cash flow method.

***Bibliografická citácia***

LANČARIČOVÁ, K. Ocenění podniku s promítnutím rizika do diskontní sazby. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství, 2014. 101 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Lucie Kolečáková, Ph.D..

***Prehlásenie***

Prehlasujem, že som diplomovú prácu spracoval/a samostatne a že som uviedol/a všetky použité informační zdroje.

V Brne dňa 30.05.2014

.....

### ***Pod'akovanie***

Na tomto mieste by som chcela poďakovať pani Ing. Lucii Koleňákové, Ph.D. za odbornú pomoc, vecné rady a pripomienky pri spracovaní tejto diplomové práce.

# OBSAH

ÚVOD .....	9
CIEĽ A METODIKA PRÁČE.....	10
1 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ.....	11
1.1 Základné pojmy .....	11
1.1.1 <i>Definícia podniku</i> .....	11
1.1.2 <i>Hodnota podniku</i> .....	11
1.2 Právna úprava oceňovania .....	13
1.2.1 <i>České predpisy</i> .....	13
1.2.2 <i>Mezinárodné a Európske oceňovacie štandardy</i> .....	13
1.2.3 <i>Národné štandardy niektorých zemí</i> .....	14
1.3 Dôvody pre ocenenie podniku .....	14
1.4 Diskontná miera .....	15
1.4.1 <i>Vymedzenie pojmu diskontná miera</i> .....	15
1.4.2 <i>Diskontná miera a riziko</i> .....	15
1.4.3 <i>Diskontná miera a účel ocenenia</i> .....	16
1.5 Základný postup pri oceňovaní podniku .....	16
1.5.1 <i>Zber vstupných dát</i> .....	16
1.5.2 <i>Analýza dát</i> .....	17
1.5.3 <i>Finančný plán</i> .....	28
1.6 Metody oceňovania podniku .....	29
1.6.1 <i>Ocenenie podniku pomocou výnosových metód</i> .....	29
2 ANALÝZA PODNIKU .....	33
2.1 Charakteristika spoločnosti .....	33
2.2 Strategická analýza spoločnosti .....	34
2.2.1 <i>Základné informácie o trhu</i> .....	34
2.2.2 <i>Analýza makroprostredia</i> .....	34



2.2.3	<i>Analýza oborového prostredia (Porterova analýza)</i> .....	40
2.2.4	<i>Analýza vnútorného prostredia (7S)</i> .....	42
2.2.5	<i>Analýza vnútorného potenciálu</i> .....	43
2.2.6	<i>SWOT analýza</i> .....	46
2.2.7	<i>Zhrnutie výsledkov strategickej analýzy</i> .....	47
2.3	<i>Finančná analýza spoločnosti</i> .....	48
2.3.1	<i>Horizontálna a vertikálna analýza rozvahy</i> .....	48
2.3.2	<i>Horizontálna analýza výkazu zisku a strát</i> .....	52
2.3.3	<i>Vývoj peňažného toku</i> .....	52
2.3.4	<i>Pomerové ukazovatele</i> .....	53
2.3.5	<i>Zhrnutie výsledkov finančnej analýzy</i> .....	56
2.4	<i>Rozdelenie aktív na potrebné a nepotrebné</i> .....	57
2.5	<i>Finančný plán</i> .....	58
2.5.1	<i>Pesimistický variant finančného plánu</i> .....	58
2.5.2	<i>Finančná analýza plánu pre pesimistický variant</i> .....	61
2.5.3	<i>Optimistický variant finančného plánu</i> .....	63
2.5.4	<i>Finančná analýza plánu pre optimistický variant</i> .....	66
3	<i>NÁVRH OCENENIA PODNIKU</i> .....	68
3.1	<i>Metoda diskontovaného čistého cash flow</i> .....	68
3.1.1	<i>Náklady na kapitál</i> .....	68
3.1.2	<i>Ocenenie pre pesimistický variant finančného plánu</i> .....	70
3.1.3	<i>Ocenenie pre optimistický variant finančného plánu</i> .....	73
4	<i>ZÁVER</i> .....	77
	<i>ZOZNAM LITERATÚRY</i> .....	78
	<i>ZOZNAM TABULIEK</i> .....	80
	<i>ZOZNAM OBRÁZKOV</i> .....	82
	<i>ZOZNAM GRAFOV</i> .....	83
	<i>ZOZNAM PRÍLOH</i> .....	84

## ÚVOD

Pre požiadavky vlastníkov, investorov a ďalších záujmových skupín je popri poznaní účtovnej a tržnej hodnoty žiaduca téma oceňovanie podniku. V praxi existuje rada situácií, kedy je potrebné oceniť podniky. Práve pri ich predaji, akvizícií, fúzií alebo uvedenia spoločnosti na organizované finančné trhy je potrebné poznať tržnú hodnotu podniku, čo je hlavným významom ocenenia. Tržní hodnota je výsledkom analýzy prostredia, v ktorom podnik pôsobí, a vnútorného potenciálu podniku. Vlastníci, či investori pomocou ocenenia podniku poznajú aktuálny stav finančných ukazovateľov a tak majú prehľad o finančnej situácii a kondícii podniku.

K správne mu oceneniu je potrebné mať nielen teoretické vedomosti z tejto oblasti, ale tiež je dobré mať skúsenosti z oblasti praktického riadenia podniku. Ďalej je potrebné mať kvalitné informácie o podniku a potrebné dáta, ktoré sú nutné k oceneniu. Najdôležitejšou časťou ocenenia je výber oceňovacej metódy podľa toho, pre koho je ocenenie určené a z akého dôvodu sa ocenenia prevádza.

Diplomová práca sa zaoberá ocenením podniku. V teoretickej časti sú popísané teoretické východiska práce a jednotlivé postupy oceňovania. Ďalšia časť tejto práce je tvorená analytickou časťou, v rámci ktorej je spracovaná strategická, finančná analýza a finančný plán. V záveru diplomovej práce je subjektívne ocenenie podniku k 31. 12. 2013.

## **CIEĽ A METODIKA PRÁCE**

Hlavným cieľom tejto práce je aplikácia základného postupu oceňovania na vybraný podnik, ktorý predstavuje analýzu súčasnej situácie, finančnú a strategickú analýzu, zostavenie finančného plánu, stanovenie diskontnej miery, aplikácie metód pre oceňovanie.

Diplomová práca je rozdelená do dvoch častí. Prvá časť je teoretická, ktorá objasňuje a charakterizuje metodologické postupy, ktoré súvisia s oceňovaním podniku. Zároveň tvorí analýzu dostupnej českej a zahraničnej literatúry v uvedenej problematike.

Druhá – analytická časť sa najskôr zaoberá predstavením podniku. Nasleduje vypracovanie strategickej analýzy, finančnej analýzy, finančného plánu a samotné ocenenie pomocou zvolenej metódy.

# 1 TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ

## 1.1 ZÁKLADNÉ POJMY

### 1.1.1 Definícia podniku

V literatúre existujú rôzne pohľady na vysvetlenie pojmu podnik. Definíciu podniku upravoval zákon č. 513/1991 Zb., obchodného zákonníka ako:

„soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu. Tím není dotčena působnost zvláštních právních předpisů vztahujících se k nemovitým věcem, předmětům průmyslového a jiného duševního vlastnictví, motorovým vozidlům apod., pokud jsou součástí podniku.“<sup>1</sup>

Od 1. januára 2014 je obchodný zákonník nahradený novým zákonom č. 90/2012 Zb., o obchodných spoločnostiach a družstvách, tzv. zákonom o obchodných korporáciách, a zákonom č. 91/2012 Zb., o medzinárodnom práve súkromnom. Taktiež je od 1. januára 2014 nahradená stávajúca právna úprava v oblasti súkromného práva novým občianskym zákonníkom č. 89/2012 Zb.

Nový občiansky zákonník namiesto doterajšieho pojmu podnik priniesol nový pojem obchodný závod:

„Obchodní závod (dále jen 'závod') je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“<sup>2</sup>

### 1.1.2 Hodnota podniku

Cieľom ocenenia podniku je stanovenie jeho hodnoty. V praxi sa môžeme stretnúť s mylným názorom, že hodnota je totožná s cenou. Avšak cena je len peňažné vyjadrenie

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Zb. obchodného zákonníka (platnosť do 31.12.2013)

<sup>2</sup> Zákon č. 89/2012 Zb.: § 502 v platnom znení

hodnoty. Hodnota podniku je daná očakávanými budúcimi príjmami prevedenými na ich súčasnú hodnotu.<sup>3</sup>

### ***Hladina hodnoty podniku***

Podnik je možné oceňovať na rôznych hladinách:

- hodnota brutto – hodnota podniku ako celku, ako podnikateľskej jednotky (entity). Zahrňuje hodnotu pre vlastníkov, ako aj pre veriteľov.
- hodnota netto – ocenenie na úrovni vlastníkov podniku, takže oceňujeme vlastný kapitál.<sup>4</sup>

### ***Kategórie hodnoty***

Pri ocenení podniku rozoznávame štyri základné štandardy hodnoty:

- tržná hodnota,
- subjektívna hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexný prístup na základe Kolínskej školy.<sup>5</sup>

Tržná hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok vymenený k dátumu ocenenia medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim v nestrannej transakcii po vhodnom marketingu, kde obe strany jedajú na základe znalostí, opatrne a z vlastnej vôle.<sup>6</sup>

Subjektívna (investičná) hodnota nie je tržná hodnota investičného majetku. Táto hodnota je daná očakávaným úžitkom pre konkrétnu osobu (kupujúci, predávajúci, vlastník majetku, atď.).

Objektívna hodnota je relatívny pojem, pretože vo svojej podstate neexistuje.<sup>7</sup> Hodnota nie je objektívnou vlastnosťou podniku. Preto odhadcovia začali pracovať s pojmom

---

<sup>3</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 20

<sup>4</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 16

<sup>5</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 22

<sup>6</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 22

<sup>7</sup> KISLINGEROVÁ E., Oceňování podniku. 2001. s. 11

objektivizovaná hodnota, ktorej snahou je dosiahnuť čo najväčšiu reprodukovateľnosť ocenenia.

Komplexný prístup na základe Kolínskej školy je založený na postoji, že ocenenie nemá zmysel modifikovať v závislosti na jednotlivých podnetoch, ale na obecných funkciách, ktoré má ocenenie pre užívateľa a jeho výsledkov. Tieto základné funkcie sú poradenská, rozhodcovská, argumentačná, komunikačná a daňová funkcia.<sup>8</sup>

## **1.2 PRÁVNA ÚPRAVA OCEŇOVANIA**

### **1.2.1 České predpisy**

#### ***Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR***

Tento zákon je záväzný len pri oceňovaní v rámci zákona o konkurze a vyrovnaní, zákona o súdnych a správnych poplatkoch, zákona o dani dedičskej, darovacej a z prevodu nehnuteľností.

#### ***Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví***

Štvrtá časť § 24 tohto zákona upravuje spôsoby oceňovania v Českej republike.

#### ***Metodický pokyn České národní banky***

Tento pokyn je určený len pre tých oceňovateľov podnikov, ktorých znalecké posudky sú prekladané Českej národnej banke.

### **1.2.2 Mezinárodní a Európske oceňovacie štandardy**

#### ***Medzinárodní oceňovacie štandardy***

Tieto štandardy IVS vydáva výbor pre Medzinárodní oceňovací štandardy.

#### ***Európske oceňovacie štandardy***

Štandardy EVS vydáva Európska skupina odhadcovských asociácií.

### 1.2.3 Národné štandardy niektorých zemí

#### *Americké oceňovacie štandardy US PAP*

Štandardy sú spracované Americkou spoločnosťou odhadcov.

#### *Nemecký štandard IDW S1*

Štandard je vydávaný inštitútom nemeckých audítorov.<sup>9</sup>

## 1.3 DÔVODY PRE OCENENIE PODNIKU

Dôvodom pre ocenenie podniku nemusí byť len kúpa alebo predaj podniku, ale aj fúzia dvoch alebo viacerých podnikov, zmena právnej podstaty firmy atď. V súvislosti s rôznymi dôvodmi ocenenia existujú aj tomu zodpovedajúce rozličné postupy.

Obecne sa môžu dôvody pre oceňovanie zhrnúť do dvoch oblastí:

- ocenenie súvisiace s vlastníckymi zmenami,
- ocenenie pre prípady, kedy nedochádza k vlastníckym zmenám.

V každom prípade by u každého ocenenia malo byť jasne definované z akého podnetu vzniklo, o akú kategóriu hodnoty ide, aká úroveň hodnoty má byť určená a k akému dátumu hodnota platí.<sup>10</sup>

Ďalšie dôvody sú zo strany vlastníka:

- uvažovaná zmena vlastníka,
- uvažované získanie cudzieho kapitálu,
- rozhodovanie o vstupe na burzu,
- zaistenie úveru a poisťných zmlúv,
- koniec podnikania,
- overenie úspešnosti podnikania.

---

<sup>9</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 18-19

Dôvody nezávislé na vlastníčkovi (zo strany manažmentu, štátu):

- súdne spory,
- zdanenie,
- bonita podnikateľa.

## **1.4 DISKONTNÁ MIERA**

### **1.4.1 Vymedzenie pojmu diskontná miera**

Diskontná miera slúži k vymedzeniu relácie medzi očakávanými výnosmi a investovaným kapitálom s ohľadom na riziko. Plní dve funkcie:

- technická funkcia – diskontná miera slúži pre prepočet sumy, ktorá má byť vydaná alebo prijatá, na súčasnú hodnotu tejto sumy,
- ekonomická funkcia – diskontná miera slúži ako miera výnosnosti očakávaná investorom pri nadobudnutí budúceho peňažného toku s ohľadom na riziko spojené s možnosťou tento výnos získať.

V nemeckej literatúre sa stretávame s pojmom kalkulovaná úroková miera, ktorému sa v praxi dáva prednosť pred výrazom diskontná miera, pretože kalkulovať výnosnosť primeranú riziku je základným hľadiskom pri odvodzovaní úrokového percenta, ktorý je potrebný pre výpočet súčasnej hodnoty budúcich peňažných tokov.<sup>11</sup>

### **1.4.2 Diskontná miera a riziko**

Východiskom kalkulovanej úrokovej miery je úroveň výnosu, ktorý prináša aktívum nezaťažené rizikami. V praxi je možné využívať aktíva, ktoré sú rizikami zaťažené minimálne a teda môžu slúžiť ako prakticky bezrizikové. V súčasnosti existujú dve možnosti ako sa vysporiadať s ocenením rizika, pretože investícia vo forme kúpy podniku je takmer vždy zaťažená rizikom:

- je možné pracovať s rizikovou prirážkou k bezrizikovej úrokovej miere,

---

<sup>10</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 35-36

<sup>11</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 47-48



- je možné použiť istý ekvivalent výnosov.

Kalkulácia diskontnej miery je predovšetkým závislá na tom, ako sa chápu riziká, ktoré by mali byť zahrnuté v rizikovej prirážke.<sup>12</sup>

### **1.4.3 Diskontná miera a účel ocenenia**

Pri stanovení diskontnej miery musí oceňovateľ zvážiť, či je predmetom ocenenia stanovenie tržnej, subjektívnej alebo objektivizovanej hodnoty podniku. Ďalej je dôležitá voľba vhodnej metódy ocenenia podniku ako aj poznanie typu potenciálneho investora (majiteľa podniku), pre ktorého je ocenenie určené.

## **1.5 ZÁKLADNÝ POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU**

Pri oceňovaní je potrebné vychádzať z konkrétnych požiadavkou ako aj účelu, pre ktorý sa ocenenie spracováva. Preto sa nejedná o proces jednoznačný, ale špecifický. Obecne je ale možné odporučiť postup opísaný v nasledujúcej časti.

### **1.5.1 Zber vstupných dát**

Zber vstupných dát je prvým krokom pri oceňovaní podniku, ktorého východiskom je účel ocenenia a hľadaná kategória hodnoty. Najskôr je nutné, aby boli zaistené základné informácie o podniku, predovšetkým údaje, ktoré podnik identifikujú, názov, právnu formu, predmet podnikania, majetkové podiely, ekonomické dáta, ktoré obsahujú účtovné výkazy, výročné správy, správy audítorov a podnikové plány.

Podstatnými údajmi pre strategickú analýzu sú údaje o relevantnom trhu, konkrétne vymedzenie tohto trhu, jeho segmentácia, faktory jeho atraktivity a vývoja. S údajmi o relevantnom trhu súvisí aj jeho konkurenčná štruktúra, kde je potrebné zaistiť informácie o hlavných priamych konkurentoch a možných substitútoch výrobkov alebo produktov oceňovaného podniku. Ďalej je potrebné zistiť možné bariéry vstupu do odvetvia a taktiež pomer síl oceňovaného podniku k dodávateľom a odberateľom.

Ďalšou skupinou potrebných dát sú dáta o štruktúre odbytu, hlavných produktoch, cenách a cenovej politike, odbytových cestách a marketingu.

---

<sup>12</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 49-50

Nevyhnutné sú údaje o výrobe, ktoré zahrňujú skutočnosti ako je riadená kvalita, aké certifikáty kvality firma vlastní, charakter výroby a úroveň technológie, akou kapacitu podnik disponuje a ako ju vie využiť, v akom stave je dlhodobým majetok a taktiež údaje o dodávateľoch, ktoré sú potrebné nielen pri zistení štruktúry dodávok, ale aj pri určení miery závislosti oceňovaného podniku na dodávateľoch, logistiky a jej úrovne, stave a štruktúre zásob.

V neposlednom rade sú dôležité informácie o pracovníkoch, ktoré obsahujú ich štruktúru, kvalifikácie, fluktuáciu, údaje o atmosfére na pracovisku, produktivite práce, personálnych nákladoch a celkovú situáciu na trhu práce.<sup>13</sup>

### **1.5.2 Analýza dát**

Nazhromaždené informácie je potrebné zanalyzovať. Táto analýza zahrňuje nasledujúce kroky, ktoré môžu mať v praktickom použití rôznu podobu:

- a) Strategická analýza
- b) Finančná analýza
- c) Rozdelenie aktív podniku na prevádzkovo potrebné a nepotrebné
- d) Analýza a prognóza generátorov hodnoty
- e) Orientačné ocenenie na základe generátorov hodnoty<sup>14</sup>

#### ***Strategická analýza***

Kľúčovou fázou pri oceňovaní podniku je dôkladne spracovaná strategická analýza, ktorej hlavnou funkciou je vymedzenie celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Celkový výnosový potenciál sa odvíja od vonkajšieho ako aj od vnútorného potenciálu, ktorým podnik disponuje.

Je žiadúce, aby mala strategická analýza konkrétne výsledky, ku ktorým by mali patriť odpovede aspoň na tieto tri hlavné otázky:

- Aké sú perspektívy podniku v dlhodobom horizonte?

---

<sup>13</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 54-56

<sup>14</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 53

- Aký vývoj trhu, konkurencie a predovšetkým vývoj podnikových tržieb je možné v súvislosti s odpoveďami na prvú otázku očakávať?
- Aké riziká sú s podnikom spojené?

Samotný postup strategickej analýzy najčastejšie pozostáva zo spracovania analýzy relevantného trhu, analýzy konkurencie a vnútorného potenciálu podniku a záveru k vyhodnoteniu perspektívnosti podniku na trhu a jeho očakávaných tržieb.<sup>15</sup>

### Relevantný trh

Relevantný trh podniku je prostredie, v ktorom sú akcie či oceňovaný podnik predmetom zmeny. Výsledok výnosového ocenenia, ktorý je odvodený od tržných dát je automaticky vydávaný za tržnú hodnotu podniku, bez toho aby bolo overené, či ocenenie odpovedá aktuálnym zrovnateľným transakciám.

V prípade výnosového ocenenia metódou diskontovaného peňažného toku je treba sa zaoberať otázkou, pre aký trh táto odvodená hodnota platí a kto sú subjekty trhu tohto podniku.

Relevantný trh podniku je možné vymedziť podľa kritérií miesta, času a obchodovateľného aktíva. Predpokladom tohto trhu je, aby fungoval nepretržite.

### Atraktivita trhu

Analýza atraktivity podniku umožňuje lepšie poznať možnosti a zároveň riziká daného trhu. Do prevedenej analýzy je nutné zahrnúť nasledujúce kritéria:

- Rast trhu - poskytuje príležitosti pre podnikový rast. Rýchly alebo pomalý rast podniku ovplyvňuje intenzitu konkurencie.
- Veľkosť trhu – v prípade väčšieho trhu je pravdepodobnejšie väčší úspech firmy.
- Intenzita priamej konkurencie – čím silnejšia konkurencia, tým menšia šanca pre prežitie menších podnikov.
- Priemerná rentabilita, substitúcie, bariéry vstupu – veľmi rentabilné trhy sú poväčšine trhy atraktívne. S tým súvisia tiež možnosti substitúcie výrobkov a

bariéry vstupu do odvetvia, ktoré by bolo tiež dobré zahrnúť do kritérií atraktivity trhu.

- Charakter a štruktúra zákazníkov – najlepším predpokladom je samozrejme trh, kde je mnoho zákazníkov a kde títo zákazníci nie sú príliš citliví na cenové zmeny.

#### Prognóza vývoja trhu

Prognóza trhu ukazuje očakávaný dopyt trhu. Dopyt po produktoch spoločnosti je dohadovaný podiel podniku na celkovom tržnom dopyte. Percento závisí na tom, ako sú vnímané výrobky, služby, ceny, komunikácia podniku atď. vo vzťahu ku konkurentom. Východiskom prognózy by mala byť analýza faktorov, ktoré na vývoj trhu pôsobia. Tieto skupiny faktorov tvoria národohospodárske faktory, obecné faktory dopytu a špecifické faktory spojené s daným produktom.

Najskôr sa prevedie prognóza prostredia, potom nasleduje prognóza odvetvia a nakoniec prognóza firmy.

#### Analýza makroprostredia

Podnik je ovplyvňovaný okolím a vplyvmi, ktoré on sám nemôže nijak ovplyvniť, ale môže naň reagovať. Tieto vplyvy významne pôsobia na efektívnosť a úspešnosť daného podniku.

Najskôr sa skúmajú faktory vzdialeného okolia. Na podnik pri jeho rozhodovaní pôsobí miera ekonomického rastu, miera inflácie a menový kurz. Na celkovú výnosnosť podniku pôsobí aj úroveň úrokovej miery. Ďalším znakom je devízový kurz, ktorý pôsobí predovšetkým na konkurencieschopnosť podniku na zahraničných trhoch. Na podnik pôsobí obmedzenie prostredníctvom daňových zákonov, regulácie exportu a importu, ochrany životného prostredia atď.

Hlavným cieľom rozboru makroprostredia je pochopiť zmeny v prostredí, pretože upozorňujú na príležitosti a varujú pred rizikami.

---

<sup>15</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 56-59, 74, 93

## Analýza mikroprostredia

### ➤ Porterova analýza / analýza odvetvového okolia

#### ○ Vyjednávacía sila dodávateľov

Táto hrozba nastáva v prípade, keď je nízka konkurencia medzi dodávateľmi pre dané odvetvie. Čím viac dodávateľov môže pre podnik zaobstarávať potrebný výkon alebo vstup, tým nižšiu silu majú. Tak isto je preň veľmi významné budovať dobré dlhotrvajúce vzťahy s dodávateľmi. V hraničnej situácii nie je vylúčené integrovať výkony, ktoré nie je pre podnik výhodné zabezpečovať formou externých dodávok.

#### ○ Vyjednávacía sila odberateľov / zákazníkov

Pre podnik je dôležité určiť, kto sú odberatelia. Po určení svojich odberateľov je dôležité zistiť, aké sú ich charakteristické potreby a požiadavky na produkt. Analýzou výsledkov môžeme zistiť, či podnik má len rovnorodú skupinu odberateľov alebo dve či viac skupín so svojimi charakteristickými rysmi a požiadavkami. Cieľom je lepšie plnenie požiadavkou svojich zákazníkov, pritiahnúť nových a hlavne udržať si stávajúcich.

#### ○ Vyjednávacía sila konkurentov

Čím viac konkurentov je v odvetví, tým menší tržný podiel pripadá na jednotlivé podniky. Preto schopnosť odlíšiť sa, je pre podnik zásadná. Na to mu slúžia nástroje odbytovej politiky a to nástroje cenovej, výrobkovej, komunikačnej a distribučnej politiky.<sup>16</sup> Ďalším problémom môžu byť vysoké fixné náklady, pretože podniky sa musia, z dôvodu prežitia, snažiť získať čo najväčší podiel na trhu. Pre podnik je zväčša najvýhodnejšie, keď má v odvetví málo konkurentov, v najlepšom prípade slabších, ako je on sám a takisto dokáže odlíšiť svoj produkt.

---

<sup>16</sup> WÖHE, G. Úvod do podnikového hospodárství. 2007, s. 324-325.

- Hrozba nových konkurentov

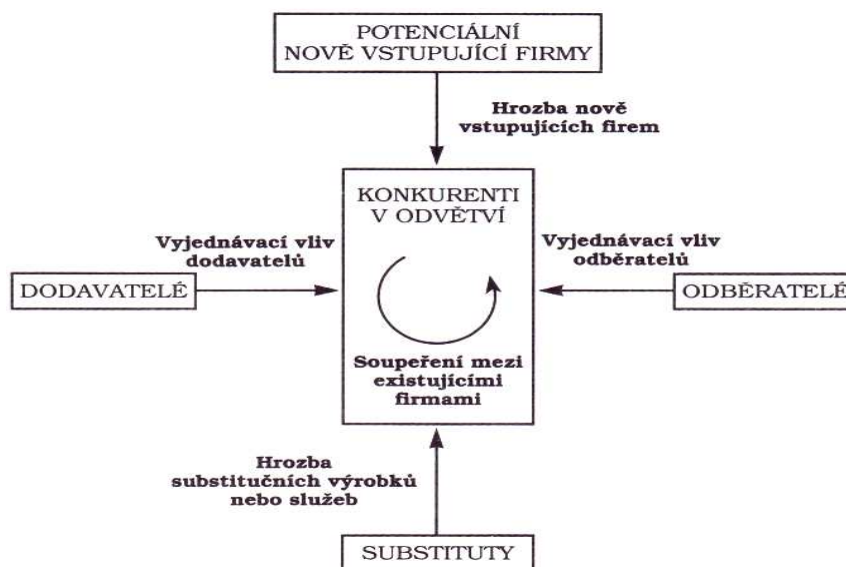
V prípade vstupu nových konkurentov môžu nastať štyri situácie. Prvá a najžiadanejšia je taká, pri ktorej sú bariéry vstupu vysoké a bariéry výstupu sú nízke. Z toho vyplýva, že do odvetvia sa nedostane veľa konkurentov a pri neúspechu z neho môže podnik ľahko vystúpiť. V druhom prípade, keď sú bariéry vstupu aj bariéry výstupu vyššie, atraktivita odvetvia klesá. Napriek tomu, že v odvetví nepôsobí veľká konkurencia, neúspešné podniky môžu mať problém toto odvetvie opustiť. Tretím prípadom je stav, keď bariéry vstupu aj výstupu sú nízke. V tomto prípade podnik väčšinou dosahuje nižšie príjmy, ale s tým, že neúspešný podnik nemá problém vystúpiť z odvetvia. Štvrtým a najmenej žiadaným prípadom je, keď v odvetví pôsobia na prichádzajúce podniky nízke bariéry pri vstupe, ale vysoké pri výstupe. V tomto prípade podniky zväčša dosahujú nízke zisky a to aj za predpokladu vysokého rizika, pretože v prípade neúspechu majú problém z odvetvia odísť.

- Hrozba substitútov

Substitútmi sú pre podnik produkty, ktorými môže zákazník nahradiť jeho výrobky. V prípade, že existujú blízke substitúty pre produkty podniku, tento podnik ich musí brať do úvahy. Je veľmi dôležité venovať pozornosť faktorom, ktoré môžu u zákazníka zvýšiť preferencie substitútov nad produktmi daného podniku a tieto faktory úspešne eliminovať.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> LHOTSKÝ, J. Strategický management. 2010. s. 38.



Obrázok 1 Porterova analýza<sup>18</sup>

➤ Analýza vnútorného potenciálu

Faktory ovplyvňujúce vnútorný potenciál podniku sa rozdeľujú na priame a nepriame. Medzi priame faktory patria: sortiment, kvalita, ceny, marketing, odbyt. Nepriamymi faktormi sú: kvalita manažmentu, výkonný personál, inovácie, majetok a investície, finančná situácia.<sup>19</sup>

➤ Analýza vnútorného prostredia

Analýza je vhodná pre obecnú analýzu a je postavená na predpoklade, že úspešná firma musí mať v súlade určité elementy. Analýza sa skladá zo siedmych elementov, ktoré sú rozdelené na "tvrdé" a "mäkké".

➤ SWOT analýza

Analýza SWOT identifikuje hlavné silné a slabé stránky a porovnáva ich s príležitosťami a hrozbami z okolia podniku. Základným uplatnením tejto analýzy je v tom, že má rozvíjať silné stránky a potlačovať slabé a súčasne pripraviť na potenciálne príležitosti a hrozby. Hlavným cieľom je stanovenie vplyvov a väzieb medzi vnútornými a vonkajšími faktormi.

<sup>18</sup> PORTER, M. Konkurenční strategie: metody pro analýzu odvětví a konkurentů. 1994, s. 4.

<sup>19</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s.

SWOT-analýza		Interní analýza	
		Silné stránky	Slabé stránky
E x t e r n í  a n a l ý z a	<b>Příležitosti</b>	<i>S-O-Strategie:</i> Vývoj nových metod, které jsou vhodné pro rozvoj silných stránek společnosti (projektu).	<i>W-O-Strategie:</i> Odstranění slabin pro vznik nových příležitostí.
	<b>Hrozby</b>	<i>S-T-Strategie:</i> Použití silných stránek pro zamezení hrozeb.	<i>W-T-Strategie:</i> Vývoj strategií, díky nimž je možné omezit hrozby, ohrožující naše slabé stránky.

Obrázok 2 SWOT analýza<sup>20</sup>

### *Finančná analýza*

Finančná analýza sa používa pre určenie finančného zdravia podniku. Jej hlavná úloha spočíva v neustálom vyhodnocovaní ekonomickej situácie podniku a jeho vývoja, príčin jeho stavu a vývoja, posudzovať vyhliadky na finančnú situáciu podniku v budúcnosti, pripraviť podklady pre opatrenie ku zlepšeniu ekonomickej situácie podniku, k zaisteniu ďalšej prosperity podniku, k príprave a skvalitneniu rozhodovacích procesov.<sup>21</sup>

V rámci oceňovania podniku by mala finančná analýza plniť tieto dve funkcie:

- preveriť finančné zdravie podniku,
- vytvoriť základ pre finančný plán, z ktorého sa ďalej vyvodzuje výnosová hodnota.

Prvým krokom finančnej analýzy je preverenie úplnosti a správnosti vstupných údajov, kedy sa oceňovateľ väčšinou spolieha na závery audítora. Pokiaľ to nie je možné, preverí stav účtovníctva sám, alebo tým poverí kvalifikovaného spolupracovníka.

Ďalším krokom je zostavenie analýzy základných účtovných výkazov, ako sú:

<sup>20</sup> SWOT analýza zdroj [online]. Dostupné z: <http://www.podnikatel.cz/clanky/neuvazeny-vstup-na-trh-muze-podnikateli-srazit-vaz/>



- rozvaha, v ktorej záujem oceňovateľa smeruje predovšetkým k hodnoteniu:
  - stavu a vývoja bilančnej sumy,
  - štruktúry aktív,
  - štruktúry pasív,
  - relácie medzi zložkami aktív a pasív,
- výkaz zisku a straty, kde kritérium pre skúmanie štruktúry výkazov a dynamiky jednotlivých položiek je:
  - v podieloch jednotlivých položiek na celkových výkonoch,
  - vo vývoji týchto položiek vo vzťahu k výsledku hospodárenia,
- výkaz peňažných tokov (cash flow) – mimo iné obsahuje súhrnný prehľad o spôsobe získavania peňazí a ich využitia, údaje o tom, do akej miery výsledok hospodárenia za bežnú činnosť odpovedá skutočne zarobeným peniazom.<sup>22</sup>

Tretím krokom je analýza pomerových ukazovateľov, medzi ktoré sa radia tieto ukazovatele:

- likvidita – miera schopnosti a pripravenosti podniku uhradiť stávajúce krátkodobé záväzky včas a v plnej výške. Rozlišujeme tri základné druhy:<sup>23</sup>
  - bežná likvidita

$$L3 = \frac{\text{obežné aktíva}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

- pohotová likvidita (rýchly pomer)

$$L2 = \frac{(\text{obežné aktíva} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

---

<sup>21</sup> KONEČNÝ M., Finanční analýza a plánování. 2006. s. 6

<sup>22</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 96-100

<sup>23</sup> KISLINGEROVÁ E. a kol., Manažerské finance. 2004. s 78-79

- o okamžitá likvidita

$$L1 = \frac{\text{peňažné prostriedky}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

- rentabilita (výnosnosť) – odráža v sebe vplyv likvidity, riadenia aktív a riadenia dlhov. Ukazovatele rentability porovnávajú výsledok hospodárenia dosiahnutého podnikaním s výškou zdrojov, ktoré boli použité k jeho dosiahnutiu. Taktiež vyjadrujú schopnosť podniku zhodnocovať investovaný kapitál a vytvárať nové zdroje financovania. Najčastejšie používané varianty ukazovateľov výnosnosti sú:<sup>24</sup>

- o ROE – rentabilita vlastného kapitálu

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastný kapitál}}$$

- o ROA – rentabilita aktív (všetkých použitých zdrojov)

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktíva}}$$

- o ROS – rentabilita tržieb

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$$

- aktivita – predstavuje schopnosť podnikového manažmentu hospodáriť s aktívami a ich jednotlivými zložkami. Meria buď rýchlosť obratu jednotlivých zložiek majetku, alebo počet dní, za ktorých sú finančné zdroje viazané v jednotlivých zložkách aktív. Použité ukazovatele aktivity sú:<sup>25</sup>

- o Obrat aktív

$$\text{Obrat aktív} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktíva celkom}}$$

---

<sup>24</sup> KISLINGEROVÁ E. a kol., Manažerské finance. 2004. s 73-74

<sup>25</sup> KISLINGEROVÁ E. a kol., Manažerské finance. 2004. s 82-84

- Obrat dlhodobého majetku

$$\text{Obrat dlhodobého majetku} = \frac{\text{tržby}}{\text{dlhodobý majetok}}$$

- Obrat zásob

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

- Doba obratu zásob

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{(\text{zásoby} \times 360)}{\text{tržby}}$$

- Doba splatnosti pohľadávok

$$\text{Doba splatnosti pohľadávok} = \frac{(\text{pohľadávky} \times 360)}{\text{tržby}}$$

- Doba splatnosti krátkodobých záväzkov

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých záväzkov} = \frac{(\text{krátkodobé záväzky} \times 360)}{\text{tržby}}$$

- zadlženosť (dlhodobá finančná rovnováha) – meria rozsah, v akom podnik používa k financovaniu svojho majetku dlh (cudzí zdroje). Prínosom zadlženosti je rýchlejší rast výnosov podniku a tiež pomoc k rastu výnosnosti vlastníkov a k zvýšeniu tržnej hodnoty podniku. Ukazovatele zadlženosti:<sup>26</sup>

- Ukazovateľ veriteľského rizika (celková zadlženosť)

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{celkové aktíva}}$$

---

<sup>26</sup> KISLINGEROVÁ E. a kol., Manažerské finance. 2004. s 85-86

- Pomer vlastného kapitálu a celkových aktív

$$\text{Koefficient samo financovania} = \frac{\text{vlastný kapitál}}{\text{celkové aktíva}}$$

- Pomer kapitálu veriteľov (D) a kapitálu akcionárov (E)
- Ukazovateľ úrokového krytia

$$\text{Ukazovateľ úrokového krytia} = \frac{\text{EBIT}}{\text{celkový nákladový úrok}}$$

Posledným krokom finančnej analýzy je súhrnné zhodnotenie dosiahnutých poznatkov, z ktorých by malo byť jednoznačné, či je podnik v podstate zdravý, alebo nie je možné počítať s jeho dlhodobou existenciou. Túto skutočnosť je možné nadobudnúť dvoma spôsobmi:

1. Konečný verdikt vynesie finančný analytik na základe svojich skúseností a intuície.
2. Konečný verdikt sa podoprie číselným výsledkom dosiahnutým vhodne zvoleným algoritmom.<sup>27</sup>

### **Rozdelenie aktív podniku na prevádzkovo nutné a nenutné**

Úloha oceňovateľa spočíva v rozdelení aktív na prevádzkovo potrebné a prevádzkovo nepotrebné a vo vyčlenení výnosov a nákladov súvisiacich s prevádzkovo nepotrebnými aktívami.

Pod označením prevádzkovo potrebné aktíva sa rozumejú aktíva, ktoré tvoria podnikateľský základ. Naopak aktíva, ktoré nesúvisia s prevádzkou podniku, a nevyplývajú z nich žiadne úžitky, sa v praxi označujú ako prevádzkovo nepotrebné aktíva a mali by sa oceňovať samostatne.<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 109

<sup>28</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 119-120

### 1.5.3 Finančný plán

Podobne ako finančná analýza, účtovníctvo a kalkulácia patrí finančné plánovanie k základným nástrojom finančného riadenia podniku. Je možné ho chápať ako rozhodovanie o spôsobe financovania, o investovaní kapitálu a o peňažnom hospodárení. Kompletný finančný plán by mal obsahovať výsledovku, rozvahu a výkaz peňažných tokov. Finančný plán je súčasťou celkového plánu firmy, ktorý zahŕňa plán predaja, výroby, výskumu a vývoja investícií.

Z analýzy a prognózy generátorov hodnoty sú naplánované dôležité zložky, ktoré majú zásadný vplyv na hodnotu podniku. Tie sú kľúčové pre celý finančný plán a tvoria jeho základ. Je však nevyhnutné ich doplniť o niektoré ďalšie časti ako napríklad plán financovania, predpokladané výplaty dividend alebo podielov na zisku či položky patriace k tým menej významným a nesúvisiacim s hlavnou činnosťou podniku.<sup>29</sup>

Finančný plán obsahuje ciele, ktorých realizácia spravidla vyžaduje dobu dlhšiu ako jeden rok. Preto sa zostavuje ako dlhodobý a pre prvý rok plánovaného obdobia ako krátkodobý.

Dlhodobý finančný plán uprednostňuje kvalitatívne (verbálne) vyjadrenie faktorov, ovplyvňujúcich zaistenie plánovanej úrovne zisku, pred formou konkrétnej prezentácie a pred presnosťou výpočtu. Obsahuje tieto časti:

- analýza finančnej situácie,
- plán tržieb na základe prognózy predaja,
- plán peňažných tokov,
- plánovaná rozvaha,
- plánovaná výsledovka,
- rozpočet investičných výdajov,
- rozpočet dlhodobého externého financovania.

Krátkodobý finančný plán spresňuje a konkretizuje opatrenia k zabezpečeniu dlhodobých zámerov v plánovanom roku a bezprostredne nadväzuje na očakávanú skutočnosť

bežného roka. Jeho hlavnou časťou je plánovaná výsledovka, ktorej cieľom je optimalizovať zisk a člení sa na tržby, priamy materiál, priame mzdy, variabilné nepriame náklady a fixné nepriame náklady, zisk pred zdanením, daň z príjmu a zisk po zdanení.

## 1.6 METODY OCEŇOVANIA PODNIKU

V tejto kapitole budú predstavené tri skupiny metód pre ocenenie podniku a to:

1. Ocenenie na základe analýzy výnosov
2. Metódy založené na analýze trhu
3. Ocenenie na základe analýzy majetku<sup>30</sup>

### 1.6.1 Ocenenie podniku pomocou výnosových metód

Tieto metódy vychádzajú z predpokladu, že hodnota hospodárskeho statku je určená súčasnou hodnotou budúcich výnosov plynúcich z tohto statku pre jeho vlastníka. Medzi základné výnosové metódy patrí:

1. Metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF)
2. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov
3. Metóda pridanej ekonomickej hodnoty (EVA)
4. Metódy kombinované (korigované)

#### *Metóda diskontovaného čistého cash flow*

Východiskom pre túto metódu je, že peňažné toky sú reálnym príjmom a teda reálnym vyjadrením úžitku z držaného aktíva, a presne teda odrážajú teoretickú definíciu hodnoty. Využitie metódy DCF je založené na určitých predpokladoch:

- kapitálové trhy sú efektívne,
- kapitálová štruktúra podniku je tvorená len vlastným imanom a dlhom,
- existuje len daň z príjmov,

---

<sup>29</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 149-151

<sup>30</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 37

- podnik z pohľadu going concern princípu musí trvalo investovať do výšky odpisov.<sup>31</sup>

Pre výpočet výnosovej hodnoty pomocou metódy DCF sa rozlišujú tri základné techniky:

- metóda entity – entita označuje podnik ako celok. Diskontovaním peňažných tokov sa získa hodnota podniku ako celku, od ktorej sa odpočíta hodnota cudzieho kapitálu ku dňu ocenenia a získa sa tak hodnota vlastného kapitálu. Táto metóda je označovaná ako základná.
- metóda equity – vlastný kapitál – diskontovanie peňažných tokov, ktoré sú k dispozícii len vlastníkom podniku,
- metóda APV – upravená súčasná hodnota – zisťuje sa hodnota podniku ako celku, ktorá zahŕňa hodnotu podniku za predpokladu nulového zadĺženia a súčasnú hodnotu úspor z tzv. úrokového daňového štítu, od ktorej sa ďalej odpočíta cudzí kapitál. Týmto spôsobom sa získa hodnota netto.<sup>32</sup>

### ***Metóda kapitalizovaných čistých výnosov***

Táto metóda bola vypracovaná a v značnej miere sa používa v nemecky hovoriacich krajinách. Jadrom podstaty v tejto metóde sú úrovne zisku za minulé obdobie. Dôležité je aj to, že u tejto metódy musí byť predpoklad nekonečne dlhej doby existencie podniku. Metóda je metódou netto, teda výnosovú hodnotu počítame z výnosov len pre vlastníkov vlastného kapitálu. U tejto metóda sa rozlišujú dve základné varianty v závislosti natom, v akom pojatí sú chápané čisté výnosy:

1. Variant 1 – čistý výnos podniku je určovaný rozdielom medzi príjmami a výdajmi, teda peňažných tokov. Prakticky sa jedná o obdobu metódy DCF equity. Nutnosťou je však preskúmať, či peňažné toky smerujú len vlastníkom.
2. Variant 2 – čistý výnos je odvodený z upravených výsledkov hospodárenia, teda z účtovne chápaných výnosov a nákladov. Tento variant presne odpovedá

---

<sup>31</sup> KISLINGEROVÁ E., Oceňování podniku. 2001. s. 157

<sup>32</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s.

teoretickému rámcu hodnoty a tak zvyšuje presnosť zistenej hodnoty podniku.<sup>33</sup>

### ***Metóda ekonomickej pridanej hodnoty***

Ekonomická pridaná hodnota je veličina, ktorú je možné použiť ako nástroj finančnej analýzy, riadenia a oceňovania podniku. Vo svojej podstate sa jedná o ukazovateľ výkonnosti podniku, ktorý zdoláva nedostatky niektorých ukazovateľov (napr. ukazovateľov rentability ROE, ROA apod.). Základným princípom ekonomickej pridanej hodnoty je meranie ekonomického zisku, ktorý podnik dosahuje vtedy, ak sú uhradené nielen bežné náklady, ale aj náklady kapitálu (na rozdiel od účtovného zisku vrátane nákladov na vlastný kapitál). Pokiaľ podnik dosahuje kladného účtovného zisku, ktorý ale nie je natoľko vysoký, aby kompenzoval všetky riziká vlastníkov, potom vlastníci nedosahujú ekonomický zisk, ale stratu.

Hlavné okruhy využitia ukazovateľa EVA:

- EVA ako nástroj finančnej analýzy,
- EVA ako nástroj riadenia podniku a motivovania pracovníkov,
- EVA ako nástroj ocenenia podniku.

Zmerať tento ukazovateľ je možné podľa nasledujúceho základného výpočtu:

$$EVA = NOPAT - C * WACC,$$

kde: NOPAT = zisk operačnej činnosti,

C = kapitál viazaný v aktívach slúžiaci k prevádzkovej činnosti podniku,

WACC = priemerné vážené náklady kapitálu.

Daný výpočet je možné za rok  $t$  previesť dvoma spôsobmi, ktorých ale výsledky sú totožné:

1. Pomocou vzorca nákladov na kapitál

Operačný ekonomický zisk = Operačný zisk – Celkový náklad na kapitál

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

---

<sup>33</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s.



## 2. Pomocou vzorca hodnotového rozpätia

Operačný ekonomický zisk = (Operačná rentabilita – WACC) \* Operačné aktíva

$$EVA_t = (NOPAT_t / NOA_{t-1} - WACC_t) * NOA_{t-1}^{34}$$

Medzi ocenením metódou EVA a metódou DCF existuje vzťah a malo by platiť, že obe tieto metódy by mali mať rovnaký výsledok, za predpokladu splnenia týchto podmienok:

- pri oboch metódach sú použité rovnaké priemerné vážené náklady kapitálu,
- je použitý rovnaký zisk, tzn. výpočet voľných peňažných tokov u metódy DCF nevychádza z účtovného prevádzkového zisku, ale z NOPAT,
- investovaný prevádzkovo potrebný kapitál u metódy DCF je rovnaký ako NOA u metódy EVA.<sup>35</sup>

### ***Kombinované výnosové metódy***

Táto skupina metód sa snaží o kombinovanie ocenenia majetkového a výnosového. Zaraďujú sa sem tieto metódy:

- Metóda strednej hodnoty (Schmalenbachova metóda), ktorá je často používaná v nemeckej oceňovacej praxi.
- Metóda kapitalizovaných mimoriadnych čistých výnosov, kde sa celková hodnota podniku skladá z hodnoty substance a hodnoty firmy, ktorá predstavuje rozdiel medzi výnosovou hodnotou a substančnou hodnotou.<sup>36</sup>

---

257-258

<sup>34</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 282-285

<sup>35</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 298

<sup>36</sup> MAŘÍK M. a kol., Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2011. s. 278-279

## 2 ANALÝZA PODNIKU

### 2.1 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI

Spoločnosť IFE-CR, a.s. je skratka troch slov, ktoré v preklade znamenajú inováciu vstupných systémov. Vybraný podnikateľský subjekt sa zaoberá výrobou dverných (dvere pre pasažierov, dvere do kabíny vodiča, vnútorné dvere, elektropohony dverí) a nástupných systémov (schody, výklopné a výsuvné plošiny, rampy pre vozičkárov) pre koľajové vozidlá. V spoločnosti je zavedená projektová výroba a vyrába sa zhruba 14,5 tisíce dverí, 11 tisíc pohonov a takmer 5 tisíc kusov nástupných systémov ročne s tým, že v obehu je naraz vždy viac odlišných projektov.

Hlavnými zákazníkmi spoločnosti sú výrobcovia vlakov – Alstom, Siemens, Bombardier. Výroba sa skladá z výrobných segmentov – hrubá montáž dverných krídel (RAW), konečná montáž dverných krídel (FA), montáž pohonov (DU), montáž nástupných pomôcok (STEPS).

Spoločnosť IFE-CR, a.s. vznikla privatizáciou bývalého pracoviska výskumného ústavu Hády Metall, a.s.. V roku 1995 bola odkúpená rakúskou spoločnosťou so sídlom vo Waidhofene, ktorá začala s predávaním dverových krídel (do roku 2002 jediný produkt). V roku 1996 boli akcie spoločnosti odkúpené nemeckým koncernom so sídlom v Mníchove. V roku 2006 bola prevzatá výroba pohonov a nástupných systémov z Rakúska (ukončená výroba vo Waidhofene – ponechaná len časť po predajného servisu a testovania). V roku 2009 prebehlo presťahovanie materskej spoločnosti z Waidhofenu do Kematenu. V rakúskej centrále naďalej sídli vedenie spoločnosti, vývoj, časť konštrukcie, obchodné oddelenie, projektový manažment, časť strategického nákupu a servisného oddelenia. V súčasnosti má organizácia sídliaca v Českej republike v Modřicích približne 540 zamestnancov a je jedinou spoločnosťou s linkovou výrobou nástupných systémov pre koľajové vozidlá.

Nemecký koncern, pod ktorý spadá aj vybraný podnikateľský subjekt bol založený v roku 1905. Vyznačuje sa hlavne tým, že viac sa ako 100 rokov venuje inovatívnym riešeniam v oblasti úžitkových a koľajových vozidiel. Koncern tvorí 85 pobočiek v 29 krajinách sveta.

## 2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA SPOLOČNOSTI

Pri oceňovaní podniku je strategická analýza veľmi podstatnou časťou tejto práce, pretože popisuje vnútorné a vonkajšie okolie podniku.

### 2.2.1 Základné informácie o trhu

Spoločnosť pôsobí na nadnárodnom (globálnom) trhu vo vývoji a výrobe automatických dverných systémov pre koľajové vozidlá, pretože zákazníci pochádzajú nielen z Európy, ale aj z Ázie a Afriky. Zákazníkmi sú výrobcovia železničných vagónov. Sídlo podniku sa nachádza v Juhomoravskom kraji v okrese Brno-venkov. V roku 2013 dosiahol obrat spoločnosti 79,461 mil. EUR s ročným výsledkom 14,5 tisíc dverí, 11 tisíc pohonov a takmer 5 tisíc schodov.

### 2.2.2 Analýza makroprostredia

Produkty spoločnosti IFE-CR, a.s. vstupujú do odvetvia „Výroba ostatných dopravných prostriedku a zariadení – Výroba železničných lokomotív a vozového parku“ (CZ – NACE – 30), ktoré je súčasťou spracovateľského priemyslu.

Hrubý domáci produkt je peňažným vyjadrením celkovej hodnoty statkov a služieb novo vytvorených v danom období na určitom území. Je považovaný za najsúhrnnejší ukazovateľ vývoja ekonomiky.

Rok	1. štvrťrok	2. štvrťrok	3. štvrťrok	4. štvrťrok	Rok 2013
K rovnakému štvrťroku 2012	-2,3	-1,6	-1,0	+1,2	-0,9
K predchádzajúcemu štvrťroku	-1,3	+0,3	+0,3	+1,8	x

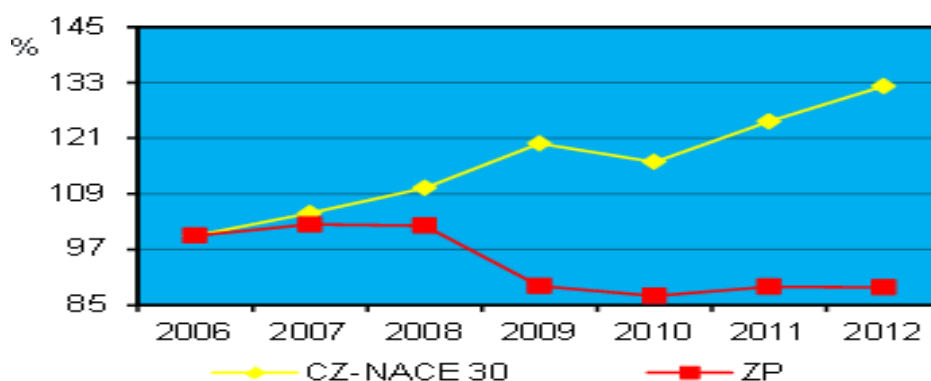
Tabuľka 1 Vývoj HDP v % (očistené o cenové, sezónne a kalendárne vplyvy) (Zdroj: ČSÚ)

V tabuľke nižšie sú porovnané makroekonomické ukazovatele v rokoch 2006 - 2012. Toto porovnanie ukázal pokles HDP v rokoch 2008 – 2009, ktoré bolo spôsobené ekonomickou krízou. V týchto rokoch bola aj najvyššia miera inflácie, čo negatívne ovplyvňuje úroveň investičnej činnosti a tým limituje ekonomický rozvoj.

Rok	HDP (v mld. Kč)	Tempo rastu HDP (v %)	Tržby CZ-NACE 30(v mil. Kč)	Tempo rastu tržieb (v %)	Miera inflácie (%)
2006	3353		24 711		2,5
2007	3 663	9,25	35 429	43,37	2,8
2008	3 849	5,08	37 558	6,01	6,3
2009	3 759	-2,34	43 071	14,68	1
2010	3 791	1,09	40 954	-4,92	1,5
2011	3 823	1,08	48 777	19,10	1,9
2012	3846	0,60	48 630	-0,30	3,3

**Tabuľka 2 Makroekonomické ukazovatele ČR (Zdroj: ČSÚ)**

Podiel ZP na celkových tržbách priemyslu ČR v roku 2012 dosiahol 91,2 % a medziročne vzrástol o 0,7 percentného bodu. V roku 2012 tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb stúpili, oproti predchádzajúcemu roku podstatne pomalšie, než v predchádzajúcich dvoch rokoch (+ 2,8 %). Podiel oddielu CZ-NACE – 30 na celkových tržbách spracovateľského priemyslu za rok 2012 činil 1,4 %. Podiel oddielu na celkovej zamestnanosti v spracovateľskom priemysle, napriek tomu že dlhodobo narastá, nedosahuje 2 %. Tiež z hľadiska exportu patrí medzi minoritné oddiely. Počet zamestnaných v roku 2012 dosiahol hodnoty 20 351 zamestnaných osôb. Graf nižšie znázorňuje počet zamestnaných osôb oddielu CN-NACE – 30, ktorý má rastúci charakter oproti počtu zamestnaných osôb spracovateľského priemyslu.



**Graf 1 Počet zamestnaných osôb<sup>37</sup>**

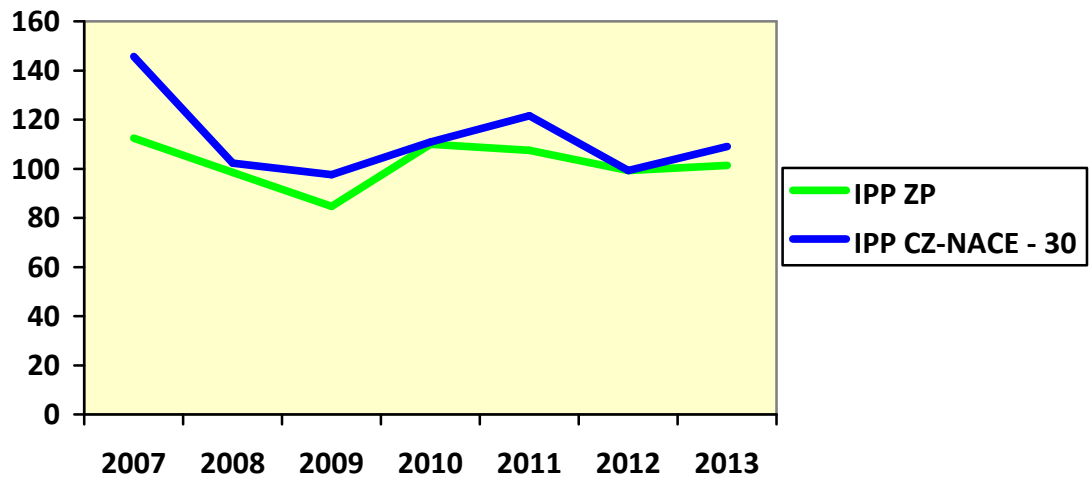
Tabuľka a graf nižšie zobrazuje index priemyselnej produkcie za spracovateľský priemysel a oddiel CZ-NACE 30, ktorý je charakterizovaný Českým štatistickým úradom ako základný ukazovateľ konjunkturálnej štatistiky priemyslu. „Měří vlastní výstup průmyslových odvětví i průmyslu celkem očištěný od cenových vlivů. Při jeho výpočtu se z větší části vychází z tržeb za VV a S přeceněné do stálých cen, v případě vybraných odvětví (oddíly CZ-NACE 05, 06, 29, 35) charakterizují vývoj odvětví fyzické objemy produkce výrobných reprezentantů.“<sup>38</sup> Najnižšia hodnota IPP CZ-NACE 30 bola zaznamenaná v roku 2009, pokles o takmer 5% spôsobený ekonomickou krízou. V rokoch 2010 a 2011 nastalo oživenie ekonomiky, ktoré odrážalo aj pozdvihnutie priemyselnej produkcie. Avšak v roku 2012 bol zaznamenaná pokles, ktorý bol spôsobený prehĺbujúcimi sa problémami priemyslu, vyvolanými slabým zahraničným dopytom a prepadom domáceho dopytu. V nasledujúcom roku dochádza k oživeniu exportných zákaziek a k rastu domácich zákaziek, čo sa následne priaznivo prejavilo na raste priemyselnej produkcie.

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
IPP ZP	112,4	98,5	84,7	110,0	107,5	99,3	101,4
IPP CZ-NACE 30	145,7	102,3	97,6	110,9	121,6	99,3	109,1

**Tabuľka 3 Index priemyselnej produkcie (Zdroj:ČSÚ)**

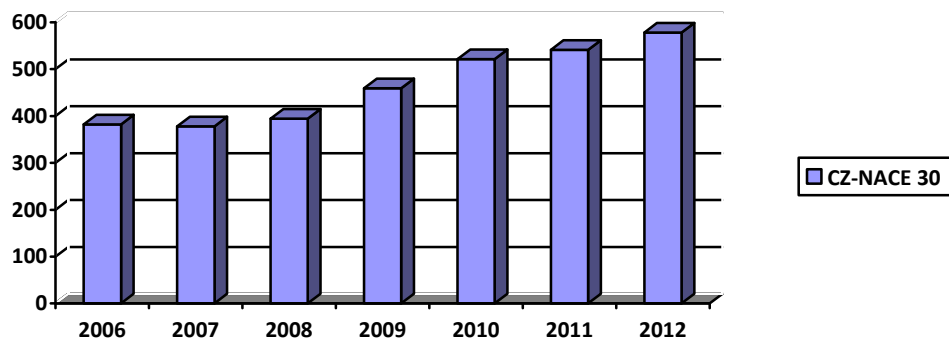
<sup>37</sup> Počet zamestnaných osôb [online] Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/app/content/files/zpravodajstvi-pro-export/Panorama2012.pdf>

<sup>38</sup> Český štatistický úrad [online] Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/prumysl\\_metodika](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/prumysl_metodika)



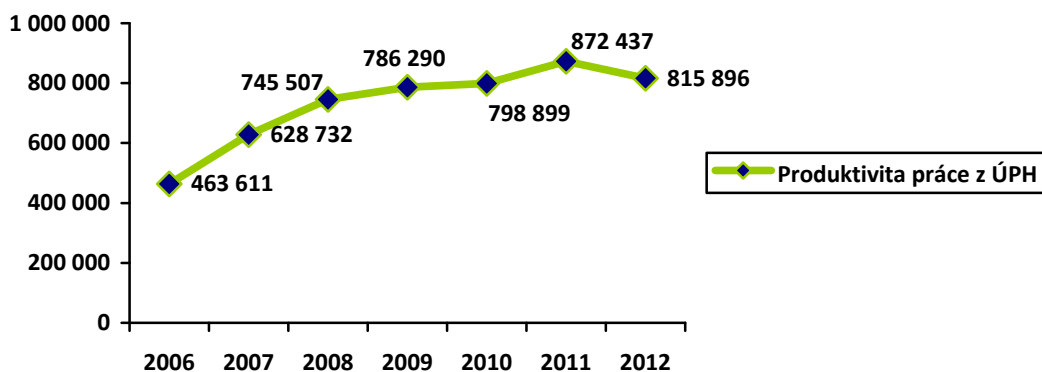
**Graf 2 Index priemyselnej produkcie (Zdroj: ČSÚ)**

Počet podnikateľských subjektov v rámci CZ-NACE 30 v období 2006 – 2012 má rastúci charakter. V skupine firiem v železničnom priemysle počet podnikov v roku 2012 mierne klesol.



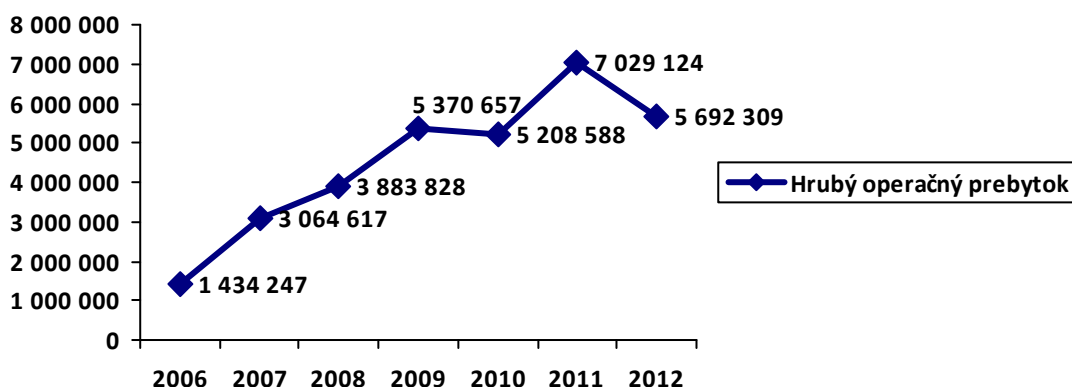
**Graf 3 Počet podnikov v rokoch 2006-2012 (Zdroj: ČSÚ)**

Ako je možné vidieť z grafu nižšie produktivita práce z účtovnej pridanej hodnoty sa v oddieli CZ-NACE 30 v roku 2012 po dlhšom období rastu po prvýkrát znížila. Môže za to hlavne pokles produktivity práce výrobcov koľajových vozidiel, a tiež lodí.



Graf 4 Produktivita práce z ÚPH v rokoch 2006-2012 (Zdroj: ČSÚ)

Graf nižšie zaznamenáva hrubý operačný prebytok, ktorý vyjadruje, koľko zostane podniku na pokrytie ďalších nákladov vrátane zisku. V skupine CZ-NACE 30.2 („Výroba železničných lokomotív a vozového parku“) hrubý operačný prebytok klesol v roku 2012 takmer o 20 % oproti roku 2011.



Graf 5 Hrubý operačný prebytok v rokoch 2006-2012 (Zdroj: ČSÚ)

Saldo obchodnej bilancie je rozdiel medzi hodnotou vývozu a hodnotou dovozu. Kladné saldo obchodnej bilancie sa u výrobkov oddielu CZ-CPA 30 (klasifikácia produkcie) zvýšilo oproti roku 2011 o cca 1,5 mld. Kč a prevažne sa o to zaslúžila najvýznamnejšia skupina výrobkov CZ-CPA 30.2, kde kladné saldo medziročne vzrástlo o 1,3 mld. Kč. Dovoz ostatných dopravných prostriedkov rástol vyšším tempom ako vývoz. V roku 2013 bol

v České republice exportovaný tovar v celkovej hodnote 3 157 146 mil. Kč a importovaný za 2 806 342 mil. Kč. V tabuľke nižšie je zaznamenaný zahraničný obchod s výrobkami oddielu CZ-CPA 30 v rokoch 2009 - 2012.<sup>39</sup>

Rok	2009	2010	2011	2012
Vývoz celkom (mil. Kč)	38 156,3	31 886,4	35 405,1	43 830,0
Dovoz celkom (mil. Kč)	22 294,3	24 775,2	21 456,9	28 392,1
Saldo (mil. Kč)	15 862,0	7 111,2	13 948,2	15 437,9

Tabuľka 4 Zahraničný obchod s výrobkami CZ-CPA 30 v b.c. v rokoch 2009 – 2012 (Zdroj: ČSÚ)

S exportom a importom súvisí devízový kurz. Keďže Česká republika je členom EÚ, najčastejší zmenový kurz je EUR/CZK. Riziko vznikajúce zmenou kurzu koruny voči euru pôsobí na konkurencieschopnosť podniku na zahraničných trhoch.



Graf 6 Devízový kurz EUR/CZK v období 2009-2013<sup>40</sup>

Vývoj priemernej ročnej miery inflácie je v Tabuľke 5 vyobrazený od roku 1994 do roku 2013. V poslednom sledovanom období, teda v roku 2013 je miera inflácie vo výške

<sup>39</sup> MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Panorama zpracovatelského průmyslu 2012 [online]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/app/content/files/zpravodajstvi-pro-export/Panorama2012.pdf>

<sup>40</sup> Devízový kurz EUR/CZK [online]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/echarts?s=EURUSD%3DX+Interactive#symbol=;range=20090102,20131230;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlvalues=0;logscale=off;source=>



uvedenej ako tretia najnižšia. Nižšia inflácia má z dlhodobého hľadiska vplyv na vývoj cien, ale za posledné roky je vidieť, že sa zvyšujú ceny stále menej.<sup>41</sup>

<b>Rok</b>										
<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8
<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>		
1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4		

Tabuľka 5 Vývoj miery inflácie v ČR (Zdroj: ČSÚ)

### 2.2.3 Analýza oborového prostredia (Porterova analýza)

#### *Vyjednávacia sila dodávateľov*

Spoločnosť IFE-CR, a.s. má približne 250 dodávateľov, z toho 145 je aktívnych, sídlia v Rakúsku, Nemecku, Českej republike, Slovensku, Maďarsku a Poľsku. Štandardné objednávky majú požadovaný dátum dodávky, do potvrdenia sa zadáva termín potvrdený dodávateľom (systém pracuje u disponibility materiálu s potvrdeným dátumom dodania). Vyjednávacia pozícia dodávateľov sa vyznačuje predovšetkým vo zvyšovaní cien alebo v znižovaní kvality ponúkaného tovaru alebo poskytovaných služieb. Podnik má ku každému komponentu 2 až 3 dodávateľov. Každý z dodávateľov je pre spoločnosť niečím výhodnejší, jeden má lepšiu cenu a druhý kvalitu. Delenie dodávateľov týmto spôsobom zapríčiňuje to, že spoločnosť nemá kritického dodávateľa a teda vyjednávacia sila všetkých dodávateľov je pomerne malá.

#### *Vyjednávacia sila odberateľov*

Spoločnosť IFE-CR, a.s. je celosvetovo najväčším výrobcou vstupných systémov do vlakov, električiek a metier. Potom, čo táto spoločnosť prešla pod nemecký koncern, získala silné zázemie, ktoré jej umožnilo ďalší rozvoj a upevnenie pozície na medzinárodnom trhu. Produkty spoločnosti je možné vidieť napríklad v rýchlodlakoch Pendolino, v električkách vo Viedni či Berlíne alebo vo vlakoch v Amerike, Austrálii a aj na Slovensku. Nielen na území Českej republiky, ale aj v celom stredoeurópskom regióne patrí spoločnosť k najlepšie

<sup>41</sup> Inflace [online]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/xs/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/xs/redakce.nsf/i/mira_inflace)

hodnotených priemyslových podnikov a dosahuje podstatných úspechov vo svojom obore. Hlavnými zákazníkmi spoločnosti sú výrobcovia vlakov – Alstom, Siemens, Bombardier. Najvýznamnejší zákazníci spoločnosti majú veľmi špecifické požiadavky ohľadne technických parametrov výrobkov a ich prevedení, spôsobu a materiálu balenia, výber a použitie dopravca a ďalších. Na produkty spoločnosti sú kladené veľmi prísne požiadavky na kvalitu celého výrobku aj jeho jednotlivých častí. Pokiaľ výrobok nevyhovuje veľmi nízkym toleranciam, je celá séria objednávky zaslaná zákazníkom späť a musí byť podrobená analýzám chýb a následným opravám, čo so sebou nesie väčšie náklady za dopravu, prácu a administratívne náklady na reklamačný proces. Najväčšia časť tržieb podniku plynie od úzkej skupiny zákazníkov. Keďže títo zákazníci odoberajú najväčšie objemy, patrí im veľmi významná vyjednávací sila.

### ***Vyjednávací sila konkurentov***

Konkurenciu na strojárskom trhu v oblasti výroby dverných a nástupných systémov je možné označiť za pomerne nízku čo sa týka Českej republiky. Spoločnosť IFE-CR, a.s. má silné postavenie v tomto odvetví, ale hlavnými zahraničnými konkurentmi spoločnosti sú britská firma Faiveley a nemecká firma Bode.

Konkurencieschopnosť spoločnosti pramení hlavne z dlhoročného vývoja a know-how v oblasti dverných systémov pre koľajové vozidlá. Vďaka tomu môže podnik ponúknuť veľmi rýchlo a kvalitne unikátny výrobok, ktorý vyhovuje špeciálnym požiadavkám zákazníka.

### ***Možnosť vstupu nových konkurentov***

Vstup nových firiem do tohto odvetvia prináša nemalé bariéry. Vstup na trh je kapitálovo náročný pre novo začínajúci podnik. Investície do výrobného zariadenia, obstaranie zázemia pre podnik a samotné získanie potenciálnych zákazníkov sú až príliš vysoké. Analyzované odvetvie je veľmi špecifické v ponúkanom sortimente.

### ***Substitúty***

Dverné systémy do vlakov nemajú žiadny priamy substitút.

## **2.2.4 Analýza vnútorného prostredia (7S)**

### ***Stratégia***

Hlavné ciele a stratégie netvorí manažment spoločnosti, ale materská spoločnosť v Rakúsku a koncern v Nemecku. V oblasti stratégií je podnik orientovaný pre úzky okruh náročných zákazníkov a predovšetkým sa snaží osloviť svojou vysokou kvalitou a spokojnými zákazníkmi. Dôležitými prvkami stratégie sú:

- profitabilný rast ako globálny systémový dodávateľ,
- medzinárodná a lokálna účasť na trhoch vo svete,
- inovatívna sila v oblasti technológie,
- orientácia na potreby zákazníkov,
- vytváranie hodnôt v rámci trvalo udržateľného rozvoja.

Stratégia je maximálne uspokojenie nielen bežných, ale i veľmi špecifických a špeciálnych požiadavkou zákazníkov. Táto skutočnosť je veľkou konkurenčnou výhodou spoločnosti.

### ***Štruktúra***

Organizačná štruktúra podniku je uvedená v Prílohe 1. Spoločnosť má oddelenie výroby, ktoré je rozdelené podľa výrobných segmentov, oddelenie nákupu, kvality, logistiky, technickej prípravy výroby, konštrukcie, personalistiky, IT, účtovníctva a controllingu. Spoločnosť nemá vlastné obchodné oddelenie. Štatutárnymi orgánmi sú predstavenstvo a dozorná rada, ktoré sú oba zložené z 3 členov.

### ***Systémy***

Spoločnosť si vedie záznamy o všetkých ekonomických činnostiach, ktoré prevádza. Používa kvalitný informačný systém a programy, ktoré zefektívňujú chod podniku. Jednotlivé oddelenia používajú profesionálny software od účtovných až po automatizované systémy pre ovládanie technológií pre výrobu.

### ***Štýl riadenia***

Štruktúra spoločnosti napovedá, že vedúce postavenie v riadení podniku majú manažéri a generálny riaditeľ, čo znamená autoritatívne vedenie. Vzájomná kooperácia

jednotlivých oddelení je nevyhnutnou súčasťou pre úspešné vedenie podniku. Pracovníci majú priestor na jednotlivých zasadaniach predkladať svoje návrhy a pripomienky na zlepšenie.

### ***Spolupracovníci***

Priemerný počet zamestnancov je 540. Oproti roku 2012 klesol počet zamestnancov, kvôli poklesu zákaziek, avšak momentálne je trend počtu zamestnancov rastúci. Na druhú stranu je v podniku celkom vysoká fluktuácia, ktorá v poslednej dobe postihuje aj kľúčové pracovné pozície. Pre odbornosť zamestnancov je nevyhnutné zvyšovanie kvalifikácie a následné školenie a preškolenie. Podnik podporuje svojich spolupracovníkov na všetkých stanoviskách pri dosahovaní svojich pracovných a osobných cieľov. Veľký dôraz je kladený na tímovú prácu na všetkých úrovniach. Tím, tvorený ako z remeselných spolupracovníkov, tak i zamestnancov, preberajú za definovaný produkt zodpovednosť od prijatia zákazky po expedíciu. Súčasťou spoločnosti sú tiež špecializovaný pracovníci: European welding engineer (zvárací inžinier), European adhesive specialist (špecialista na lepenie).

### ***Zdieľané hodnoty***

Spoločnosť si kladie za cieľ kvalitu a spoľahlivosť produktov v kombinácii so zaistením bezpečnosti a nízkej nákladovosti. Kultúra je v spoločnosti značne priateľská, aj keď často dochádza k sporom medzi vyššími úrovňami riadenia. Firma samozrejme poskytuje zamestnancom možnosť využívať rôzne benefity.

### ***Schopnosti***

Spoločnosť má vysoké ciele predovšetkým v oblasti produktivity. Aby však týchto cieľov bolo dosiahnuté, nie je potreba len dobrých manažérov, ktorý vedú ľudí, ale hlavne zodpovedných a kvalifikovaných zamestnancov, na ktorých závisí samotná kvalita výroby. Kvalifikácia zamestnancov je zaistená internými aj externými školeniami.

## **2.2.5 Analýza vnútorného potenciálu**

Faktory ovplyvňujúce vnútorný potenciál podniku sa rozdeľujú na priame a nepriame, ktoré sú nižšie popísané.

## *Analýza priamych faktorov*

Spoločnosť IFE-CR, a.s. sa zaoberá vývojom a výrobou automatických dverných systémov pre koľajové vozidlá. Vo svojej ponuke má dvere, nástupné schody a pohony. Čo sa týka dverí podnik ponúka surové profily dverí a finálne lakované profily dverí. Pohony sa rozdeľujú medzi jednokrídlové a dvojkrídlové. Medzi nástupné systémy patria výsuvné a výklopné nástupné plošiny.

Produkty spoločnosti sa vyznačujú kvalitou a spoľahlivosťou v kombinácii so zaistením bezpečnosti a nízkej nákladovosti. Cena týchto produktov sa odvíja od typu projektu, komplikovanosti a množstvom sérií. Pretože sa jedná o projektovú výrobu, nie je možné stanoviť všeobecnú cenu produktov.

Podnik nemá svoje marketingové oddelenie, takže ani nepodniká marketingové činnosti. Ale keďže sa jedná o dcérsku spoločnosť, tieto činnosti zaisťuje materská spoločnosť sídliaca v Rakúsku.

Odbyt spoločnosti prebieha tak, že produkty podnik predáva svojej materskej spoločnosti a tá ďalej ku koncovému zákazníkovi. Fázy jednotlivých projektov sú:

- fáza ponuková (obchodná),
- fáza realizácie projektu,
- fáza výroby,
- záruka.

Ceny projektov závisia aj od ich druhu. Typy projektov:

- A-Projekt
  - úplne nový vývojový systém, vysoké vývojové a konštrukčné náklady,
  - nevyhnutnosť nových nástrojov,
- B-Projekt
  - existujúci systém s nutnými technologickými zmenami (adaptácia na iný rozmer portálu, nové lakovanie, atď.),
  - žiadne nové nástroje,

- C-Projekt
  - opčný projekt bez nutnosti konštrukcie, nutná je jedine kontrola aktuálnej dokumentácie,
  - žiadne nové nástroje.

### *Analýza nepriamych faktorov*

Medzi nepriame faktory patria kvalita manažmentu, výkonný personál, inovácie, majetok a investície, finančná situácia. Manažment podniku organizuje, plánuje, riadi a vedie svojich podriadených a preto má veľký význam, aby bol stabilný a schopný. Manažment tvoria vedúci jednotlivých oddelení a riaditeľ podniku. Hlavnou prioritou je zvyšovanie produktivity a aj zníženie doby nutnej pre spracovanie zákazky a vyhnutie sa možným kvalitatívnym problémom.

Personál tvorí hlavný zdroj pre zvyšovanie výkonnosti celého podniku. Počet zamestnancov je pomerne kolísavý. Momentálny stav je približne 540, avšak v roku 2012 to bolo 650. Nižší stav zamestnancov je spôsobený poklesom počtu projektov. Hlavným prevádzkovým rizikom pre spoločnosť je zlyhanie pracovnej sily – zamestnancov. Preto podnik kladie dôraz na kvalitu naberania nových pracovníkov. Pre nových zamestnancov je na začiatku pracovného pomeru pripravený školiaci týždeň, ktorý má zaistiť lepšiu adaptabilitu do nového prostredia.

Finančná situácia podniku je hodnotená v rámci finančnej analýzy, ktorá preukázala, že podnik nemá negatívne celkové hodnotenie. Podnik vykazuje v poslednom sledovanom období kladný výsledok hospodárenia, nemá problémy s likviditou ani rentabilitou.

Ďalším a posledným nepriamym faktorom sú investície do majetku a samotný dlhodobý majetok podniku. V roku 2013 podnik investoval do testovacej stanice a úpravy layoutov montážnych pracovísk na oddelení pohonov.

Celkové hodnotenie vnútorného potenciálu je zhrnuté v tabuľke č.9. Výsledné subjektívne hodnotenie dosiahlo 33 bodov z celkových 60, takže podnik získal 55 %. Najvyššie hodnotenie bolo pridelené faktorom kvalita výrobkov a šírka ponúkaného sortimentu. Vnútorné prostredie podniku je vhodné pre ďalšiu činnosť. Podnik má potenciál uspieť na trhu.

Kritérium		Bodové hodnotenie						
		Negatívne			Priemer	Pozitívne		
		0	1	2	3	4	5	6
Priame faktory	Kvalita výrobkov						X	
	Šírka ponúkaného sortimentu						X	
	Cena				X			
	Servis a služby				X			
	Marketing			X				
Nepriame faktory	Kvalita manažmentu				X			
	Výkonný personál					X		
	Majetok a investície					X		
	Finančná situácia					X		
<b>Frekvencia bodov</b>		0	0	1	3	3	2	0
<b>Body x frekvencia</b>		0	0	2	9	12	10	0

**Tabuľka 6** Analýza vnútorného prostredia podniku (Zdroj: Spracované podľa Mařík, 2011)

### 2.2.6 SWOT analýza

Na základe prevedenej analýzy vnútorného a vonkajšieho prostredia bola prevedená SWOT analýza. Táto analýza súhrnne zachytáva silné a slabé stránky podniku, ako aj príležitosti a hrozby, ktorými musí firmy čeliť.

<b>Faktory vnútorného prostredia</b>	
<b>Silné stránky</b>	<b>Slabé stránky</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poloha podniku v rámci Európy</li> <li>• Ponúkaný sortiment</li> <li>• Kvalifikovaný personál</li> <li>• Zázemie nadnárodného koncernu</li> <li>• Modernizované vybavenie</li> <li>• Ocenenie kvality</li> <li>• Certifikáty ISO 9001 a 14001</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Malý objem sérií z dôvodu projektovej výroby</li> <li>• Fluktuácia zamestnancov</li> </ul>
<b>Faktory vonkajšieho prostredia</b>	
<b>Príležitosti</b>	<b>Hrozby</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rozmach nových technológií</li> <li>• Možnosť rozšírenia produktov a služieb</li> <li>• Rozšírenie výroby o lakovňu</li> <li>• Zlepšenie spokojnosti zákazníkov</li> <li>• Presun podstatných oddelení z materskej spoločnosti do dcérskej (konštrukcia, projektový manažment)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presunutie dcérskeho podniku do inej zeme</li> <li>• Neustály rast nezamestnanosti</li> <li>• Zmeny v daňovej politike ČR(zvýšenie daní)</li> <li>• Zmeny v oblasti legislatívy (ČR, EÚ)</li> <li>• Nestabilná situácia vlády ČR</li> <li>• Ekonomická kríza</li> <li>• Kontrola a schválenie podstatných zmien zo strany koncernu</li> </ul>

**Tabuľka 7 SWOT analýza spoločnosti IFE-CR, a.s. (Zdroj: vlastný)**

### **2.2.7 Zhrnutie výsledkov strategickej analýzy**

Oceňovaný podnik prevádzkuje svoju činnosť vo forme akciovej spoločnosti. Podnik má 100% vlastníka v Rakúskej republike, a je to pobočka koncernu, pod ktorý podnik spadá.

Vďaka dlhoročnej tradícií na trhu má spoločnosť vybudované vzťahy s dodávateľmi,, ako aj s odberateľmi. Táto výhoda umožňuje vyjednávať priaznivejšie dodávacie podmienky



a naopak zabezpečiť individuálny prístup k riešeniu zákaziek od svojich zákazníkov. Keďže sa jedná o spoločnosť, ktorá pôsobí na globálnom trhu, zákazníci pochádzajú prevažne z Európy, Ázie a Afriky. V Českej republike sú to zákazky pre Škoda Transportation, a.s. a v Slovenskej republike je pre spoločnosť ŽOS Vrútky a.s..

Podnik ponúka produkty vyznačujúce sa kvalitou a spoľahlivosťou v kombinácii so zaistením bezpečnosti a nízkej nákladovosti.

Spoločnosť má dvoch hlavných konkurentov britská firma Faiveley a nemecká firma Bode.

Oceňovaný podnik patrí medzi svetových lídrov vo vývoji a výrobe automatických dverných systémov pre koľajové vozidlo.

Výsledky prevedených analýz prehľadne zhrňuje SWOT analýza.

## **2.3 FINANČNÁ ANALÝZA SPOLOČNOSTI**

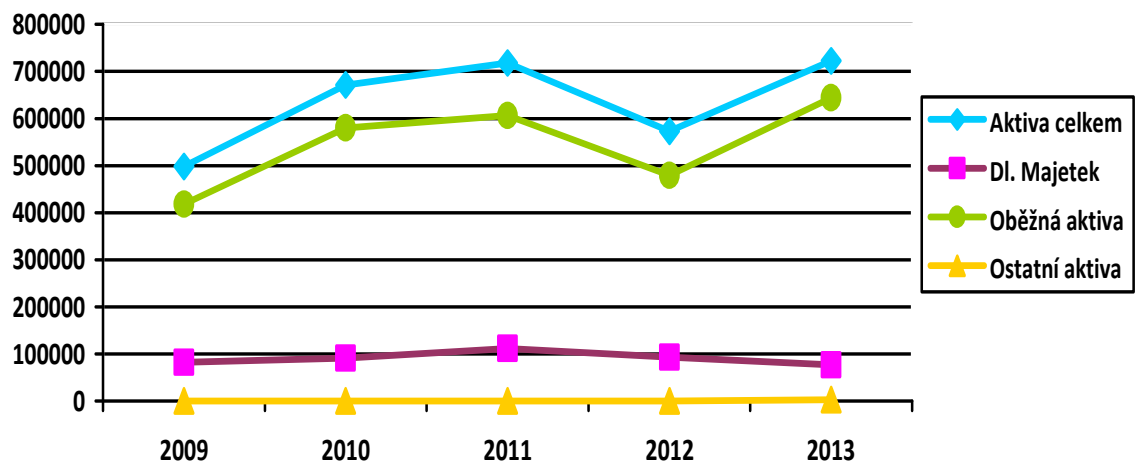
Táto analýza zaoberá rozborom finančného zdravia oceňovaného podniku v rokoch 2009 – 2013. Pre spracovanie boli použité účtovné výkazy, ako sú rozvaha, výkaz ziskov a strát, ktoré sú v prílohe č.2 a 3 a tiež prílohy k účtovnej závierke spoločnosti.

### **2.3.1 Horizontálna a vertikálna analýza rozvahy**

V horizontálnej a vertikálnej analýze rozvahy je uvedený výpočet analýzy, z ktorej sú čerpané dáta pre nasledujúce hodnotenie a ktorá je v prílohe č.4.

#### ***Horizontálna analýza rozvahy***

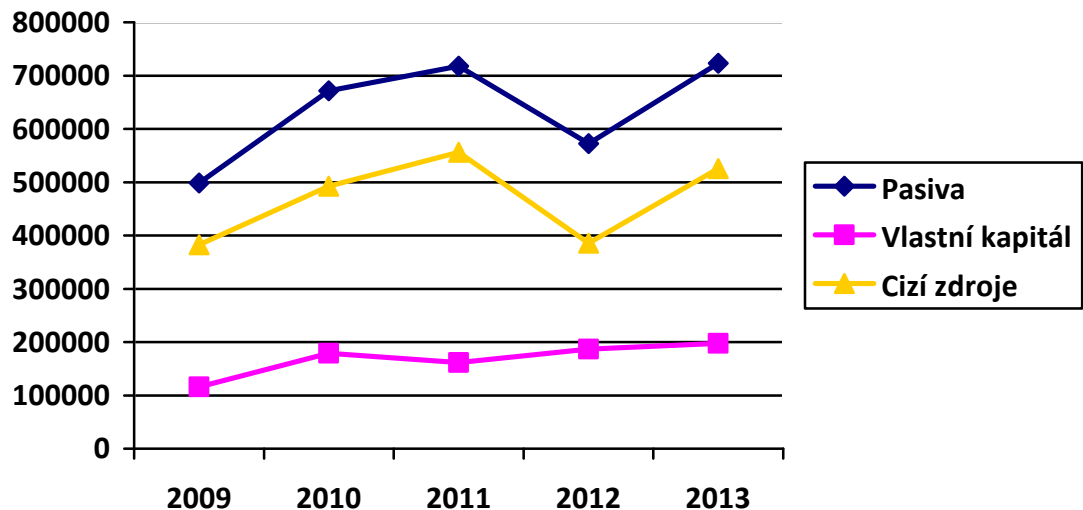
Cieľom horizontálnej analýzy je zistiť zmeny jednotlivých položiek aktív a pasív v čase.



**Graf 7 Vývoj aktív spoločnosti 2009-2013 (Zdroj: vlastný)**

- Stále aktíva – majú zväčša rastúci charakter, najvýraznejší pokles tohto komponentu nastal medzi rokmi 2011 a 2012.
- Obežné aktíva – podobne ako stále aktíva majú rastúci charakter a svoju najnižšiu úroveň dosiahli v roku 2012, a to 479 084 tis. Kč. Na tomto poklese sa podieľalo zníženie zásob a taktiež zníženie nedokončenej výroby a polotovarov. V roku 2013 dosiahli obežné aktíva sumu 644 251 tis. Kč. Medzi obežné aktíva taktiež patria krátkodobé pohľadávky, ktoré poukazujú na platobnú morálku odberateľov a keďže majú rastúci charakter, znamená to zhoršujúcu sa platobnú morálku odberateľov.
- Ostatné aktíva – sú tvorené len nákladmi budúcich období. Spoločnosť má prenajatý výrobný areál, operatívny prenájom osobných automobilov a prenájom manipulačnej techniky. V roku 2013 stúpili ostatné aktíva oproti predchádzajúcemu roku o 2 014 tis. Kč z dôvodu navýšenia nájmu za výrobný areál, obnovy vozového parku a manipulačnej techniky.

Vývoj celkových pasív kopíruje vývoj celkových aktív, pretože musí platiť, že tieto dve strany rozvahy sa majú rovnať.



Graf 8 Vývoj pasív spoločnosti 2009-2013 (Zdroj: vlastný)

- Vlastný kapitál – má rastúci charakter, len v rokoch 2010 a 2011 došlo k poklesu. K najväčšiemu nárastu došlo v roku 2010 a to viac než o 35% a spôsobilo to zvýšenie hodnoty výsledku hospodárenia minulých rokov.
- Cudzí zdroje – v období rokov 2009 – 2013 došlo k nárastu, z hodnoty 382 713 tis. Kč na hodnotu 525 329 tis. Kč. K najväčšiemu poklesu došlo v roku 2012 a to o hodnotu 170 458 tis. Kč z dôvodu poklesu rezerv a krátkodobých záväzkov z obchodných vzťahov.

### Vertikálna analýza rozvahy

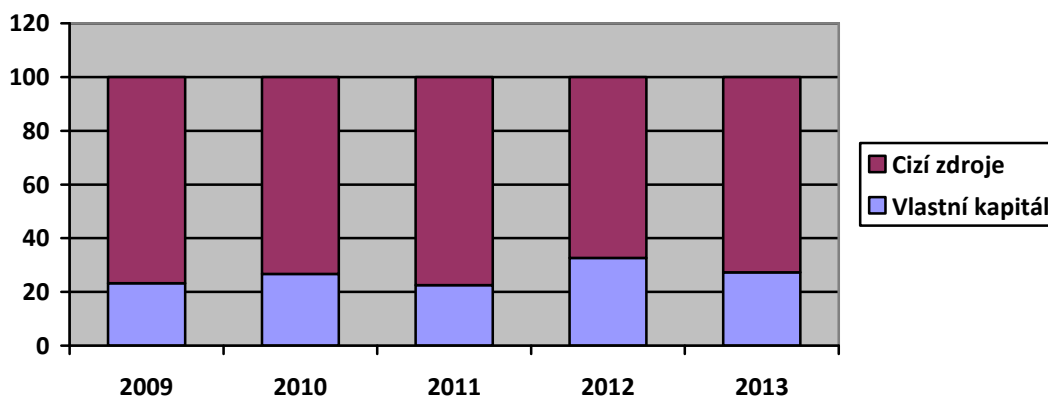
Z tabuľky č.7 je zrejmé, že v období rokov 2009 – 2013 prevládali obežné aktíva nad aktívami stálymi.

Aktíva k 31.12. (v %)	2009	2010	2011	2012	2013
Aktíva celkom	100	100	100	100	100
<b>Stále aktíva</b>	16,52	13,53	15,57	16,28	10,56
Dlhodobý nehmotný majetok	0,24	0,10	0,28	0,72	0,36
Dlhodobý hmotný majetok	16,28	13,42	15,29	15,56	10,19
Dlhodobý finanční majetok	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

<b>Obežné aktíva</b>	83,86	86,44	84,41	83,67	89,12
Zásoby	53,26	46,47	48,69	42,72	35,47
Krátkodobé pohľadávky	29,36	38,31	34,94	39,01	47,20
Krátkodobý finančný majetok	0,83	0,96	0,78	1,79	6,76
<b>Ostatné aktíva</b>	0,03	0,03	0,02	0,01	0,32

**Tabuľka 8 Vertikálna analýza aktív 2009-2013 (Zdroj: vlastný)**

- Stále aktíva – vertikálny rozbor stálych aktív ukazuje, že väčšinové zastúpenie má dlhodobý hmotný majetok. Ich najväčší podiel bol v roku 2009 a to 16,28%, ktorý je zložený z väčšej časti stavbami a samostatnými hnutelnými vecami.
- Obežné aktíva – do roku 2012 tvorili tuto položku prevažne zásoby, ale v roku 2013 najväčším podielom boli krátkodobé pohľadávky a to 47,20 %, predovšetkým pohľadávky z obchodných vzťahov.

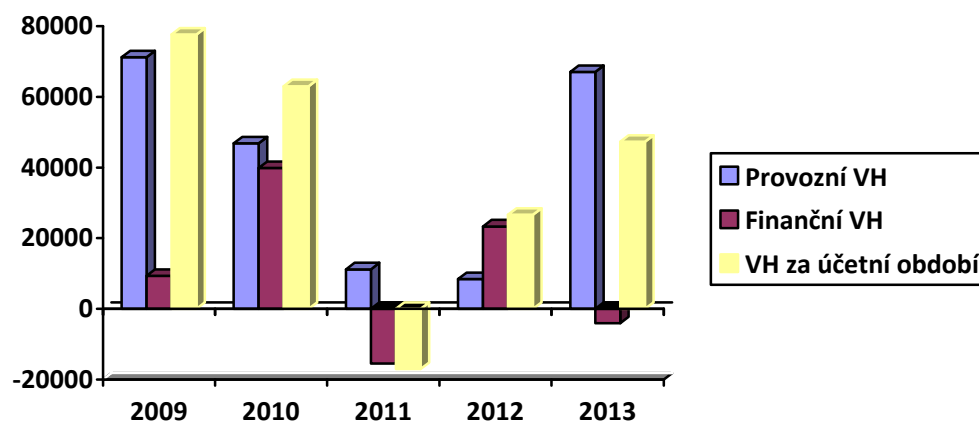


**Graf 9 Vertikálna analýza pasív 2009-2013 (Zdroj: vlastný)**

- Vlastný kapitál – podiel vlastného kapitálu je nižší než podiel cudzieho kapitálu. Cena cudzích zdrojov je pre podnik výhodnejšie preferovať než vlastný kapitál, ale nesie to so sebou i isté riziká.
- Cudzí zdroje – ich najväčší podiel je zaznamenaný v roku 2011 a to 77,46 %. Hlavným zastúpením cudzích zdrojov v tomto roku sú: rezervy a krátkodobé záväzky.

### 2.3.2 Horizontálna analýza výkazu zisku a strát

Z grafu č. 4 je zrejmé, že v roku 2011 firma prešla výrazným poklesom výsledku hospodárenia za účtovné obdobie a tiež finančným VH z dôvodu poklesu zákaziek a nepriamym faktorom bola aj zmena vedenia. Avšak za posledné dva roky, výsledok hospodárenia rastie.



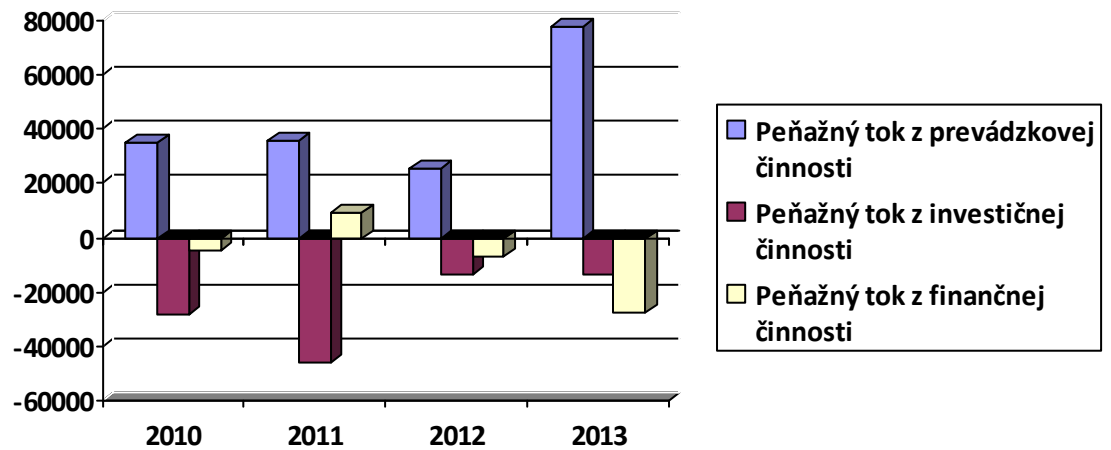
Graf 10 Vývoj výsledkov hospodárenia 2009-2013 (Zdroj: vlastný)

Pridaná hodnota vypovedá o tom, koľko bol podnik schopný zarobiť v danom roku. V poslednom roku dosiahol podnik najvyššiu hodnotu a to 343 088 tis. Kč.

### 2.3.3 Vývoj peňažného toku

V ďalšej časti tejto analýzy je zobrazené sledovanie peňažného toku, teda skutočných príjmov a výdajov podniku.

Nasledujúci graf znázorňuje kolísavý vývoj peňažného toku. Čistý peňažný tok sa v sledovaných rokoch pohybuje v kladných číslach okrem roku 2011. Príčinou záporného čistého peňažného toku boli investície do dlhodobého majetku. Konkrétny pohyb jednotlivých položiek uvádza príloha č. 5 – Výkaz peňažných tokov.



Graf 11 Vývoj peňažných tokov (Zdroj: vlastný)

### 2.3.4 Pomerové ukazovatele

#### *Ukazovatele rentability*

U dvoch ukazovateľov tejto skupiny sú v rok 2011 záporné hodnoty, čo je spôsobené záporným výsledkom hospodárenia.

Ukazovateľ (v %)	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	14,28	6,98	1,56	1,48	9,28
ROE	67,03	35,24	-10,50	14,09	23,93
ROS	4,97	3,50	-0,89	1,66	2,65

Tabuľka 9 Ukazovatele rentability (Zdroj: vlastný)

- Rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA) – hodnotí, ako efektívne podnik využíva svoj majetok. Najvyššia hodnota bola v roku 2009 a to 14,28 %, čo znamená, že na 1 Kč kapitálu pripadlo 0,1428 Kč zisku.
- Rentabilita vlastného kapitálu (ROE) – je indikátorom pre vlastníkov spoločnosti. Naopak najvyššia výnosnosť bola dosiahnutá v roku 2009.

- Rentabilita tržieb (ROS) – udáva, aké percento zisku pripadá na jednotku tržieb. Záporná hodnota je opäť len v roku 2011, od tohto roku má rastúci charakter. Posledný rok vykazuje hodnotu 2,65 %.

### *Ukazovatele aktivity*

Ukazovateľ	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat celkových aktív	3,13	2,69	2,65	2,80	2,47
Obrat DHM	19,24	20,01	17,33	18,01	24,24
Obrat zásob	5,88	5,78	5,44	6,56	6,97
Doba obratu zásob [dny]	61	62	66	55	52
Doba obratu pohľadávok [dny]	34	52	47	50	69
Doba obratu krátkodobých záväzkov [dny]	85	92	99	83	90

**Tabuľka 10 Ukazovatele aktivity (Zdroj: vlastný)**

- Obrat celkových aktív – udáva koľkokrát sa aktíva obrátia v tržbách za rok. Najrýchlejší obrat aktív dosiahol podnik v roku 2009.
- Obrat DHM – zhodnocuje využívanie výrobných kapacít podniku. Najvyššiu hodnotu podnik dosiahol v roku 2013.
- Obrat zásob - udáva, koľkokrát je každá položka zásob v priebehu roku predaná a opätovne naskladnená. Najvyššia hodnota je zaznamenaná v poslednom sledovanom roku 2013. Pokiaľ je obrat zásob nízky, sú tieto zásoby neproduktívne a sú v nich umŕtvené prostriedky, ktoré musia byť prefinancované. Dochádza tým k rastu viazanosti kapitálu, ktorý nenesie žiadny výnos.
- Doba obratu zásob – čím menší je tento ukazovateľ, tým efektívnejšie dokáže podnik riadiť svoj sklad. Najnižšia hodnota je dosiahnutá v poslednom roku.
- Doba obratu pohľadávok – ukazuje ako dlhá je priemerná splatnosť pohľadávok respektíve koľko dní poskytuje v priemere firma bezúročný dodávateľský úver svojim zákazníkom. Po tuto dobu musí firma čakať na

peniaze za svoje produkty. Najkratšiu dobu obratu podnik dosahoval v roku 2009.

- Doba obratu krátkodobých záväzkov - za koľko dní (tj. s akou dobou splatnosti) v priemeru podnik hradí svoje záväzky. Je pritom vhodné, aby hodnota tohto ukazovateľa bola vyššia než hodnota doby splatnosti pohľadávok. Najdlhšia doba obratu bola v roku 2011. Rozdiel doby splatnosti pohľadávok a doby úhrady krátkodobých záväzkov vyjadruje počet dní, ktoré je nutné financovať.

### ***Ukazovatele zadlženosti***

Tieto ukazovatele nám objasňujú, z akých zdrojov a do akej miery je podnik financovaný, teda v akej výške využíva vlastné alebo cudzie zdroje.

<b>Ukazovateľ</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Celková zadlženosť [%]	76,77	73,36	77,46	67,35	72,67
Koeficient samofinancovania [%]	23,23	26,64	22,54	32,65	27,33
Úrokové krytie	107,74	21,07	4,43	6,89	450,07

**Tabuľka 11 Ukazovatele zadlženosti (Zdroj: vlastný)**

- Celková zadlženosť – charakterizuje finančnú úroveň firmy a ukazuje mieru krytia firemného majetku cudzími zdrojmi. Najvyššia celková zadlženosť bola v roku 2011. Znamená to riziko pre veriteľa, predovšetkým pre banku.
- Koeficient samofinancovania – je opakom k celkovej zadlženosti (ich súčet = 100%). Udáva, do akej miery je firma schopná pokryť svoje potreby z vlastných zdrojov. Najvyššia hodnota bola dosiahnutá v roku 2012.
- Úrokové krytie – ukazuje koľkokrát sú úroky z poskytnutých úverov kryté výsledkom hospodárenia firmy za dané účtovné obdobie. Za optimálnu je považovaná hodnota 3. Pokiaľ sa tento ukazovateľ rovná 1, znamená to, že všetko čo podnik vyprodukuje, ide na úhradu úrokov. Podnik v sledovanom období nedosiahol týchto hodnôt ani raz.

### ***Ukazovatele likvidity***

Tieto ukazovatele charakterizujú platobnú schopnosť podniku.



Ukazovateľ	2009	2010	2011	2012	2013
Bežná likvidita	1,13	1,27	1,16	1,29	1,45
Pohotová likvidita	0,41	0,59	0,49	0,63	0,87
Okamžitá likvidita	0,01	0,01	0,01	0,03	0,10

**Tabuľka 12 Ukazovatele likvidity (Zdroj: vlastný)**

- Bežná likvidita – ukazuje koľkokrát je ekonomický subjekt schopný uspokojiť pohľadávky veriteľov v prípade, kedy premení všetky svoje obežné aktíva na peňažné prostriedky. Optimálna veľkosť by sa mala pohybovať v rozmedzí 1,6 - 2,5 Najvyššia hodnota je dosiahnutá v roku 2013.
- Pohotová likvidita – znižuje krátkodobé aktíva. Doporučená výška pohotovej likvidity je 0,7 - 1,2. Podnik dosiahol hodnotu v tomto rozmedzí v roku 2013.
- Okamžitá (hotovostná) likvidita - udáva schopnosť okamžite hradiť svoje záväzky. Hotovosťou sa rozumie všetky pohotovú platobné prostriedky, tzn. nielen suma prostriedkov na bankovom účte a v pokladni, ale i voľne obchodovateľné krátkodobé cenné papiere, šeky apod. Doporučená minimálna úroveň je 0,1, ktorú podnik splňoval iba v poslednom sledovanom roku 2013.

### 2.3.5 Zhrnutie výsledkov finančnej analýzy

Vo finančnej analýze boli spracované podklady za posledných 5 rokov.

Celkové aktíva mala v čase zväčša rastúci vývoj, čo spôsobili predovšetkým obežné aktíva, resp. zásoby a krátkodobé pohľadávky.

Pasíva mali v čase rovnaký vývoj ako aktíva. Vlastní kapitál bol tvorený základným kapitálom, ktorého výška zostáva rovnaká, vplyv na vývoj mal výsledok hospodárenia minulých rokov, konkrétne neuhradená strata minulých rokov a taktiež mal na vývoj vplyv výsledok hospodárenia bežného účtovného obdobia. V posledných dvoch sledovaných rokoch dosiahol podnik kladného výsledku hospodárenia a má rastúci charakter. Cudzí kapitál bol tvorený prevažne krátkodobými záväzkami a rezervami.

V prvých troch sledovaných rokoch klesal výsledok hospodárenia, ale v roku 2012 však došlo k obratu zložka začala opäť rásť.

Vývoj čistého peňažného toku bol v sledovaných rokoch kladný okrem roku 2011.

Ukazovatele rentability v roku 2011 boli značne ovplyvnené záporným výsledkom hospodárenia. V posledných dvoch rokoch však začal podnik opäť zhodnocovať vložené prostriedky a dosiahol dostatočných tržieb, ktoré prispeli k tvorbe kladného hospodárskeho výsledku a tým aj pozitívnych hodnôt tohto kritéria hodnotenia hospodárenia spoločnosti.

Ďalším sledovaným ukazovateľom bola aktivita. Priemerná doba obratu pohľadávok sa pohybuje okolo 50 dní, priemerná doba obratu krátkodobých záväzkov okolo 90 dní. A priemerná doba obratu zásob sa pohybuje okolo 59 dní a v posledných dvoch sledovaných obdobiach klesal, takže podniku trvá kratšiu dobu, než premení zásoby na peňažné prostriedky.

Podnik využíva ku svojej činnosti z väčšej časti cudzie zdroje. V sledovanom období nezačal čerpať žiadny dlhodobý ani krátkodobý bankový úver. V poslednom sledovanom období dosiahol podnik značnej úrokovej miery.

Posledným sledovaným ukazovateľom bola likvidita. Spoločnosť nebola v sledovaných rokoch dostatočne likvidná, takže by nebola schopná splniť svoje splatné záväzky.

Vďaka kladnému výsledku hospodárenia v posledných dvoch sledovaných obdobiach podnik dosahuje opäť pozitívnych výsledkov hodnotenia jeho činnosti.

## **2.4 ROZDELENIE AKTÍV NA POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ**

Rozdelením aktív na prevádzkovo potrebných, teda takých aktív, ktoré podnik ku svojej podnikateľskej činnosti potrebuje, a prevádzkovo nepotrebných, ktoré nie sú pre podnikanie potrebné, sa získajú také dáta, ktoré umožňujú oceniť hlavnú činnosť podniku.

Dlhodobý majetok je celkovo určený ako prevádzkovo nutný a podnik počíta s celkovou hodnotou dlhodobého majetku pre svoju podnikateľskú činnosť. Z obežných aktív sú prevádzkovo potrebné zásoby, krátkodobé pohľadávky, dlhodobé pohľadávky a krátkodobý finančný majetok. Prehľad prevádzkovo potrebných aktív je znázornený v nasledujúcej tabuľke.

Prevádzkovo potrebné aktíva	2009	2010	2011	2012	2013
Dlhodobý nehmotný majetok	1184	704	2037	4100	2627
Dlhodobý hmotný majetok	81158	90095	109765	89090	73677
<b>Dlhodobý majetok prevádzkovo nutný</b>	<b>82342</b>	<b>90799</b>	<b>111802</b>	<b>93190</b>	<b>76304</b>
Zásoby	265531	311918	349551	244641	256390
Dlhodobé pohľadávky	0	4675	0	804	0
Krátkodobé pohľadávky	146364	257174	250864	223384	341219
Krátkodobý finančný majetok	4156	6463	5603	10255	46642
<b>Obežné aktíva prevádzkovo nutné</b>	<b>416051</b>	<b>580230</b>	<b>606018</b>	<b>479084</b>	<b>644251</b>
<b>Ostatné aktíva</b>	<b>143</b>	<b>184</b>	<b>110</b>	<b>321</b>	<b>2335</b>
<b>Celkové aktíva prevádzkovo potrebné</b>	<b>498536</b>	<b>671213</b>	<b>717930</b>	<b>572595</b>	<b>722890</b>

Tabuľka 13 Prevádzkovo potrebné aktíva (Zdroj: vlastný)

## 2.5 FINANČNÝ PLÁN

Finančný plán je založený na percentnom podiele na tržbách. Bol zostavený v dvoch variantoch – optimistickom a pesimistickom. Boli stanovené dve miery rastu tržieb a s tým súvisiaci rast nákladov a výnosov.

### 2.5.1 Pesimistický variant finančného plánu

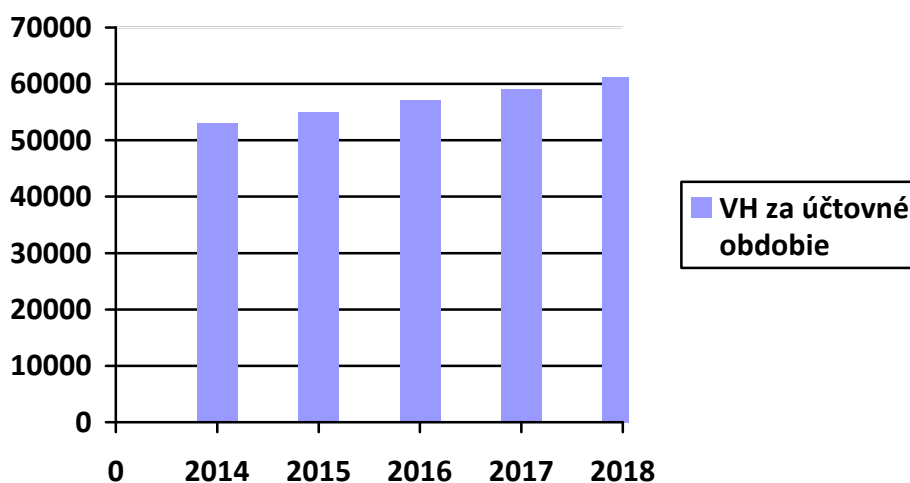
Pesimistický vývoj tržieb bol stanovený s medziročným rastom o 2 % z dôvodu predpokladu poklesu HDP a tiež miery inflácie.

Rok	Tržby	Rast tržieb	Priemerný rast tržieb
2009	1561225	-	4,16%
2010	1802397	15,45%	
2011	1902391	5,55%	
2012	1604955	-15,63%	2,00%
2013	1785768	11,27%	
2014	1821483,36	2,00%	
2015	1857913,027	2,00%	
2016	1895071,288	2,00%	
2017	1932972,713	2,00%	
2018	1971632,168	2,00%	

Tabuľka 14 Vývoj tržieb 2009-2018 (Zdroj: vlastný)

### Výkaz zisku a straty

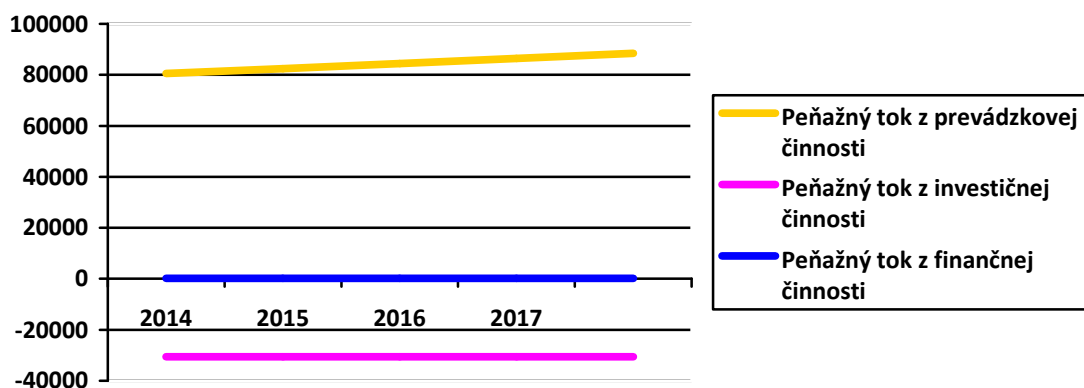
Výkonová spotreba je v každom plánovanom roku vyššia a rastie úmerne podľa rastu tržieb. V pesimistickom pláne sa nepočíta s prijímaním nových alebo prepustením stávajúcich zamestnancov a z tohto dôvodu sú osobné náklady plánované len s miernym rastom. Odpisy zostávajú po celú dobu plánovaného obdobia na rovnakej úrovni. Ostatné prevádzkové výnosy a ostatné prevádzkové náklady patria do položiek, ktoré sú ťažko plánovateľné, preto zostávajú na plánované obdobie rovnaké ako v roku 2013. Mimoriadne výnosy a mimoriadne náklady sú plánované ako nulové, preto je i mimoriadny výsledok v plánovanom období nulový. V rámci pesimistickej varianty je výsledok hospodárenia po celé obdobie kladný, ale vyznačuje sa len nepatrným rastom. Hodnoty výsledku hospodárenia pesimistickej varianty za účtovné obdobie sú zobrazené na nasledujúcom grafe.



Graf 12 VH za bežnú činnosť 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

### Plánované Cash flow

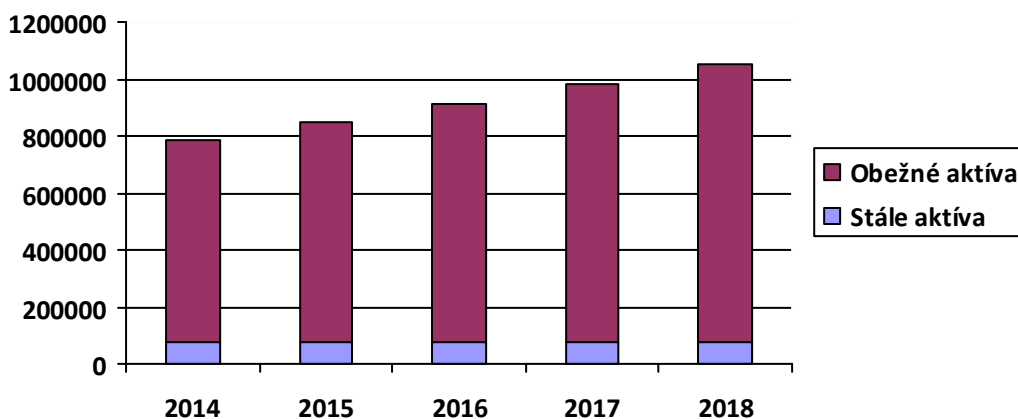
Peňažný tok z prevádzkovej a finančnej činnosti sú behom celého plánovaného obdobia v kladných hodnotách a mierne rastú. Investičného peňažný tok je záporný a po celé plánované obdobie na rovnakej úrovni pretože odpisy dlhodobého majetku sa nemenia. Vývoj peňažných tokov v jednotlivých rokoch zobrazuje nasledujúci graf.



Graf 13 Peňažné toky 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

#### Plánovaná rozvaha

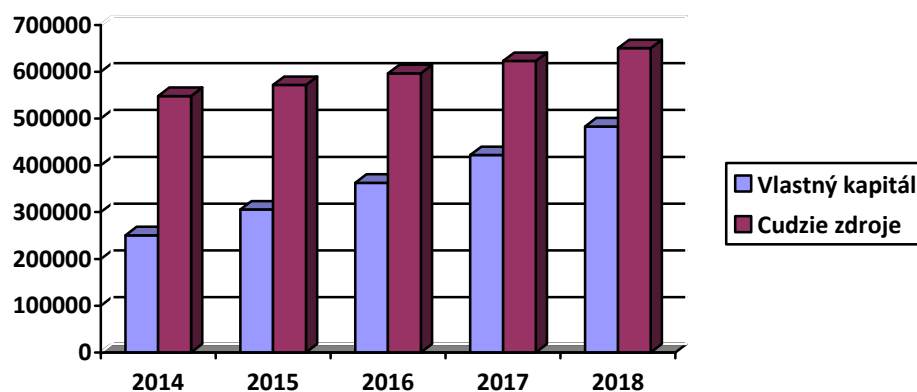
V rámci pesimistického variantu sa tiež neplánujú žiadne investície, investície budú prebiehať len do výšky odpisov a to do stávajúceho dlhodobého majetku. T tohto dôvodu zostáva dlhodobý majetok vo všetkých plánovaných rokoch nezmenený. Zásoby, krátkodobé pohľadávky a krátkodobý finančný majetok mierne rastú a z tohto dôvodu sú aj celkové obežné aktíva v plánovanom období vyššie. Na grafe nižšie je možné pozorovať vývoj obežných a stálych aktív.



Graf 14 Stále a obežné aktíva 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

Plánované pasíva u pesimistického variantu majú rastúci charakter. Rast vlastného kapitálu najviac ovplyvňuje mierny nárast výsledku hospodárenia minulých rokov a výsledok hospodárenia za bežné účtovné obdobie. V rámci pesimistického variantu sa neplánuje zvýšenie základného kapitálu a hodnoty sú prevzaté z minulého obdobia. V rámci cudzích

zdrojov dochádza k nárastu, a to prevažne vďaka mierne rastúcim krátkodobým záväzkom. Hodnoty bankových úverov a časového rozlíšenia sú nulové, prevzaté z roku 2013 a zostávajú po celé plánované obdobie pesimistického variantu rovnaké. Vývoj vlastného kapitálu a cudzích zdrojov zachytáva nasledujúci graf.



Graf 15 Vlastné a cudzie zdroje 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

## 2.5.2 Finančná analýza plánu pre pesimistický variant

### Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability aktív sa vo všetkých rokoch pohybujú v doporučených hodnotách, ale dochádza každým rokom k poklesu. Rentabilita vlastného kapitálu má tiež klesajúcu tendenciu a zároveň platí pravidlo  $ROE > RO$ . Rentabilita tržieb v plánovanom období má mierne rastúcu tendenciu.

Rentabilita (%)	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	21,15	18,00	15,73	14,02	12,68
ROA	6,75	6,48	6,23	6,01	5,80
ROS	2,91	2,96	3,01	3,06	3,11

Tabuľka 15 Ukazovatele rentability 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

### Ukazovatele aktivity

Doba obratu zásob je približne 52 dní, doba obratu pohľadávok je pre plánované obdobie 69 dní a doba obratu krátkodobých záväzkov je 90 dní. Doba obratu pohľadávok a doba obratu záväzkov sú pre podnik priaznivé, pretože doba obratu záväzkov je dlhšia než doba obratu pohľadávok.

Aktivita (dni)	2014	2015	2016	2017	2018
Doba obratu zásob	51,69	51,69	51,69	51,69	51,69
Doba obratu pohľadávok	68,79	68,79	68,79	68,79	68,79
Doba obratu krátkodobých záväzkov	89,56	89,56	89,56	89,56	89,56

**Tabuľka 16 Ukazovatele aktivity 2014-2018 (Zdroj: vlastný)**

### Ukazovatele zadlženosti

Celková zadlženosť ukazuje, že zadlženosť podniku klesá a financovanie z vlastných zdrojov prevyšuje financovanie z cudzích zdrojov.

Zadlženosť (%)	2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadlženosť	68,08	64,02	60,40	57,16	54,24

**Tabuľka 17 Celková zadlženosť 2014-2018 (Zdroj: vlastný)**

### Ukazovatele likvidity

Ukazovatele okamžitej, pohotovej i bežnej likvidity majú v rámci pesimistického variantu rastúcu tendenciu. V doporučených hodnotách sa pohybuje len bežná likvidita.

Likvidita	2014	2015	2016	2017	2018
Okamžitá likvidita	0,21	0,32	0,43	0,54	0,65
Pohotová likvidita	0,98	1,09	1,20	1,31	1,41
Bežná likvidita	1,56	1,67	1,78	1,88	1,99

**Tabuľka 18 Ukazovatele likvidity 2014-2018 (Zdroj: vlastný)**

### 2.5.3 Optimistický variant finančného plánu

Optimistický vývoj tržieb počíta s medziročným rastom o 5 % aj keď je priemerný rast tržieb v rokoch 2009 – 2013 na hodnote 4,16 %. Vychádza sa z predpokladu, že v poslednom sledovanom roku 2013 došlo v danom odvetí k oživeniu exportných zákaziek a k rastu domácich zákaziek, čo sa priaznivo prejavilo na raste priemyselnej produkcie.

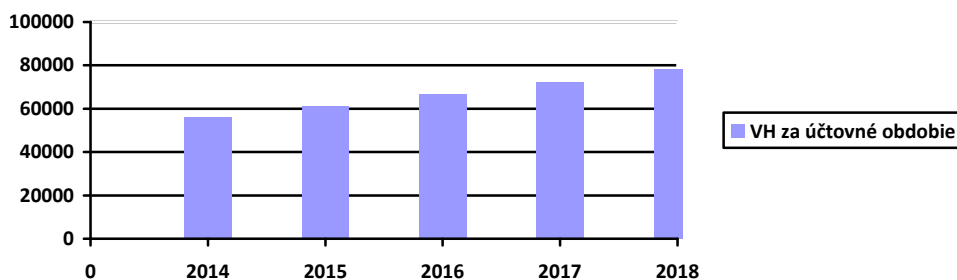
Rok	Tržby	Rast tržieb	Priemerný rast tržieb
2009	1561225	-	4,16%
2010	1802397	15,45%	
2011	1902391	5,55%	
2012	1604955	-15,63%	
2013	1785768	11,27%	
2014	1875056,4	5,00%	5,00%
2015	1968809,22	5,00%	
2016	2067249,681	5,00%	
2017	2170612,165	5,00%	
2018	2279142,773	5,00%	

Tabuľka 19 Plán tržieb 2009-2018 (Zdroj: vlastný)

#### Výkaz zisku a straty

Výkaz ziskov a strát bol zostavený pomocou percentného podielu na tržbách. Výkonová spotreba je v každom plánovanom roku vyššia a rastie úmerne podľa rastu tržieb. V plánovanom období sa nepočíta s prijímaním nových alebo prepustením stávajúcich zamestnancov a z tohto dôvodu sú osobné náklady plánované len s miernym rastom. Rast osobných nákladov je každoročne spojený s pravidelným zvyšovaním miezd zamestnancov. Odpisy sú po celú dobu plánovaného obdobia na rovnakej úrovni. Ostatné prevádzkové výnosy a ostatné prevádzkové náklady patria do položiek, ktoré sú ťažko plánovateľné, preto zostávajú na plánované obdobie rovnaké ako v roku 2013. Mimoriadne výnosy a mimoriadne náklady sú plánované ako nulové, preto je i mimoriadny výsledok v plánovanom období nulový. Výsledok hospodárenia je plánovaný pre celé obdobie kladný s miernym rastom každým rokom. Jednotlivé hodnoty výsledku hospodárenia za účtovné obdobie sú zobrazené na nasledujúcom grafe.

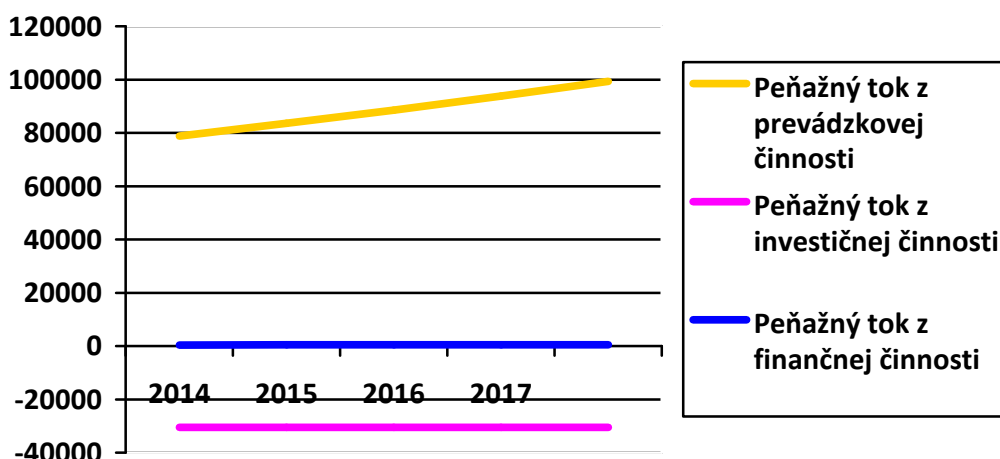




Graf 16 VH z účtovné obdobie 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

### Plánované Cash flow

Peňažné toky sú behom celého plánovaného obdobia v kladných hodnotách a majú rastúci trend. Vývoj peňažných tokov v jednotlivých rokoch zobrazuje nasledujúci graf.

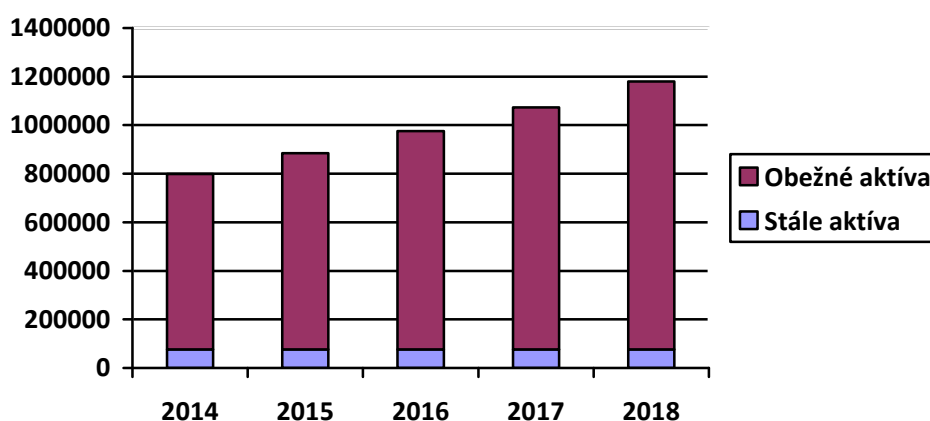


Graf 17 Peňažné toky 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

### Plánovaná rozvaha

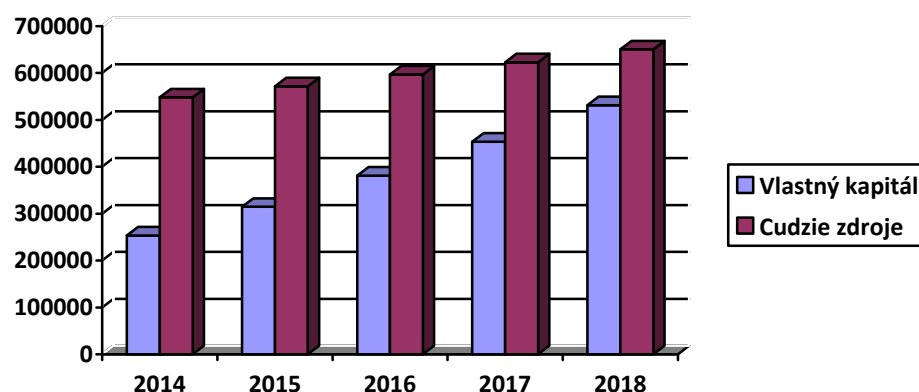
Plánovaná rozvaha sa skladá z plánu aktív a pasív podniku. V plánovanom období sú aj aktíva, aj pasíva rastúce. Podnik neplánuje v nasledujúcich rokoch žiadnu investíciu do dlhodobého majetku a z tohto dôvodu je dlhodobý majetok vo všetkých rokoch naplánovaný v rovnakých hodnotách. Podnik bude investovať len do výšky svojich odpisov a to do stávajúceho dlhodobého majetku. Zásoby sú vzhľadom k naplánovaným záväzkom a vzhľadom k rastúcim tržbám naplánované tiež ako rastúce. Dlhodobé pohľadávky sú

v poslednom roku 2013 nulové a z tohto dôvodu sú táto hodnota prevzatá aj do ďalších rokov. Najväčšiu časť obežných aktív tvoria krátkodobé pohľadávky, ktoré majú v plánovanom období rastúci trend. Časové rozlíšenie je prevzaté z roku 2013 a ponechané v rovnakých hodnotách vo všetkých plánovaných rokoch. Jednotlivý vývoj dlhodobého majetku a obežného majetku je vidieť v nasledujúcom grafe.



Graf 18 Stále a obežné aktíva 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

Plánované pasíva majú tiež rastúcu tendenciu. Rast vlastného kapitálu najviac ovplyvňuje nárast výsledku hospodárenia minulých rokov a výsledku hospodárenia za bežné účtovné obdobie. Podnik neplánuje zvyšovanie základného kapitálu, a preto je hodnota v každom plánovanom roku ponechaná z roku 2013. Kapitálové fondy sú v roku 2013 záporné. V rámci cudzích zdrojov dochádza k nárastu, a to hlavne vďaka rastúcim krátkodobým záväzkom z obchodných vzťahov. Hodnoty bankových úverov a časového rozlíšenia sú nulové a to platí aj pre plánované obdobia. Vývoj vlastného kapitálu a cudzích zdrojov je zobrazený v uvedenom grafe.



Graf 19 Vlastný a cudzí kapitál 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

## 2.5.4 Finančná analýza plánu pre optimistický variant

### Ukazovatele rentability

Rentabilita sa podľa zostaveného plánu vyvíja pre podnik priaznivo. Z výsledkov, ktoré sú uvedené v tabuľke, vidíme, že rentabilita aktív je v optimálnych hodnotách vo všetkých plánovaných rokoch, aj keď rentabilita vlastného kapitálu a aktív majú klesajúcu tendenciu.

Rentabilita (%)	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	22,06	19,42	17,45	15,92	14,70
ROA	6,98	6,89	6,80	6,71	6,61
ROS	2,98	3,10	3,22	3,32	3,43

Tabuľka 20 Ukazovatele rentability 2014-2018 (Zdroj: vlastný)

### Ukazovatele aktivity

Doba obratu zásob sa pohybuje okolo 52 dní. Doba obratu pohľadávok sa v plánovanom období pohybuje okolo 69 dní. Ukazovateľ doby obratu záväzkov je pomerne vyšší a pohybuje sa okolo 90 dní. Podnik prijíma platbu pohľadávok v kratšom čase než splatenie svojich záväzkov, čo je pre oceňovaný podnik lepšie. V nasledujúcej tabuľke vidíme jednotlivý vývoj ukazovateľov aktivity.

Aktivita (dni)	2014	2015	2016	2017	2018
Doba obratu zásob	51,69	51,69	51,69	51,69	51,69
Doba obratu pohľadávok	68,79	68,79	68,79	68,79	68,79
Doba obratu kr. záväzkov	89,56	89,56	89,56	89,56	89,56

**Tabuľka 21 Ukazovatele aktivity 2014-2018 (Zdroj: vlastný)**

### Ukazovatele zadlženosti

Z tabuľky je zrejmé, že celková zadlženosť podniku v nasledujúcich rokoch klesá.

Zadlženosť (%)	2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadlženosť	68,37	64,51	61,02	57,88	55,03

**Tabuľka 22 Celková zadlženosť 2014-2018 (Zdroj: vlastný)**

### Ukazovatele likvidity

Ukazovatele okamžitej, pohotovej a bežnej likvidity majú v plánovanom období rastúci charakter. V nasledujúcej tabuľke je znázornený vývoj jednotlivých ukazovateľov likvidity.

Likvidita	2014	2015	2016	2017	2018
Okamžitá likvidita	0,20	0,30	0,40	0,50	0,60
Pohotová likvidita	0,97	1,07	1,17	1,27	1,37
Bežná likvidita	1,55	1,65	1,75	1,85	1,95

**Tabuľka 23 Ukazovatele likvidity 2014-2018 (Zdroj: vlastný)**

### 3 NÁVRH OCENENIA PODNIKU

V tejto časti práce bude zostavené ocenenie podniku vybranými výnosovými metódami k dátumu 31. decembra 2013.

Na základe strategickej analýzy sú získané informácie o prostredí podniku, jeho postavení na trhu a tržnom podiele, hlavnej konkurencii a trhu. Finančná analýza poskytuje informácie o finančnej situácii podniku. Finančný plán bol zostavený na základe podielu rastu tržieb. Ocenenie podniku je zostavené na základe dvoch vybraných výnosových metód oceňovania, konkrétne sa jedná o metódu diskontovaného čistého cash flow a o metódu čistých kapitalizovaných výnosov.

#### 3.1 METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW

Táto zvolená metóda vychádza z hodnoty podniku ako celku.

Pri výpočte sa uvažuje so stabilnou kapitálovou štruktúrou počas celého plánovaného obdobia. Diskontná miera je stanovená ako vážené priemerné náklady kapitálu podniku a v sledovanom období sa nemení. Cudzí kapitál je riadený svojou aktuálnou tržnou hodnotou. Toto ocenenie zistené týmto spôsobom sa považuje za orientačné. V praxi sa používa iteračný postup, na ktorom základe sa zladuje kapitálová štruktúra individuálne pre každý rok.<sup>42</sup>

##### 3.1.1 Náklady na kapitál

Pre účely ocenenia je potrebné stanoviť priemerné vážené náklady na kapitál – vlastné a cudzie. K určaniu nákladov na vlastný kapitál bol použitý model CAPM, ktorý používa dáta z kapitálového trhu. Pre účely diplomovej práce boli použité dáta kapitálového trhu ČR a doplnené o dáta z trhu amerického.

Bezriziková úroková miera ( $r_f$ ) vychádza z výnosov desaťročných štátnych dlhopisov ČR za obdobie posledných 5 rokov, od roku 2009 do konca roku 2013. V tomto období dosahovali priemerný výnos 3,14 %<sup>43</sup>. Priemerný koeficient beta ( $\beta$ ) bol stanovený na základe

---

<sup>42</sup> Mařík M. a kol., Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 2003. s. 144-148.

<sup>43</sup> Výnosy štátnych dlhopisov [online]. Dostupné z: [zhttp://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetiletého-statního-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/](http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetiletého-statního-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/)

údajov amerického trhu zo železničného odvetvia. Jeho hodnota je 0,92.<sup>44</sup> Riziková prémie kapitálového trhu USA vychádza z priemerných hodnôt obdobia rokov 1928 – 2013. Jeho hodnota je 6 %<sup>45</sup>. Riziková prémie ČR je v roku 2013 v hodnote 1,05<sup>46</sup>. Táto hodnota je upravená o rozdiel v inflácií medzi rokmi 2012 a 2013, ktorý bol -1,9 %<sup>47</sup>. Celková hodnota činí 2,68 %. Výpočet nákladov na kapitál uvádza nasledujúca tabuľka.

Ukazovateľ	%
Výnosnosť 10ročných vládnych dlhopisov ČR	3,14
Beta nezadlžené	0,92
Riziková prémie kap. trhu USA	6,29
Rating ČR	A1
Riziková prémie krajiny	1,05
Inflačný rozdiel	-1,9
Riziková prémie ČR	-0,85
Daňová sadzba	19,00
Pomer vlastného a cudzieho kapitálu	27:73
Beta zadlžené	1,2926
Náklady vlastného kapitálu	<b>10,42</b>

Tabuľka 24 Náklady na VK (Zdroj: vlastný)

Nákladmi sú určené požiadavky jednotlivých subjektov, ktoré tieto prostriedky poskytujú.

Priemerné vážené náklady kapitálu vychádzajú z hodnoty nákladov na vlastný kapitál, z toho dôvodu, že podnik nedisponuje úročeným cudzím kapitálom.

Ukazovateľ	Hodnota
Vlastný kapitál [tis. Kč]	197581
Cudzie zdroje [tis. Kč]	525329
Úročené cudzie zdroje [tis. Kč]	0

<sup>44</sup> Total Beta by Industry Sector [online]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html)

<sup>45</sup> Annual Returns on Stock [online]. Dostupné z: [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histret.html#\\_msoanchor\\_1](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histret.html#_msoanchor_1)

<sup>46</sup> Risk Premium for Other Markets [online]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>47</sup> Miera inflácie ČR [online]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/xp/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/xp/redakce.nsf/i/mira_inflace)

Úroková miera [%]	0
Podiel vlastného kapitálu [%]	100
Podiel cudzieho úročeného kapitálu [%]	0
Náklady vlastného kapitálu [%]	10,42
Priemerné vážené náklady kapitálu [%]	10,42

Tabuľka 25 Určenie WACC (Zdroj: vlastný)

### 3.1.2 Ocenenie pre pesimistický variant finančného plánu

#### *Prvá fáza ocenenia*

Ako už bolo uvedené, podnik nedisponuje žiadnym prevádzkovo nepotrebným majetkom. Prevádzkovo nutný investovaný kapitál sa vypočíta ako súčet prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a upraveného pracovného kapitálu. Upravený pracovný kapitál sa určí ako súčet prevádzkovo nutných obežných aktív a ostatných aktív, od ktorých sa následne odpočítajú krátkodobé záväzky a ostatné pasíva. Výsledné hodnoty sú uvedené v tabuľke nižšie.

Prevádzkovo nutný investovaný kapitál [tis. Kč]	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dlhodobý majetok	76304	76304	76304	76304	76304	76304
Upravený pracovný kapitál	202335	255486	310641	367839	427122	488531
<b>Investovaný kapitál celkom</b>	<b>278639</b>	<b>331790</b>	<b>386945</b>	<b>444143</b>	<b>503426</b>	<b>564835</b>

Tabuľka 26 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál (Zdroj: vlastný)

Ďalší krok obsahuje vyčíslenie korigovaného výsledku hospodárenia, ktorý je uvedený v nasledujúcej tabuľke.

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia [tis. Kč]	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH bežný	67060	69481	71951	74470	77039	79660
<b>KPVH po zdanení</b>	<b>54319</b>	<b>56280</b>	<b>58280</b>	<b>60321</b>	<b>62402</b>	<b>64525</b>

Tabuľka 27 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (Zdroj: vlastný)

Výpočet voľných peňažných prostriedkov je založený na korigovanom prevádzkovom výsledku hospodárenia očisteného o daň z príjmu právnických osôb. Následne je upravený o odpisy a nepeňažné operácie, v našom prípade sú však nulové a o investície do dlhodobého majetku a pracovného kapitálu. Výpočet čistého cash flow a jeho diskontovanie je zobrazené v nasledujúcej tabuľke.

<b>Výpočet voľného diskontovaného cash flow [tis. Kč]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
KPVH po zdanení	56280	58280	60321	62402	64525
Odpisy	30557	30557	30557	30557	30557
Nepeňažné operácie	0	0	0	0	0
Investície do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku	-30557	-30557	-30557	-30557	-30557
Investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu	-53151	-55155	-57198	-59283	-61409
Voľné peňažné prostriedky	3129	3126	3122	3119	3115
WACC	10,42				
Odúročiteľ	0,9056	0,8202	0,7428	0,6727	0,6092
<b>Diskontované voľné CF k 31.12.2013</b>	2833	2564	2319	2098	1898

**Tabuľka 28 Výpočet voľného diskontovaného cash flow (Zdroj: vlastný)**

Odpisy a nepeňažné operácie sú prevzaté z finančného plánu. Výška investícií do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu určuje medziročný rozdiel medzi upraveným pracovným kapitálom. Odúročiteľ je vypočítaný na základe diskontnej miery, ktorá bola stanovená na úrovni WACC. Po sčítaní diskontovaného cash flow získame hodnotu za obdobie prvej fázy, teda v rokoch 2014 – 2018, čo je 11 712 tis. Kč.



## ***Druhá fáza ocenenia***

V tejto fázy ocenenia sa bude zisťovať hodnota podniku vo vzťahu k výsledkom roku 2019 na základe Gordonovho modelu. Tempo rastu je stanovené na odhadovaný rast HDP v roku 2018 2,8 %<sup>48</sup>.

Výpočet pokračujúcej hodnoty prehľadne znázorňuje nasledujúca tabuľka.

<b>Výpočet pokračujúcej hodnoty pre rok 2019</b>	
<b>Tempo rastu [%]</b>	2,8
<b>Diskontované voľné cash flow 2018 [tis. Kč]</b>	1898
<b>Navýšenie cash flow o tempo rastu [tis. Kč]</b>	1951
<b>Priemerné náklady kapitálu [%]</b>	10,42
<b>Pokračujúca hodnota [tis. Kč]</b>	14758
<b>Diskontovaná pokračujúca hodnota [tis. Kč]</b>	<b>8142</b>

**Tabuľka 29 Výpočet pokračujúcej hodnoty (Zdroj: vlastný)**

Prevádzková hodnota brutto je súčet prvej a druhej fázy ocenenia. Prevádzková hodnota netto je daná rozdielom medzi brutto hodnotou a úročeným cudzím kapitálom k dátumu ocenenia.

Výsledný výpočet hodnoty majetku uvádza nasledujúca tabuľka.

<b>Výsledná hodnota podniku [tis. Kč]</b>	
<b>Súčasná hodnota 1. fázy</b>	11712
<b>Súčasná hodnota 2. fázy</b>	8142
<b>Prevádzková hodnota brutto</b>	19854
<b>Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia</b>	0

---

<sup>48</sup> Tempo rastu HDP ČR [online]. Dostupné z: [http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2014\\_Navzdory-mirnemu-optimismu-se-hospodarstvi-eurozony-uzdravuje-pomaleji-nez-dalsi-vyznamne-svetove-ekonomiky](http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2014_Navzdory-mirnemu-optimismu-se-hospodarstvi-eurozony-uzdravuje-pomaleji-nez-dalsi-vyznamne-svetove-ekonomiky)

<b>Prevádzková hodnota netto</b>	19854
<b>Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia</b>	0
<b>Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa DCF</b>	<b>39708</b>

**Tabuľka 30 Výsledná hodnota podniku (Zdroj: vlastný)**

Súčasná hodnota prvej fázy ocenenia je 11 712 tis. Kč, táto hodnota je diskontovaným peňažným tokom za prognózované roky 2014 – 2018. Súčasná hodnota druhej fázy bola vypočítaná na základe pokračujúcej hodnoty v ďalšom roku, v roku 2019. V tomto roku sa hodnota podniku zvýšila na 8 142 tis. Kč. Na základe tejto metódy je stanovená hodnota podniku vo výške 39 708 tis. Kč.

### **3.1.3 Ocenenie pre optimistický variant finančného plánu**

#### ***Prvá fáza ocenenia***

Podnik nedisponuje žiadnym prevádzkovo nepotrebným majetkom. Prevádzkovo nutný investovaný kapitál sa vypočíta ako súčet prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a upraveného pracovného kapitálu. Upravený pracovný kapitál sa určí ako súčet prevádzkovo nutných obežných aktív a ostatných aktív, od ktorých sa následne odpočítajú krátkodobé záväzky a ostatné pasíva. Výsledné hodnoty sú uvedené v tabuľke nižšie.

<b>Prevádzkovo nutný investovaný kapitál [tis. Kč]</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Dlhodobý majetok	76304	76304	76304	76304	76304	76304
Upravený pracovný kapitál	202335	258670	320173	387103	459731	538342
<b>Investovaný kapitál celkom</b>	<b>278639</b>	<b>334974</b>	<b>396477</b>	<b>463407</b>	<b>536035</b>	<b>614646</b>

**Tabuľka 31 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál (Zdroj: vlastný)**

Ďalší krok obsahuje vyčíslenie korigovaného výsledku hospodárenia, ktorý je uvedený v nasledujúcej tabuľke.

<b>Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia [tis. Kč]</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
KPVH bežný	67060	73113	79469	86142	93149	100507
<b>KPVH po zdanení</b>	<b>54319</b>	<b>59222</b>	<b>64370</b>	<b>69775</b>	<b>75451</b>	<b>81411</b>

**Tabuľka 32 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (Zdroj: vlastný)**

Výpočet voľných peňažných prostriedkov bol prevedený podľa rovnakých predpokladov ako v pesimistickom variante finančného plánu. Výpočet čistého cash flow a jeho diskontovanie je zobrazené v nasledujúcej tabuľke.

<b>Výpočet voľného diskontovaného cash flow [tis. Kč]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
KPVH po zdanení	59222	64370	69775	75451	81411
Odpisy	30557	30557	30557	30557	30557
Nepeňažné operácie	0	0	0	0	0
Investície do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku	-30557	-30557	-30557	-30557	-30557
Investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu	-56335	-61503	-66930	-72628	-78611
Voľné peňažné prostriedky	2887	2866	2845	2823	2800
WACC	10,42				
Odúročiteľ	0,9056	0,8202	0,7428	0,6727	0,6092
<b>Diskontované voľné CF k 31.12.2013</b>	<b>2614</b>	<b>2351</b>	<b>2113</b>	<b>1899</b>	<b>1706</b>

**Tabuľka 33 Výpočet voľného diskontovaného cash flow (Zdroj: vlastný)**

V tomto prípade vychádza hodnota súčtu diskontovaného voľného cash flow na úrovni 10 683 tis. Kč.

## ***Druhá fáza ocenenia***

V tejto fázy ocenenia sa bude zisťovať hodnota podniku vo vzťahu k výsledkom roku 2019 na základe Gordonovho modelu. Tempo rastu je stanovené na odhadovaný rast HDP v roku 2018 2,8 %<sup>49</sup>.

Výpočet pokračujúcej hodnoty prehľadne znázorňuje nasledujúca tabuľka.

<b>Výpočet pokračujúcej hodnoty pre rok 2019</b>	
<b>Tempo rastu [%]</b>	2,8
<b>Diskontované voľné cash flow 2018 [tis. Kč]</b>	1706
<b>Navýšenie cash flow o tempo rastu [tis. Kč]</b>	1754
<b>Priemerné náklady kapitálu [%]</b>	10,42
<b>Pokračujúca hodnota [tis. Kč]</b>	13268
<b>Diskontovaná pokračujúca hodnota [tis. Kč]</b>	7320

**Tabuľka 34 Výpočet pokračujúcej hodnoty (Zdroj: vlastný)**

Výsledný výpočet hodnoty majetku pre optimistický variant finančného plánu uvádza nasledujúca tabuľka.

<b>Výsledná hodnota podniku [tis. Kč]</b>	
<b>Súčasná hodnota 1. fázy</b>	10683
<b>Súčasná hodnota 2. fázy</b>	7320
<b>Prevádzková hodnota brutto</b>	18003
<b>Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia</b>	0
<b>Prevádzková hodnota netto</b>	18003
<b>Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia</b>	0

---

<sup>49</sup> Tempo rastu HDP ČR [online]. Dostupné z: [http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2014\\_Navzdory-mirnemu-optimismu-se-hospodarstvi-eurozony-uzdravuje-pomaleji-nez-dalsi-vyznamne-svetove-ekonomiky](http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2014_Navzdory-mirnemu-optimismu-se-hospodarstvi-eurozony-uzdravuje-pomaleji-nez-dalsi-vyznamne-svetove-ekonomiky)

Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa DCF
---

36006
-------

**Tabuľka 35 Výsledná hodnota podniku (Zdroj: vlastný)**

Hodnota podniku sa pohybuje v intervale medzi hodnotou 36 006 tis. Kč a 39 708 tis. Kč. Jedná sa o subjektívne ocenenie.

## 4 ZÁVER

Cieľom diplomovej práce bolo previesť ocenenie spoločnosti IFE-CR, a.s. so sídlom v Modřicích. Vybraný podnikateľský subjekt vyrába dverné a nástupné systémy pre koľajové vozidlá a pôsobí na globálnom trhu.

Prvá časť práce objasňuje teoretické východiska danej problematiky a taktiež základné pojmy a predstavenie metód oceňovania. Bol tu popísaný aj konkrétny postup ocenenia podniku vrátane jednotlivých krokov.

Samotné ocenenie vybraného podniku predchádzala strategická a finančná analýza za roky 2009 – 2013. Zo strategickej analýzy vyplýva, že podnik má stabilné postavenie na trhu. Medzi hlavných zákazníkov spoločnosti patria jedny z najväčších výrobcov železničných vlakov. Do budúca má podnik naplánovaný objem práce na úrovni roku 2013, avšak s väčšou porciou nových projektov v porovnaní s rokom 2013.

Vďaka relatívne malému počtu firiem a pomerne vysokým bariéram vstupu je konkurencia v obore pomerne nízka. Konkurenčnou výhodou spoločnosti je orientácia na potreby zákazníkov, kvalita a spoľahlivosť produktov v kombinácii so zaistením bezpečnosti a nízkej nákladovosti.

Zo zistených informácií bola zostavená SWOT analýza.

V rámci finančnej analýzy bola prevedená horizontálna a vertikálna analýza, zistený vývoj peňažného toku a prevedená analýza vybraných pomerových ukazovateľov – likvidity, rentability, zadlženosti a aktivity. Spoločnosť prešla výrazným poklesom výsledku hospodárenia za účtovné obdobie z dôvodu poklesu počtu zákaziek, čo sa odrazilo aj na ukazovateľoch rentability. Finančný plán bol zostavený na základe percentného podielu na tržbách. Pre pesimistický variant bol stanovený rast 2 % ročne a pre optimistický variant 5 % ročne. V oboch variantoch plánu boli skúmané rovnaké veličiny ako v kapitole Finanční analýza, vrátane vybraných pomerových ukazovateľov.

Ocenenie podniku bolo zostavené na základe prevedených analýz, z ktorých vyplynuli závery potrebné pre samotné stanovenie subjektívnej hodnoty podniku. Podnik bol ocenený pre obe varianty finančného plánu. Zvolená metóda ocenenia bola metóda diskontovaného čistého cash flow. Z prevedených výpočtov boli stanovené dve subjektívne hodnoty ocenenia k 31. decembru 2013 - 36 006 tis. Kč a 39 708 tis. Kč.

## ZOZNAM LITERATURY

- 1) KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004, 714 s. ISBN 80-717-9802-9.
- 2) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- 3) KONEČNÝ, Miloš. *Finanční analýza a plánování*. 11. vyd. Brno: Zdeněk Novotný, 2006, 83 s. ISBN 80-735-5061-X.
- 4) LHOTSKÝ, Jan. *Strategický management*. 1. vyd. Praha: Computer Press, a.s. 2010, 144 s. ISBN 978-80-251-3295-1.
- 5) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o. 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- 6) MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998, 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- 7) PORTER, Michael E. *Konkurenční strategie : metody pro analýzu odvětví a konkurentů*. 1. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1994, 403 s. ISBN 80-856-0511-2.
- 8) WÖHE, Günter. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2. přeprac a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, 928 s. ISBN 80-717-9897-2.

### Internetové zdroje:

- 1) Beta koeficient. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html)
- 2) Devízový kurz EUR/CZK. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
[https://finance.yahoo.com/echarts?s=EURUSD%3DX+Interactive#symbol=;range=20090102,20131230;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcv\\_alues=0;logscale=off;source=\)](https://finance.yahoo.com/echarts?s=EURUSD%3DX+Interactive#symbol=;range=20090102,20131230;compare=;indicator=volume;charttype=area;crosshair=on;ohlcv_alues=0;logscale=off;source=))
- 3) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Panorama zpracovatelského průmyslu 2012. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
<http://www.businessinfo.cz/app/content/files/zpravodajstvi-pro-export/Panorama2012.pdf>

- 4) Míra inflace ČR. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
[http://www.czso.cz/xp/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/xp/redakce.nsf/i/mira_inflace)
- 5) Riziková prémie ČR. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- 6) Riziková prémie USA. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histret.html#\\_msoanchor\\_1](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/histret.html#_msoanchor_1)
- 7) SWOT analýza. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
<http://www.podnikatel.cz/clanky/neuvazeny-vstup-na-trh-muze-podnikateli-srazit-vaz/>
- 8) Výnosy státních dluhopisu. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
<http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/>
- 9) Tempo rastu HDP ČR. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
[http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2014\\_Navzdory-mirnemu-optimismu-se-hospodarstvi-eurozony-uzdravuje-pomaleji-nez-dalsi-vyznamne-svetove-ekonomiky](http://www.ey.com/CZ/cs/Newsroom/News-releases/2014_Navzdory-mirnemu-optimismu-se-hospodarstvi-eurozony-uzdravuje-pomaleji-nez-dalsi-vyznamne-svetove-ekonomiky)
- 10) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
<http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>
- 11) Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. [online]. [cit. 2014-05-29]. Dostupné z:  
<http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>



## ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1 Vývoj HDP v % (Zdroj: ČSÚ).....	34
Tabuľka 2 Makroekonomické ukazovatele ČR (Zdroj: ČSÚ).....	35
Tabuľka 3 Index priemyselnej produkcie (Zdroj: ČSÚ).....	36
Tabuľka 4 Zahraničný obchod s výrobkami CZ-CPA 30 2009 – 2012 (Zdroj: ČSÚ) .	39
Tabuľka 5 Vývoj miery inflácie v ČR (Zdroj: ČSÚ).....	40
Tabuľka 6 Analýza vnútorného prostredia podniku (Zdroj: Spracované podľa Mařík, 2011).....	46
Tabuľka 7 SWOT analýza spoločnosti IFE-CR, a.s. (Zdroj: vlastný).....	47
Tabuľka 8 Vertikálna analýza aktív 2009-2013 (Zdroj: vlastný).....	51
Tabuľka 9 Ukazovatele rentability (Zdroj: vlastný).....	53
Tabuľka 10 Ukazovatele aktivity (Zdroj: vlastný).....	54
Tabuľka 11 Ukazovatele zadlženosti (Zdroj: vlastný).....	55
Tabuľka 12 Ukazovatele likvidity (Zdroj: vlastný).....	56
Tabuľka 13 Prevádzkovo potrebné aktíva (Zdroj: vlastný).....	58
Tabuľka 14 Vývoj tržieb 2009-2018 (Zdroj: vlastný).....	58
Tabuľka 15 Ukazovatele rentability 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	61
Tabuľka 16 Ukazovatele aktivity 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	62
Tabuľka 17 Celková zadlženosť 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	62
Tabuľka 18 Ukazovatele likvidity 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	62
Tabuľka 19 Plán tržieb 2009-2018 (Zdroj: vlastný).....	63
Tabuľka 20 Ukazovatele rentability 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	66
Tabuľka 21 Ukazovatele aktivity 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	67
Tabuľka 22 Celková zadlženosť 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	67
Tabuľka 23 Ukazovatele likvidity 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	67

Tabuľka 24 Náklady na VK (Zdroj: vlastný) .....	69
Tabuľka 25 Určenie WACC (Zdroj: vlastný).....	70
Tabuľka 26 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál (Zdroj: vlastný) .....	70
Tabuľka 27 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (Zdroj: vlastný).....	70
Tabuľka 28 Výpočet voľného diskontovaného cash flow (Zdroj: vlastný).....	71
Tabuľka 29 Výpočet pokračujúcej hodnoty (Zdroj: vlastný) .....	72
Tabuľka 30 Výsledná hodnota podniku (Zdroj: vlastný) .....	73
Tabuľka 31 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál (Zdroj: vlastný) .....	73
Tabuľka 32 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (Zdroj: vlastný).....	74
Tabuľka 33 Výpočet voľného diskontovaného cash flow (Zdroj: vlastný).....	74
Tabuľka 34 Výpočet pokračujúcej hodnoty (Zdroj: vlastný) .....	75
Tabuľka 35 Výsledná hodnota podniku (Zdroj: vlastný) .....	76

## ZOZNAM OBRÁZKOV

Obrázok 1 Porterova analýza.....	22
Obrázok 2 SWOT analýza .....	23
Obrázok 3 Organizační štruktúra spoločnosti IFE-CR, a.s. (Zdroj: vlastný) .....	85

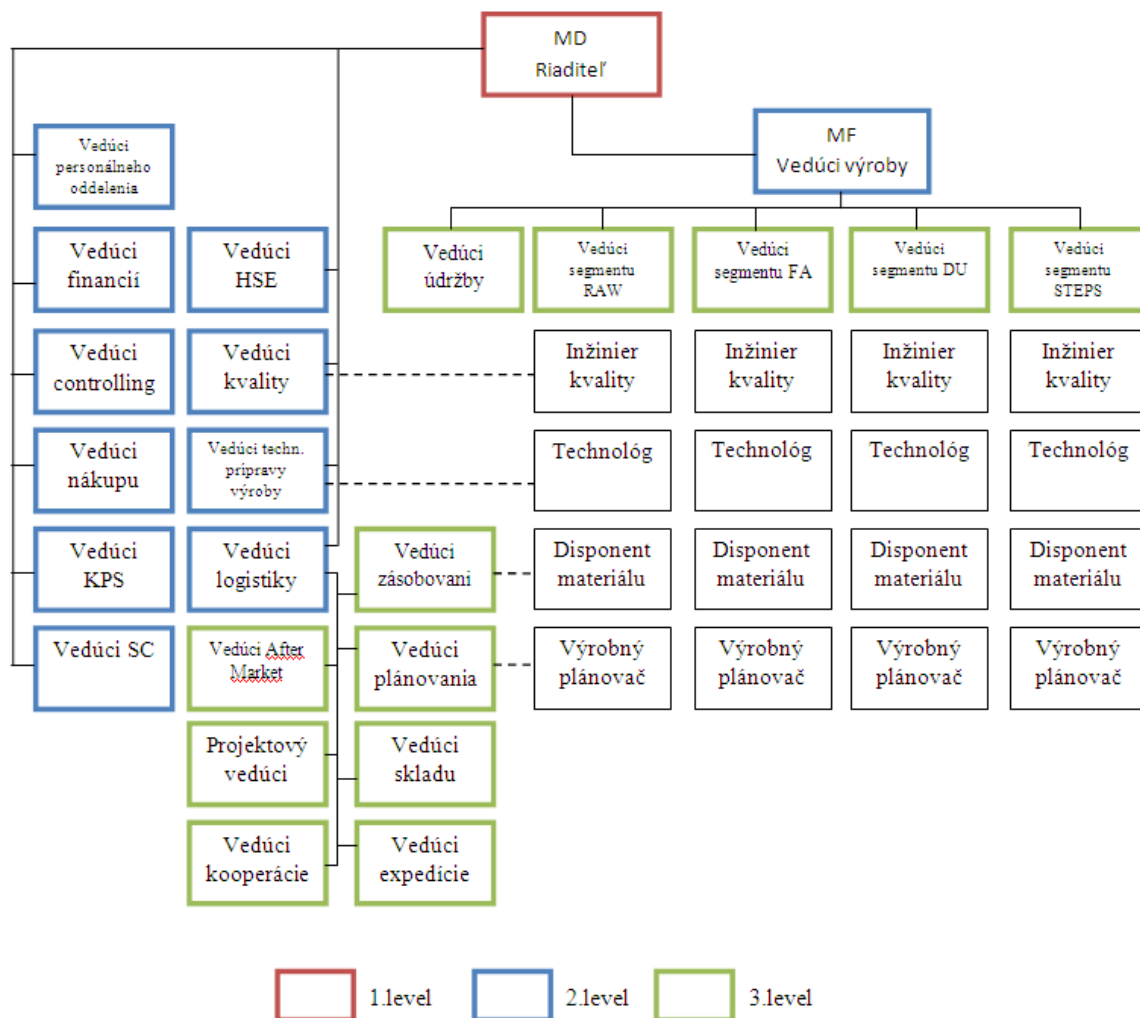
## ZOZNAM GRAFOV

Graf 1 Počet zamestnaných osôb .....	36
Graf 2 Index priemyselnej produkcie (Zdroj: ČSÚ).....	37
Graf 3 Počet podnikov v rokoch 2006-2012 (Zdroj: ČSÚ).....	37
Graf 4 Produktivita práce z ÚPH v rokoch 2006-2012 (Zdroj: ČSÚ).....	38
Graf 5 Hrubý operačný prebytok v rokoch 2006-2012 (Zdroj: ČSÚ).....	38
Graf 6 Devízový kurz EUR/CZK v období 2009-2013.....	39
Graf 7 Vývoj aktív spoločnosti 2009-2013 (Zdroj: vlastný) .....	49
Graf 8 Vývoj pasív spoločnosti 2009-2013 (Zdroj: vlastný).....	50
Graf 9 Vertikálna analýza pasív 2009-2013 (Zdroj: vlastný).....	51
Graf 10 Vývoj výsledkov hospodárenia 2009-2013 (Zdroj: vlastný).....	52
Graf 11 Vývoj peňažných tokov (Zdroj: vlastný).....	53
Graf 12 VH za bežnú činnosť 2014-2018 (Zdroj: vlastný) .....	59
Graf 13 Peňažné toky 2014-2018 (Zdroj: vlastný) .....	60
Graf 14 Stále a obežné aktíva 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	60
Graf 15 Vlastné a cudzie zdroje 2014-2018 (Zdroj: vlastný) .....	61
Graf 16 VH z účtovné obdobie 2014-2018 (Zdroj: vlastný) .....	64
Graf 17 Peňažné toky 2014-2018 (Zdroj: vlastný) .....	64
Graf 18 Stále a obežné aktíva 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	65
Graf 19 Vlastný a cudzí kapitál 2014-2018 (Zdroj: vlastný).....	66

## ZOZNAM PRÍLOH

Príloha 1 Organizačná štruktúra spoločnosti	86
Príloha 2 Rozvaha	87
Príloha 3 Výkaz ziskov a strát	91
Príloha 4 Horizontálna a vertikálna analýza rozvahy	93
Príloha 5 Výkaz peňažných prostriedkov	95
Príloha 6 Výkazy pre pesimistický variant finančného plánu	96
Príloha 7 Výkazy pre optimistický variant finančného plánu	99

PRÍLOHA 1



Obrázok 3 Organizační štruktúra spoločnosti IFE-CR, a.s. (Zdroj: vlastný)

## PRÍLOHA 2

## ROZVAHA

<b>Rozvaha</b>		<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	<b>Aktíva celkom</b>	498536	671213	717930	572595	722890
<b>A</b>	<b>Pohľadávky za upísaný základný kapitál</b>					
<b>B</b>	<b>Dlhodobý majetok</b>	82342	90799	111802	93190	76304
B I.	Dlhodobý nehmotný majetok	1184	704	2037	4100	2627
B I. 1	Zriaďovacie výdaje					
B I. 2	Nehmotné výsledky výskumu a vývoja					
B I. 3	Software	1032	598	2037	4100	2627
B I. 4	Oceniteľné práva					
B I. 5	Goodwill					
B I. 6	Iný dlhodobý nehmotný majetok		106			
B I. 7	Nedokončený dlhodobý nehmotný majetok	152				
B I. 8	Poskytnuté zálohy na dlhodobý nehmotný majetok					
B II.	Dlhodobý hmotný majetok	81158	90095	109765	89090	73677
B II. 1	Pozemky					
B II. 2	Stavby	14105	16714	17723	15587	10352
B II. 3	Samostatné hnuiteľné veci a súbory hnuiteľných vecí	58621	66725	72336	65769	60772
B II. 4	Pestovateľské celky trvalých porastov					
B II. 5	Dospelé zvieratá a ich skupiny					
B II. 6	Iný dlhodobý hmotný majetok	616	1183	7284	3958	2506
B II. 7	Nedokončený dlhodobý hmotný majetok	7816	1606	9651	103	5
B II. 8	Poskytnuté zálohy na dlhodobý hmotný majetok		3867	2771	3873	42
B II. 9	Oceňovací rozdiel k nadobudnutému majetku					
B III.	Dlhodobý finančný majetok					
B III. 1	Podiely – ovládaná osoba					
B III. 2	Podiely v účtovných jednotkách pod podstatným vplyvom					
B III. 3	Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely					
B III. 4	Pôžičky a úvery – ovládaná alebo ovládajúca osoba, podstatný vplyv					
B III. 5	Iný dlhodobý finančný majetok					
B III. 6	Obstarávací dlhodobý finančný majetok					
B III. 7	Poskytnuté zálohy na dlhodobý finančný majetok					
<b>C</b>	<b>Obežné aktíva</b>	416051	580230	606018	479084	644251
C I.	Zásoby	265531	311918	349551	244641	256390

C I. 1	Materiál	236568	247252	273089	187308	199657
C I. 2	Nedokončená výroba a polotovary	25146	62585	74337	23859	30137
C I. 3	Výrobky	3817	2081	2125	33474	26596
C I. 4	Mladé a ostatné zvieratá a ich skupiny					
C I. 5	Tovar					
C I. 6	Poskytnuté zálohy na zásoby					
C II.	Dlhodobé pohľadávky		4675		804	
C II. 1	Pohľadávky z obchodných vzťahov					
C II. 2	Pohľadávky – ovládaná alebo ovládajúca osoba					
C II. 3	Pohľadávky – podstatný vplyv					
C II. 4	Pohľadávky za spoločníkov, členov družstva a za účastníkov združenia					
C II. 5	Dlhodobé poskytnuté zálohy					
C II. 6	Odhadné účty aktívne					
C II. 7	Iné pohľadávky		4675		804	
C II. 8	Odložená daňová pohľadávka					
C III.	Krátkodobé pohľadávky	146364	257174	250864	223384	341219
C III. 1	Pohľadávky z obchodných vzťahov	655	221257	203708	155966	81035
C III. 2	Pohľadávky – ovládaná alebo ovládajúca osoba					
C III. 3	Pohľadávky – podstatný vplyv					
C III. 4	Pohľadávky za spoločníkov, členov družstva a za účastníkov združenia					
C III. 5	Sociálne zabezpečenie a zdravotné poistenie					
C III. 6	Štát – daňové pohľadávky	25072	22272	34995	22520	20171
C III. 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	650	8275	10153	18899	12686
C III. 8	Odhadné účty aktívne			136	398	
C III. 9	Iné pohľadávky	119987	5370	1872	25601	227327
C IV.	Krátkodobý finančný majetok	4156	6463	5603	10255	46642
C IV. 1	Peniaze	10	18	104	59	85
C IV. 2	Účty v bankách	4146	6445	5499	10196	48557
C IV. 3	Krátkodobé cenné papiere a podiely					
C IV. 4	Obstarávací krátkodobý finančný majetok					
<b>D I.</b>	<b>Časové rozlíšenie</b>	143	184	110	321	2335
D I. 1	Náklady budúcich období	143	184	110	321	2335
D I. 2	Komplexné náklady budúcich období					
D I. 3	Príjmy budúcich období					



<b>Pasíva celkom</b>		<b>498536</b>	<b>671213</b>	<b>717930</b>	<b>572595</b>	<b>722890</b>
<b>A</b>	<b>Vlastný kapitál</b>	115823	178839	161845	188968	197581
A I.	Základný kapitál	36900	36900	36900	36900	36900
A I. 1	Základný kapitál	36900	36900	36900	36900	36900
A I. 2	Vlastné akcie a vlastné obchodné podiely					
A I. 3	Zmeny základného kapitálu					
A II.	Kapitálové fondy				-1496	-38184
A II. 1	Emisné ážio					
A II. 2	Ostatné kapitálové fondy					
A II. 3	Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzkov				-1496	-38184
A II. 4	Oceňovacie rozdiely z precenenia pri premenách spoločnosti					
A II. 5	Rozdiel z premien spoločnosti					
A II. 6	Rozdiel z ocenenia pri premenách spoločnosti					
A III.	Rezervné fondy, nedeliteľný fond a ostatné fondy zo zisku	5782	7380	7380	7380	7380
A III. 1	Zákonný rezervný fond / Nedeliteľný fond	5782	7380	7380	7380	7380
A III. 2	Štatutárne a ostatné fondy					
A IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	-4499	71543	134559	117565	144184
A IV. 1	Nerozdelený zisk minulých rokov		71543	134559	117565	
A IV. 2	Neuhradená strata minulých rokov	-4499				144184
A V.	Výsledok hospodárenia bežného účtovného obdobia	77640	63016	-16994	26619	47281
<b>B</b>	<b>Cudzí zdroje</b>	382713	492374	556085	385627	525329
B I.	Rezervy	13304	33772	27777	14548	73005
B I. 1	Rezervy podľa zvláštnych právnych predpisov					
B I. 2	Rezerva na dôchodky a podobné záväzky					
B I. 3	Rezerva na daň z príjmu	2948	23754	12210		6586
B I. 4	Ostatné rezervy	10356	10018	15567	14548	66419
B II.	Dlhodobé záväzky			4890		8073
B II. 1	Záväzky z obchodných vzťahov					
B II. 2	Záväzky – ovládaná alebo ovládajúca osoba					
B II. 3	Záväzky – podstatný vplyv					

B II. 4	Závazky ku spoločníkom, členom družstva a k účastníkom združenia					
B II. 5	Dlhodobé prijaté zálohy					
B II. 6	Vydané dlhopisy					
B II. 7	Dlhodobé zmenky k úhrade					
B II. 8	Odhadné účty pasívne					
B II. 9	Iné záväzky			4890		8073
B II. 10	Odložený daňový záväzok					
B III.	Krátkodobé záväzky	369409	458602	523418	371079	444251
B III. 1	Závazky z obchodných vzťahov	272691	288113	386534	269251	363166
B III. 2	Závazky – ovládaná alebo ovládajúca osoba					
B III. 3	Závazky – podstatný vplyv					
B III. 4	Závazky ku spoločníkom, členom družstva a k účastníkom združenia					
B III. 5	Závazky k zamestnancom	7395	9496	13550	12483	12186
B III. 6	Závazky zo sociálneho zabezpečenia a zdravotného poistenia	3735	5463	8022	6881	6918
B III. 7	Štát – daňové záväzky a dotácie	1190	1500	2343	2009	2041
B III. 8	Krátkodobé prijaté zálohy					
B III. 9	Vydané dlhopisy					
B III. 10	Odhadné účty pasívne	32201	34751	58696	77521	29829
B III. 11	Iné záväzky	52197	119279	54273	2934	30111
B IV.	Bankové úvery a výpomoci					
B IV. 1	Bankové úvery dlhodobé					
B IV. 2	Krátkodobé bankové úvery					
B IV. 3	Krátkodobé finančné výpomoci					
<b>C I.</b>	<b>Časové rozlíšenie</b>					
C I. 1	Výdaje budúcich období					
C I. 2	Výnosy budúcich období					

### PRÍLOHA 3

### VÝKAZ ZISKU A STRÁT

Výkaz zisku a strát	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za predaj tovaru					
Náklady vynaložené na predaný tovar					
Obchodná marže					
Výkony	1575843	1855015	1915654	1578207	1788327
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	1561225	1802397	1902391	1604955	1785768
Zmena stavu zásob vlastnej činnosti	14618	52618	13263	-26748	2559
Aktivácia					
Výkonová spotreba	1388380	1628340	1580727	1290573	1445239
Spotreba materiálu a energie	1119784	1328789	1281215	1086385	1182392
Služby	268596	299551	299512	244188	262847
Pridaná hodnota	187463	226675	334927	287634	343088
Osobné náklady	149298	183080	282023	274178	278720
Mzdové náklady	112543	136073	209405	204554	207473
Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva					
Náklady na sociálne zabezpečenie a zdravotné poistenie	36615	46746	72303	69348	70901
Sociálne náklady	140	261	315	276	346
Dane a poplatky	102	131	87	747	888
Odpisy dlhodobého nehmotného a hmotného majetku	17406	19738	24966	32294	30557
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	426822	451637	340598	247738	277585
Tržby z predaja dlhodobého majetku	124	254	253	393	120
Tržby z predaja materiálu	426698	451383	340345	247345	277465
Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu	371695	390531	292903	207558	220892
Zostatková cena predaného dlhodobého majetku	37	194			
Predaný materiál	371658	390337	292903	207558	220892
Zmena stavu rezerv a opravných položiek v prevádzkovej oblasti a komplexných nákladov budúcich období	8289	34152	14272	-5635	15039
Ostatné prevádzkové výnosy	27179	29365	20386	13338	7489
Ostatné prevádzkové náklady	23459	33170	70465	31096	15006
Prevod prevádzkových výnosov					
Prevod prevádzkových nákladov					

Prevádzkový výsledok hospodárenia	71215	46875	11195	8470	67060
Tržby z predaja cenných papierov a podielov					
Predané cenné papiere a podiely					
Výnosy z dlhodobého finančného majetku					
Výnosy z podielov v ovládaných osobách a v účtovných jednotkách pod podstatným vplyvom					
Výnosy z ostatných dlhodobých cenných papierov a podielov					
Výnosy z ostatného dlhodobého finančného majetku					
Náklady z finančného majetku					
Výnosy z precenenia cenných papierov a derivátov	69020	35750	4012	11788	
Náklady z precenenia cenných papierov a derivátov	28542	2353	23706		
Zmena stavu rezerv a opravných položiek vo finančnej oblasti					
Výnosové úroky	95	83	76	81	190
Nákladové úroky	661	2225	2527	1229	149
Ostatné finančné výnosy	30709	44103	59137	50075	29362
Ostatné finančné náklady	61248	35470	52480	37378	33465
Prevod finančných výnosov					
Prevod finančných nákladov					
Finančný výsledok hospodárenia	9373	39888	-15488	23338	-4062
Daň z príjmu za bežnú činnosť	2948	23747	12701	5189	15717
- splatná	2948	23747	12701	5189	15717
- odložená					
Výsledok hospodárenia za bežnú činnosť	77640	63016	-16994	26619	47281
Mimoriadne výnosy					
Mimoriadne náklady					
Daň z príjmu z mimoriadnej činnosti					
- splatná					
- odložená					
Mimoriadny výsledok hospodárenia					
Prevod podielov na výsledku hospodárenia spoločníkom					
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobia	77640	63016	-16994	26619	47281
Výsledok hospodárenia pred zdanením	80588	86763	-4293	31808	82998

## PRÍLOHA 4

### Horizontálna a vertikálna analýza rozvahy

Horizontálna analýza		Rok 2 – Rok 1		Rok 3 – Rok 2		Rok 4 – Rok 3		Rok 5 – Rok 4	
	Aktíva	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
	Aktíva celkom	172677	34,64	46717	6,96	-145335	-20,24	150295	26,25
A.	Pohľadávky za upísaný vlastný kapitál	-	-	-	-	-	-	-	-
B.	Dlhodobý majetok	8457	10,27	21003	23,13	-18612	-16,65	-16886	-18,12
B.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	-480	-40,54	1333	189,35	2063	101,28	-1473	-35,93
B.II.	Dlhodobý hmotný majetok	8937	11,01	19670	21,83	-20675	-18,84	-15413	-17,30
B.III.	Dlhodobý finančný majetok	-	-	-	-	-	-	-	-
C.	Obežné aktíva	164179	39,46	25788	4,44	-126934	-20,95	165167	34,48
C.I.	Zásoby	46387	17,47	37633	12,07	-104910	-30,01	11749	4,80
C.II.	Dlhodobé pohľadávky	4675	-	-4675	-100	804	-	-804	-100
C.III.	Krátkodobé pohľadávky	110810	75,71	-6310	-2,45	-27480	-10,95	117835	52,75
C.IV.	Krátkodobý finančný majetok	2307	55,51	-860	-13,31	4652	83,03	38387	374,33
D.I.	Časové rozlíšenie	41	28,61	-74	-40,22	211	191,82	2014	627,41
	<b>Pasíva</b>								
	Pasíva celkom	172677	34,64	46717	6,96	-145335	-20,24	150295	26,25
A.	Vlastný kapitál	63016	54,41	-16994	-9,50	27123	16,76	8613	4,56
A.I.	Základný kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	-	-	-	-	-1496	-	-36688	2425,41
A.III.	Rezervné fondy a ostatné fondy zo zisku	1598	27,64	0	0	0	0	0	0
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	76042	-1690,20	63016	88,08	-16994	-12,63	26619	22,64
A.V.	Výsledok hospodárenia bežného účtovného života (+/-)	-14624	-18,84	-80010	-126,97	43613	-256,64	20662	77,62
B.	Cudzie zdroje	109661	28,65	63711	12,94	-170458	-30,65	139702	36,23
B.I.	Rezervy	20468	153,85	-5995	-17,75	-13229	-47,63	58457	401,82
B.II.	Dlhodobé záväzky	-	-	4890	-	-4890	-100	8073	-
B.III.	Krátkodobé záväzky	89193	24,15	64816	14,13	-152339	-41,05	73172	19,72
B.IV.	Bankové úvery a výpomoci	-	-	-	-	-	-	-	-

C.I.	Časové rozlíšenie	-	-	-	-	-	-	-	-
------	-------------------	---	---	---	---	---	---	---	---

Vertikálna analýza		Rok 1	Rok 2	Rok 3	Rok 4	Rok 5
	<b>Aktíva</b>	%	%	%	%	%
	Aktíva celkom	100	100	100	100	100
A.	Pohľadávky za upísaný vlastný kapitál	-	-	-	-	-
B.	Dlhodobý majetok	16,52	13,53	15,57	16,28	10,56
B.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	0,24	0,11	0,28	0,72	0,36
B.II.	Dlhodobý hmotný majetok	16,28	13,42	15,29	15,56	10,19
B.III.	Dlhodobý finančný majetok	-	-	-	-	-
C.	Obežné aktíva	83,46	86,45	84,41	83,67	89,12
C.I.	Zásoby	53,26	46,47	48,69	42,73	35,47
C.II.	Dlhodobé pohľadávky	-	0,70	-	0,14	-
C.III.	Krátkodobé pohľadávky	29,36	38,32	34,94	39,01	47,20
C.IV.	Krátkodobý finančný majetok	0,83	0,96	0,78	1,79	6,73
D.I.	Časové rozlíšenie	0,03	0,03	0,02	0,06	0,32
	<b>Pasíva</b>					
	Pasíva celkom	100	100	100	100	100
A.	Vlastný kapitál	23,23	26,64	22,54	33,00	27,33
A.I.	Základný kapitál	7,40	5,50	5,14	6,44	5,11
A.II.	Kapitálové fondy	-	-	-	-0,26	-5,28
A.III.	Rezervné fondy a ostatné fondy zo zisku	1,16	1,10	1,03	1,29	1,02
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	-0,90	10,66	18,74	20,53	19,95
A.V.	Výsledok hospodárenia bežného účtovného života (+/-)	15,57	9,39	-2,37	4,65	6,54
B.	Cudzí zdroje	76,77	73,36	77,46	67,35	72,67
B.I.	Rezervy	2,67	5,03	3,87	2,54	10,10
B.II.	Dlhodobé záväzky	-	-	0,68	-	1,12
B.III.	Krátkodobé záväzky	74,10	68,32	72,91	64,81	61,46
B.IV.	Bankové úvery a výpomoci	-	-	-	-	-
C.I.	Časové rozlíšenie	-	-	-	-	-

## PRÍLOHA 5

### Výkaz peňažných tokov

Výkaz cash flow		2010	2011	2012	2013
<b>P</b>	<b>Stav peňažných prostriedkov na začiatku účtovného obdobia</b>	4156	6463	5603	10255
1	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	63016	-16994	26619	47281
2	Účtovné odpisy hmotného a nehmotného majetku	19738	24966	32294	30557
3	Zmena stavu krátkodobých pohľadávok	-110810	6310	27480	-117835
4	Zmena stavu krátkodobých záväzkov	89193	64816	-152339	73172
5	Zmena stavu dlhodobých pohľadávok (z obchodných vzťahov)	-	-	-	-
6	Zmena stavu zásob	-46387	-37633	104910	-11749
7	Zostatková cena predaného dlhodobého majetku (nie materiálu)	-194	-	-	-
8	Zmena stavu rezerv	20468	-5995	-13229	58457
9	Zmena stavu ostatných aktív	-41	74	-211	-2014
10	Zmena stavu ostatných pasív	-	-	-	-
<b>A</b>	<b>Čistý peňažný tok z prevádzkovej činnosti</b>	35371	35544	25524	77869
11	Zmena stavu dlhodobého majetku	-28195	-45969	-13682	-13671
12	Účtovné odpisy hmotného a nehmotného majetku	-	-	-	-
13	Zostatková cena predaného dlhodobého majetku (nie materiálu)	-194	-	-	-
<b>B</b>	<b>Čistý peňažný tok z investičnej činnosti</b>	-28389	-45969	-13682	-13671
14	Zmena stavu dlhodobých záväzkov	-	4890	-4890	8073
15	Zmena stavu dlhodobých pohľadávok (ostatné)	-4675	4675	-804	804
16	Zmena stavu bankových úverov	-	-	-	-
17	Zmena stavu základného kapitálu	0	0	0	0
18	Zmena stavu kapitálových fondov	-	-	-1496	-36688
19	Vyplatené dividendy	0	0	0	0
<b>C</b>	<b>Čistý peňažný tok z finančnej činnosti</b>	-4675	9565	-7190	-27811
<b>D</b>	<b>Čistý peňažný tok</b>	2307	-860	4652	36387
<b>E</b>	<b>Stav peňažných prostriedkov na konci účtovného obdobia</b>	6463	5603	10255	46642

## PRÍLOHA 6

### Rozvaha, VZV a CF pre pesimistický finančný plán

Plánovaná aktiva		2014	2015	2016	2017	2018
	<b>Aktiva celkem</b>	<b>784926</b>	<b>849143</b>	<b>915586</b>	<b>984298</b>	<b>1055324</b>
<b>A.</b>	<b>Pohľadávky za upsaný kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>706287</b>	<b>770504</b>	<b>836947</b>	<b>905659</b>	<b>976685</b>
C. I.	Zásoby	261518	266748	272083	277525	283075
C. II.	Dlouhodobé pohľadávky	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohľadávky	348043	355004	362104	369346	376733
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	96726	148752	202759	258787	316877
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>

Plánovaná pasiva		2014	2015	2016	2017	2018
	<b>Pasiva celkem</b>	<b>784926</b>	<b>849143</b>	<b>915586</b>	<b>984298</b>	<b>1055324</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>250551</b>	<b>305541</b>	<b>362571</b>	<b>421683</b>	<b>482917</b>
A. I.	Základní kapitál	36900	36900	36900	36900	36900
A. II.	Kapitálové fondy	-38184	-38184	-38184	-38184	-38184
A. III.	Rezervní fond	7380	7380	7380	7380	7380
A. IV.	VH minulých let	191465	244455	299445	356475	415587
A. V.	VH běžného účetního období	52990	54990	57030	59112	61234
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>534375</b>	<b>543603</b>	<b>553015</b>	<b>562615</b>	<b>572407</b>
B. I.	Rezervy	73005	73005	73005	73005	73005
B. II.	Dlouhodobé závazky	8234	8399	8567	8738	8913
B. III.	Krátkodobé závazky	453136	462199	471443	480872	490489
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>



## VZZ pre pesimistický finančný plán

<b>VZZ</b>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
II.	Výkony	1824094	1860575	1897787	1935743	1974458
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1821483	1857913	1895071	1932973	1971632
II. 2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	2610	2662	2716	2770	2825
B.	Výkonová spotřeba	1474144	1503627	1533699	1564373	1595661
*	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>349950</b>	<b>356949</b>	<b>364088</b>	<b>371369</b>	<b>378797</b>
C.	Osobní náklady	284294	289980	295780	301695	307729
D.	Daně a poplatky	888	888	888	888	888
E.	Odpisy DHM a DNM	30557	30557	30557	30557	30557
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	283137	288799	294575	300467	306476
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	225310	229816	234412	239101	243883
G.	Změna stavu rezerv	15039	15039	15039	15039	15039
IV.	Ostatní provozní výnosy	7489	7489	7489	7489	7489
H.	Ostatní provozní náklady	15006	15006	15006	15006	15006
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>69481</b>	<b>71951</b>	<b>74470</b>	<b>77039</b>	<b>79660</b>
X.	Výnosové úroky	190	190	190	190	190
N.	Nákladové úroky	149	149	149	149	149
XI.	Ostatní finanční výnosy	29362	29362	29362	29362	29362
O.	Ostatní finanční náklady	33465	33465	33465	33465	33465
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	12430	12899	13378	13866	14364
**	<b>VH za běžnou činnost</b>	<b>52990</b>	<b>54990</b>	<b>57030</b>	<b>59112</b>	<b>61234</b>
*	<b>Mimořádný VH</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
***	<b>VH za účetní období</b>	<b>52990</b>	<b>54990</b>	<b>57030</b>	<b>59112</b>	<b>61234</b>
****	<b>VH před zdaněním</b>	<b>65419</b>	<b>67889</b>	<b>70408</b>	<b>72977</b>	<b>75598</b>

## Výkaz cash flow pre pesimistický finančný plán

Výkaz cash flow		2014	2015	2016	2017	2018
<b>P</b>	<b>Stav peněžních prostředků na začátku účetního období</b>	46642	96726	148752	202759	258787
1	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti	52990	54990	57030	59112	61234
2	Účetní odpisy hmotného a nehmotného majetku	30557	30557	30557	30557	30557
3	Změna stavu krátkodobých pohledávek	-6824	-6961	-7100	-7242	-7387
4	Změna stavu krátkodobých závazků	8885	9063	9244	9429	9617
5	Změna stavu dlouhodobých pohledávek	0	0	0	0	0
6	Změna stavu zásob	-5128	-5230	-5335	-5442	-5550
7	Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0
8	Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0
9	Změna stavu ostatních aktiv	0	0	0	0	0
10	Změna stavu ostatních pasiv	0	0	0	0	0
<b>A</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	80479	82418	84396	86414	88471
11	Změna stavu DM	0	0	0	0	0
12	Účetní odpisy hmotného a nehmotného majetku	30557	30557	30557	30557	30557
13	Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0
<b>B</b>	<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	-30557	-30557	-30557	-30557	-30557
14	Změna stavu dlouhodobých závazků	161	165	168	171	175
15	Změna stavu dlouhodobých pohledávek	0	0	0	0	0
16	Změna stavu bankovních úvěrů	0	0	0	0	0
17	Změna stavu základního kapitálu	0	0	0	0	0
18	Změna stavu kapitálových fondů	0	0	0	0	0
19	Vyplacené dividendy	0	0	0	0	0
<b>C</b>	<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	161	165	168	171	175
<b>D</b>	<b>Čistý peněžní tok</b>	50084	52026	54007	56028	58089
<b>E</b>	<b>Stav peněžních prostředků na konci účetního období</b>	96726	148752	202759	258787	316877

## PRÍLOHA 7

### Rozvaha, VZV a CF pre optimistický finančný plán

Plánovaná aktiva		2014	2015	2016	2017	2018
	<b>Aktiva celkem</b>	<b>801438</b>	<b>886264</b>	<b>977683</b>	<b>1076025</b>	<b>1181636</b>
<b>A.</b>	<b>Pohľadávky za upsaný kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>	<b>76304</b>
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>722799</b>	<b>807625</b>	<b>899044</b>	<b>997386</b>	<b>1102997</b>
C. I.	Zásoby	269210	282670	296803	311644	327226
C. II.	Dlouhodobé pohľadávky	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohľadávky	358280	376194	395004	414754	435492
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	95309	148761	207237	270989	340279
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>	<b>2335</b>

Plánovaná pasiva		2014	2015	2016	2017	2018
	<b>Pasiva celkem</b>	<b>801438</b>	<b>886264</b>	<b>977683</b>	<b>1076025</b>	<b>1181636</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>253492</b>	<b>314572</b>	<b>381057</b>	<b>453218</b>	<b>531338</b>
A. I.	Základní kapitál	36900	36900	36900	36900	36900
A. II.	Kapitálové fondy	-38184	-38184	-38184	-38184	-38184
A. III.	Rezervní fond	7380	7380	7380	7380	7380
A. IV.	VH minulých let	191465	247396	308476	374961	447122
A. V.	VH běžného účetního období	55931	61079	66485	72161	78120
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>547945</b>	<b>571692</b>	<b>596627</b>	<b>622808</b>	<b>650298</b>
B. I.	Rezervy	73005	73005	73005	73005	73005
B. II.	Dlouhodobé závazky	8477	8900	9346	9813	10303
B. III.	Krátkodobé závazky	466464	489787	514276	539990	566989
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

## VZZ pre optimistický finančný plán

VZZ		2014	2015	2016	2017	2018
II.	Výkony	1877743	1971631	2070212	2173723	2282409
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1875056	1968809	2067250	2170612	2279143
II. 2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	2687	2821	2962	3110	3266
B.	Výkonová spotřeba	1517501	1593376	1673045	1756697	1844532
*	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>360242</b>	<b>378255</b>	<b>397167</b>	<b>417026</b>	<b>437877</b>
C.	Osobní náklady	292656	307289	322653	338786	355725
D.	Daně a poplatky	888	888	888	888	888
E.	Odpisy DHM a DNM	30557	30557	30557	30557	30557
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	291464	306037	321339	337406	354277
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	231937	243533	255710	268496	281920
G.	Změna stavu rezerv	15039	15039	15039	15039	15039
IV.	Ostatní provozní výnosy	7489	7489	7489	7489	7489
H.	Ostatní provozní náklady	15006	15006	15006	15006	15006
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>73113</b>	<b>79469</b>	<b>86142</b>	<b>93149</b>	<b>100507</b>
X.	Výnosové úroky	190	190	190	190	190
N.	Nákladové úroky	149	149	149	149	149
XI.	Ostatní finanční výnosy	29362	29362	29362	29362	29362
O.	Ostatní finanční náklady	33465	33465	33465	33465	33465
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>	<b>-4062</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	13120	14327	15595	16927	18325
**	<b>VH za běžnou činnost</b>	<b>55931</b>	<b>61079</b>	<b>66485</b>	<b>72161</b>	<b>78120</b>
*	<b>Mimořádný VH</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
***	<b>VH za účetní období</b>	<b>55931</b>	<b>61079</b>	<b>66485</b>	<b>72161</b>	<b>78120</b>
****	<b>VH před zdaněním</b>	<b>69051</b>	<b>75407</b>	<b>82080</b>	<b>89087</b>	<b>96445</b>

## Výkaz cash flow pre optimistický finančný plán

Výkaz cash flow		2014	2015	2016	2017	2018
<b>P</b>	<b>Stav peněžních prostředků na začátku účetního období</b>	<b>46642</b>	<b>95309</b>	<b>148761</b>	<b>207237</b>	<b>270989</b>
1	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti	55931	61079	66485	72161	78120
2	Účetní odpisy hmotného a nehmotného majetku	30557	30557	30557	30557	30557
3	Změna stavu krátkodobých pohledávek	-17061	-17914	-18810	-19750	-20738
4	Změna stavu krátkodobých závazků	22213	23323	24489	25714	26999
5	Změna stavu dlouhodobých pohledávek	0	0	0	0	0
6	Změna stavu zásob	-12820	-13460	-14133	-14840	-15582
7	Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0
8	Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0
9	Změna stavu ostatních aktiv	0	0	0	0	0
10	Změna stavu ostatních pasív	0	0	0	0	0
<b>A</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>78820</b>	<b>83585</b>	<b>88588</b>	<b>93841</b>	<b>99357</b>
11	Změna stavu DM	0	0	0	0	0
12	Účetní odpisy hmotného a nehmotného majetku	30557	30557	30557	30557	30557
13	Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	0
<b>B</b>	<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-30557</b>	<b>-30557</b>	<b>-30557</b>	<b>-30557</b>	<b>-30557</b>
14	Změna stavu dlouhodobých závazků	404	424	445	467	491
15	Změna stavu dlouhodobých pohledávek	0	0	0	0	0
16	Změna stavu bankovních úvěrů	0	0	0	0	0
17	Změna stavu základního kapitálu	0	0	0	0	0
18	Změna stavu kapitálových fondů	0	0	0	0	0
19	Vyplacené dividendy	0	0	0	0	0
<b>C</b>	<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>404</b>	<b>424</b>	<b>445</b>	<b>467</b>	<b>491</b>
<b>D</b>	<b>Čistý peněžní tok</b>	<b>48667</b>	<b>53452</b>	<b>58476</b>	<b>63752</b>	<b>69291</b>
<b>E</b>	<b>Stav peněžních prostředků na konci účetního období</b>	<b>95309</b>	<b>148761</b>	<b>207237</b>	<b>270989</b>	<b>340279</b>