



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

# STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU METODOU

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

## DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

## AUTOR PRÁCE

AUTHOR

**Bc. Lenka Rajnetová**

## VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

**Ing. Michal Karas, Ph.D.**

**BRNO 2020**

# Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav financí
Studentka:	<b>Bc. Lenka Rajnetová</b>
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce:	<b>Ing. Michal Karas, Ph.D.</b>
Akademický rok:	2019/20

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

## Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

### Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod  
Cíle práce a metody zpracování  
Teoretická východiska ohodnocení podniku  
Strategická a finanční analýza podniku  
Prognóza generátorů hodnoty  
Návrh finančního plán  
Náklady kapitálu  
Návrh výsledného ocenění  
Závěr  
Seznam použité literatury  
Přílohy

### Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

### Základní literární prameny:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2011. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 97880-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN: 978-80-86929-67-5.

MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2019/20

V Brně dne 29.2.2020

L. S.

---

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

---

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.  
děkan

## **Abstrakt**

Diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty podniku ADOR CZ s.r.o. k 1.1.2019 pomocí výnosové metody. Konkrétně se jedná o metodu diskontovaných peněžních toků ve variantě entity. Práce je rozdělena do tří hlavních částí. Teoretická část je zaměřena na vymezení základních pojmů a definic. Praktická část obsahuje strategickou analýzu, finanční analýzu a SWOT analýzu. Poslední část zahrnuje prognózu generátorů hodnoty, finanční plán a výsledné ocenění podniku.

## **Abstract**

The master's thesis is focused on the valuation of the firm ADOR CZ s.r.o. to the 1<sup>st</sup> January 2019 by using income capitalization approach. Specifically the method discounted cash flow in variant entity. The thesis is dividet into three main parts. The theoretical part is focused on the basic terms and definition. The practical part includes strategic analysis, financial analysis and SWOT analysis. The last part includes the analysis and prognosis of value drivers, financial plan and final valuation of the firm.

## **Klíčová slova**

stanovení hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza, SWOT analýza, generátory hodnoty, finanční plán, průměrné vážené náklady kapitálu, diskontovaný peněžní tok

## **Key words**

valuation of the firm, strategic analysis, financial analysis, SWOT analysis, value drivers, financial plan, weighted average cost of capital, discounted cash flow

### **Bibliografická citace**

RAJNETOVÁ, Lenka. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou* [online]. Brno, 2020 [cit. 2020-05-01]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/127409>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce Michal Karas.

### **Čestné prohlášení**

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

V Brně dne 1. května 2020

---

podpis studenta

## **Poděkování**

Ráda bych na tomto místě poděkovala vedoucímu mé diplomové práce Ing. Michalu Karasovi Ph.D. za jeho odbornou pomoc, ochotu a cenné rady při jejím zpracování. Také děkuji vedení společnosti ADOR CZ s.r.o. za spolupráci a poskytnutí potřebných informací. Obrovské poděkování patří mé dceři za její trpělivost, kterou se mnou měla během celého studia. V neposlední řadě děkuji své rodině a blízkým za podporu a trpělivost nejen při psaní diplomové práce, ale i po celou dobu studia, a především za čas, který věnovali mé dceři místo mě.

# OBSAH

ÚVOD.....	11
1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ .....	12
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA DIPLOMOVÉ PRÁCE.....	14
2.1 Podnik.....	14
2.2 Hodnota podniku.....	15
2.2.1 Hladiny hodnoty podniku .....	16
2.2.2 Kategorie hodnoty podniku .....	16
2.3 Oceňování podniku .....	17
2.4 Sběr vstupních dat.....	20
2.5 Strategická analýza.....	21
2.5.1 Relevantní trh a jeho prognóza .....	22
2.5.2 Analýza vnějšího prostředí .....	22
2.5.3 Analýza vnitřního prostředí .....	25
2.5.4 SWOT analýza.....	25
2.6 Finanční analýza .....	27
2.6.1 Analýza absolutních ukazatelů .....	27
2.6.2 Analýza poměrových ukazatelů.....	28
2.6.3 Analýza rozdílových ukazatelů.....	32
2.6.4 Analýza soustav ukazatelů.....	33
2.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná .....	34
2.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty .....	36
2.8.1 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty .....	40
2.9 Sestavení finančního plánu.....	41
2.10 Ocenění na základě analýzy výnosů .....	42
2.10.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) .....	43



2.11	Diskontní míra pro metodu DCF .....	47
2.11.1	Průměrné vážené náklady kapitálu WACC .....	47
2.11.2	Náklady vlastního kapitálu .....	48
2.11.3	Náklady cizího kapitálu.....	49
3	ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU.....	51
3.1	Představení oceňovaného podniku.....	51
3.1.1	Základní údaje o společnosti ADOR CZ s.r.o. ....	51
3.1.2	Historie společnosti.....	52
3.1.3	Výrobní portfolio společnosti.....	53
3.2	Strategická analýza podniku.....	53
3.2.1	Vymezení relevantního trhu .....	53
3.2.2	PEST analýza.....	54
3.2.3	Porterův model pěti konkurenčních sil.....	59
3.2.4	McKinseyho 7S analýza .....	62
3.3	Finanční analýza podniku.....	65
3.3.1	Představení konkurenčních podniků .....	66
3.3.2	Analýza absolutních ukazatelů .....	67
3.3.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	74
3.3.4	Analýza soustav ukazatelů.....	85
3.3.5	Shrnutí výsledků finanční analýzy .....	87
3.4	SWOT analýza.....	89
4	NÁVRH VÝSLEDNÉHO OCENĚNÍ.....	92
4.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná .....	92
4.1.1	Provozně nutný investovaný kapitál .....	92
4.1.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření .....	93
4.2	Analýza a prognóza generátorů hodnoty .....	94

4.2.1	Prognóza tržeb .....	94
4.2.2	Prognóza ziskové marže .....	99
4.2.3	Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu.....	101
4.2.4	Prognóza investic do dlouhodobého provozně nutného majetku .....	103
4.2.5	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	108
4.3	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty .....	109
4.4	Návrh finančního plánu .....	112
4.4.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	112
4.4.2	Plánovaná rozvaha .....	114
4.4.3	Plánovaný výkaz peněžních toků.....	116
4.4.4	Finanční analýza plánu.....	118
4.5	Náklady kapitálu .....	119
4.5.1	Náklady na cizí kapitál.....	119
4.5.2	Náklady na vlastní kapitál .....	120
4.5.3	Průměrné vážené náklady kapitálu WACC .....	121
4.6	Návrh výsledného ocenění.....	122
4.6.1	Metoda DCF entity.....	122
ZÁVĚR.....		125
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....		127
SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ .....		134
SEZNAM GRAFŮ .....		135
SEZNAM OBRÁZKŮ .....		136
SEZNAM TABULEK.....		137
SEZNAM PŘÍLOH.....		141

# ÚVOD

Záměrem diplomové práce je podat ucelený pohled na problematiku oceňování podniku. Tato problematika se v současné době stává stále aktuálnějším tématem. Ocenění podniků se provádí z různých podnětů, které ovlivňují následný výběr konkrétní metody. Zejména vlastníci, potenciální investoři a věřitelé chtějí znát hodnotu podniku vyjádřenou v penězích. Dalším důvodem k ocenění může být plánovaný prodej či naopak koupě podniku. Volba metody ocenění se tedy odvíjí od účelu ocenění a zároveň je ovlivněna subjektivním postojem oceňovatele.

Oceňování podniku je náročný a rozsáhlý proces, který se skládá z velkého množství dílčích kroků a vyžaduje mnoho vstupních informací o podniku, které je často velmi náročné získat. Jedná se například o účetní výkazy společnosti, či znalosti o jejím fungování, o vztazích uvnitř společnosti, ale i k jejímu okolí. Každý podnik je v něčem specifický, a proto ocenění každého podniku vyžaduje individuální přístup. Nejprve je nutné získat teoretické znalosti, které jsou následně aplikovány při výpočtu. Důležitým východiskem výpočtů pro ocenění je strategická a finanční analýza, na základě nichž lze posoudit celkový stav podniku, jeho postavení na trhu a zejména vyslovit předpoklad, zda je podnik schopen dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu.

V této diplomové práci bude stanovena hodnota společnosti ADOR CZ s.r.o., která se zaměřuje na výrobu a montáž dveří. Specializuje se především na atypické protipožární, kouřotěsné, zvukotěsné a dveře proti radiaci. Hodnota podniku bude stanovena k 1. 1. 2019 pomocí výnosové metody oceňování, konkrétně prostřednictvím metody diskontovaného peněžního toku ve variantě entity. Důvodem pro ocenění této společnosti je stanovení její hodnoty pro případný prodej neznámému kupujícímu.

# 1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení objektivizované hodnoty společnosti ADOR CZ s.r.o. k 1. 1. 2019 prostřednictvím výnosové metody diskontovaného peněžního toku ve variantě entity. Dosáhnout hlavního cíle je možné splněním několika parciálních cílů, které jsou rozčleněny do třech následujících kapitol.

První část práce je věnována teoretickým východiskům pro oceňování podniku. V rámci této kapitoly jsou vymezeny nejen základní pojmy jako podnik a hodnota podniku, ale také postupy jako je finanční a strategická analýza, které jsou nezbytné pro naplnění hlavního cíle práce. V závěru teoretické části je popsán samotný postup při stanovení hodnoty podniku metodou diskontovaného peněžního toku. Tyto teoretické poznatky slouží pro následující praktickou část, kde jsou aplikovány na oceňovaný podnik.

V praktické části, která se zabývá analýzou současného stavu, je nejprve představen oceňovaný podnik. Následně je zpracována jeho strategická analýza, ve které je využita PEST analýza, Porterův model pěti konkurenčních sil a McKinseyho model 7S. Také je zde vymezen relevantní trh, na kterém společnost působí. Následně je provedena finanční analýza, kde jsou na úvod představeni hlavní konkurenční podniky, se kterými je oceňovaný podnik následně komparován. Poté je zpracována analýza absolutních ukazatelů, poměrových ukazatelů a souhrnných indexů hodnocení. Praktická část je zakončena SWOT analýzou, která slouží ke zhodnocení silných a slabých stránek podniku, příležitostí a hrozeb.

Poslední kapitola je zaměřena na návrh výsledného ocenění podniku. Nejprve jsou aktiva společnosti rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná. Následně je provedena analýza a prognóza jednotlivých generátorů hodnoty, sestaven finanční plán společnosti pro období 2019-2022 a vyčísleny průměrné vážené náklady kapitálu. Na závěr je provedeno samotné výsledné ocenění podniku pomocí výnosové metody DCF entity.

Výše uvedených dílčích cílů je možné dosáhnout za pomoci těchto metod:

- deskripce, která je využita zejména v teoretické části, kde umožňuje vysvětlit nezbytné pojmy pro ocenění,

- analýze je věnována celá třetí kapitola, kde je zpracována strategická a finanční analýza podniku,
- komparace se vyskytuje především ve finanční analýze, kde dochází k porovnání s konkurenčními podniky a oborovým průměrem,
- syntéza je použita k sestavení SWOT analýzy, kde je čerpáno z výsledků finanční a strategické analýzy,
- statistické metody jsou využity při prognóze generátorů hodnoty.

## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Tato část práce je vyhrazena pro teoretická východiska související se stanovením hodnoty podniku. Tento úkon je nezbytným krokem pro samotné ocenění podniku. Nejprve je nutné definovat pojmy jako je podnik, hodnota podniku, či ocenění. Následující část této kapitoly bude věnována jednotlivým krokům v procesu ocenění podniku. Jako je sběr dat, dále strategická a finanční analýza, či analýza a prognóza generátorů hodnot. Na závěr budou představeny samotné metody pro výsledné stanovení hodnoty podniku, pozornost bude věnována především výnosovým metodám, a to konkrétně metodě DCF ve variantě entity.

### 2.1 Podnik

Na začátek oceňování podniku je nutné definovat, co vlastně pojem podnik znamená. V literatuře je podnik definován odlišnými způsoby. V české legislativě byl pojem podnik až do 31. prosince 2013 vymezen v §5 zákona č. 513/1991 Sb., o obchodním zákoníku. *„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí 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.“*

K 1. lednu 2014 byl obchodní zákoník částečně nahrazen novým občanským zákoníkem (Zákon č. 89/2012 Sb.). Ten namísto pojmu podnik zavedl nový pojem obchodní závod. Tento termín označuje totéž, co termín podnik (Vochozka a kol., 2017, s. 5). Obchodní závod je v §502 zákona č. 89/2012 Sb. vymezen takto: *„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.“*

Od 1. ledna 2014 vstoupil v účinnost nový zákon, a to zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který též částečně nahradil doposud existující obchodní zákoník. Tento zákon se zabývá právní pravou obchodních korporací a družstev. Namísto pojmu podnik

formuluje nový pojem, a to obchodní korporace. Definice v §1 zákona o obchodních korporacích je následující: „*Obchodními korporacemi jsou obchodní společnosti (dále jen „společnosti“)* a družstva. *Společnostmi jsou veřejná obchodní společnost a komanditní společnost (dále jen „osobní společnost“), společnost s ručením omezeným a akciová společnost (dále jen „kapitálová společnost“) a evropská společnost a evropské hospodářské zájmové sdružení.“*

Vymezení pojmu podnik pro účely ocenění není jednoduchá a jednoznačná záležitost. Stále aktuálnější je pojetí podniku na principech going concern a stand alone basis. Podnik je nutno chápat jako věc hromadnou vyznačující se primárním goodwillem (Krabec, 2009, s, 17).

## **2.2 Hodnota podniku**

Dalším důležitým pojmem, který je nutné definovat, je hodnota podniku. Je to ale trochu složitější. Existuje celá řada definic, které se odlišují dle autorů či situací, při nichž se hodnota podniku stanovuje. Hodnota může mít rozdílný význam nejenom pro různé lidi, ale také pro téhož člověka v různých situacích. Hodnota je relativní veličina (Zima, 2016, s. 57).

Hodnota podniku představuje základ pro jednání o ceně. Při ocenění znalec určuje hodnotu, nikoliv cenu. Hodnotu tvoří následující faktory: užitečnost, přání, nedostatek (převaha poptávky nad nabídkou) a efektivní koupěschopná poptávka (Vochozka a kol., 2017, s. 123). Hodnota podniku je dána součtem současných hodnot budoucích očekávaných toků (Koller, Goedhart, Wessels, 2015, s. 18).

Hodnota podniku není, na rozdíl od jiného zboží, totožná s cenou, za kterou je podnik prodán. Jeho hodnota a cena se rovnají jen výjimečně. Cena, za kterou je podnik prodán, závisí na mnoha faktorech. Může se jednat o faktory psychologické, časovou tíseň či osobní vztahy mezi zúčastněni osobami (Kislingerová, 2001, s. 11). Na hodnotu podniku má vliv rozsah a kvalita vstupních údajů, časový horizont a použitá metoda ocenění. (Dluhošová, 2010, s. 171).

### 2.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik může být oceněn na dvou různých hladinách hodnoty. První z nich je **brutto hodnota**, kdy se provádí ocenění podniku jako celku. Ocenění obsahuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Druhou hodnotou je **hodnota netto**. Jde o ocenění podniku na úrovni vlastníku podniku. Oceňuje se tedy v zásadě vlastní kapitál (Vochozka a kol., 2017, s. 123).

### 2.2.2 Kategorie hodnoty podniku

Teorie oceňování definuje čtyři kategorie hodnoty podniku: tržní, subjektivní, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě tzv. Kolínské školy (Valentová Worschlová, 2018). Kromě těchto kategorií Mařík a kol. (2018, s. 25) ještě uvádí hodnotu spravedlivou. Volba kategorie hodnoty musí být v souladu s účelem ocenění, protože kategorie hodnoty určuje vypovídací schopnost, interpretaci a použitelnost výsledků ocenění. Definice vycházejí především z mezinárodních oceňovacích standardů a německých přístupů (Krabec, 2009, s. 17, 30).

**Tržní hodnota** (Market Value) odpovídá na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný tj. průměrný zájemce na trhu (Mařík a kol., 2018, s. 26). Tržní hodnotou se rozumí odhadovaná částka, za kterou by mělo být aktivum nebo závazek směněno k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, při transakci za obvyklých podmínek, po řádném uvedení na trh, kde obě strany jednaly vědomě, obezřetně a bez nátlaku (IVSC, 2017, odst. 30.1).

Je důležité zmínit, že jakékoliv odhady hodnot jsou vždy jen odhady, proto žádný odhadce nemůže zaručit, že cena stanovená dnes, bude aktuální i zítra. Vždy záleží na rizicích trhu (Kislingerová, 2001, s. 15).

**Subjektivní (investiční) hodnota** (InvestmentValue) hledá odpověď na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního subjektu. Je tedy především ovlivněna subjektivními názory a představami, případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska se sestavuje (Mařík a kol, 2018, s. 23). Kupující chce nakoupit za co nejnížší



cenu, naopak prodávající by rád prodal podnik za cenu co nejvyšší (Vochozka a kol., 2017, s. 7).

**Spravedlivá hodnota** (Equitable Value) je odpovědí na otázku, za jakou hodnotu by bylo spravedlivé, aby byl podnik převeden mezi konkrétní dvojicí subjektů. Hodnota představuje odhad ceny, který zohledňuje výhody i nevýhody, které může taková transakce přinášet, a je tak spravedlivá mezi dvěma konkrétními stranami (Mařík, 2018, s. 22-23).

**Objektivizovaná hodnota** odpovídá na otázku, jakou hodnotu lze považovat za relativně méně spornou. Tuto hodnotu je schopen stanovit pouze profesionál, protože se při ní vychází z objektivní představy. Hodnota je založena na předpokladu dalšího pokračování činnosti podniku v nezměněném konceptu. Při jejím výpočtu by se měla využívat všeobecně uznávaná data a měly by být dodrženy určité zásady a požadavky (Mařík, 2018, s. 35).

**Kolínská škola**, nebo také funkcionální koncepce oceňování, říká, že podnik nemá jen specifickou hodnotu pro každého uživatele ocenění, ale může mít dále hodnotu v závislosti na účelu ocenění. Hlavní funkce vycházejí z potřeby řešení určitého konfliktu mezi odlišnými subjekty ocenění, jedná se o tyto funkce: zprostředkující, argumentační, pro rozhodnutí. Vedlejší funkce plní ocenění v případech, kdy nedochází k majetkovým změnám. Jde o následující funkce: komunikační, daňová a podpůrná při tvorbě společenských smluv. Smyslem zprostředkující funkce je sjednocení očekávání tržních stran. Funkce pro rozhodnutí stanovuje hraniční hodnoty vymezující prostor pro cenové jednání. Funkce argumentační poskytuje argumenty zlepšující pozici dané strany. Informační plní funkci při stanovení hodnoty pro finanční výkaznictví. Daňová je východiskem pro daňové účely (Krabec, 2009, s. 134-135).

### **2.3 Oceňování podniku**

Oceňování, nebo přesněji ohodnocování lze chápat jako zastřešující pojem pro mezioborovou analýzu předmětu ocenění prováděnou oprávněným oceňovatelem. Výsledkem je stanovení určité hodnoty, která je platná pro konkrétní účel (Krabec, 2009,

s. 16). Při ocenění podniku je důležité si uvědomit, že výsledkem obvykle není konkrétní hodnota, ale spíše interval hodnot (Dluhošová, 2010, s. 171).

Při každém ocenění by mělo být jasně řečeno na jaký podnět vzniklo, o jakou bázi hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být stanovena a k jakému datu je hodnota platná (Mařík a kol., 2018, s. 43).

### **Důvody pro ocenění podniku**

Důvodů pro stanovení hodnoty podniku existuje celá řada. Například se jedná o tyto situace: koupě či prodej podniku, vklad do nově zakládaného podniku, splynutí či rozdělení podniků. Podle účelu je možné důvody k ocenění rozlišit do těchto skupin: poradenský (výsledek: maximální cena pro kupujícího a minimální pro prodávajícího), rozhodčí (nalezení v rámci řízení spravedlivé ceny), argumentační (příprava argumentů pro jednání) a komunikační (příprava podkladů pro komunikaci s veřejností) (Dluhošová, 2010, s. 171-172).

Podle Maříka a kol. (2018, s. 42-43) rozlišujeme, zda se jedná o ocenění související se změnou vlastnictví podniku, či nikoliv následujícím způsobem:

- 1) Ocenění související s vlastnickými změnami:
  - koupě obchodního závodu,
  - nepeněžitý vklad pro s.r.o., a.s., družstvo,
  - ocenění v souvislosti s fúzí či rozdělením atd.
- 2) Ocenění nesouvisející s vlastnickými změnami:
  - změna právní formy společnosti,
  - ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru,
  - ocenění v souvislosti se sanací podniku atd.

### **Metody pro finanční ocenění podniku**

Existuje celá řada metod pro stanovení hodnoty podniku ať už z teoretického, tak i z praktického pohledu. Výběr metody rozhodujícím způsobem předurčuje, zda bude splněn cíl oceňování. Výběr je též zásadně ovlivněn účelem ocenění a postojem oceňovatele (Dluhošová, 2010, s. 172). Krabec (2009, s. 109) uvádí tyto kategorie metod

stanovení hodnoty aktiv: tržní přístup, výnosová hodnota, hodnota majetková a hodnota založená na nákladech.

Výběr metody výpočtu hodnoty podniku závisí na kategorii hodnoty podniku, na účelu ocenění, dostupnosti informací, které má odhadce k dispozici, ale také na ekonomické situaci celé země i odvětví (Vochozka a kol., 2017, s. 133).

Jednotlivé metody ocenění podniku je možno třídit následujícím způsobem:

- 1) Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody):
  - metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
  - metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
  - metoda ekonomické přidané hodnoty (Dluhošová, 2010, s. 173).
- 2) Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody),
  - ocenění na základě analýzy tržní kapitalizace,
  - ocenění na základě srovnatelných podniků,
  - ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu,
  - ocenění na základě srovnatelných transakcí (Mařík a kol., 2018, s. 45).
- 3) Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody):
  - účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
  - substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
  - substanční hodnota na principu nahrazení,
  - substanční hodnota na principu úspory nákladů,
  - likvidační hodnota (Vochozka a kol., 2017, s. 133-137).

Výnosové metody vychází z principu zjištění budoucích výnosů podniku, kdy je hodnota podniku dána jejich současnou hodnotou (Vochozka a kol., 2017, s. 137). Výnosovým metodám ocenění bude věnována poslední kapitola teoretické části práce. Koncept majetkových metod je založen na ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů (Dluhošová a kol., 2010, s. 178). Vždy je nezbytné specifikovat, zda předpokládáme další pokračování podniku, neboť se na základě toho volí konkrétní metoda (Mařík a kol., 2018, s. 365). Nevýhodou majetkových metod je, že vycházejí z historických cen a nezohledňují budoucí vývoj podniku (Vochozka a kol., 2017, s. 133). Tržní metody odvozují hodnotu podniku přímo z dat trhu. Může jít např. o trh srovnatelných podniků.

Neodhaduje se tedy budoucí vývoj podniku, ale porovnává se s aktivem, který je v daný moment srovnatelné (Zima, 2016, s. 92).

Kislingerová (2001, s. 23) uvádí navíc metody kombinované. Jde o metody, které kombinují zpravidla výsledky získané aplikací výnosových a majetkových metod. Řadíme sem zejména: Schmalenbachova metoda střední hodnoty, tzv. švýcarská metoda.

### **Postup při ocenění podniku**

Na začátek oceňování je nutné ujasnit si, z jakého důvodu se podnik oceňuje a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Výběr techniky je poté podřízen funkcím, které by ocenění mělo splňovat. (Mařík a kol., 2018, s. 43). Postup ocenění je nutné modifikovat podle konkrétních podmínek, nicméně se obecně doporučuje následující postup (jednotlivé kroky budou detailněji rozebrány následně):

- 1) sběr vstupních dat,
- 2) analýza dat,
  - a. strategická analýza,
  - b. finanční analýza,
  - c. rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná,
  - d. analýza a prognóza generátorů hodnoty,
  - e. orientační ocenění na základě generátorů hodnoty,
- 3) sestavení finančního plánu,
- 4) ocenění,
  - a. volba metody,
  - b. ocenění podle vybraných metod,
  - c. souhrnné ocenění (Mařík a kol., 2018, s. 71).

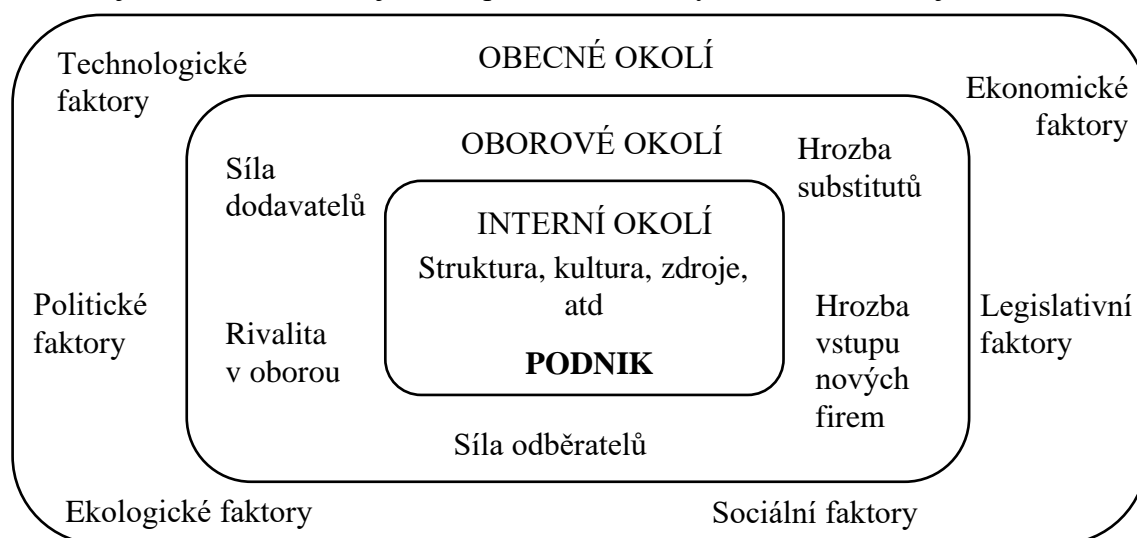
## **2.4 Sběr vstupních dat**

Ocenění záleží především na vstupních datech. Záleží vždy na ocenění a kategorii hodnoty. Potřebné informace je možné rozdělit do sedmi základních skupin. První z nich jsou **základní data o podniku**, kde se zjišťují identifikující data, předmět podnikání dle

CZ-NACE, apod. Následující jsou **ekonomická data**, která zahrnují účetní výkazy za posledních alespoň 3-5 let, výroční zprávy atd. Třetím krokem je vymezení **relevantního trhu**, na kterém se podnik pohybuje, faktory atraktivity a vývoje trhu. Dále je nutné identifikovat **konkurenční strukturu**: hlavní konkurenty, možné substituty výrobků, či bariéru vstupu do odvětví. Nutné je také zajistit informace o **odbytu a marketingu**, jako jsou především data o struktuře odbytu z hlediska výroků a odběratelů, zhodnocení hlavních produktů a srovnání s konkurencí, či informace o cenové politice a reklamy. Předposlední skupina nese název **výroba a dodavatelé**, zde se sbírají data o řízení kvality, charakteru výroby, úrovni technologie, kapacitě a jejím využití, stavu dlouhodobého majetku a struktuře dodávek a dodavatelů. Poslední skupina zahrnuje informace o **pracovních**, především jejich struktuře, nárocích na kvalifikaci, situaci na trhu práce, personálních nákladech, produktivitě práce a její srovnání s konkurencí (Mařík a kol., 2018, s. 72-73).

## 2.5 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymežit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje (Mařík a kol., 2018, s. 56). Podnik analyzuje své okolí z následujících důvodů: zjištění pozice v prostředí, ve kterém působí, efektivní reakce na neustálé změny v okolí, vytvoření silné základy pro své strategické aktivity (Cimbálníková, 2012, s. 32). Následující obrázek zobrazuje okolí podniku a faktory, které ho ovlivňují.



**Obr. 1: Podnikatelské okolí podniku**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle Mallya, 2007, s. 40)

Okolí podniku můžeme členit na vnější a vnitřní (interní) okolí. Vnější okolí se dále člení na obecné prostředí – makroprostředí a oborové prostředí – mikroprostředí (Cimbálníková, 2012, s. 33). Pro jednotlivé typy prostředí jsou v následující tabulce uvedeny metody strategické analýzy.

**Tab. 1: Přehled metod strategické analýzy**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle Cimbálníková, 2012, s. 33)

Analýza vnějšího prostředí		Analýza vnitřního prostředí	
Makrookolí	Typy prostředí	Produkt	BCG
	PEST analýza		
Mikrookolí	Analýza odvětví	Vnitřní zdroje	Analýza vnitřních zdrojů
	Porterův model pěti sil		Analýza 7S
	Analýza konkurence, zákazníků, dodavatelů a stakeholders		Marketingová strategie 4P
<b>Komplexní analýza</b>			
SWOT analýza, SPACE analýza			

### 2.5.1 Relevantní trh a jeho prognóza

Na začátku strategické analýzy by měl být jednoznačně vymezen relevantní trh oceňovaného podniku z hlediska produktu, území, zákazníků a konkurentů. Trh by měl být zvolen tak, aby umožňoval získat základní data o něm, posoudit jeho atraktivitu a zpracovat prognózu dalšího vývoje (Mařík a kol., 2018, s. 77). Východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj tržeb, zisků a cen akcií. Odvětvové prognózy publikuje Ministerstvo průmyslu a obchodu na svých internetových stránkách (Kislingerová, 2001, s. 37).

### 2.5.2 Analýza vnějšího prostředí

Analýza vnějšího prostředí by se měla zaměřovat především na odhalení vývojových trendů působících v tomto prostředí, které mohou podnik v budoucnosti významně ovlivňovat (Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl, 2017, s. 47). Vnější okolí se skládá z makrookolí a mikrookolí. Makroprostředí představuje celkový politický, sociální, ekonomický a technologický rámec, ve kterém se podnik pohybuje. Mikroprostředí je

představeno odvětvím, ve kterém se podnik působí. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 16, 29). K analýze makroprostředí můžeme využít např. PEST analýzu, k analýze mikroprostředí je možné použít Porterova modelu konkurenčních sil (Cimbálníková, 2012, s. 33).

### **PESTLE analýza**

K analýze makrookolí se nejprve používala PEST analýza – politicko-legislativní, ekonomické, sociálně-demografické a technicko-technologické faktory. Postupem času se okruh zkoumání makroprostředí rozšířil na PESTLE analýzu – politické, ekonomické, sociálně-demografické, technicko-technologické, legislativní a environmentální faktory. Dále se můžeme setkat s analýzou PESTLIED, STEEPLE či SLEPT (Dvořáček, Slunčík, 2012, s. 9-10).

Pomocí PESTLE metody se analyzují faktory vnějšího prostředí, které by mohly znamenat budoucí příležitosti či hrozby pro oceňovaný podnik. Jde o tyto následující faktory (Grasseová, Dubec, Řehák, 2012, s. 179):

- **Politické:** zahrnutí např. hodnocení politické stability, politický postoj či politický vliv různých skupin (Grasseová, Dubec, Řehák, 201, s. 179),
- **Ekonomické:** hodnotí úrokovou míru, inflaci, nezaměstnanost, výši a vývoj HDP (Cimbálníková, 2012, s. 35), Grasseová, Dubec, Řehák (2012, s. 179) uvádí ještě přístup k finančním zdrojům či daňové faktory jako je výše a vývoj daňových sazeb,
- **Sociální faktory:** chápeme jako demografické charakteristiky (velikost populace, věková struktura), postoje k práci, vzdělání, životní úroveň či dostupnost pracovní síly (Grasseová, Dubec, Řehák, 2012, s. 179),
- **Technologické:** vládní podpora výzkumu a vývoje, celkový stav technologie, nové vynálezy, výše výdajů na výzkum, rychlost zastarávání apod. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 19),
- **Legislativní:** státní regulace hospodářství, daňové zákony, obchodní právo, antimonopolní zákony atd. (Mallya, 2007, s. 43),

- **Environmentální:** přírodní a klimatické vlivy, čerpání neobnovitelných zdrojů energie či legislativní mezení spojená s ochranou životního prostředí (Grasseová, Dubec, Řehák, 2012, s. 180).

### **Porterův model pěti konkurenčních sil**

Model si klade za cíl umožnit jasně pochopit síly, které působí v konkurenčním prostředí, a identifikovat ty, které jsou pro podnik z hlediska budoucího vývoje nejvýznamnější a které může management strategickými rozhodnutími ovlivnit. Aby podnik dosáhl úspěchu musí tyto síly rozpoznat, vyrovnat se s nimi, reagovat na ně, a pokud to možné, tak změnit jejich působení ve svůj prospěch (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 47). Jedná se o těchto pět základních činitelů:

- vyjednávací síla zákazníků,
- vyjednávací síla dodavatelů,
- hrozba vstupu nových konkurentů,
- hrozba substitutů,
- rivalita firem působících na daném trhu (Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl, 2017, s. 63).

Pokud mají zákazníci velkou vyjednávací sílu, není trh atraktivní, neboť se snaží snižovat ceny, zvyšovat kvalitu apod., a tím se snižuje zisk podniku. Vyjednávací síla dodavatelů roste, pokud poskytují jedinečné výrobky. Mohou si tak dovolit zvýšit ceny, nebo snížit kvalitu, odvětví je v tomto případě neatraktivní. Ohrožení v případě vstupu nových konkurentů závisí především na vstupních bariérách, což mohou být úspory z rozsahu, kapitálová náročnost vstupu apod. S rostoucími bariérami vstupu a klesajícími bariérami výstupu, roste atraktivita trhu, neboť je obtížné na trh vstoupit a neúspěšné firmy ho mohou bez problémů opustit. Substitut je produkt, který slouží k podobnému nebo stejnému účelu. Pokud existuje reálná nebo potenciální hrozba substitutů, atraktivita odvětví se snižuje. Odvětví není přitažlivé ani v případě, že na něm již působí velké množství silných konkurentů. Rivalita podniků se zvyšuje v případě stagnace odvětví (Grasseová, Dubec, Řehák, 2012, s. 192-193).



### 2.5.3 Analýza vnitřního prostředí

Podstatou analýzy vnitřního okolí podniku je objektivně zhodnotit současné postavení firmy. Jedná se o snahu identifikovat, v čem firma vyniká a naopak, co je její slabou stránkou (Mallya, 2007, s. 53). Analýzou vnitřních zdrojů se rozumí snaha odhadnout, jaké zdroje a jaký objem máme k dispozici a jakým způsobem lze s danými zdroji pracovat, přičemž zdroji podniku se rozumí takové prostředky, které tvoří vstupy do výroby, zboží nebo služeb. Do těchto zdrojů se zahrnují pracovníci, finanční prostředky apod. Důležitým aktivem podniku jsou znalosti a dovednosti pracovníků a manažerů, a schopnost podniku využít tyto znalosti v jeho prospěch (Cimbálníková, 2012, s. 52).

#### McKinseyho 7S analýza

7S model je pomůckou k odhalení tzv. klíčových faktorů úspěchu. Na každou organizaci je nutné pohlížet jako na množinu sedmi základních faktorů, které se vzájemně podmiňují a ovlivňují. Především soulad těchto faktorů zajišťuje úspěch podniku:

- strategie,
- struktura,
- systémy řízení,
- styl manažerské práce,
- spolupracovníci,
- schopnosti,
- sdílené hodnoty (Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl, 2017, s. 132).

### 2.5.4 SWOT analýza

SWOT analýza, která bývá prezentována v podobě SWOT matice, je syntézou výsledků předchozích analýz vnějšího prostředí (makrookolí a mikrookolí) a vnitřního prostředí a schopností podniku, které jsou podkladem pro určení zdrojů konkurenční výhody (Grasseová, Dubec, Řehák, 2012, s. 195). Je to přístup, který posuzuje vnitřní a vnější okolí příslušného podniku. SWOT je zkratka čtyř kategorií faktorů okolí: S – **silné**

**stránky** (Strong), W – **slabé stránky** (Weaknesses), O – **příležitosti** (Opportunities) a T – **hrozby** (Threats). Silné a slabé stránky představují vnitřní okolí, zatímco příležitosti a hrozby zastupují okolí vnější (Dvořáček, Slunčík, 2012, s. 15). Sestává se původně ze dvou analýz, a to analýzy SW a OT. Je vhodné začít analýzou OT – příležitostí a hrozeb, které přicházejí z vnějšího prostředí (faktory makroprostředí: politicko-právní, ekonomické, sociálně-kulturní, technologické; faktory mikroprostředí: zákazníci, dodavatelé, odběratelé, konkurence, veřejnost). Poté následuje analýza SW zabývající se vnitřním prostředím (cíle, systémy, procedury, firemní zdroje, materiální prostředí, firemní kultura, mezilidské vztahy apod.) (Jakubíková, 2008, s. 103).

Cílem SWOT analýzy není zpracovat pouze seznam potencionálních příležitostí a hrozeb a silných a slabých stránek, je to především idea hluboce strukturované analýzy poskytující užitečné poznatky (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 91). Za nevýhodu SWOT analýzy můžeme uvést její staticnost a velkou subjektivitu (Jakubíková, 2008, s. 104).

SWOT analýza může být využita při analýze dosavadního vývoje sledovaného subjektu. Pokud je SWOT analýza téhož subjektu zpracovávána periodicky v delším časovém horizontu, lze poté například vyhodnocovat, zda slabiny a hrozby ubývají nebo naopak přibývají. Z toho lze usuzovat negativní nebo pozitivní vývoj společnosti. Při zpracování SWOT je vhodné respektovat následující zásady:

- analýza by měla být zpracována s ohledem na konkrétní účel,
- měla by být zaměřena na podstatná fakta a jevy,
- v případě, že je součástí strategické analýzy, měla by být identifikována pouze „strategická“ fakta,
- měla by být objektivní (např. zpracování skupinovou diskuzí),
- jednotlivá fakta v tabulce SWOT je dobré identifikovat vhodně zkonstruovanými identifikátory,
- síla působení jednotlivých faktorů by měla být ohodnocena podle významu, případně by mohla být **uváděná fakta ohodnocena** bodovacím systémem (Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl, 2017, s. 139-140).

## 2.6 Finanční analýza

Finanční analýza je součástí finančního řízení podniku. Za její obecný cíl je obvykle považováno posouzení finančního zdraví podniku, které je především determinováno rentabilitou a likviditou (Kalouda, 2017, s. 57). Růčková (2015, s. 9) definuje finanční analýzu jako systematický rozbor získaných dat, která pocházejí především z účetních výkazů, a jejím hlavním smyslem je příprava pokladů pro kvalitní rozhodování o fungování podniku.

Kromě výše zmíněných ukazatelů se při finanční analýze aplikují následující techniky: horizontální a vertikální analýza účetních výkazů, další ukazatele z poměrové analýzy, rozbor pracovního kapitálu a souhrnné ukazatele finančního zdraví (Scholleová, 2017, s. 164). Jednotlivé ukazatele budou v následujících podkapitolách vysvětleny podrobněji.

### 2.6.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele jsou takové údaje, které vyčteme z účetních výkazů a lze je přímo použít. Nejčastěji se používají k analýzám vývojových trendů. Rozlišujeme horizontální a vertikální analýzu (Růčková, 2017, s. 71).

#### Horizontální analýza

Tato analýza podává informace o finanční a majetkové situaci podniku. Kvantifikuje změny v jednotlivých položkách a celkové situaci. Tyto údaje lze použít k hodnocení minulých procesů nebo identifikaci obecnějších vývojových tendencí. Porovnává se stejný absolutní ukazatel v rámci jednoho řádku rozvahy nebo výkazu zisku a ztrát a zkoumají se jeho změny ve sledovaném období (Kubíčková, Jindřichovská, 2015, s. 83-84). Horizontální analýza odpovídá na otázky, o jakou sumu se změnila zkoumaná položka v čase (absolutní změna), a kolik to bylo procent (procentní změna) (Pešková, Jindřichovská, 2012, s. 53).

$$\text{Absolutní změna} = \text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1}$$

Absolutní výše změny je vypočítána jako rozdíl absolutních hodnot letošního roku (t) a roku předcházejícího (t-1) (Pešková, Jindřichovská, 2012, s. 53).

$$\text{Procentní změna} = \frac{\text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1}}{\text{hodnota}_{t-1}} * 100$$

Procentní změna je vlastně absolutní změna v poměru v hodnotě výchozího roku (t-1) (Pešková, Jindřichovská, 2012, s. 84).

### **Vertikální analýza**

Cílem vertikální analýzy je vyjádřit jednotlivé položky účetních výkazů jako procentní podíl k jediné zvolené základně, která je rovna 100 %. V případě rozvahy je základnou většinou zvolena bilanční suma, v případě výkazu zisku a ztráty velikost celkových výnosů či nákladů (Knápková, 2017, s. 71).

$$\text{Procentní podíl} = \frac{\text{jednotlivá položka výkazu}}{\text{zvolená základna}}$$

### **2.6.2 Analýza poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele poskytují rychlou představu o finanční situaci v podniku, jejich podstatou je dávat do poměru různé položky rozvahy a výkazu zisku a ztrát. V praxi se však využívají zejména ukazatele likvidity, rentability aktivity a zadluženosti (Knápková a spol., 2017, s. 87).

#### **Ukazatele likvidity**

Likvidita nám vlastně říká, jak je podnik schopný hradit své krátkodobé závazky. Je to vlastně poměr toho, čím je možno platit (čítatel), s tím, co je nutné zaplatit (jmenovatel) (Knápková a spol., 2017, s. 93). V praxi se rozlišují následující tři stupně likvidity:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Běžná likvidita (likvidita 3. stupně) zobrazuje kolikrát jsou oběžná aktiva vyšší než krátkodobé závazky, jinak řečeno kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele v případě proměnění oběžných aktiv na peníze. Doporučené hodnoty jsou 1,8-2,5 (Scholleová, 2017, s. 178-179).

$$\text{Pohotov\'a likvidita} = \frac{(\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé závazky}}$$

U výpočtu pohotové likvidity (likvidita 2. stupně) se od oběžných aktiv odečtou zásoby, jakožto nejméně likvidní část. Hodnoty by se měly pohybovat od 1 do 1,5 (Scholleová, 2017, s. 179).

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

Při výpočtu okamžité likvidity (likvidita 1. stupně) se finančním majetkem rozumí peněžní prostředky a krátkodobý finanční majetek. Její doporučená hodnota je mezi 0,2 a 0,5 (Scholleová, 2017, s. 179).

### **Ukazatele rentability**

Rentabilita, jinak řečeno též výnosnost vloženého kapitálu, zobrazuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku za použití investovaného kapitálu. V čitateli ukazatelů rentability se nachází nějaká položka odpovídající výsledku hospodaření a ve jmenovateli nalezneme druh kapitálu či tržby. O tyto ukazatele jeví největší zájem akcionáři a potencionální investoři (Růčková, 2015, s. 57-58).

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

ROE vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Hodnota ukazatele by měla být vyšší, než výše úroků z dlouhodobých vkladů (Knápková, 2017, s. 102-103). ROE udává, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovanou vlastníky (Scholleová, 2017, s. 177).

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}}$$

ROA měří výkonnost neboli produkční sílu podniku (Knápková, 2017, s. 101-102). EBIT (zisk před zdanění a odečtením úroků) koresponduje s provozním výsledkem hospodaření (Růčková, 2015, s. 58).

$$\text{Rentabilita tržeb(ROS)} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

ROS zobrazuje, kolik korun zisku je podnikem utvořeno z jedné koruny tržeb (Scholleová, 2017, s. 177). V čitateli lze použít EAT, EBT nebo EBIT. Vypočítá hodnota ziskové marže je vhodná k porovnání s podobnými podniky. V tomto případě je dobré použít k výpočtu EBIT (Knápková, 2017, s. 100).

$$\text{ROCE} = \frac{\text{zisk}}{\text{dlouhodobé dluhy+vlastní kapitál}}$$

Ukazatel rentability celkového investovaného kapitálu je ukazatel vyjadřující míru zhodnocení všech aktiv společnosti, která jsou financována vlastním i cizím dlouhodobým kapitálem (Růčková, 2015, s. 60).

### **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity podávají informace o tom, jak jsou jednotlivé majetkové účasti využívány podnikem. Zda disponuje kapacitami, které nejsou využívány či naopak má nedostatek produktivních aktiv. Existují dva typy ukazatelů aktivity, a to počet obrátů a doba obratu (Kislingerová, 2010, s. 107).

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Ukazatel obrat celkových aktiv vyjadřuje kolikrát se celková aktiva ročně obrátí do tržeb. Je vhodné výsledky porovnat především s odvětvím, ve kterém se podnik nachází. Nicméně pokud odhlédneme od srovnání, měla by být hodnota obratu celkových aktiv minimálně 1 (Pešková, Jindřichovská, 2012, s. 90).

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} * 365$$

Ukazatel doby obratu zásob vyjadřuje, kolik dnů jsou zásoby vázány v podniku, než jsou spotřebovány nebo prodány. Obecně platí čím vyšší obrat a kratší doba obratu, tím je situace pro podnik lepší, ovšem neplatí to pro všechny situace (Pešková, Jindřichovská, 2012, s. 92).

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodních vztahů}}{\text{tržby}} * 365$$

Tento ukazatel říká, jak dlouho musí podnik čekat, než obdrží platby od svých odběratelů, kterým poskytl obchodní úvěr. Je vhodné hodnotu srovnat s dobou splatností faktur a odvětvovým průměrem. Delší doba znamená větší potřebu úvěru, a tím i vyšší náklady (Sedláček, 2011, s. 63).

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} * 365$$

Z doby obratu závazků můžeme vyčíst, jak dlouho společnost odkládá platbu faktur svým dodavatelům. Hodnota by měla alespoň dosáhnout hodnoty doby obratu pohledávek (Sedláček, 2011, s. 63). Rudolský (2018) na svém webu uvádí, že ve jmenovateli by měla být hodnota výkonové spotřeby.

### **Ukazatele zadluženosti**

Ukazatelé zadluženosti poměřují nejen cizí a vlastní zdroje, ale věnují se i schopnosti společnosti uhradit své dluhové náklady (Scholleová, 2017, s. 183).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}} * 100$$

Doporučení hodnota se pohybuje od 30 % do 60 %. Při posuzování zadluženosti je však nutné přihlídnout k odvětví a také ke schopnosti podniku splácet úroky z dluhů (Knápková, 2017, s. 88).

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} * 100$$

Koeficient samofinancování je doplňkový ukazatel k celkové zadluženosti, protože jejich součet by měl vyjít přibližně 1. Tento ukazatel dává informaci o tom, kolik aktiv je financováno vlastním kapitálem (Růčková, 2015, s. 65).

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

Ukazatel vyjadřuje schopnost podniku tvořit zdroje k úhradě úroků, jinými slovy, kolikrát zisk převyšuje nákladové úroky. Čím vyšší hodnota, tím větší schopnost podniku splácet úroky (Kubíčková, Jindřichovská 2015, s. 147).

### 2.6.3 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele se orientují na likviditu podniku. Pokud má být podnik likvidní, musí disponovat potřebnou výší relativně volného kapitálu čili musí mít přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými cizími zdroji (Knápková, 2017, s. 85).

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobá pasiva}$$

Čistý pracovní kapitál je významný ukazatel platební schopnosti. Vyšší hodnota by měla znamenat vyšší schopnost podniku hradit své závazky včas (Pešková, Jindřichovská 2012, s. 58).

$$\text{ČPP} = \text{pohotové peněžní prostředky} - \text{okamžitě splatné závazky}$$

Čisté pohotové peněžní prostředky vyjadřují okamžitou likviditu splatných krátkodobých závazků. Do peněžních prostředků se kromě hotovosti a peněz na běžném účtu mohou zahrnout i krátkodobé cenné papíry (Knápková, 2017, s. 86).

$$\text{ČPM} = (\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}) - \text{krátkodobá cizí pasiva}$$

Čistý peněžní majetek neboli peněžněpohledávkový finanční fond, je prostřední cesta mezi předcházejícími ukazateli (Pešková, Jindřichovská, 2012, s. 59).



#### 2.6.4 Analýza soustav ukazatelů

Po zhodnocení finanční stránky podniku, zpravidla dospějeme k závěru, že v nějakých oblastech podnik vykazuje hodnoty dobré, v jiných horší. Nicméně závěr finanční analýzy by měl odpovědět na otázku, zda lze počítat s dlouhodobou existencí podniku. Konečný verdikt finanční analýzy může vycházet ze dvou možností. Za prvé ho vynese finanční analytik na základě svých zkušeností nebo použijeme vhodně zvolený algoritmus a závěr podepřeme číselným výsledkem. Vhodné varianty algoritmu jsou Altmanův index a souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN (Mařík a kol., 2018, s. 130-131).

##### Altmanova analýza

Altmanova analýza je jednou z možností, jak souhrnně vyhodnotit finanční zdraví podniku. Je vyjádřena pomocí jediného čísla – Z-skore, které je složeno z pěti ukazatelů, k nimž je přiřazena jejich váha. Uvádí se ve dvou verzích – pro podniky obchodovatelné a neobchodovatelné na kapitálovém trhu (Scholleová, 2017, s. 191-192). Pro nás bude stěžejní Altmanův index pro neobchodovatelné podniky.

$$Z = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,42 * X_4 + 0,998 * X_5$$

kde:

- $X_1$  – čistý pracovní kapitál/aktiva,
- $X_2$  – nerozdělený zisk minulých let/aktiva,
- $X_3$  – EBIT/aktiva,
- $X_4$  – vlastní kapitál/cizí zdroje,
- $X_5$  – tržby/aktiva (Scholleová, 2017, s. 192).

Vypočtená hodnota Z-skore má následující význam:

- 1)  $Z > 2,9$  - podnik je **finančně zdravý**, v dohlednu není ohrožen bankrotem
- 2)  $1,23 < Z < 2,89$  – tzv. „**šedá zóna**“, o zdraví nelze jednoznačně rozhodnout,
- 3)  $Z < 1,23$  – podnik není finančně zdravý, ohrožuje ho bankrot (Scholleová, 2017, s. 192).

## Index důvěryhodnosti IN05

S ohledem na specifika České republiky vytvořili Inka a Ivan Neumaierovi obdobu Z-skore s názvem index důvěryhodnosti IN. Tento index je neustále aktualizován, a proto existuje v několika variantách (Kalouda, 2017, s. 85). My si blíže rozebereme index IN05, který je českými ekonomy považován jako nejvhodnější.

$$IN05 = 0,13 * X_1 + 0,04 * X_2 + 3,97 * X_3 + 0,21 * X_4 + 0,09 * X_5$$

kde:  $X_1$  – aktiva/cizí zdroje,  
 $X_2$  – EBIT/úroky (úroky blížící se nule → max. hodnota koeficientu: 9),  
 $X_3$  – EBIT/aktiva,  
 $X_4$  – vlastní kapitál/cizí zdroje,  
 $X_5$  – tržby/aktiva (Kubíčková, Jindřichovská, 2015, s. 234).

Vypočtená hodnota indexu IN05 má následující význam:

- 1)  $IN05 < 0,9$  – podnik **spěje k bankrotu**,
- 2)  $0,9 < IN05 < 1,6$  – „šedá zóna“,
- 3)  $IN05 > 1,6$  – podnik **tvoří hodnotu** (Scholleová, 2017, s. 95).

## 2.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Při oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud to situace dovolí, měla by se aktiva podniku rozdělit na provozně nutná a nenutná. Provozně nutná jsou taková, která slouží k hlavnímu provozu podniku, nenutná jsou všechna ostatní. Současně by měly být z výnosů/nákladů vyřazeny takové položky, které souvisejí s provozně nepotřebnými aktivy (Mařík a kol., 2018, s. 141).

Prvním důvodem tohoto členění je skutečnost, že část majetku nemusí být využívána a neplynou z něj žádné, nebo jen malé příjmy (např. nevyužité pozemky), což při použití výnosových metod může vést k podhodnocení oceňovaného majetku, případně nemusí být oceněn vůbec, i když svou hodnotu má. Dále by se měla vyčlenit aktiva nesouvisející s provozem podniku, která příjmy sice přináší, ale rizika spojená s těmito příjmy jsou

odlišná od rizik hlavního provozu podniku. Posledním důvodem je skutečnost, že k ocenění obou skupin se přistupuje jiným způsobem a používají se odlišné metody (Mařík a kol., 2018, s. 141-142). Mezi nejčastější provozně nepotřebná aktiva se řadí:

- **krátkodobý finanční majetek:** majetkové a dluhové cenné papíry k obchodování, dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti, realizovatelné cenné papíry,
- **peněžní prostředky:** v pokladně (pokladna, ceniny) a na účtech,
- **dlouhodobý finanční majetek:** podíly v ovládaných osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem, realizovatelné cenné papíry a podíly, dluhové cenné papíry držené do splatnosti, zápůjčky a úvěry – ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv, ostatní dlouhodobé zápůjčky a úvěry, ostatní dlouhodobý finanční majetek,
- **ostatní provozně nepotřebná aktiva:** nemovitosti nesloužící k základnímu účelu podniku, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, majetek provozně málo využitelný, potřebný majetek, kterým podnik disponuje v nadbytečném množství (Mařík a kol., 2018, s. 143-145).

### **Provozně nutný investovaný kapitál**

Po rozčlenění aktiv je vhodné vyčíslit kapitál investovaný do provozně nutných aktiv za minulé roky, označovaný jako provozně nutný investovaný kapitál. Při jeho výpočtu se vychází z bilanční sumy, kdy z aktiv jsou vyřazeny provozně nepotřebné položky a oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých nelze stanovit jejich náklady. Provozně nutný investovaný kapitál je pak součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a upraveného provozně nutného pracovního kapitálu (Mařík a kol., 2018, s. 146).

### **Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

V případě, že se v podniku nacházejí provozně nepotřebná aktiva a s nimi spojené náklady/výnosy, je nutné tyto položky vyloučit z výsledku hospodaření. Nejvýhodnější je při výpočtu vycházet z provozního výsledku hospodaření. Z něho se vylučují: tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, odpisy budov, které neslouží k hlavnímu podnikání, výnosy a náklady, které mají mimořádný nebo

neprovozní charakter (výsledovka: Jiné provozní výnosy a náklady). Naopak je nutné přidat finanční výnosy/náklady spojené s provozními aktivy. Může se jednat například o tyto případy: výnosy z cenných papírů v případě ponechání cenných papírů v provozně potřebném majetku nebo finanční náklady související s běžným provozem a majetkem provozně potřebným (Mařík a kol., 2018, s. 146-147).

Korigovaný výsledek hospodaření tedy představuje výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem (Mařík a kol., 2018, s. 147).

## **2.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

Ukazatele generátorů hodnoty podávají informace o podnikohospodářských veličinách, které mají největší podíl na tvorbě hodnoty podniku. Na základě jejich analýzy se stanoví prognóza jejich vývoje, která je následně podkladem pro sestavení finančního plánu. Pomocí analýzy generátorů hodnoty se může sestavit prvotní odhad hodnoty podniku (Vochozka a kol., 2017, s. 131).

Nejčastěji se jedná o tyto generátory hodnoty: tržby (obrat) a jejich růst, marže provozního zisku (korigovaného provozního zisku), investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování (tzv. především velikost cizího kapitálu), doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (tj. doba existence podniku) (Mařík a kol., 2018, s. 149).

Analýza generátorů hodnoty se soustředí především na veličiny, které zásadním způsobem ovlivňují hodnotu podniku. Pomocí této analýzy získáme podrobnější pohled na minulost podniku, neboť je z analýzy patrné, zda podnik tvořil hodnotu, či nikoli. Také by tato analýza měla být podkladem pro tvorbu finančního plánu, především plánu volných peněžních prostředků (Mařík a kol., 2018, s. 150).

### **Tržby**

Predikce tržeb by měla vycházet ze strategické analýzy. Nicméně tento výsledek není definitivní, může být korigován, především pro nejbližší období, kapacitními možnostmi

podniku (Mařík a kol., 2018, s. 150). Prognózování tržeb bývá problematické, především pak ve společnostech, které mají velký počet relativně malých zákazníků. Východiskem může být regresní analýza (lineární nebo nelineární forma). Jedná se o statistickou metodu, která zkoumá závislosti skutečných příjmů v minulosti na řadě faktorů, které ovlivňují objem příjmu. Těmito faktory rozumíme fakturaci v uplynulém období, objem splatných pohledávek, ale i plánovaný prodej apod. Výsledkem regresní analýzy je rovnice, pomocí níž lze vypočítat budoucí příjem, pokud jsou známy hodnoty faktorů. Přesněji řečeno, lze získat pouze odhad příjmů. Hodnoty faktorů jsou buď k dispozici, nebo je možné je s velmi vysokou pravděpodobností odhadnout. Rovnice regresní analýzy je zjednodušující model skutečnosti, který však nemůže popsat všechny působící faktory (Kislingerová, 2010, s. 546-547).

Prognóza tržeb by tedy měla vycházet z provedené strategické analýzy na základě níž je možné stanovit prognózu vývoje relevantního trhu. Východiskem vlastní prognózy by měla být analýza hlavních faktorů, které na trh působí. Konkrétní faktory musí oceňovatel volit v závislosti na konkrétní situaci, nicméně lze uvést tyto hlavní skupiny faktorů: faktory národohospodářské (např. vývoj HDP), obecné faktory poptávky (např. příjmy na obyvatele, počet obyvatel) a faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů (např. módní trendy). Pro vlastní prognózu trhu je obtížné stanovit konkrétní postupy, doporučuje se však, aby oceňovatel zvažil použití minimálně těchto postupů:

- **analýza časových řad** a jejich extrapolace,
- jednoduché a vícenásobné **regresní analýzy** nebo
- odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím (Mařík a kol., 2018, s. 85-86, 150).

Časovou řadou se rozumí posloupnost věcně a prostorově srovnatelných pozorování (dat), která jsou jednoznačně uspořádána z hlediska času ve směru minulost – přítomnost. Analýzou, případně prognózou, časových řad se rozumí soubor metod, které slouží k popisu těchto řad, případně k předvídání budoucího chování (Hindls, 2007, s. 246). Analýza časového trendu je obecně vhodná především pro krátkodobější predikci, tj. 2-3 roky (Mařík a kol., 2018, s. 90). Úkolem regresní analýzy je matematický popis systematických okolností, které provázejí statistické závislosti. Tato matematická funkce se nazývá regresní funkce (Hindls, 2007, s. 246). Mařík a kol. (2018, s. 90) uvádí, že

u kvalitního modelu mezi vysvětlující a vysvětlovanou proměnou v jedné rovnici by měla být relativně silná míra korelace (korelační koeficient nad 75 %).

Kislingerová (2001, s. 203) uvádí, že pro stanovení tržeb je možné použít tři základní přístupy, a to na základě:

- historických dat,
- vnitřních parametrů fungování podniku nebo
- kvalifikovaného názoru analytiků na vývoj podniku, odvětví a ekonomiky jako celku.

V případě stanovení tržeb na základě historických cen se doporučuje pracovat s časovou řadou 3-5 let, která vede k odvození tempa růstu tržeb (Kislingerová, 2001, s. 203).

### **Provozní zisková marže**

Provozní zisková marže má důležitý význam pro výsledné ocenění podniku.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{KPVH}}{\text{tržby}}$$

Zkratkou KPVH rozumíme korigovaný provozní výsledek hospodaření. Z praktických důvodů je vhodné použít v této fázi práce KPVH před daní a před odpočtem odpisů, ten odpovídá pojmu NOPBT (net operating profit before tax – čistý operační zisk před daní) (Mařík a kol., 2018, s. 151).

Provozní zisková marže představuje druhý nejdůležitější generátor hodnoty, a proto je důležité jí věnovat pozornost. Nejvhodnější je zpracovat dvě nezávislé prognózy ziskové marže a postupně je sladovat. Výsledkem by měla být dobře podložená, zdůvodněná a reálně vyhlížející prognóza ziskové marže, ze které je možné sestavit plánovanou výsledovku (Mařík a kol., 2018, s. 151, 153). Jedná se o následující prognózy:

- **prognóza ziskové marže shora:** jde o základní přístup, který vychází z vývoje ziskové marže za minulé období a navazujícího zdůvodněného vývoje do budoucnosti. Nejprve se za minulé roky vypočítá KPVH před daní a odvodí se zisková marže v procentech. Následně se podrobí analýze v souvislosti

s konkurenční pozicí podniku a s ohledem na hlavní faktory ovlivňující ziskovou marži, se provede odhad budoucí ziskové marže v procentním vyjádření. Nakonec se vypočte KPVH před daní v budoucích letech jako součin již prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže (Mařík a kol., 2018, s. 151-152),

- **prognóza ziskové marže zdola:** nejprve se sestaví prognóza hlavních provozních nákladů, následně se doplní o méně významné položky, případně výnosy. Vypočítá se korigovaný provozní zisk jako rozdíl mezi výnosy a náklady. Nakonec je možné dopočítat ziskovou marži (Mařík a kol., 2018, s. 153).

### Pracovní kapitál

Pro potřeby ocenění je třeba pracovní kapitál známí z finanční analýzy poněkud modifikovat. Za prvé se od oběžných aktiv neodečte celý krátkodobý cizí kapitál, ale pouze ten neúročený. Kritériem tedy není doba splatnosti, ale zda je podnik schopen na tento kapitál explicitně stanovit náklady (především úroky). Druhou modifikací je, že se do výpočtu započítávají veličiny pouze v provozně nutném rozsahu. Tedy vždy v takové výši, jakou vyžaduje základní činnost podniku (Mařík a kol., 2018, s. 157). Výpočet je následující:

**Tab. 2: Schéma výpočtu pracovního kapitálu**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol., 2018, s. 157)

1.	Peněžní prostředky
2.	+ Zásoby
3.	+ Pohledávky
4.	- Neúročené závazky
5.	+ Časové rozlišení aktiv
6.	- Časové rozlišení pasiv
<b>7.</b>	<b>= Pracovní kapitál</b>

### Investice do dlouhodobého majetku

Investice do dlouhodobého majetku se pro potřeby oceňování rozumí pouze investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Jedná se o obtížný krok, neboť se investice zpravidla nevyvíjejí plynule. Nicméně jsou v konkurenčním světě stále více nezbytnou podmínkou přežití podniku. Investice by měly být chápány včetně investic do výzkumu a vývoje a investic do „lidského kapitálu“ (Mařík a kol., 2018, s. 161).

Přístup k plánování investiční náročnosti je možné rozdělit do následujících skupin:

- 1) **globální přístup:** vhodný v případě, kdy jsou investice do dlouhodobého hmotného majetku relativně konstantní. Přístup vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto  $k_{DMb}$  má následující tvar:

$$k_{DMb} = \frac{\text{investice brutto do provozně nutného DM}}{\text{tržby}}$$

Koeficient by měl být nejlépe počítán za co nejdelsí minulé období, a to jak pro jednotlivé roky, tak i průměrně ze součtu za celé období (Mařík a kol., 2018, s. 162).

Případně lze použít jednodušší výpočet prostého podílu dlouhodobého majetku na tržbách (Mařík a kol., 2018, s. 162).

$$k_{DM} = \frac{\text{provozně nutný dlouhodobý majetek}}{\text{tržby}}$$

- 2) **přístup podle hlavních položek:** použitelný pro nejbližší léta, vychází se z podnikových investičních plánů, zahrnujících jednotlivé akce a projekty (Mařík a kol., 2018, s. 163),
- 3) přístup založený na odpisech: vychází z předpokladu, že pokud jsou investice pod úrovní odpisů, nebude to u většiny podniků stačit k dlouhodobému přežití (Mařík a kol., 2018, s. 163).

### 2.8.1 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátory hodnoty je možné použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku. Ocenění je založeno za principu peněžních toků (FCF). Vyjádření FCF pro jednotlivé roky je následující:

$$FCF_t = X_{t-1} * (1+g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})$$

resp.:



$FCF_t$  = korigovaný provozní zisk po dani - přírůstek PK a DM

kde:  $X$  – velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky  
 $g$  – tempo růstu tržeb  
 $r_{ZPx}$  – provozní zisková marže přepočtená z korigovaného VH  
 $d$  – sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření  
 $k_{WC}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK  
 $k_{DMn}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst DM  
 $t$  – rok.

Smyslem uvedené rovnice je soustředit pozornost na klíčové veličiny ocenění, jakými jsou tempo růstu tržeb, rentabilita ziskové marže a náročnost na investice do DM a PK (Mařík a kol., 2018, s. 173).

Na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty lze v první fázi oceňování odhadnout průměrné hodnoty generátorů hodnoty a modelovat tak rozpětí výnosové hodnoty podniku. Odhadnout výnosovou hodnotu podniku lze za použití tohoto vzorce (Mařík a kol., 2018, s. 173):

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1+g) * r_{ZPx} * (1-d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g} = \frac{FCF_t}{i_k - g}$$

kde:  $i_k$  – kalkulovaná úroková míra (diskontní míra).

## 2.9 Sestavení finančního plánu

Při ocenění výnosovou metodou by měl pro oceňovaný podnik oceňovatel sestavit kompletní finanční plán, který se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Finanční plán je nezbytnou součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z vize podniku. Tvoří ho soustava vzájemně vyvážených plánů, jakými jsou plány prodeje (v členění umožňující odhad budoucích výnosů), plány produkce a navazující odhad budoucích nákladů, plány kapacit, které se promítají do plánů investic, pracovního kapitálu, údržby a odpisů, a plán pracovních sil. Dále podnikový plán zahrnuje plán budoucích provozních výnosů a nákladů, který umožňuje sestavení plánu provozního VH

a z toho plynoucích daní. Plán provozního VH a složek PK, které jsou podkladem pro plán provozního peněžního toku, ze kterého je možné sestavit celkový peněžní tok. Závěrečným dokumentem je plánovaná rozvaha (Mařík a kol., 2018, s. 175).

K sestavení finančního plánu je možné použít různé metodické postupy. Je však třeba je chápat pouze jako pomocný nástroj, který lze použít k vypracování finančního plánu při zohlednění dalších skutečností (např. zavedení nových inovací výroby). Jedná se především o tyto **metody sestavení finančního plánu**:

- metoda procentního podílu na tržbách,
- statistické metody,
- ekonometrické metody,
- metoda ukazatelů obratu – vychází z kvantifikace poměrových ukazatelů za minulé období (doba obratu pohledávek, závazků a zásob),
- modelování finančního plánu a jeho simulace (Režňáková, 2005, s. 37).

Základy finančního plánu – tržby z prodeje hlavních produktů podniku, zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk, plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků, prognóza investic do dlouhodobého majetku, jsou výsledky předchozího kroku oceňovacího procesu. Pro kompletní sestavení výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků je nutné tyto položky doplnit o plán financování, plán méně významných položek a položek nesouvisejících s hlavním provozem podniku. Vhodné je také do plánu začlenit předpokládané výplaty dividend či podílů na zisku. Nakonec je třeba provést formální dopočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů, jako je např. celkový peněžní tok či nerozdělený zisk (Mařík a kol., 2018, s. 177).

## **2.10 Ocenění na základě analýzy výnosů**

Výnosové metody vycházejí z předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. V případě podniku jsou tímto užitekem očekávané ekonomické efekty, jako např. zisk a dividendy. V závislosti na tom, jak se očekávaný výnos chápe, se volí i metoda ocenění (Dluhošová a kol., 2010, s. 175). V této diplomové práci bude hodnota podniku stanovena na základě metody diskontovaného peněžního toku (DCF).

### 2.10.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Řadí se mezi základní výnosové metody. Peněžní příjmy představují reálný příjem a odrážejí tak reálné vyjádření užítku z podniku. Lze rozlišit tři základní varianty výpočtu DCF:

- metoda „entity“ (podnik jako celek),
- metoda „equity“ (vlastní kapitál),
- metoda „APV“ (upravená současná hodnota) (Vochozka a kol., 2017, s. 139).

Dluhošová (2010, s. 176) uvádí navíc metodu dividendového diskontního modelu (DDM). U tohoto modelu je oceňován vlastní kapitál, peněžní tok je tedy vyjádřen pomocí dividend. V následující tabulce je uveden přehled metod DCF, s jakou formou peněžního toku kalkulují, jaké náklady kapitálu využívají a jakého kapitálu se hodnota týká.

**Tab. 3: Přehled metod diskontovaných peněžních toků**  
(Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 175)

	Metody diskontovaných peněžních toků			
	DCF-Entity	DCF-Equity	DDM	AVP
Forma peněžního toku	FCFF	FCFE	dividendy	FCFE <sub>u</sub> +DŠ
Náklad kapitálu	WACC	R <sub>e</sub>	R <sub>e</sub>	WACC, R <sub>d</sub>
Hodnota kapitálu	celkového	vlastního	vlastního	celkového

Kislingerová (2001, s. 157) poznamenává, že společným znakem metod DCF je odhad hodnoty podniku na základě současné hodnoty peněžních toků. V této diplomové práci bude stanovena hodnota podniku pomocí metody DCF – Entity, proto i následující část práce bude věnována této metodě. Výpočet probíhá ve dvou krocích. Vychází se z peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům (FCFF – Free Cash Flow to Firm), jejich diskontováním se získá hodnota podniku jako celku (H<sub>b</sub>, tj. hodnota brutto). V druhém kroku se od ní odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se tak hodnota vlastního kapitálu (H<sub>n</sub>, tj. hodnota netto) (Mařík a kol., 2018, s. 193).

#### Peněžní toky pro metodu DCF entity

V běžném finančním plánu máme k dispozici prognózy cash flow na úrovních, které nejsou pro potřeby oceňování přímo použitelné. U metody DCF je vždy východiskem

volný peněžní tok, kterým se v případě DCF entity rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům (FCFF). (Mařík a kol., 2018, s. 198-199). Volný peněžní tok je možné vypočítat podle schéma uvedeného v následující tabulce.

**Tab. 4: Schéma výpočtu volného peněžního toku**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol., 2018, s. 199)

1.	+ Korigovaný provozní VH před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	- Upravená daň z příjmů (KPVH <sub>D</sub> * daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní VH po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běž. období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= <b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

Volné peněžní toky se počítají z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Ten umožňuje abstrahovat z výsledku hospodaření takové výnosy a náklady, které nesouvisejí s provozní činností (Vochozka a kol., 2018, s. 139). Výpočet KPVH je uvedený v následující tabulce.

**Tab. 5: Schéma výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol., 2018, s. 203)

1.	Provozní výsledek hospodaření (z výkazu zisku a ztrát)
2.	- Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním maj.
3.	+ Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním maj.
4.	+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z PN majetku
5.	- Finanční náklady související s provozně potřeným majetkem
6.	= <b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>

**Investice** uvedené ve schématu pro výpočet volného peněžního toku jsou myšleny jako investice brutto. Jde tedy o veškeré investiční výdaje a není podstatné, zda mají nahradit stávající majetek, nebo jde o investice rozšiřovací. Rozšiřovací investice označujeme jako investice netto. Odpisy představují obnovu majetku (Mařík a kol., 2018, s. 203).

$$\text{Investice brutto} = \text{Odpisy} + \text{investice netto}$$

Investice lze nejlépe zjistit z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Pro jejich výpočet, je možné použít tyto vztahy:

$$I_{\text{netto } t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{\text{brutto } t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde: I – investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t  
 K<sub>t</sub> – provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t  
 O<sub>t</sub> – odpisy v roce t

### Dvoufázová metoda

Základním předpokladem dvoufázové metody je rozdělení budoucího období na dvě fáze. První z nich zahrnuje období, pro které jsme schopni vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze pak začíná koncem první fáze a trvá do nekonečna. Hodnota podniku ve druhé fázi je označována jako pokračující hodnota. Podle dvoufázové metody se hodnota podniku stanoví následujícím způsobem:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFF}}{(1+i_k)^t} + \frac{\text{PH}}{(1+i_k)^T}$$

kde: T – délka první fáze v letech  
 PH – pokračující hodnota  
 i<sub>k</sub> – kalkulovaná úrok. míra na úrovni WACC (Mařík a kol., 2018. s. 207).

Důležité je stanovit délku **první fáze**, přesto se názory na její stanovení liší. V evropských zemích převládá opatrnost a je stanovována na 3 až 6 let. Naopak američtí autoři doporučují plánovat na 8 až 15 let. Určit délku první fáze je možné následujícími způsoby:

- dle předpokládané doby, po kterou bude podnik tvořit novou hodnotu,
- v závislosti na životním cyklu podniku,
- podle fáze cyklu konjunktury,
- aby po jejím uplynutí podnik dosáhl určitého stavu rovnováhy,
- podle období, pro něž jsou zpracovány plány ze strany vedení oceňovaného podniku (Mařík a kol., 2018, s. 208-210).

Pro výpočet **pokračující hodnoty** je možné využít Gordonův vzorec nebo parametrický vzorec.

### Gordonův vzorec

Předpokládáme-li stabilní a trvalý růst volného peněžního toku, můžeme k výpočtu pokračující hodnoty využít Gordonův růstový model. Musí být však splněna podmínka, že  $i_k > g$ .

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

kde:  $T$  – poslední rok prognózovaného období  
 $i_k$  – průměrné náklady kapitálu  
 $g$  – předpokládané tempo růstu FCF, během druhé fáze až do nekonečna  
(Mařík a kol., 2018, s. 212).

Do výpočtu je nutné použít odhad FCF pro rok  $T+1$ , tedy pro první rok, kdy již není k dispozici plán. Tento odhad se obvykle stanoví pomocí následujícího vztahu (Mařík a kol., 2018, s. 213):

$$\text{FCFF}_{T+1} = \text{FCFF}_T * (1+g)$$

### Parametrický vzorec (vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty)

Parametrický vzorec je založen na dvou základních generátorech hodnoty. Těmito faktory jsou tempo růstu KPVH sníženého a upraveného o daně, a očekávaná rentabilita nových čistých investic ( $r_1$ ). Tato rentabilita se vypočítá následovně:

$$r_1 = \frac{\text{KPVH}_t - \text{KPVH}_{t-1}}{\text{K}_{t-1} - \text{K}_{t-2}}$$

kde:  $\text{K}_{t-1}$  – provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku  $t$

Navržený model pro pokračující hodnotu pak vypadá následovně:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{\text{KPVH}_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g}$$

kde:  $\text{KPVH}_{T+1}$  – KPVH po daních v prvním roce po uplynutí doby prognózy

Pro druhou fázi se předpokládá, že podnikem dříve dosahovaná rentabilita investovaného kapitálu se bude během druhé fáze přibližovat úrovni nákladů. Zda má klesnout přímo

na úroveň nákladů kapitálu záleží na udržení konkurenční výhody a charakteru daného odvětví (Mařík a kol., 2018, s. 222-223).

### Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Výsledkem první a druhé fáze je hodnota brutto, tzv. provozní hodnota podniku. K výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu je nutné provést tyto závěrečné kroky (Mařík a kol., 2018, s. 237):

**Tab. 6: Schéma výpočtu DCF ve variantě entity**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle Mařík a kol., 2018, s. 237)

1.	Hodnota brutto (tzv. „provozní hodnota“)
2.	- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
3.	= Hodnota vlastního kapitálu (tzv. „provozní“ hodnota)
4.	+ Hodnota provozně nepotřebných aktiv (ke dni ocenění)
5.	= <b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)</b>

## 2.11 Diskontní míra pro metodu DCF

Správný výsledek aplikace výnosových metod závisí na správném stanovení diskontní míry a jejího přiřazení budoucímu výnosu. V případě budoucího výnosu ve formě FCFE je diskontní míra stanovena na úrovni WACC (Kislingerová, 2001, s. 174).

### 2.11.1 Průměrné vážené náklady kapitálu WACC

Průměrné vážené náklady kapitálu se vypočítají následujícím způsobem:

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

kde:  $r_d$  – úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál

$r_e$  – náklady na vlastní kapitál

$t$  – sazba daně z příjmů

$D$  – Debt tj. úročené cizí zdroje

$E$  – Equity tj. vlastní kapitál

$C$  – Value tj. celková bilanční suma ( $D + E$ ) (Kislingerová, 2001, s. 176).

Výsledek je tedy závislý jednak na výši nákladů na cizí a vlastní kapitál, ale také na struktuře kapitálu (Kislingerová, 2001, s. 174-175). Způsoby stanovení nákladů na jednotlivé druhy kapitálu jsou uvedeny v následujících kapitolách.

### 2.11.2 Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu můžeme vypočítat pomocí stavebnicové metody nebo využít model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (Zima, 2016, s. 115). Kislingerová (2001, s. 187-188, 198) dále uvádí Gordonův růstový model, model APT a tržní model.

#### CAPM

Základní vzorec pro výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí metody CAPM je následující:

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

kde:  $r_f$  – bezrizikový výnos  
 $\beta$  – koeficient beta  
 $r_m$  – riziková prémie trhu (Zima, 2016, s. 115-116).

Při stanovení bezrizikové výnosnosti na českém kapitálovém trhu Mařík a kol. (2018, s. 255) doporučuje použít například výnosy do doby splatnosti státních dluhopisů se zbývajícím dobou splatnosti deset a více let. Ovšem při použití modelu CAPM pro jiné než americké trhy, se narazí na nedostatečnou velikost trhů a nedostatečně dlouhé časové řady. Proto při oceňování podniků v jiných zemích než USA, je nevhodnější vyjít z dat amerického trhu a ta upravit na podmínky trhu konkrétní země. Nejjednodušší způsob je upravit základní výpočet vycházející z dat USA o riziko dané země. Výsledná rovnice má pak tvar:

$$r_e = r_{f(USA)} + \beta * RPT_{(USA)} + PRZ$$

kde:  $r_{f(USA)}$  – aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA  
 $\beta$  – beta upravená na zadlužení konkrétního podniku  
 $RPT_{(USA)}$  – riziková prémie USA



RPZ – rizikové prémie země (Maříková, Mařík, 2007, s. 147-149).

Tuto základní rovnici pro neamerické trhy je možné ještě v případě potřeby modifikovat o další přírážky. Rovnice má pak následující tvar:

$$r_e = r_{f(\text{USA})} + \beta * RPT_{(\text{USA})} + PRZ + R_1 + R_2 + R_3$$

kde:  $R_1$  – přírážka pro malé společnosti  
 $R_2$  – přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností  
 $R_3$  – přírážka za nižší likviditu oceňovaných společností (Maříková, Mařík, 2007, s. 149).

Při odhadování hodnoty beta koeficientu se vychází z beta podobných podniků, které jsou obchodované, která se upravuje o vliv odlišné kapitálové struktury. Vliv zadlužení na beta podniku je možné vyjádřit následujícím vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK})$$

kde:  $\beta_Z$  –  $\beta$  vlastního kapitálu u zadlužené společnosti  
 $\beta_N$  –  $\beta$  vlastního kapitálu při nulovém zadlužení  
 $d$  – sazba daně z příjmů  
CK – cizí kapitál  
VK – vlastní kapitál (Mařík a kol., 2018, s. 263).

### 2.11.3 Náklady cizího kapitálu

Při zjišťování nákladů na cizí kapitál se počítá jen s úročenými zdroji cizího kapitálu (neuvažuje se tedy např. dodavatelský úvěr). U úvěrů se používá úroková míra, kterou podnik platí z úvěrů, ovšem nesmí jít o na trhu neobvyklé úroky. V případě dluhopisů se náklady cizího kapitálu vypočítají z jejich výnosnosti (Zima, 2016, s. 119).

Maříková a Mařík (2007, s. 71) uvádí, že se náklady na cizí kapitál vypočtou jako vážený průměr z efektivních úrokových měr, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Pro výpočet efektivní úrokové míry slouží následující základní vzorec:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t * (1 - d) + S_t}{(1 - i)^t}$$

kde:

- D – čistá částka peněz získaná výpůjčkou
- $U_t$  – úrokové platby
- d – sazba daně z příjmů
- $S_t$  – splátka dluhu za dohodnutý časový interval
- n – počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu
- i – hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku.

Použije-li se při výpočtu nákladů na cizí kapitál tento vzorec, budou to již náklady očištěné o daň, které při výpočtu WACC nemohou být znovu násobeny výrazem  $(1 - \text{daň})$ . V případě bankovních úvěrů se často jako náklady na tyto úvěry používají přímo úrokové míry, které podnik z daných úvěrů bance platí. Tento postup může být použit v případě, že se jedná o úvěry poskytnuté v nedávně době a banka do poskytnutého úvěru nezahrnula žádné mimořádné okolnosti (tzn. za obdobný úvěr by požadovala po jakémkoli obdobném žadateli stejnou úrokovou míru) (Maříková, Mařík, 2007, s. 71, 74).

### 3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

Úvod praktické části bude věnován představení společnosti ADOR CZ s.r.o. Zbývající část se bude zabývat analýzou této společnosti. Budou zde aplikovány poznatky z teoretické části, a tedy bude provedena strategická a finanční analýza podniku. V rámci finanční analýzy budou výsledky porovnány s třemi hlavními konkurenty společnosti a oborovými hodnotami. Na základě těchto výsledků bude sestavena SWOT analýza pro zhodnocení konkurenční pozice společnosti na trhu.

#### 3.1 Představení oceňovaného podniku

V této kapitole budou uvedeny základní údaje a činnosti, kterými se oceňovaná společnost zabývá.

##### 3.1.1 Základní údaje o společnosti ADOR CZ s.r.o.

Obchodní firma:	ADOR CZ s.r.o.
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Lanškroun, Dobrovského 981, PSČ 563 01
Datum vzniku:	1. září 1998
Základní kapitál:	100 000 Kč
Identifikační číslo:	25292331 (Ministerstvo spravedlnosti, 2020a).



**Obr. 2: Logo společnosti ADOR CZ s.r.o.**  
(Zdroj: ADOR CZ s.r.o., 2020a)

Předmět podnikání zapsaný v obchodním rejstříku:

- truhlářství, podlahářství,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- silniční motorová doprava,
- poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob,
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování (Ministerstvo spravedlnosti, 2020a).

Díky dlouhodobému a soustavnému vývoji a následným zkouškám ve státních zkušebnách vlastní společnost ADOR CZ s.r.o. na široký sortiment výroků a spolupracuje s řadou vědeckých institucí. Mottem společnosti je: dveře, jaké si vymyslíte. V současné době je výroba plně koncentrována do závodu v Dolní Dobrouči. Obchodní pobočky jsou v Praze, Brně, Ostravě, Novém Jičíně, Dolní Dobrouči a Lanškrouně. Od svého vzniku společnost věnuje nemalé finanční prostředky ke zlepšování nejen pracovních podmínek a zázemí pro zaměstnance, ale hlavně k pořízení nových, moderních technologií. Jejím cílem je kvalitní český výrobek a spokojený zákazník (ADOR CZ s.r.o., 2020a).

### **3.1.2 Historie společnosti**

Výrobu a vývoj požárních uzávěrů zahájil v roce 1995 majitel firmy Ing. Jiří Appl. V září roku 1998 pak vznikla společnost STAVEBNINY APPL s.r.o., jejíž předmětem podnikání nebyla pouze výroba požárních uzávěrů, ale zabývala se i prodejem a dopravou stavebnin. Protože počet zákazníků rostl a pozice společnosti na trhu sílila, rozhodla se společnost z důvodu budování odlišných podnikatelských záměrů v roce 2004 rozdělit na ADOR CZ s.r.o. (výroba a prodej dveří) a STAVEBNINY APPL s.r.o. (prodej stavebnin a stavební činnost). V roce 2016 však došlo mezi těmito společnostmi k fúzi sloučením, a nadále již působí na trhu pouze společnost ADOR CZ s.r.o. jako nástupnická společnost.

### **3.1.3 Výrobní portfolio společnosti**

Společnost se zabývá výrobou dveří (a oken) v typovém i atypickém provedení, protipožárních pásek, protipožárních mřížek nebo zárubní. Specializuje se však na výrobu a prodej požárních uzávěrů, které mohou být dle potřeby zákazníka doplněny o úpravu proti úniku kouře, se zvýšenou zvukotěsností či se zvýšenou bezpečností a radiačním stíněním. Kompletní nabídka zahrnuje konzultační činnost a servisní služby.

Výrobní portfolio společnosti lze rozdělit do těchto osmi základních variant výrobků: požární dveře, bezpečnostní dveře, dveře s olověnou vložkou, interiérové dveře (nepožární), exteriérové dveře (nepožární), revizní dvířka, zárubně a atypické výrobky (stěny, okna).

## **3.2 Strategická analýza podniku**

Strategická analýza zkoumá faktory ovlivňující vnější a vnitřní prostředí podniku. Vnější prostředí bude zhodnoceno prostřednictvím PEST analýzy a Porterova modelu pěti konkurenčních sil. Vnitřní prostředí bude analyzováno pomocí McKinseyho „7S“ modelu. Na začátku strategické analýzy bude vymezen relevantní trh, na kterém působí společnost ADOR CZ s.r.o. Ten bude poté využit pro finanční analýzu a prognózu tržeb.

### **3.2.1 Vymezení relevantního trhu**

Předmětem podnikání společnosti ADOR CZ s.r.o. je výroba a prodej protipožárních dveří. Relevantní trh lze nejlépe vymežit pomocí klasifikace ekonomických činností CZ-NACE. Protože se jedná o přeměnu materiálu budeme vycházet ze sekce C – Zpracovatelský průmysl, která zahrnuje rozmanitý seznam jednotlivých druhů výroby. V našem případě se jedná o zpracování dřeva, proto vybereme oddíl CZ-NACE 16 – Zpracování dřeva, výroba dřevěných a příbuzných výrobků, kromě výroby nábytku. Tento oddíl budeme uvažovat jako stěžejní pro další potřeby této práce, jelikož jsou pro tento oddíl dostupné finanční analýzy vypracovávané Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Pokud bychom chtěli předmět podnikání zařadit co nejdetailněji,

vybereme kategorii CZ-NACE 16.23.0 – Výroba ostatních výrobků stavebního truhlářství a tesařství (CZ-NACE).

### **3.2.2 PEST analýza**

První z analýzy makrookolí je PEST analýza, která zkoumá vlivy politických a legislativních, ekonomických, sociálních a technologických faktorů.

#### **Politické a legislativní faktory**

Každý podnik vykonávající podnikatelskou činnost na území České republiky se musí řídit platnými zákony a vyhláškami ČR, které se neustále mění. Mezi základní právní předpisy můžeme zařadit:

- zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, který upravuje práva a povinnosti obchodních korporací působících na území ČR. Tento zákon nabyl účinnosti v roce 2014 a z části nahradil dosavadní obchodní zákoník.
- zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, který nabyl účinnosti v roce 2014 a nahradil pojem podnik pojmem obchodní závod.
- zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví,
- zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce,
- zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu,
- zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,
- zákon č. 16/1993 Sb., o dani silniční,
- zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitých věcí.

Na výrobu protipožárních dveří jsou kladeny speciální nároky. Požadavky na požární bezpečnost dveří vycházejí mimo jiné ze zákona č. 133/1985 Sb., o požární ochraně; nařízení vlády č. 163/2002 Sb., kterým se stanoví technické požadavky na vybrané stavební výrobky a z vyhlášky Ministerstva vnitra č. 202/1999 Sb., kterou se stanoví technické podmínky požárních dveří, kouřotěsných dveří a kouřotěsných požárních dveří.

Poptávka po požárních dveřích je ovlivněna vyhláškou č. 23/2008 Sb., o technických podmínkách požární ochrany staveb, která stanovuje jednotné technické podmínky

požární ochrany pro navrhování, výstavbu a užívání jednotlivých druhů staveb. Protipožární odolnost musí splňovat např. všechny vstupní dveře v novostavbách bytových domů.

### Ekonomické faktory

Přestože dle zařazení CZ NACE se společnost řadí do zpracovatelského průmyslu, poptávka po jejích výrobcích je do jisté míry ovlivněna vývojem stavebnictví, zejména pak na výstavbě nových budov. Stavebnictví se řadí mezi klíčová odvětví a hlavní indikátory vývoje ekonomiky. V roce 2018 stavební produkce navázala na růst z předešlého roku. Ministerstvo průmyslu a obchodu počítá i nadále s pozitivním vývojem, který bude ovlivněn investicemi státu a dotacemi z EU (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2019a). Tato skutečnost znamená pro společnost zabývající se výrobou dveří potencionální zvýšení poptávky po výrobcích. Rozhodujícím faktorem je počet dokončených bytů, neboť montáž dveří bývá jedním z posledních činností při výstavbě. Počty dokončených bytů v jednotlivých letech jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tab. 7: Počet dokončených bytů v ČR I. část [jednotky]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ, 2020a)

2008	2009	2010	2011	2012	2013
38 380	38 473	36 442	28 630	29 467	25 238

**Tab. 8: Počet dokončených bytů v ČR II. část [jednotky]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ, 2020a)

2014	2015	2016	2017	2018	2019
23 954	25 095	27 322	28 569	33 850	36 419

Z předešlých tabulek je patrné, že teprve v roce 2010 došlo ke snižování počtu dokončených bytů, přestože ekonomická krize postihla Českou republiku již v roce 2008. Je to způsobeno délkou stavebního procesu od přípravy stavby až po dokončení. Ve stavebnictví se tak mnohdy krize projeví o pár měsíců, někdy i let později oproti ostatním odvětvím. Od roku 2014 dochází opět k nárůstu dokončených bytů.

Dalším důležitým makroekonomickým ukazatelem ovlivňující chod podniku je dlouhodobě klesající míra nezaměstnanosti v ČR. Pro lidi hledající zaměstnání je tento jev pozitivní, neboť lze velmi snadno sehnat práci. Naopak společností tento stav spíše komplikuje fungování, jednak protože musí být více vstřícní mzdovým požadavkům

zaměstnanců, a také jim nedostatek pracovních sil omezuje kapacity. Ve společnosti ADOR CZ s.r.o. se tato skutečnost projevuje především ve výrobním úseku, kde méně kvalifikovaní zaměstnanci dávají přednost zaměstnání v nedaleké automobilce. Tento fakt limituje výrobní kapacitu společnosti a společnost je nucena na deficit v pracovní síly reagovat jejím dovezením ze zahraničí, případně nahrazením ruční práce výrobou strojní. Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v celé České republice a v Pardubickém kraji je zobrazen v následující tabulce.

**Tab. 9: Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v ČR a Pardubickém kraji [v %]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ, 2020b)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ČR	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,0	4,0	2,9	2,2	2,9
PaK	4,4	3,6	6,4	7,2	5,6	7,7	8,4	6,4	4,6	3,7	2,7	1,7	2,2

Z uvedené tabulky je patrné, že obecná míra nezaměstnanosti od roku 2012 výrazně poklesla. V Pardubickém kraji je tato míra téměř po celé sledované období nižší než v celé České republice. Během celého posledního sledovaného roku patřil Pardubický kraj mezi kraje s nejnižší nezaměstnaností. V okrese Ústí nad Orlicí, ve kterém má společnost ADOR CZ s.r.o. výrobní závod, je nezaměstnanost nejnižší v rámci celého Pardubického kraje (a desátá nejnižší v celé ČR). Ke konci roku 2019 činil podíl nezaměstnaných osob pouhých 1,84 % (Český statistický úřad, 2020b).

Dalším faktorem, který má vliv na rozvoj podniku je vývoj inflace v ČR. Růst cenové hladiny ovlivňuje u společnosti především vstupní ceny spotřebního materiálu, ale také výše mezd. Tyto uvedené zvýšené náklady (a mnoho dalších) musí společnost promítnout do výsledných cen produktů. Pokud tak neučiní, dojde ke snížení zisku společnosti. Vývoj průměrné roční míry inflace v České republice je uveden v následující tabulce.

**Tab. 10: Vývoj inflace v ČR [v %]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ, 2020c)

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8

Vývoj inflace v České republice vykazuje velmi kolísavý vývoj. Průměrná inflace za rok 2019 byla nejvyšší za posledních 7 let.



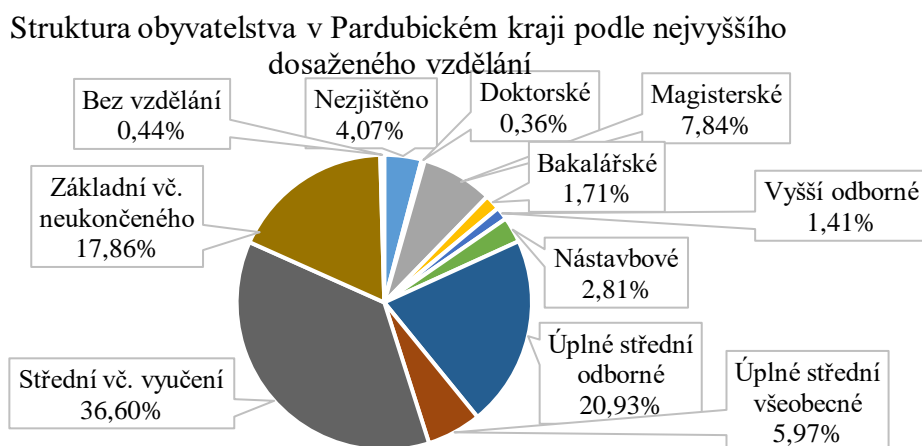
## Sociální faktory

Populace v České republice dlouhodobě roste, od roku 2003 byl tento trend přerušen pouze jednou, a to v roce 2013. K 31. prosinci 2019 měla Česká republika 10 693 939 obyvatel. Za zvyšováním počtu obyvatel stojí kladné saldo zahraniční migrace (kde převažují osoby ve věku od 15 do 34 let), protože u přirozené změny byla bilance záporná. U populace České republiky dochází ke stárnutí, příčinou je zvyšování průměrného věku obyvatelstva a zároveň pokles narozených dětí. Největší přírůstky v počtu obyvatel se koncentrují ve věkové skupině 65 let a více. Počet osob v produktivním věku (15-64 let) má v posledním desetiletí klesající tendenci (Český statistický úřad, 2020d). Tento vývoj je zobrazen v následující tabulce.

**Tab. 11: Podíl produktivní skupina obyvatelstva v ČR a Pardubickém kraji [v %]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ, 2019)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ČR	71,2	71,0	70,6	70,1	69,1	68,4	67,6	67,0	66,3	65,6	65,0	64,5
PaK	70,4	70,3	69,9	69,6	68,7	68,0	67,4	66,7	66,1	65,4	64,8	64,3

Úroveň vzdělání je faktor, který neovlivňuje poptávku po interiérových a vhodových dveřích, ale je to faktor, který ovlivňuje zaměstnanost společnosti. Zaměstnanci, u kterých dochází k vysoké fluktuaci, mají nejčastěji výuční list ze středního odborného učiliště případně dosahují úplného středního odborného vzdělání (maturita). Stálí zaměstnanci mají převážně úplné střední vzdělání s maturitou, případně vzdělání vysokoškolské. Struktura obyvatelstva v Pardubickém kraji podle nejvyššího dosaženého vzdělání v roce 2011 je uvedena na následujícím obrázku.



**Graf 1: Struktura obyvatelstva Pardubického kraje podle nejvyššího dosaženého vzdělání**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ, 2014)

Z grafu je patrné, že právě absolventů s výučním listem je v Pardubickém kraji nejvíce, následují absolventi ze středním odborných škol s maturitou. Společnost ADOR CZ s.r.o. má však zejména těchto zaměstnanců nedostatek.

### **Technologické faktory**

Každá společnost, která chce být úspěšná, si musí uvědomit, že se technologie velmi rychle vyvíjí, proto je důležité, aby společnosti ve svých ziscích počítaly s investicemi do nových technologií a modernizací staršího technického vybavení. Stěžejní výrobní zařízení pro výrobu dveří mají spíše dlouhodobou životnost a nevyžadují tak časné investice. Důležitý je vzhled dveří a kování, u kterých je nutné sledovat měnící se trend a přání zákazníků. Kromě investic do hmotného majetku je důležité modernizovat i nehmotný majetek společnosti.

Oceňovaná společnost se zabývá zejména výrobou speciálních dveří, jako jsou například kouřotěsné, zvukotěsné, bezpečnostní, protipožární a protiradiační (olověné). Pro tyto dveře platí speciální požadavky, jako je funkce požárního uzávěru, nezbytně nutná doba požární odolnosti a materiál, ze kterého jsou dveře zhotoveny. Doba požární odolnosti dveří čili doba, po kterou je oheň dveřmi zadržena, se dělí podle počtu minut, a to od patnácti do sto osmdesáti. Tyto parametry poté musí společnost splnit u protipožární zkoušky, a tím dostane daná dveřní konstrukce atest – písemné osvědčení vlastností výrobku. Tyto atesty jsou poté platné pouze v konkrétní zemi, ve které byly vykonány zkoušky, a na určitou dobu. Většinu certifikátu má společnost ADOR CZ s.r.o. platných pro ČR, nějaké i pro Slovensko. Společnost disponuje např. těmito certifikáty dveří:

- certifikát na dřevěné lisované dveře ADORY,
- certifikát na ocelové dveře ADORY OP I,
- certifikát na dřevěné okna a balkonové dveře jednoduché ADORY – EURO 68,
- certifikát na dřevěné dveře ve skryté hliníkové zárubni FORTIUS – EI 30 (ADOR CZ s.r.o., 2020b).

V roce 2018 byla společnosti schválena Ministerstvem průmyslu a obchodu dotace na zkoušky požárně technických a mechanických vlastností dveří a oken v rámci dotačního programu „Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost – program Inovační

vouchery“ v celkové částce 825 tis. Kč (Výroční zpráva společnosti ADOR CZ s.r.o., 2018).

### **3.2.3 Porterův model pěti konkurenčních sil**

Druhou analýzou makrookolí je Porterův model, který zkoumá konkurenční prostředí. Model se skládá z pěti faktorů: vyjednávací síly zákazníků, vyjednávací síly dodavatelů, hrozby vstupu nových konkurentů, hrozby substitutů a rivality firem působících na daném trhu.

#### **Stávající konkurence**

Konkurence je velmi důležitou částí Porterova modelu pěti konkurenčních sil, kterou by měla společnost neustále sledovat. U konkurentů by se měla zaměřit na změny cen, služby poskytované zákazníkům, výrobní postupy, marketing apod. Jak již bylo zmíněno, společnost ADOR CZ s.r.o. se zaměřuje na výrobu a montáž dveří a zárubní, což spadá dle odvětvové klasifikace ekonomických činností do CZ NACE 16.23 – výroba ostatních výrobků stavebního truhlářství a tesařství. K tomuto odvětví bylo v České republice v roce 2018 registrováno 29 103 jednotek a meziročně dochází k jejich nárůstu (Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2019b). Výrobě dveří a zárubní se v České republice věnuje několik firem. Jako příklad můžeme uvést: ADOR CZ s.r.o., BB kovo s.r.o., PPI - protipožární dveře s.r.o., TOPDOORS, s.r.o., SAPELI a.s., Masonite CZ, spol. s r.o., SEPOS, spol. s r.o., MONTKOV, spol. s r.o., SOLODOOR a.s., CARMAN-DOORS, s.r.o. a GERBRICH s.r.o. Na výrobu atypických speciálních dveří se však zaměřuje jen několik firem, kromě společnosti ADOR CZ s.r.o., je to společnost např. GERBRICH s.r.o.

Za největšího konkurenta považuje společnost ADOR CZ s.r.o. společnost GERBRICH s.r.o., a to zejména z důvodu, že se tato společnost z větší části zaměřuje také na výrobu atypických dveří. Kdežto u zbývajících uvedených společností převažuje výroba typových dveří, které jim umožňují sériovou výrobu. Ve finanční analýze budou výsledky námi sledované společnosti komparovány s třemi hlavními konkurenty, kterými jsou CARMAN-DOORS, s.r.o., GERBRICH s.r.o. a SOLODOOR

a.s. Ve výrobě typových interiérových dveří má sledovaná společnost větší množství konkurentů, včetně hobbymarketů, se kterými nedokáže držet krok, zejména v oblasti ceny. Naopak velkou konkurenční výhodou společnosti ADOR CZ s.r.o. je výroba speciálních dveří, ke kterým je nutné mít splněné atesty, podle požadavků zákazníka.

Přestože přímých konkurentů nabízejících totožný produkt (speciální atypické dveře) není v České republice mnoho, musí i tak společnost dbát na vysokou kvalitu svých výrobků, inovaci výrobních technologií a spolehlivost dodávek.

### **Hrozba substitutů**

Substituty v ekonomii představují takové výrobky, které je vzájemně možné nahradit. K tomuto nahrazení může docházet z různých důvodů například cenových, změny preferencí, změny trendů apod. U dveří zatím přímý konkurent neexistuje, vyjma textilních a korálkových závěsů, které ale nespĺňují důležité funkce dveří. Navíc, jak již bylo zmíněno, společnost se zaměřuje na výrobu speciální dveří, a to zejména protipožárních, bezpečnostních, zvukotěsných, kouřotěsných a protiradiačních. Pro výrobu těchto dveří je nutné mít atest – písemné osvědčení vlastností výrobku. Tyto atesty dostane daná dveřní konstrukce po úspěšném vykonání protipožární zkoušky, které se provádí v akreditovaných zkušebnách k tomu určených v České a Slovenské republice. Ředitel společnosti na základě zakázek vymýšlí unikátní dveře, které poté ve Slovensku páli, aby získal potřebné atesty, a tím mohlo dojít k rozšíření nabízeného sortimentu. Pro mnoho typů dveří má tedy společnost ADOR CZ s.r.o. jako jediná v ČR certifikaci. Vzhledem k tomu, že v mnoha objektech je zákonem či vyhláškou stanovená povinnost mít tyto speciální dveře, nelze je nahradit obyčejnými dveřmi. Z tohoto pohledu pro analyzovaný podnik substituty nepředstavují téměř žádné riziko.

### **Vyjednávací síla zákazníků**

Odběratelé společnosti jsou z poloviny tvořeny běžnými obyvateli a z poloviny obchodními společnostmi, které výrobky přeprodávají dál. Žádný z odběratelů v minulých letech nepřekročil 10 % podíl na celkovém objemu zakázek, nejvíce odběratelů má však sídlo v Pardubickém kraji. Za jediného významného odběratele lze považovat akciovou společnost STAVMAT STAVEBNINY, která je jediným řetězcem,

do kterého společnost ADOR CZ s.r.o. pravidelně dodává své výrobky. Jedná se tedy o mnoho nepravidelných drobných zákazníků z různých oborů, což by mohlo značit jejich slabou vyjednávací sílu, neboť velká vyjednávací síla zákazníků je v případě existence právě jednoho odběratele. Protože však společnost nemá žádné pravidelné odběratele, je nucena neustále shánět nové zákazníky. Při stanovení vyjednávací síly je nutné brát v úvahu to, že mnoho zákazníků uzavírá se sledovanou společností smlouvy o dílo, ve kterých se stanoví pevná cena, dopředu. Skutečná výroba a montáž je pak mnohdy až o rok později a společnost již nemá možnost reagovat na případné zvýšení ceny vstupních materiálů, a tím dochází ke snížení zisku ze zakázky. Dále je nutné uvažovat počty potencionálních dodavatelů pro zákazníky. V případě výroby typových dveří je vyjednávací síla odběratelů vysoká, neboť na trhu existuje velké množství výrobců, kupující tak snadno může přejít ke konkurenci. Naopak v případě výroby speciálních dveří se vyjednávací síla zákazníků snižuje, mnohdy tak společnost ADOR CZ s.r.o. dodává tyto atypické výrobky svým konkurentům. Jedná se např. o společnost SEPOS, spol. s r.o., Masonite CZ, spol. s r.o., CARMAN-DOORS, s.r.o., BB kovo s.r.o. a MONTKOV, spol. s r.o. Společnost své výrobky prodává prostřednictvím obchodních závodů, které se nachází v Dolní Dobrouči, Lanškrouně, Novém Jičíně, Ostravě, Brně a Praze. V současné době má nově zřízený e-shop.

### **Vyjednávací síla dodavatelů**

Výběr dodavatelů je pro společnost velmi důležitý, neboť v případě nespolehlivých dodavatelů může být ohrožena celá zakázka. Pro dodávky klíčových zásob společnost využívá spolehlivých dodavatelů, se kterými spolupracuje již řadu let. Výrazné změny těchto hlavních dodavatelů nelze předpokládat, neboť mají mezi sebou sjednané věrnostní a množstevní slevy a u nového dodavatele by tyto slevy poskytnuty nebyly.

Mezi hlavní dodavatele vstupního materiálu můžeme zařadit společnost BB kovo (ocelové dveře), AGC Fenestra (protipožární sklo), Démos trade (pláště na dveře) a ASSA ABLOY Czech & Slovakia (kování). V případě nedostačující výrobní kapacity společnosti ADOR CZ odebírá společnost typové dveře od svých konkurentů, a to GERBRICH, MONTKOV, CARMAN-DOORS a LIBROS.

## **Hrozba vstupu nových konkurentů**

Tato hrozba provází podnikání téměř na všech trzích. Odvětví výroby dveří a zárubní, představuje odvětví s velkou konkurencí, které nemá legislativní omezení, ve smyslu nutných licencí a nutných povolení. Možné bariéry vstupu lze spatřit ve vysoké kapitálové náročnosti. Protože se jedná o výrobní odvětví je nezbytné mít k dispozici výrobní či skladovací prostor a výrobní stroje a zařízení. Kromě této prvotní investice je nutné v průběhu času modernizovat a následovat tak nejnovější trendy a technologie ve výrobě dveří. Pro výrobu a prodej speciálních dveří (protipožární, protiradiační, protihlukové apod.) na českém trhu je výrobce povinen splnit zkoušky na specializovaných pracovištích v ČR nebo SR., to představuje velkou bariéru vstupu na tento konkrétní trh. Z tohoto důvodu se snižuje i hrozba vstupu zahraničních firem.

### **3.2.4 McKinseyho 7S analýza**

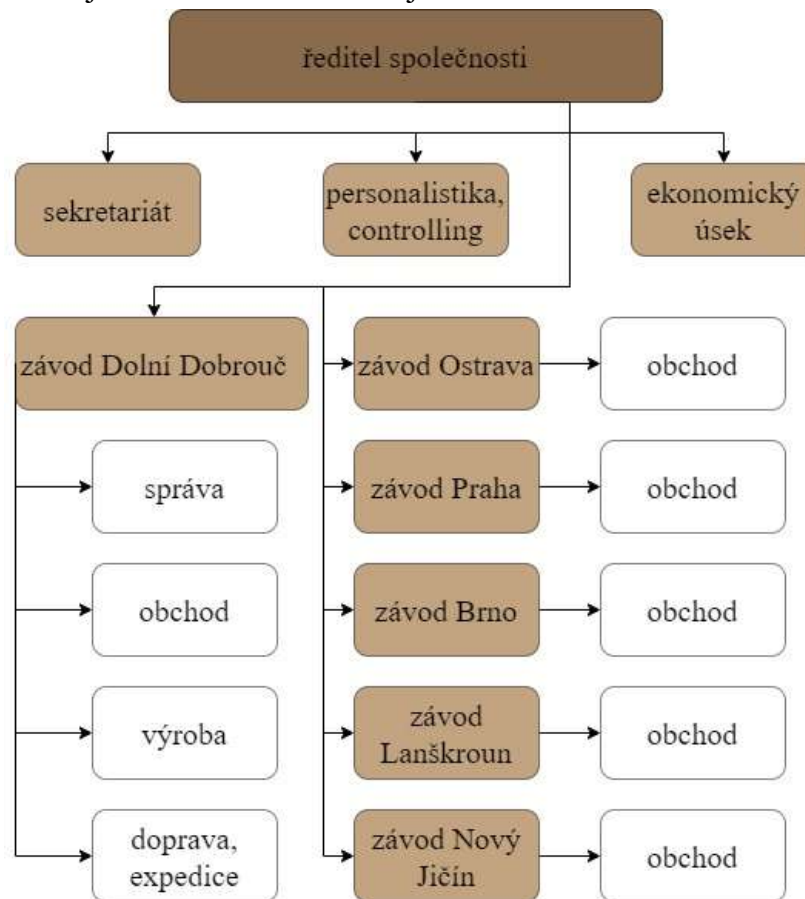
Pro hodnocení mikrookolí podniku bude použit Model 7S firmy McKinsey. Ten pohlíží na podnik jako na množinu sedmi faktorů, které se navzájem ovlivňují. Jde o strategii, strukturu, systémy řízení, styl vedení, spolupracovníky, schopnosti a sdílené hodnoty.

#### **Strategie**

Při tvorbě strategie společnost čerpá ze svých cílů, kde je hlavní myšlenkou budovat značku ADOR jako úspěšnou, odlišující se od konkurence, s vynikající kvalitou produktů a poskytující kvalitní služby. Společnosti si dále klade za cíl získávání nových zakázek, které budou pro společnost přínosné z hlediska zabezpečení plynulého výrobního procesu, peněžního toku a optimálního výnosu zakázky. Důležitým cílem společnosti je také udržení stávajícího tržního podílu, který požaduje krátké termíny dodání v odpovídající kvalitě včetně zajištění servisu. Klíčovým prvkem pro splnění tohoto cíle je vlastní výroba, spolu s možností kontroly kvality výroby uzávěrů v souladu s vlastnictvím certifikačních protokolů na výrobu speciálních uzávěrů.

## Struktura

Společnost ADOR CZ s.r.o. byla založena jako rodinný podnik s jediným společníkem, který je zároveň jednatelem. Ten má pod sebou stabilní okruh lidí, kteří zabezpečují chod celé společnosti, jedná se o ekonomický úsek, personalistiku a controlling a sekretariát. Tyto činnosti jsou soustředěny v sídle společnosti, tedy v Lanškrouně. Kromě výše uvedených se zde nachází ještě obchod. Další obchodní závody jsou umístěny v Ostravě, Novém Jičíně, Brně, Praze, Ostravě a Dolní Dobrouči. Poslední uvedený je také jediným výrobním závodem společnosti, který disponuje vlastními středisky, a to správou v čele s ředitelkou závodu, obchodu, výrobou a dopravou, která zajišťuje rozvoz výrobků jak ke konečným zákazníkům, tak i do jednotlivých obchodních závodů. Organizační struktura společnosti je znázorněna na následujícím obrázku.



**Obr. 3: Organizační struktura společnosti ADOR CZ, s.r.o.**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

## **Systémy řízení**

Společnost pro řízení zakázek ve výrobě dveří využívá specializovaný software SunDoors. Značná část informací o průběhu zakázky je předávána prostřednictvím ústních informací nebo prostřednictvím záznamu na výrobním příkazu, který je v listinné podobě. Pro dosažení potřebné kvality řízení a organizace výroby je však nutné tento systém rozšířit, aby umožňoval tzv. „online“ sledování průchodu zakázky jednotlivými pracovišti včetně sledování operací, pracovních výkonů a spotřebě materiálu na zakázku. Současné řízení výroby s sebou nese řadu problémů: výrobní dokumentace musí procházet procesem výroby společně s dveřmi, je obtížné sledovat aktuální stav zakázky, kalkulování stavu výroby s ohledem na aktuální materiálové a mzdové náklady na konkrétní zakázku je náročné, musí se ručně vypisovat a kontrolovat stav zakázky. Dále společnost využívá informační systém ENTRY od společnosti HJ SOFT, s.r.o., ve kterém využívá 8 základních modulů: účetnictví, prodej, nákup, sklad, zakázky, majetek, mzdy a správce. Ty slouží pro všechny pracovníky firmy (kancelářské), ale každý uživatel má zpřístupněnou jen tu oblast, kterou pro svoji práci potřebuje.

## **Styl vedení**

Jak je patrné z obrázku č. 3, v čele společnosti stojí ředitel společnosti (majitel, jediný společník), který řídí veškerá oddělení. Závod v Dolní Dobrouči má jako jediný závod svoji ředitelku (výrobního závodu), která má na starost chod tohoto závodu. Komunikace mezi ředitelem a touto ředitelkou probíhají převážně osobně, a jde zejména o demokratický styl vedení. Pod ředitelku výrobního úseku stojí vedoucí výroby a mistr výroby. Mezi nimi probíhá komunikace výhradně ústně převážně demokratickým stylem. Vedoucí výroby a mistr mají pak na starost chod výroby a veškeré zaměstnance výroby, v komunikaci s nimi je uplatňována kombinace direktivního a demokratického přístupu. Komunikace mezi ředitelem společnosti a jednotlivými obchodními odděleními (vyjma toho v Lanškrouně) probíhá telefonicky, výjimečně osobně. Se závodem v Lanškrouně, kde se nachází i sekretariát, personalistika a ekonomický úsek, komunikuje ředitel výhradně osobně a upřednostňuje demokratický styl vedení. Všichni zaměstnanci mají možnost vyjádřit své názory na pravidelných poradách, které probíhají jednou měsíčně.



## **Spolupracovníci**

Lidé patří mezi nejdůležitější zdroje ve společnosti. V současné době společnost zaměstnává 65 zaměstnanců, vztahy mezi nimi jsou velmi dobré. Protože se jedná o malý podnik, panuje zde přátelská atmosféra. Klíčoví zaměstnanci působí v podniku od jeho založení, jedná se zejména o kancelářské pracovníky – účetní, ekonomka, pracovníci obchodního a reklamačního oddělení (zejména jde o pracovníky v Dolní Dobrouči a Lanškrouně). Od počátku působila ve společnosti také jediná ředitelka výrobního závodu, minulý rok však odešla do starobního důchodu a byla přijata nová. Naopak ve výrobním úseku můžeme zaznamenat vysokou fluktuaci zaměstnanců, ale i zde najdeme pár stabilních zaměstnanců.

## **Schopnosti**

Potřebná specializace zaměstnanců se liší podle úseku, na kterém pracují. U pracovníků výroby jde především o manuální zručnost a ochotu učit se novým věcem. Odborné znalosti z oboru nejsou požadovány. Pracovníci dopravy musí vlastnit řidičské oprávnění. Pracovníci obchodního oddělení by měli disponovat komunikačními schopnostmi s lidmi. U kancelářských pracovníků je zapotřebí odborných znalostí. Především ti z ekonomického úseku pravidelně absolvují školení a nejrůznější kurzy. Všichni zaměstnanci se musí pravidelně účastnit povinného bezpečnostního školení.

## **Sdílené hodnoty**

Zaměstnanci společnosti jsou seznámeni se stanovenými cíli a podnikovou strategií, ke které svým naplněním úkolů vedou. Zaměstnanci by tedy svým chováním měli usilovat o jejich splnění. Na pracovišti panuje přátelská atmosféra, která přispívá k jejich lepšímu výkonu.

### **3.3 Finanční analýza podniku**

V této části diplomové práce bude zhodnocena finanční situace společnosti ADOR CZ s.r.o. za pomoci vybraných metod finanční analýzy. Tento krok je klíčovým momentem pro stanovení hodnoty podniku, neboť se dozvíme, jak se společnost vyvíjela.

Finanční analýza bude provedena za pětileté období předcházející roku stanovení hodnoty podniku, tedy pro roky 2014-2018. Vybrané ukazatele budou porovnány s hlavními konkurenty a oborovým průměrem. Data do této analýzy jsou čerpána z účetních výkazů, které jsou společnosti povinny zveřejňovat, a také z údajů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, které zveřejňuje finanční analýzu podnikové sféry pro jednotlivé roky. Účetní výkazy společnosti ADOR CZ s.r.o. za roky 2014-2018 jsou u vedeny v příloze č. 1 a 2.

### **3.3.1 Představení konkurenčních podniků**

Ve finanční analýze budou hodnoty poměrových ukazatelů oceňovaného podniku porovnány kromě oborového průměru také s jeho hlavními konkurenty. Po konzultaci s vedením podniku byly vybrány tyto konkurenční společnosti: GERBRICH s.r.o., CARMAN-DOORS, s.r.o. a SOLODOOR a.s. Nejbližší sortiment oceňované společnosti nabízí první zmíněná společnost, která prodává půl na půl typové dveře a dveře dle požadavků zákazníka. Zbylé dvě společnosti vyrábí především typové dveře, které jim umožňují sériovou výrobu. Zakázková výroba vyžaduje delší čas na výrobu.

**GERBRICH s.r.o.** – společnost se sídlem ve Velkých Opatovicích byla založena v roce 2005. Rodinná tradice truhlářského řemesla rodu Gerbrichů však sahá až do roku 1897. Současná společnost se zabývá výrobou interiérových, protipožárních a bezpečnostních dveří včetně obložkových zárubní (GERBRICH s.r.o.).

**CARMAN-DOORS, s.r.o.** – jde o českou společnost se sídlem v Ostravě zabývající se výrobou, prodejem a montáží interiérových, protipožárních a celodřevěných dveří, která působí na trhu od roku 1946. Dodává jak do obchodních řetězců, tak i jednotlivým stavebníkům (Výroční zpráva společnosti CARMAN-DOORS, s.r.o. za rok 2018).

**SOLODOOR a.s.** – společnost byla založena v roce 1997 jako nástupnická organizace divize Dřevařské výroby SOLO Sušice, a.s. Sídlo má tedy v Sušici. Díky své letité působnosti se v současné době řadí k největším českým firmám zabývajícím se výrobou interiérových dveří a obložkových zárubní. Úspěšně expanduje také na zahraniční trhy, zejména do střední a východní Evropy (SOLODOOR a.s.).

### 3.3.2 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů je základem finanční analýzy, dělí se na horizontální a vertikální analýzu. Horizontální analýza vyjadřuje meziroční změny jednotlivých položek účetních výkazů. Změny budou vyjádřeny jak v absolutních hodnotách – v tisících korunách českých, tak v relativních hodnotách – v procentech. Vertikální analýza pak znázorňuje procentuální podíl jednotlivých položek účetních výkazů ke zvolené základně. V případě analýzy rozvahy jsou to celková aktiva a pasiva. Základnu vertikální analýzy výkazu zisku a ztrát v této práci tvoří čistý obrat. V následujícím textu jsou zhodnoceny pouze vybrané položky účetních výkazů. Kompletní horizontální a vertikální analýzy rozvahy i výkazu zisku a ztráty jsou uvedeny v přílohách 3, 4 a 5. Prázdna buňka v tabulce znamená, že daná položka nebyla v konkrétním roce vykázána. Z uvedené nuly vyplývá, že položka vykázána byla, ale v nízké hodnotě, případně nedošlo k žádné změně.

#### Analýza majetkové části rozvahy

Na úvod analýzy absolutních ukazatelů bude provedena analýza majetkové části rozvahy čili aktiv. Nejprve byla provedena vertikální analýza aktiv, která zobrazuje podíl jednotlivých položek rozvahy na celkových aktivech. Vybrané položky jsou zaznamenány v následující tabulce.

**Tab. 12: Vertikální analýza vybraných položek aktiv [v %]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti ADOR CZ, s.r.o.)

Položka rozvahy	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>33,29</b>	<b>35,72</b>	<b>37,70</b>	<b>42,89</b>	<b>40,86</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek		0,26	0,28	0,74	0,71
Dlouhodobý hmotný majetek	33,29	35,47	37,42	42,15	40,15
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>66,59</b>	<b>63,73</b>	<b>62,00</b>	<b>56,94</b>	<b>58,41</b>
Zásoby	16,82	16,68	21,12	22,36	24,13
Dlouhodobé pohledávky	3,72	3,90	3,95	4,30	2,79
Krátkodobé pohledávky	45,79	42,62	36,27	29,75	30,96
Peněžní prostředky	0,26	0,53	0,66	0,53	0,54
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>0,12</b>	<b>0,55</b>	<b>0,30</b>	<b>0,17</b>	<b>0,72</b>

Následně byla realizována horizontální analýza aktiv. Vypočítané hodnoty změn vybraných položek aktiv rozvahy jsou zobrazeny v následující tabulce.

**Tab. 13: Horizontální analýza vybraných položek aktiv**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka rozvahy	Meziroční změna							
	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>7 748</b>	<b>9,98</b>	<b>-2 980</b>	<b>-3,49</b>	<b>1 664</b>	<b>2,02</b>	<b>8 241</b>	<b>9,81</b>
<b>DM</b>	<b>4 659</b>	<b>18,04</b>	<b>564</b>	<b>1,85</b>	<b>4 985</b>	<b>16,05</b>	<b>1670</b>	<b>4,63</b>
DNM	219	0,00	8	3,65	393	173,13	39	6,29
DHM	4 440	17,19	556	1,84	4 592	14,90	1631	4,60
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>2 716</b>	<b>5,26</b>	<b>-3 323</b>	<b>-6,11</b>	<b>-3 221</b>	<b>-6,31</b>	<b>6050</b>	<b>12,64</b>
Zásoby	1 184	9,07	3 164	22,23	1 396	8,02	3473	18,48
Dl. pohledávky	444	15,38	-78	-2,34	358	11,01	-1038	-28,75
Kr. pohledávky	841	2,37	-6 506	-17,88	-4 875	-16,32	3565	14,26
Peněžní prostředky	247	122,28	97	21,60	-100	-18,32	50	11,21
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>373</b>	<b>392,63</b>	<b>-221</b>	<b>-47,22</b>	<b>-100</b>	<b>-40,49</b>	<b>521</b>	<b>354,42</b>

Z předešlých tabulek můžeme vyčíst, že hodnota celkových aktiv byla po celé sledované období rostoucí, s výjimkou roku 2016, kdy došlo k poklesu. K nejvýraznější procentuální změně došlo z roku 2014 na 2015, kdy se celková aktiva zvýšila o 9,98 % (7 747 tis. Kč). Tento markantní nárůst byl způsobem především nedokončením investic do strojů (položka rozvahy: Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek). Tyto stroje byly uvedeny do provozu až v roce 2016, konkrétně se jednalo o velkoplošnou dělicí pilu Sigma Prima, obráběcí centrum CNC a vakuový manipulátor. Z tohoto důvodu došlo v roce 2016 k poklesu nedokončeného majetku a k navýšení hmotných movitých věcí. Tyto skutečnosti můžeme zahrnout do první etapy obnovy strojního vybavení společnosti. V roce 2015 byl také pořízen nový software k CNC. Druhá velká investice do DNM proběhla v roce 2017, kdy byla zakoupena licence na vzdálenou plochu, aby došlo k propojení všech počítačů. Druhá etapa obnovy strojů započala v tomtéž roce, kdy byla zaplacená záloha na pořízení olepovačky, proto došlo k nárůstu dlouhodobého hmotného majetku, resp. i celkového dlouhodobého majetku. Tato olepovačka byla zařazena do provozu v roce 2018. V tomtéž roce byla realizována třetí etapa obnovy a modernizace strojního vybavení a byly pořízeny stroje v hodnotě 4 522 tis. Kč (balící stroj, vysokozdvizný vozík, briketovací lis aj.). Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve sledovaném období rostl, vyjma posledního sledovaného roku. Téměř celý

dlouhodobý majetek byl tvořen dlouhodobým hmotným majetkem, a to konkrétně stavbami. Jejich podíl se však po celé sledované období snižoval, naopak docházelo k nárůstu podílu hmotných movitých věcí, zejména v letech realizace modernizace strojů a nákupu jednotných automobilů Hyundai.

Nejvyšší absolutní změnu celkových aktiv jsme zaznamenali z roku 2017 na 2018, kdy vzrostla o 8 241 tis. Kč. Tato změna byla způsobena zejména nárůstem oběžných aktiv, kdy došlo k nárůstu nedokončené výroby a krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. Nedokončená výroba vykazuje růst po celé období, je to zejména proto, že stavby nejsou pro dodávku dveří připravené, a proto není možné zakázky dokončit. Oběžná aktiva tvořila největší část aktiv, jejich procentuální podíl však ve sledovaném období klesal vyjma roku 2018, kdy došlo k mírnému nárůstu. Jejich hodnoty však vykazovaly velmi kolísavý vývoj. V první sledované meziroční změně hodnota vzrostla z důvodu zvýšení zásoby materiálu, v následujících dvou letech jsme zaznamenaly pokles, který byl vyvolán poklesem krátkodobých pohledávek. Pokles pohledávek v roce 2016 o 6500 tis. Kč (z toho 637 tis. Kč bylo odepsáno do nákladů z důvodu nedobytnosti) byl částečně vykompenzován růstem zásob o 3 300 tis. Kč (konkrétně materiálu). Nárůst zásob je možné zaznamenat i na narůstajícím podílu celkových aktivech. V roce 2017 poklesly krátkodobé pohledávky téměř o 5 000 tis. Kč. Podíl pohledávek na celkových aktivech (krátkodobých + dlouhodobých) se po celé sledované období snižoval.

Časové rozlišení bylo po celé sledované období kolísavé a bylo tvořeno především časovým rozlišením zaplaceného pojištění.

### **Analýza finanční části rozvahy**

Po analýze majetkové části rozvahy byla provedena horizontální a vertikální analýza finanční struktury rozvahy, resp. pasiv. Nejprve, stejně jako tomu bylo u aktiv, byl stanoven procentuální podíl jednotlivých položek pasiv na bilanční sumě, který je pro vybrané položky zaznamenán do následující tabulky.

**Tab. 14: Vertikální analýza vybraných položek pasiv [v %]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka rozvahy	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>36,75</b>	<b>37,98</b>	<b>35,54</b>	<b>35,38</b>	<b>35,08</b>
Základní kapitál	0,13	0,12	0,12	0,12	0,11
Ážio a kapitálové fondy	8,32	7,57	8,08	7,92	7,22
VH minulých let	31,12	25,72	22,56	26,79	24,89
VH běžného účetního období	-2,83	4,57	4,78	0,54	2,86
<b>Cizí zdroje</b>	<b>62,61</b>	<b>61,35</b>	<b>63,88</b>	<b>64,49</b>	<b>64,35</b>
Dlouhodobé závazky	16,82	20,19	23,80	24,45	24,18
Krátkodobé závazky	45,79	41,16	40,08	40,04	40,17
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,64</b>	<b>0,66</b>	<b>0,58</b>	<b>0,13</b>	<b>0,58</b>

Po vertikální analýze pasiv byla provedena horizontální analýza pasiv, jejíž vybrané hodnoty jsou zaznamenány v následující tabulce.

**Tab. 15: Horizontální analýza vybraných položek pasiv**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka rozvahy	Meziroční změna							
	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>7 748</b>	<b>9,98</b>	<b>-2 980</b>	<b>-3,49</b>	<b>1 664</b>	<b>2,02</b>	<b>8 241</b>	<b>9,81</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>3 903</b>	<b>13,69</b>	<b>-3 146</b>	<b>-9,70</b>	<b>457</b>	<b>1,56</b>	<b>2 636</b>	<b>8,87</b>
Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Ážio a kapitálové fondy	0	0,00	200	3,10	0	0,00	0	0,00
VH minulých let	-2 196	-9,09	-3 376	-15,37	3 934	21,17	457	2,03
VH běžného účetního období	6 099	277,86	30	0,77	-3 477	-88,38	2 179	476,81
<b>Cizí zdroje</b>	<b>3 776</b>	<b>7,77</b>	<b>254</b>	<b>0,49</b>	<b>1 575</b>	<b>2,99</b>	<b>5 184</b>	<b>9,56</b>
Dlouhodobé závazky	4 177	31,99	2 375	13,78	937	4,78	1 764	8,59
Krátkodobé závazky	-401	-1,13	-2 121	-6,04	638	1,93	3 420	10,16
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>69</b>	<b>13,86</b>	<b>-88</b>	<b>-15,52</b>	<b>-368</b>	<b>-76,83</b>	<b>421</b>	<b>379,28</b>

Z předešlé tabulky je patrné, že vývoj vlastního kapitálu i cizích zdrojů téměř kopíroval vývoj celkových pasiv. Po celé sledované období zaujímaly největší podíl cizí zdroje (od 61,35 % do 64,49 %). Poměr mezi cizími a vlastními zdroji byl udržován přibližně ve stejné výši. Vlastní kapitál byl determinován především výsledkem hospodaření minulých let, jehož procentní zastoupení na hodnotě celkových pasiv se pochybuje

v rozmezí 24,89-31,12. Záporný podíl výsledku hospodaření v roce 2014 je způsoben vykazovanou ztrátou, na které se velkou měrou podílely vytvořené opravné položky na nesplacené pohledávky. V roce 2016 došlo k poklesu VH minulých let, přestože VH roku 2015 byl kladný. Bylo to způsobeno fúzí se společností STAVBY APPL CZ s.r.o., která se uskutečnila k 1.1.2016 a společník společnosti ADOR CZ s.r.o. rozhodl, že nerozdělená ztráta minulých období společnosti STAVBY APPL CZ s.r.o. se po této fúzi převede na nerozdělný zisk minulých let. V tomtéž roce byly navýšeny kapitálové fondy o základní kapitál fúzované společnosti. Výsledek hospodaření běžného účetního období vykazoval ve sledovaném období velmi kolísavý průběh, v roce 2015 došlo k jeho rapidnímu nárůstu, bylo tomu zejména proto, že v roce 2014 společnost vykazovala ztrátu. Podíl základního kapitálu na celkových pasivech ve sledovaném období klesal, protože nedošlo k jeho navýšení a bilanční suma se během sledovaných let zvýšila.

U cizích zdrojů docházelo během celého sledovaného období k nepravdělnému nárůstu. Krátkodobé závazky tvořily největší část cizích zdrojů (zaujímalý přibližně 40 % hodnoty celkových pasiv, ale podíl klesal). V první polovině sledovaného období docházelo ke snižování jejich hodnoty, naopak v druhé polovině hodnota narůstala. Na této hodnotě se zhruba stejnou měrou podílely závazky k úvěrovým institucím a krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Růst cizích zdrojů byl velkou měrou zapříčiněn růstem dlouhodobých závazků, jejichž podíl na celkových pasivech v období rostl. Nárůst hodnoty o 32 % (o 4 177 tis. Kč) z roku 2014 na 2015 byl způsoben čerpáním investičního úvěru od ČSOB, a.s. na pořízení čtyř nových strojů vyjmenovaných výše. Další nárůst dlouhodobých závazků k úvěrovým společnostem můžeme zaznamenat v roce 2018, kdy byl získán úvěr od ČMZRB a.s. v programu EXPANZE na realizaci třetí etapy obnovy a modernizace strojního vybavení společnosti. Největší podíl na dlouhodobých závazcích představovaly jiné dlouhodobé závazky, které jsou tvořeny zejména zápůjčkami fyzických osob.

U časového rozlišení byl zaznamenán kolísavý vývoj. Je tvořeno pouze výdaji příštích období (vyjma roku 2018, kdy jsou navíc vykazovány výnosy příštích období – vydané faktury s realizací v následujícím roce), což jsou nevyfakturované dodávky, které jsou účtovány do nákladů v období, se kterým věcně a časově souvisí.

## Analýza výkazu zisku a ztráty

Po provedené analýze stavových ukazatelů přišla na řadu analýza tokových ukazatelů, tedy analýza výkazu zisku a ztráty. Nejprve byla, stejně jako v předešlé části, provedena vertikální analýza. Jako základna byl stanoven čistý obrat za účetní období a výsledky vybraných položek jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tab. 16: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty [v %]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka výkazu zisku a ztráty	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby z prodeje výrobků a služeb	99,77	99,52	98,59	98,47	98,32
Tržby za prodej zboží			0,79	0,95	0,81
Výkonová spotřeba	76,58	76,38	72,80	75,69	73,33
Změna stavu zásob vlastní činnosti	1,32	-0,40	-1,00	-1,74	-1,95
Aktivace (-)	-2,37	-2,59	-2,64	-2,19	-1,59
Osobní náklady	20,49	19,70	21,59	22,93	21,88
Úpravy hodnot v provozní oblasti	3,15	1,25	2,63	2,41	3,27
Ostatní provozní výnosy	0,14	0,35	0,53	0,35	0,82
Ostatní provozní náklady	1,62	1,11	1,87	1,38	1,80
<b>Provozní VH</b>	<b>-0,87</b>	<b>4,43</b>	<b>4,67</b>	<b>1,28</b>	<b>3,20</b>
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,08	0,08	0,06	0,05	0,04
Nákladové úroky a podobné náklady	0,80	0,72	0,64	0,68	0,75
Ostatní finanční výnosy	0,01	0,05	0,03	0,19	0,00
Ostatní finanční náklady	0,39	0,26	0,24	0,40	0,18
<b>Finanční VH</b>	<b>-1,10</b>	<b>-0,85</b>	<b>-0,80</b>	<b>-0,84</b>	<b>-0,88</b>
<b>VH před zdaněním</b>	<b>-1,97</b>	<b>3,58</b>	<b>3,87</b>	<b>0,44</b>	<b>2,33</b>
Daň z příjmu	0,03	0,29	0,70	0,07	0,47
<b>VH za účetní období</b>	<b>-2,00</b>	<b>3,29</b>	<b>3,17</b>	<b>0,37</b>	<b>1,86</b>
<b>Čistý obrat za účetní období</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Na závěr analýzy absolutních ukazatelů byla provedena horizontální analýza výkazu zisku a ztráty. Změny vybraných položek ve sledovaném období jsou znázorněny v následující tabulce



**Tab. 17: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka výkazu zisku a ztráty	Meziroční změna							
	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
Tržby z prodeje výrobků a služeb	8 663	7,9	4 249	3,6	-443	-0,4	17 782	14,6
Tržby za prodej zboží			986	0,0	184	15,7	-22	-1,9
Výkonová spotřeba	6 649	7,9	-295	-0,3	3 357	3,7	10 474	11,2
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-1 919	-133,0	-766	-160,9	-913	-73,5	-609	-28,3
Aktivace (-)	-480	-18,5	-195	-6,3	565	17,3	451	-16,7
Osobní náklady	906	4,0	3 409	14,6	1 594	6,0	2 704	9,5
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-1 977	-57,2	1 778	120,0	-277	-8,5	1 662	55,7
Ostatní provozní výnosy	266	175,0	243	58,1	-230	-34,8	734	170,3
Ostatní provozní náklady	-464	-26,1	1 008	76,8	-609	-26,2	849	49,6
<b>Provozní VH</b>	<b>6 214</b>	<b>648,0</b>	<b>539</b>	<b>10,3</b>	<b>-4 206</b>	<b>-72,6</b>	<b>2 963</b>	<b>186,6</b>
Výnosové úroky	10	11,8	-26	-27,4	-12	-17,4	5	8,8
Nákladové úroky	-25	-2,9	-58	-6,8	52	6,6	215	25,4
Ostatní finanční výnosy	47	470,0	-24	-42,1	205	621,2	-231	-97,1
Ostatní finanční náklady	-112	-26,4	-15	-4,8	193	64,8	-236	-48,1
<b>Finanční VH</b>	<b>194</b>	<b>16,1</b>	<b>23</b>	<b>2,3</b>	<b>-52</b>	<b>-5,3</b>	<b>-205</b>	<b>19,7</b>
<b>VH před zdaněním</b>	<b>6 408</b>	<b>296,0</b>	<b>562</b>	<b>13,2</b>	<b>-4 258</b>	<b>-88,6</b>	<b>2 758</b>	<b>504,2</b>
Daň z příjmu	309	1 030	532	156,9	-781	-89,7	579	643,3
<b>VH za účetní období</b>	<b>6 099</b>	<b>277,9</b>	<b>30</b>	<b>0,8</b>	<b>-3 477</b>	<b>-88,4</b>	<b>2 179</b>	<b>476,8</b>

Z provedené vertikální analýzy je možné vyčíst, že hlavní výnosovou položku tvoří tržby z prodeje výrobků a služeb, tato skutečnost je potvrzením uváděné informace, že společnost ADOR CZ s.r.o. je výrobní společností. V první dvou sledovaných letech měly tržby z prodeje výrobků a služeb rostoucí tendenci, následující rok došlo k mírnému poklesu. V posledním roce tržby opět vzrostly, a to o konkrétně 17 782 tis. Kč na konečných 139 669, což bylo maximum ve sledovaném období. Přestože hodnota tržeb za výrobky a služby dosahovala v posledním roce svého maxima, podíl na čistém obratu byl nejnižší. Bylo tomu zejména protože došlo k nárůstu ostatních provozních výnosů, a tím i zvýšení výchozí základny. Prodejem zboží se společnost zabývá velmi okrajově, a v prvních dvou sledovaných letech se dokonce neuskutečnil vůbec

Za povšimnutí stojí, že vyjma prvního a posledního roku nekorespondoval vývoj výkonové spotřeby s vývojem tržeb. Zejména rozdíl v roce 2017 je nutné věnovat pozornost, protože tržby mírně poklesly (o 443 tis. Kč), ale výkonová spotřeba vzrostla o 3 357 tis. Kč. Důvodem byl především nárůst cen vstupních materiálů. Tento fakt se negativně projevil na výsledku hospodaření za účetní období, který poklesl o 3 477 tis. Kč. Taktéž tato skutečnost způsobila nárůst podílu výkonové spotřeby na čistém obratu v jinak klesajícím trendu. Společnost na to zareagovala vydáním nového ceníku, který pravidelně aktualizuje. K opačnému rozdílu došlo v předešlém roce, kdy hodnota tržeb za vlastní výrobky vzrostla a hodnota výkonové spotřeby mírně poklesla. Nejvyšší položku výkonové spotřeby představovala spotřeba materiálu, která zaujímala přibližně 60 % celkových tržeb. Osobní náklady vykazovaly ve sledovaném období růstový trend, ale přepočtený počet zaměstnanců do roku 2016 klesal. Nákladové úroky v roce 2018 vzrostly o 25 %, důvodem bylo zvýšení PRIBOR sazby, na kterou jsou vázány úvěry.

Kromě roku 2014 byl výsledek hospodaření za účetní období kladný (podíl na celkových tržbách činil od – 2 % do 3,29 %). Vykazovaná ztráta byla důvodem nárůstu VH v roce 2015, který činil téměř 280 %. VH byl tvořen provozním výsledkem hospodaření sníženým o finanční výsledek hospodaření, protože ten byl po celé sledované období záporný.

.

### **3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele se řadí k základním nástrojům finanční analýzy, poskytují rychlý přehled o finančním zdraví podniku. V této podkapitole budou použity ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti. Pro větší vypovídací hodnotu budou jednotlivé výsledky porovnány s oborovým průměrem (CZ-NACE 16 – Zpracování dřeva, výroba dřevěných a příbuzných výrobků, kromě výroby nábytku) a s největšími konkurenty oceňované společnosti.

#### **Ukazatele likvidity**

Jako první z poměrových ukazatelů bude představena likvidita, která vyjadřují schopnost podniku dostát svých krátkodobých závazků. Do krátkodobých závazků jsou zahrnuty

neúročené i úročené závazky. Ukazatele likvidity se člení na okamžitou, pohotovou a běžnou.

### Okamžitá likvidita

Okamžitá likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky pomocí peněžních prostředků, tedy peněz v hotovosti a na běžných účtech. Hodnoty by se měly pohybovat v doporučeném intervalu 0,2-0,5.

**Tab. 18: Okamžitá likvidita**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Okamžitá likvidita	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01
GERBRICH s.r.o.	0,00	0,05	1,22	0,76	0,88
CARMAN-DOORS, s.r.o.	0,01	0,00	0,02	0,14	0,06
SOLODOOR a.s.	1,67	0,46	0,77	0,60	0,27
Oborové hodnoty CZ NACE 16	0,29	0,24	0,29	0,17	0,13

Oceňovaná společnost ADOR CZ s.r.o. vykazuje ze všech sledovaných let vykazuje nejnižší hodnoty okamžité likvidity. Její hodnoty jsou v konstantní výši a zdaleka nedosahují doporučené rozmezí. To značí velmi nízkou hodnotu dostupných peněžních prostředků, které mohou být použity k úhradě krátkodobých závazků. Také se hodnoty společnosti ADOR CZ s.r.o. nacházely hluboko pod oborovým průměrem. Hodnoty oborového průměru měly klesající tendenci a doporučené hodnoty splňovaly pouze do roku 2016. Hodnoty společnosti GERBRICH s.r.o. a CARMAN-DOORS, s.r.o. vykazují velmi kolísavý trend a doporučený interval splnila pouze první zmíněná společnost v letech 2017 a 2018. Hodnoty společnosti SOLODOOR a.s. se nacházejí nad oborovým průměrem a ve třech letech převyšují doporučené hodnoty, dochází u nich však k poklesu.

### Pohotová likvidita

Pohotová likvidita vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva po vyloučení zásob pokrývají krátkodobé závazky. Doporučené hodnoty jsou v rozmezí 1-1,5.

**Tab. 19: Pohotov likvidita**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle uetnch výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Pohotov likvidita	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	1,09	1,14	1,02	0,86	0,85
GERBRICH s.r.o.	2,71	3,25	4,39	3,38	3,81
CARMAN-DOORS, s.r.o.	0,19	0,11	0,12	0,55	0,57
SOLODOOR a.s.	6,45	1,79	2,40	2,21	1,72
Oborov hodnoty CZ NACE 16	1,04	0,88	1,02	0,85	1,03

Oceňování společnost pouze v prvních třech letech splňuje doporuen hodnoty, a dokonce mrn převyšuje oborov hodnoty. Hodnoty společnosti GERBRICH s.r.o. se nacházejí nad doporuenmi hodnotami a převyšují oborov prmer, stejn tak je tomu u společnosti SOLODOOR a.s. Naopak společnost CARMAN-DOORS, s.r.o. nedosahuje doporuench hodnot. Oborov hodnoty dosáhly doporuench hodnot pouze v letech 2014, 2016 a 2018. U všech společnosti můžeme zaznamenat velmi kolsav vývoj.

### Bžn likvidita

Běžná likvidita ráků, kolik oběžn aktiva pokryjí krtkodob závazky. Doporuen hodnoty se pohybují v rozmezí 1,5-2,5.

**Tab. 20: Běžná likvidita**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle uetnch výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Běžná likvidita	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	1,45	1,55	1,55	1,42	1,45
GERBRICH s.r.o.	3,67	4,85	5,92	4,85	5,46
CARMAN-DOORS, s.r.o.	0,34	0,21	0,23	1,02	1,19
SOLODOOR a.s.	11,06	3,01	3,74	3,31	3,14
Oborov hodnoty CZ NACE 16	1,50	1,41	1,56	1,46	1,62

Společnost ADOR CZ s.r.o. vykazovala velmi podobn hodnoty jako oborov prmer, doporuen hodnoty vsak splnila pouze v roce 2015 a 2016. Její hodnoty jsou tmer stabilní. Oborov hodnoty jsou také relativn stabilní, ale doporuen hodnoty splnily pouze ve třech letech. Hodnoty společnosti GERBRICH s.r.o. a SOLODOOR a.s. převyšují doporuen hodnoty více než dvojnsobn a jsou tedy i nad oborovými

hodnotami. Naproti tomu hodnoty společnosti jsou hluboko pod doporučovými a oborovými hodnotami.

### Ukazatele rentability

Jako druhé z poměrových ukazatelů budou představeny ukazatele rentability. Ty ukazují, kolik korun zisku připadá na jednu korunu jmenovatele. Konkrétně se jedná o tyto vybrané ukazatele: rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita vložených aktiv, rentabilita tržeb a rentabilita celkového investovaného kapitálu. Veškeré rentability ohodnocovaného podniku dosahovaly v roce 2014 záporných hodnot, je tomu proto, že podnik vykazoval záporný výsledek hospodaření.

#### Rentabilita vlastního kapitálu

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje efektivnost zhodnocení prostředků vložených do podnikání.

**Tab. 21: Rentabilita vlastního kapitálu [v %]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

ROE [%]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	-7,70	12,04	13,44	1,54	8,14
GERBRICH s.r.o.	8,75	21,51	21,20	13,04	5,52
CARMAN-DOORS, s.r.o.	14,67	13,45	-77,97	-103,65	15,30
SOLODOOR a.s.	0,37	-5,73	1,21	4,09	-1,47
Oborové hodnoty CZ NACE 16	14,12	14,26	24,13	23,90	28,92

Hodnoty oborového průměru vykazovaly rostoucí trend (vyjma roku 2017, kdy došlo k mírnému poklesu), vzrostly z 14,12 % na 28,92 %. Ze sledovaných společností těchto hodnot dosáhl pouze GERBRICH s.r.o. v roce 2015 a společnost CARMAN-DOORS, s.r.o. v roce 2014. Nejvyšších hodnot dosahuje společnost GERBRICH s.r.o., nicméně její hodnoty jsou klesající. Naopak nejnižší hodnoty vykazuje společnost SOLODOOR a.s. V letech, kdy společnost CARMAN-DOORS, s.r.o. vykazovala zisk, dosahovaly její hodnoty podobné výše (od 13,45 % do 15,30 %), nicméně v letech 2016 a 2017 zisk nevytvořila, a proto její hodnoty byly v záporných číslech. Ohodnocovaný podnik vykazoval kolísavé hodnoty (-7,70 % - 13,44 %) hluboko pod oborovým průměrem, v několika letech však vykázal vyšší hodnoty, jak jeho konkurenti.

### Rentabilita aktiv

Rentabilita aktiv poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podniku a měří tedy, jak podnik efektivně využívá svůj majetek. Ukazatel byl počítán z výsledku hospodaření před úroky a daněmi.

**Tab. 22: Rentabilita celkových aktiv [v %]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

ROA [%]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	-1,66	5,97	6,80	1,66	4,73
GERBRICH s.r.o.	8,27	20,90	18,94	11,10	5,10
CARMAN-DOORS, s.r.o.	3,40	3,28	-4,75	-3,00	1,91
SOLODOOR a.s.	0,75	-1,61	2,01	2,47	0,18
Oborové hodnoty CZ NACE 16	9,43	10,72	14,26	14,22	18,87

Oborové hodnoty ve sledovaném období vzrostly z hodnoty 9,43 % na 18,87 %. Hodnoty společnosti ADOR CZ s.r.o. vykazují podobný kolísavý vývoj jako tomu bylo u ROE, a stejně tak jsou hluboko pod oborovým průměrem. Její hodnoty jsou však v roce 2015, 2016 a 2018 vyšší než hodnoty společností CARMAN-DOORS, s.r.o. a SOLODOOR, a.s., a v roce 2017 přesáhly hodnoty první zmíněné. Hodnoty nad oborovým průměrem vykazuje pouze společnost GERBRICH s.r.o., a to jen v letech 2015 a 2016. V porovnání s analyzovanými společnostmi je svými hodnotami mnohonásobně převyšuje, jsou však klesající. Společnost SOLODOOR a.s. opět vykazuje hodnoty nejnižší. Vývoj hodnot společnosti CARMAN-DOORS, s.r.o. je znovu ovlivněn vykázanou ztrátou v letech 2016 a 2017.

### Rentabilita tržeb

Rentabilita tržeb vyjadřuje, kolik korun zisku připadá na jednu korunu tržeb. Při výpočtu byl použit EAT.

**Tab. 23: Rentabilita tržeb [v %]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

ROS [%]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	-2,01	3,31	3,19	0,37	1,87
GERBRICH s.r.o.	4,42	12,39	13,68	9,43	3,82
CARMAN-DOORS, s.r.o.	4,74	3,14	-11,22	-6,62	0,75
SOLODOOR a.s.	0,13	-2,17	0,41	1,38	-0,47
Oborové hodnoty CZ NACE 16	6,50	5,97	7,97	9,90	13,64

Ukazatel rentability tržeb má opět podobný průběh jako tomu bylo u předešlých ukazatelů rentability. Oborové hodnoty vzrostly z 6,50 % na 13,64 % (v roce 2015 došlo k poklesu na 5,97 %). Nejpriznivějších hodnot znovu dosahovala společnost GERBRICH s.r.o., které ve dvou sledovaných letech přesáhly oborové hodnoty, její hodnoty ale opět klesají. Společnost SOLODOOR a.s. vykazuje ve všech letech nejnižší hodnoty, vyjma roku 2017, kdy nejnižší hodnoty vykázala oceňovaná společnost. Společnost ADOR CZ s.r.o. vykazuje velmi kolísavé hodnoty pod oborovým průměrem, v letech 2015, 2016 a 2018 však její hodnoty převýšily hodnoty dvou konkurentů.

#### Rentabilita investovaného kapitálu

Tento ukazatel vyjadřuje míru výnosnosti dlouhodobého investovaného kapitálu a říká tedy, kolik korun provozního výsledku hospodaření podniku připadá na jednu korunu investovanou akcionáři a věřiteli.

**Tab. 24: Rentabilita celkového investovaného kapitálu [v %]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

ROCE [%]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	-3,10	10,26	11,45	2,77	7,98
GERBRICH s.r.o.	11,23	26,64	21,35	12,70	5,75
CARMAN-DOORS, s.r.o.	29,64	26,39	-11,24	-3,58	2,36
SOLODOOR a.s.	1,33	-3,49	2,95	3,87	0,26
Oborové hodnoty CZ NACE 16	0,12	0,15	0,18	0,19	0,24

Oborové hodnoty jsou ze všech rentabilit nejnižší. Také všechny analyzované společnosti tuto hodnotu mnohonásobně převyšují (vyjma těch let, kdy společnosti vykazovaly ztrátu). Nejvyšší rentability dosáhla společnost CARMAN-DOORS, s.r.o. v roce 2014,

kdy její výše činila 29,64 %, postupně však klesala až na hodnotu 2,36 %. Hodnoty námi ohodnocované společnosti byly kolísavé, pohybovaly se od -3,10 % do 11,45 %. V roce 2018 její hodnota byla však ze všech společností nejvyšší. U hodnot společnosti GERBRICH s.r.o. docházelo v průběhu sledovaného období k poklesu. Společnost SOLODOOR a.s. vykazovala opět nejnižší hodnoty. Hodnoty všech konkurentů se v roce 2018 nacházely na jejich minimu (vyjma těch let, kdy společnosti vykazovaly ztrátu).

### Ukazatele aktivity

Jako předposlední zástupce poměrových ukazatelů budou vyhodnoceny ukazatele aktivity. Tyto ukazatele vypovídají o tom, jak společnost hospodaří s aktivy a jejich jednotlivými složkami. Byly vybrány tyto zástupci: obrat celkových aktiv, doba obratu zásob, doba obratu obchodních pohledávek a doba obratu závazků z obchodních vztahů.

#### Obrat celkových aktiv

Ukazatel obratu celkových aktiv označuje efektivnost využívání aktiv v podniku. Jeho hodnota by měla být minimálně na úrovni 1.

**Tab. 25: Obrat celkových aktiv**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Obrat celkových aktiv	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	1,41	1,38	1,50	1,46	1,53
GERBRICH s.r.o.	1,43	1,34	1,12	0,93	1,01
CARMAN-DOORS, s.r.o.	0,35	0,53	0,53	0,63	0,84
SOLODOOR a.s.	1,51	1,13	1,35	1,39	1,36
Oborové hodnoty CZ NACE 16	1,33	1,47	1,38	1,44	1,38

Ohodnocovaný podnik ve všech sledovaných letech splnil doporučenou hodnotu. Jeho hodnoty dosahovaly stabilních výše v rozmezí od 1,38 do 1,53. Vyjma první analyzovaného roku převýšily oborové hodnoty, které oscilovaly kolem hodnoty 1,4. Všechny sledované společnosti vyjma CARMAN-DOORS s.r.o. vykazovaly přibližně stejné hodnoty jako oborový průměr. Její hodnoty sice nesplňují minimální hranici, ale můžeme u ní jako jediné zaznamenat rostoucí vývoj. Při porovnání s konkurencí vykazuje společnost ADOR CZ s.r.o. nejvyšší obrat celkových aktiv, a tedy i nejlépe využívá aktiva.



### Doba obratu zásob

Tento ukazatel udává, po jakou dobu jsou zásoby vázány ve společnosti. Jeho hodnota by obecně měla být co nejkratší.

**Tab. 26: Doba obratu zásob [dny]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Doba obratu zásob [dny]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	43,54	44,00	51,50	55,75	57,72
GERBRICH s.r.o.	45,75	60,98	55,85	71,11	63,67
CARMAN-DOORS, s.r.o.	81,36	38,30	42,31	42,35	50,08
SOLODOOR a.s.	42,33	47,33	36,94	38,78	50,02
Oborové hodnoty CZ NACE 16	34,28	44,91	36,59	41,22	35,62

Doba obratu zásob společnosti ADOR CZ s.r.o. se nevyvíjela příliš dobře. Z hodnoty 43,54 dní vzrostla během sledovaného období na hodnotu 57,72 dní, což bylo její maximum. Bylo to způsobeno zejména nárůstem nedokončené výroby a polotovarů, a to z důvodu nepřipravenosti staveb pro montáž dveří. Vyrobené dveře se tak kumulovaly ve skladu společnosti. Ostatní společnosti i hodnoty oborového průměru vykazovaly velmi proměnlivý vývoj. Pod oborový průměr se dokázaly dostat pouze společnost CARMAN-DORS, s.r.o. v roce 2015 a SOLODOOR a.s. v roce 2017, která vykazuje ve sledovaném období nejnižší hodnoty. Doba jejího obratu zásob se pohybovala od 36,94 do 50,02 dní.

### Doba obratu pohledávek

Doba inkasa pohledávek značí, za jak dlouho průměrně odběratelé zaplatí své pohledávky. Vhodné je výsledek porovnat v čase, s konkurenty a s dobou obratu závazků, která by měla být vyšší, než je doba obratu pohledávek.

**Tab. 27: Doba obratu pohledávek [dny]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Doba obratu pohledávek [dny]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	114,78	107,81	84,87	70,53	71,61
GERBRICH s.r.o.	113,04	88,32	98,07	101,62	83,59
CARMAN-DOORS, s.r.o.	70,57	29,84	37,41	36,65	41,77
SOLODOOR a.s.	40,29	47,70	42,13	53,32	49,46
Oborové hodnoty CZ NACE 16	54,94	48,49	52,76	46,21	53,92

Oborové hodnoty doby obratu pohledávek se pohybovaly od 46 do 50 dnů. Společnost ADOR CZ s.r.o. ve sledovaném období vykazuje klesající průběh hodnot doby obratu pohledávek (vyjma poslední roku, kdy došlo k mírnému nárůstu), což se jeví jako pozitivní vývoj, ale její hodnoty jsou oproti konkurenci a oborovému průměru příliš vysoké. Vysoké hodnoty v prvních dvou sledovaných letech byly způsobeny spadnutím velkých odběratelů společnosti do konkurzu, který způsobila doznívající krize z roku 2008. Společnost GERBRICH s.r.o. vykazuje taktéž velmi vysoké, v posledních třech letech dokonce ještě vyšší jak oceňovaná společnost. Obě tyto sledované společnosti se zabývají výrobou atypických dveří. Naproti tomu zbylé dvě společnosti se ve čtyřech z pěti sledovaných let nacházeli pod úrovní oborových hodnot.

#### Doba obratu závazků

Doba obratu závazků je ukazatel, který vyjadřuje, kolik dní společnosti průměrně trvá, než zaplatí svým dodavatelům. V ideálním případě by doba obratu závazků měla být vyšší jak doba obratu pohledávek.

**Tab. 28: Doba obratu závazků [dny]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Doba obratu závazků [dny]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	54,23	44,47	38,55	33,81	35,18
GERBRICH s.r.o.	24,98	11,32	11,86	19,52	9,13
CARMAN-DOORS, s.r.o.	28,23	33,83	47,71	42,43	42,08
SOLODOOR a.s.	9,17	38,67	27,65	35,10	35,22
Oborové hodnoty CZ NACE 16	57,33	79,46	70,81	67,97	60,14

Při porovnání hodnot dob obrátů závazků a dob obrátů pohledávek zjistíme, že pouze oborový průměr a společnost CARMAN-DOORS, s.r.o. vykazuje v letech 2015-2018 vyšší hodnoty dob obrátů závazků než dob obrátů pohledávek. Znamená to, že zbývající sledované společnosti musí zaplatit svým dodavatelům závazky dříve, než získají platbu za pohledávky od svých odběratelů. Tato situace není příliš příznivá. Společnost ADOR CZ s.r.o. dokonce vykazuje po celé sledované období meziroční pokles dob obrátů závazků, a tedy neefektivně využívá dodavatelské úvěry (vyjma roku 2018, kdy došlo k mírnému nárůstu). Průměrná doba splatnosti jejich závazků se pohybuje od 34 do 54 dní. Společnosti GERBRICH s.r.o. a SOLODOOR a.s. mají dobu obrátů závazků ještě kratší než oceňovaná společnost.

### Ukazatele zadluženosti

Úroveň financování podniku cizími zdroji znázorňují ukazatele zadluženosti. Cizí zdroje bývají levnější než vlastní zdroje financování, avšak záleží na výši poměru vlastního a cizího kapitálu. S rostoucí výší cizích zdrojů roste i riziko pro věřitele. Budou analyzovány ukazatele zadluženosti, koeficient samofinancování a ukazatel úrokového krytí.

#### Celková zadluženost

Ukazatel zadluženosti udává, do jaké míry společnost financuje svůj majetek cizími zdroji. Doplnčivým ukazatelem k tomuto ukazateli je koeficient samofinancování, který naopak udává, do jaké míry podnik kryje svůj majetek pouze vlastními zdroji.

**Tab. 29: Celková zadluženost [v %]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Celková zadluženost [%]	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	62,61	61,35	63,88	64,49	64,35
GERBRICH s.r.o.	27,88	22,81	27,90	32,34	29,41
CARMAN-DOORS, s.r.o.	88,40	87,64	92,13	95,50	95,48
SOLODOOR a.s.	47,40	56,98	53,75	51,63	55,38
Oborové hodnoty CZ NACE 16	48,12	42,63	55,72	53,35	49,16

Oborové hodnoty celkového zadlužení se ve sledovaném období pohybují od 42,63 % do 55,72 %. Zadluženost společnosti ADOR CZ s.r.o. se pohybovala okolo 63 %. Vyšší

zadluženosti dosahuje pouze společnost CARMAN-DOOR, s.r.o. Tato společnost využívá k financování majetku převážně cizí zdroje. Zadluženost této společnosti ve sledovaném období dokonce vzrostla z 88 % na 95 %. Opačnou strategii zastává společnost GERBRICH s.r.o., která využívá přibližně 28 % cizích zdrojů. Oborový průměr a společnost SOLODOOR a.s. využívají k financování vlastní a cizí kapitál přibližně v poměru 1:1.

### Úrokové krytí

Úrokové krytí označuje, kolikrát provozní zisk převyší zaplacené úroky. Čím vyšší hodnota, tím je situace příznivější. Hodnota by ideálně měla být vyšší jak 3, hodnoty nižší jak 1 znamenají, že podnik není schopen ze zisku zaplatit úroky.

**Tab. 30: Úrokové krytí**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů jednotlivých společností a MPO ČR)

Úrokové krytí	Rok				
	2014	2015	2016	2017	2018
ADOR CZ s.r.o.	-1,47	5,99	7,06	1,65	4,12
GERBRICH s.r.o.	53,53	91,61	147,54	49,53	16,72
CARMAN-DOORS, s.r.o.	2,20	2,70	-3,93	-2,56	1,50
SOLODOOR a.s.	1,49	-1,92	2,77	7,03	0,44
Oborové hodnoty CZ NACE 16	12,64	14,48	17,46	24,20	22,57

Záporná hodnota v prvním roce u společnosti ADOR CZ s.r.o. je opět ovlivněna záporným výsledkem hospodaření, který tudíž není schopný pokrýt nákladové úroky. V následujících dvou letech došlo k nárůstu hodnoty na 7, poté k poklesu na hodnotu 1,65 resp. 4,12. V žádném sledovaném roku hodnota nepřevýšila oborový průměr. Ten se pohyboval od 12,64 do 24,20. Tyto hodnoty dokázala převýšit pouze společnost GERBRICH s.r.o., kdy se její hodnoty pohybovaly od 16,72 do 147,54. Obrovský pokles v posledním roce byl způsoben poklesem EBIT přibližně o 60 %. Zbylé dvě společnosti doporučenou hodnotu 3 nedokázaly dosáhnout (vyjma SOLODOOR a.s. v 2017), ve dvou sledovaných letech nedosáhly ani minimální hodnotu 1.

### 3.3.4 Analýza soustav ukazatelů

Poměrovými ukazateli lze odhadnout finanční situaci podniku, ale jejich vypovídací schopnost je omezená, protože se každý ukazatel věnuje pouze určité oblasti. Pomocí soustav ukazatelů je možné celkové finanční zdraví a výkonnost podniku. V této diplomové práci bude finanční situace posouzena pomocí dvou ukazatelů, a to Altmanova modelu a Indexu IN05.

#### Altmanův model

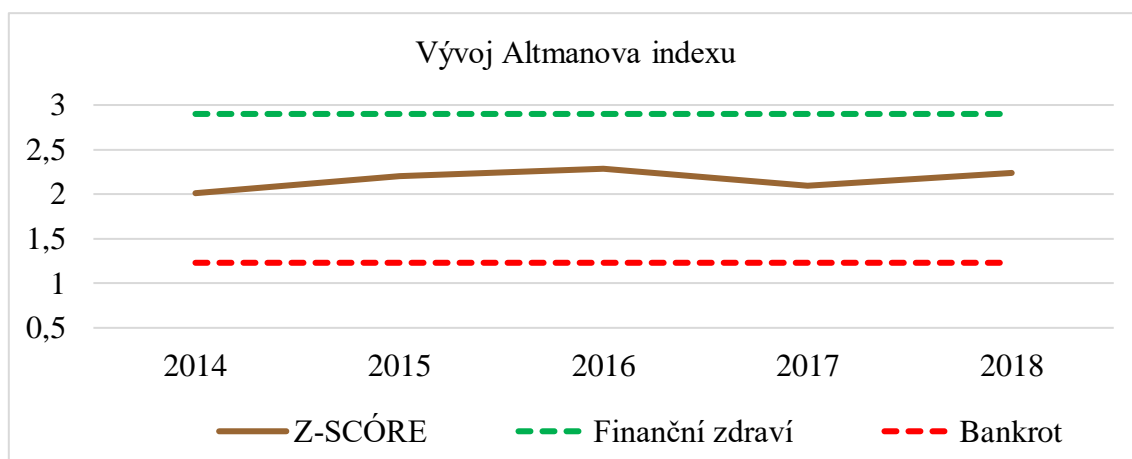
Altmanův model je analýza důvěryhodnosti podniku. V případě, že je hodnota vyšší jak 2,9, pak je podnik finančně stabilní. Naopak pokud hodnota klesne pod 1,23, pak je podnik vyhodnocen jako spějící k bankrotu. Výpočet v jednotlivých letech je uveden v následující tabulce.

**Tab. 31: Altmanův model**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Ukazatel	Rok					Váha
	2014	2015	2016	2017	2018	
ČPK/aktiva	0,20284	0,2245	0,21642	0,16941	0,18386	0,717
nerozdělený zisk/aktiva	0,31123	0,25725	0,22557	0,26792	0,24894	0,847
EBIT/aktiva	-0,01661	0,05968	0,06796	0,01656	0,04730	3,107
vlastní kapitál/cizí zdroje	0,58687	0,61909	0,55632	0,54858	0,54508	0,420
tržby/aktiva	1,40986	1,38338	1,49697	1,46425	1,52594	0,998
Z-SCÓRE	2,01097	2,20491	2,28500	2,09158	2,24147	-
Ohrožen?	?	?	?	?	?	-

Pro přehlednější zobrazení výsledků Altmanova modelu, jsou hodnoty zobrazeny v následujícím grafu spolu s hodnotami značícími buď finanční stabilitu, nebo bankrot.



**Graf 2: Vývoj Altmanova indexu**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Z přiloženého grafu je patrné, že se po celé sledované období podnik nacházel v tzv. šedé zóně. A není tedy možné výsledky jednoznačně interpretovat. Nejvyšší hodnoty podnik dosahoval v roce 2016. Nejvyšší váhu na hodnotách Altmanova indexu má ukazatel obratu aktiv. Druhý ukazatel s nejvyšší váhou je poměr vlastního a cizího kapitálu. V prvních třech letech byla hodnota rostoucí, ale v roce 2017 došlo k poklesu. V posledním sledovaném roce hodnota opět vzrostla.

## Index IN05

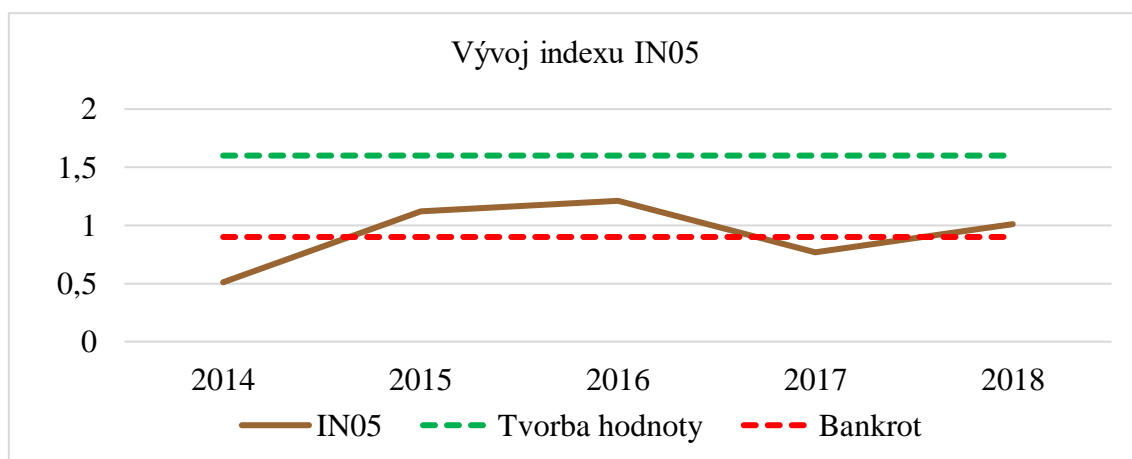
Model Index IN05 je sestavený pro české podmínky a hodnotí, zda podnik tvoří hodnotu pro vlastníky.

**Tab. 32: Index IN05**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Ukazatel	Rok					Váha
	2014	2015	2016	2017	2018	
aktiva/cizí zdroje	1,59712	1,62991	1,56542	1,55063	1,55404	0,13
EBIT/nákladové úroky	-1,4715	5,98590	7,05927	1,64734	4,11792	0,04
EBIT/aktiva	-0,0166	0,05968	0,06796	0,01656	0,04730	3,97
výnosy/aktiva	1,41304	1,39006	1,50623	1,47289	1,53931	0,21
OA/krátkodobé závazky	1,45433	1,54823	1,54704	1,42200	1,45401	0,09
IN05	0,51046	1,11950	1,21120	0,77052	1,00864	-
Ohrožen?	ANO	?	?	ANO	?	-

Výsledky Indexu IN05 byly opět zaneseny do grafu, aby bylo jejich vyhodnocení jasnější.



**Graf 3: Vývoj indexu IN05**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Z uvedené grafu je patrné, že situace pro podnik není vůbec příznivá. V roce 2014 a 2017 se nacházel za hranicí bankrotu. V prvním sledovaném roce se na nízké hodnotě podílely především druhý a třetí ukazatel, kdy společnost vykazovala záporný EBIT, a tudíž i oba ukazatele byly v záporných číslech. I v roce 2017 bylo ohrožení bankrotem způsobeno zmíněnými dvěma ukazateli. V tomto roce sice nebyl EBIT záporný, ale dosahoval velmi malé hodnoty. V ostatních letech se na výsledku podílely všechny ukazatele téměř stejným dílem. V letech, kdy se podnik nacházel v bankrotu, vzrostl vliv obrátu aktiv.

### 3.3.5 Shrnutí výsledků finanční analýzy

**Bilanční suma** se ve sledovaném zvýšila z hodnoty 77 609 tis. Kč na 92 282 tis. Kč. Zvýšení na straně aktiv bylo způsobeno zejména obnovou strojního vybavení společnosti, které zapříčinilo zvýšení dlouhodobého hmotného majetku. Také došlo k významnému navýšení nedokončené výroby. Pořízení strojového vybavení způsobil růst podílu dlouhodobého majetku na aktivech společnosti na úkor podílu oběžných aktiv. Nicméně oběžná aktiva i nadále tvoří větší část majetku společnosti, můžeme tedy hovořit o kapitálově lehké společnosti. Na straně kapitálové struktury došlo především k nárůstu dlouhodobých závazků, které způsobily mírný nárůst podílu cizích zdrojů na celkových pasivech na konečných 64,35 %. Společnost tedy k financování využívá více cizích než vlastních zdrojů. Jak ale ukazuje ukazatel úrokového krytí, na pokrytí placených úroků je

potřeba téměř celý zisk. Vlastní kapitál je především determinován výsledkem hospodaření minulých let.

Největší podíl na tvorbě **zisku** společnosti zaujímají tržby z prodeje výrobků a služeb. Výše těchto tržeb během sledovaného období rostla, ale podíl na celkových tržbách se mírně snižoval. Výsledek hospodaření běžného účetního období je vyjma prvního roku kladný. Společnost dosáhla nejvyššího zisku v roce 2016, a to konkrétně 3 934 tis. Kč. Poté došlo k obrovskému poklesu (o 88 %) zejména z důvodu nepromítnutí zvýšení vstupních cen materiálu do cen výrobků. V následujícím roce VH opět vzrostl (o 504 %).

V oblasti **ukazatelů likvidity** společnost dosahuje velmi špatných výsledků. Vyjma pár let nedokázala splnit doporučené hodnoty. Ovšem v rámci pohotové a běžné likvidity její výsledky téměř odpovídaly výsledkům oborového průměru. Pokud výsledky porovnáme s jejími hlavními konkurenty, tak jedna společnost vykazuje ještě horší výsledky a zbylé dvě na druhou stranu doporučené hodnoty velmi převyšují a mohou tedy znamenat neefektivní hospodaření.

**Ukazatele rentability** v prvním sledovaném roce ovlivnila vykázaná ztráta, a tedy i všechny ukazatele vycházely v záporných číslech. Také nízká hodnota VH běžného účetního období v roce 2017 zapříčinila nízké hodnoty. V porovnání s konkurenty společnost dosahovala obvykle vyšších hodnot, vyjma společnosti GERBRICH s.r.o. Hodnot oborového průměru však dosáhnout nedokázala.

V rámci **ukazatelů aktivity** docházelo k velmi proměnlivým výsledkům. U obratu aktiv společnost vykazovala hodnoty převyšující jak oborový průměr, tak své konkurenty. V případě obratu zásob v porovnání s konkurenty nebyly její výsledky nikterak špatné, její hodnoty však během sledovaného období postupně rostly. Může to znamenat neefektivní řízení zásob. Doby obratu pohledávek a závazků se pro společnost nejeví vůbec dobře. Doba obratu pohledávek je příliš vysoká, znamená to tedy, že společnost umožňuje svým zákazníkům využití obchodního úvěru. Pozitivním jevem je postupné zkracování této doby. Doby obratu závazků jsou oproti době obratu pohledávek nízké. Znamená to, že společnost musí dodavatelů platit dříve, než obdrží peníze od svých odběratelů. Tuto skutečnost můžeme pozorovat i u všech konkurentů, kteří mají dobu obratu závazků ještě nižší. U naší společnosti se doba obratu závazků postupně snižuje.



Na základě provedené analýze **ukazatelů zadluženosti** můžeme konstatovat, že společnost upřednostňuje využití cizích zdrojů, průměrně 63 %. Zadluženost oborového průměru je přibližně na úrovni 50 %. Těmto výsledkům odpovídají i zjištěné zadluženosti konkurenčních společností, jedna vykazuje vysokou, druhá nízkou a třetí koresponduje s oborovým průměrem.

Z výsledků analýzy **souhrnných ukazatelů** lze konstatovat, že na základě Altmanova modelu podniku nehrozil bankrot, ale ani na tom nebyl finančně nejlépe, nacházel se tedy v šedé zóně. V případě indexu IN05, který byl koncipován pro české společnosti, bylo zjištěno, že se ve dvou letech nacházel pod hranicí bankrotu. V obou případech byl na vině nízký/záporný EBIT.

### **3.4 SWOT analýza**

SWOT analýza slouží ke zhodnocení vnitřních a vnějších faktorů působících na oceňovaný podnik. Interní faktory definují silné a slabé stránky podniku, externí příležitosti a hrozby. Jako výchozí bod pro sestavení SWOT analýzy budou využity poznatky z finanční a strategické analýzy.

#### **Silné stránky**

- jediný majitel, který přímo řídí společnost
- vlastnictví jedinečných certifikátů pro výrobu dveří
- vývoj a certifikace dveří dle požadavků zákazníků
- široká nabídka sortimentu
- výroba speciálních dveří: zvukotěsné, bezpečnostní, kouřotěsné, protipožární, proti radiaci
- dlouhodobá tradice společnosti na trhu
- společnost splácí své závazky včas
- podnikání ve vlastních prostorech
- společnost disponuje potřebným strojním vybavením
- investice do DNM a DHM
- růst bilanční sumy a zvyšování tržeb

- dobré vztahy s dodavateli
- používání kvalitních materiálů
- název společnosti, který obsahuje anglické slovo „door“, napoví novým zákazníkům zaměření společnosti
- stabilní zaměstnanci
- kvalita výrobků
- přehledné internetové stránky
- zřízený e-shop

### **Slabé stránky**

- nízká hodnota likvidit
- nedostatečná reklama
- financování úvěry
- vysoká doba splatnosti pohledávek od odběratelů
- nedostatek kvalitních pracovníků ve výrobě, případně jejich časté střídání
- neefektivní informační systém
- slabá obchodní značka
- zvyšující se skladové zásoby
- neefektivní výroba typových dveří
- nachází se v šedé zóně (Altmanova analýza, index IN05)

### **Příležitosti**

- využívání dotací ČR
- získání nových odběratelů
- zlepšení výroby typových interiérových dveří
- vstup na zahraniční trhy
- získání finančních prostředků z fondů EU
- zlepšení marketingu

### **Hrozby**

- zvýšení cen vstupního materiálu
- zvyšující se minimální mzda

- snižující se míra nezaměstnanosti
- nepříznivý vývoj úrokových sazeb
- společnost je závislá na vývoji jiných odvětví (stavebnictví)

**Na základně výsledků strategické a finanční analýzy lze očekávat neomezené trvání podniku ADOR CZ s.r.o., tzv. going concern. To znamená, že nejsou známy překážky v další existenci podniku a je možné stanovit návrh ocenění na základě výnosových metod.**

## **4 NÁVRH VÝSLEDNÉHO OCENĚNÍ**

Tato kapitola bude reflektovat poznatky z teoretických východisek, a tedy na začátku budou rozdělena aktiva společnosti ADOR CZ s.r.o. na provozně potřebná a nepotřebná a bude vyčíslen provozně nutný pracovní kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření. Následně bude provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty. Poté bude sestaveno předběžné ocenění pomocí těchto generátorů hodnoty a následně sestaven finanční plán podniku pro roky 2019-2022. Na závěr kapitoly budou určeny náklady kapitálu a stanovena hodnota podniku pomocí metody DCF ve variantě entity k 1.1.2019.

### **4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

V této kapitole budou aktiva společnosti rozdělena na provozně nutná a nenutná, a v návaznosti na to bude stanoven provozně nutný investovaný kapitál. Následně bude vyčíslen korigovaný provozní výsledek hospodaření společnosti.

#### **4.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál**

Před prognózou generátorů hodnoty je nejprve nutné rozdělit aktiva společnosti na část, která je nutná k provozu činnosti, a která ne. Veškerý dlouhodobý majetek, který společnost vlastní, je považován za provozně potřebný. Abychom získaly provozně nutný pracovní kapitál je nutné sečíst zásoby, pohledávky, časové rozlišení aktiv, provozně nutné peníze a odečíst neúročené krátkodobé závazky a časové rozlišení pasiv. Provozně nutné peníze se vypočítají jako součin provozně nutné likvidity a neúročených krátkodobých závazků. Protože vypočítaná likvidita nepřesahuje doporučených maximálních 20 % (Mařík a kol., 2018, s. 144), budeme ji považovat za provozně nutnou likviditu, a provozně nutné peníze jsou tedy shodné s údaji v rozvaze. Po přičtení provozně nutného dlouhodobého majetku k provozně nutnému pracovnímu kapitálu získáme provozně nutný investovaný kapitál.

**Tab. 33: Provozně nutný investovaný kapitál [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka [tis. Kč]	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	219	227	620	659
Dlouhodobý hmotný majetek	25 833	30 273	30 829	35 421	37 052
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>25 833</b>	<b>30 492</b>	<b>31 056</b>	<b>36 041</b>	<b>37 711</b>
Zásoby	13 051	14 235	17 399	18 795	22 268
Pohledávky	38 428	39 713	33 129	28 612	31 139
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	95	468	247	147	668
Krátkodobé závazky – neúročené	18 117	18 063	16 685	18 199	21 639
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	498	567	479	111	532
Peníze (pokladna + účet)	202	449	546	446	496
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,0111	0,0249	0,0327	0,0245	0,0229
Provozně nutná likvidita	0,0111	0,0249	0,0327	0,0245	0,0229
Provozně nutné peníze	202	449	546	446	496
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>33 161</b>	<b>36 235</b>	<b>34 157</b>	<b>29 690</b>	<b>32 400</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>58 994</b>	<b>66 727</b>	<b>65 213</b>	<b>65 731</b>	<b>70 111</b>

#### 4.1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) představuje výsledek hospodaření generovaný provozně nutným kapitálem. Získáme ho tak, že z provozního výsledku hospodaření uvedeného ve výkazu zisku a ztráty vyloučíme výsledek hospodaření z prodeje majetku, jiné provozní náklady a výnosy, protože se jedná o mimořádné položky. Výpočet je uveden v následující tabulce.

**Tab. 34: Korigovaný provozní výsledek hospodaření [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka [tis. Kč]	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní VH v VZZ	-959	5 255	5 794	1 588	4 551
Vyloučení VH z prodeje majetku	-25	-44	-193	-95	-49
Vyloučení jiných výnosů	-127	-374	-468	-336	-1 116
Vyloučení jiných nákladů	1 405	902	1 897	1 310	2 162
KPVH	294	5 739	7 030	2 467	5 548
Odpisy	1 601	1 536	2 477	2 961	4 295
<b>KPVH před odpisy</b>	<b>1 895</b>	<b>7 275</b>	<b>9 507</b>	<b>5 428</b>	<b>9 843</b>

## 4.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Tato kapitola se bude věnovat analýze a prognóze generátorů hodnoty. Mezi ně se řadí tržby, zisková marže, pracovní kapitál a investice do provozně nutného kapitálu.

### 4.2.1 Prognóza tržeb

Jako první bude provedena analýza a prognóza tržeb. Jde o nejdůležitější generátor hodnoty, neboť ovlivňuje ostatní generátory. Budeme vycházet z dat, které zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR a Český statistický úřad. A dále také z vykázaných výsledků společnosti ADOR CZ s.r.o.

#### Prognóza tržeb relevantního trhu

Jak již bylo uvedeno v kapitole 3.2.1. relevantní trh pro podnik ADOR CZ s.r.o. je obor CZ – NACE 16. Vývoj tržeb toho relevantního trhu je uveden v následující tabulce.

**Tab. 35: Vývoj tržeb relevantního trhu**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle MPO ČR)

Rok	Tržby za výrobky a služby relevantního trhu [mil. Kč]	Meziroční růst [%]
2007	25 759,275	-
2008	22 119,264	-14,13
2009	20 463,953	-7,48
2010	21 022,608	2,73
2011	23 029,758	9,55
2012	23 294,618	1,15
2013	24 081,978	3,38
2014	26 271,993	9,09
2015	25 802,655	-1,79
2016	27 638,451	7,11
2017	27 935,475	1,07
2018	30 289,932	8,43
Průměrný meziroční růst		1,74

Pro prognózu tržeb relevantního trhu byla použita regresní analýza a analýza časových řad. Metody regresní analýzy vysvětlují hodnotu tržeb relevantního trhu v závislosti na určité makroekonomické proměnné, na rozdíl od metody časových řad, kde je

za závislou proměnnou uvažován čas. Proto je důležité zvolit správnou vysvětlující proměnnou. Kvalitní regresní model by měl vykazovat silnou závislost mezi vysvětlující a vysvětlovanou proměnnou, korelační koeficient by měl být nad 75 % (Mařík a kol., 2018, s. 90). Následující tabulka zobrazuje vybrané makroekonomické proměnné. Do roku 2018 se jedná o skutečné údaje zveřejňované Českým statistickým úřadem, od roku 2019 jde o hodnoty prognózované Ministerstvem finanční České republiky.

**Tab. 36: Vývoj a prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů**

(Zdroj: Do 2018 vlastní zpracování dle ČSÚ 2020e, 2019 až 2022 vlastní zpracování dle MFČR 2019 a 2020)

Rok	HDP v b. c. [mld. Kč]	HDP reálné růst [%]	Deflátor HDP [%]	HDP nominální růst [%]	Míra nezaměstnanosti [%]
2007	3 840	5,6	3,5	9,1	5,3
2008	4 024	2,7	2,1	4,7	4,4
2009	3 930	-4,8	2,6	-2,2	6,7
2010	3 962	2,3	-1,4	0,8	7,3
2011	4 034	1,8	0,0	1,8	6,7
2012	4 060	-0,8	1,5	0,7	7,0
2013	4 098	-0,5	1,4	0,9	7,0
2014	4 314	2,7	2,5	5,2	6,1
2015	4 596	5,3	1,2	6,5	5,0
2016	4 768	2,5	1,3	3,7	4,0
2017	5 047	4,4	1,4	5,8	2,9
2018	5 324	2,8	2,6	5,4	2,2
2019	5 652	2,5	3,6	6,2	2,0
2020	5 913	2,0	2,6	4,6	2,2
2021	6 168	2,2	2,1	4,3	2,4
2022	6 427	2,1	2,1	4,2	2,5

Vzájemná závislost mezi tržbami trhu a výše uvedenými makroekonomickými ukazateli byla posouzena pomocí Pearsonova korelačního koeficientu. Tento koeficient nabývá hodnot od -1 do 1, a platí čím vyšší koeficient, tím silnější vzájemný vztah veličin. Jednotlivé korelační koeficienty pro regresní analýzu jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tab. 37: Hodnoty Personova korelačního koeficientu**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ a MFČR)

Makroekonomický ukazatel	Pearsonův korelační koeficient
HDP v běžných cenách	<b>0,8595</b>
HDP reálné – meziroční růst	0,5760
Deflátor HDP – meziroční růst	0,3620
HDP nominální – meziroční růst	0,6717
Míra nezaměstnanosti	-0,7964

Nejvyšší závislost na tržbách trhu vykazoval hrubý domácí produkt v běžných cenách, tzn. že HDP bude použit jako vysvětlující proměnná regresního modelu. V případě analýzy časových řad jsou vysvětlující proměnnou jednotlivé roky. Na základě predikce tohoto ukazatele, tedy HDP v běžných cenách, byl sestaven lineární, exponenciální, kvadratický a logaritmický trend vývoje tržeb relevantního trhu. Stejně varianty vývoje tržeb byly sestaveny i pro analýzu časových řad. Ke každému vývojovému trendu byl také dopočítán index determinace, který udává kolik procent variability vysvětlované proměnné je vysvětleno modelem (hodnoty blíží se jedné značí dobrou kvalitu modelu). Tyto hodnoty jsou zaznamenány v následující tabulce.

**Tab. 38: Index determinace jednotlivých trendů vývoje tržeb relevantního trhu**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ a MFČR)

Trend	Index determinace	
	Časové řady	Regresní analýza
Lineární	0,62078	0,73863
Exponenciální	0,60722	0,70437
Kvadratický	0,83101	0,73929
Logaritmický	0,62023	0,73520

Pokud bychom pro výběr nejvhodnějšího trendu vývoje tržeb relevantního trhu uvažovali pouze index determinace, jevil by se jako nepřijatelnější kvadratický trend. A to jak v případě regresní analýzy, kdy model vysvětloval 73,929 % dat, tak i v případě modelu časových řad, kdy index determinace činil 0,83101 a vysvětloval tedy 83,101 %. Ostatní trendy časových řad vykazovaly nízký index determinace. Je tomu zejména proto, že vývoj trhu je závislý na hospodářském cyklu, od kterého se odvíjí makroekonomické hodnoty, nikoli na časové řadě.



Pro přesnější výběr konkrétního vývojového trendu byla následně kvalita jednotlivých modelů testována pomocí predikčního testu. Je to test, při kterém se z minulé časové řady odebere stejný počet let, pro jaký chceme sestavovat prognózu. Ze zbylé časové řady se odhadnou regresní funkce. Následně se provede prognóza odebraných hodnot a vypočítá se nesoulad se skutečnou hodnotou např. pomocí procenta. Požadované jsou minimální hodnoty sumy odchylek a maximální odchylky (Mařík a kol., 2018, s. 517, 522). Výsledky tohoto testu jsou uvedeny v příloze č. 6.

Je z něho patrné, že jednotlivé modely časových řad předpovědi podhodnocují, vyjma kvadratické funkce. Modely regresní funkce hodnoty naopak nadhodnocují. Za zmínku stojí, že kvadratická funkce (v obou modelech), přestože vykazuje ve zkrácené časové řadě vysoký index determinace, vývoj tržeb nejvíce nadhodnocuje a dosahuje velmi vysokých odchylek od skutečnosti. Tento model proto není pro predikci tržeb trhu vhodný. Z časových trendů se jako nejlepší zdá exponenciální a lineární funkce. Při pohledu na indexy determinace nezkrácené řady zjistíme, že lineární funkce vysvětluje více hodnot. Při využití spotřeby domácností jako vysvětlující proměnné se jeví jako nejvhodnější model logaritmická funkce, která vykazuje nejmenší kumulativní a maximální odchylky od skutečných hodnot. Druhá v pořadí je pak z hlediska kvality lineární funkce. Tyto tři funkce byly dále porovnávány (viz příloha č. 7).

S ohledem na minulý růst tržeb, predikovaný růst tržeb, teoretické hodnoty za minulost a index determinace byl vybrán logaritmický trend regresní analýzy jako nejvhodnější varianta predikce tržeb relevantního trhu.

### **Prognóza tržeb společnosti ADOR CZ s.r.o.**

Prognózované tržby společnosti jsou závislé především na rychlosti růstu trhu, ale také na tržním podílu společnosti na tomto trhu. Protože se jedná o výrobní podnik, budou analyzovány a prognózovány pouze tržby za vlastní výrobky a služby, tržby za zboží budou staveny prostřednictvím podílu na tržbách. Vývoj tržeb trhu, tržeb podniku a tržního podílu společnosti je uveden v následující tabulce.

**Tab. 39: Vývoj tržeb trhu, tržeb podniku a tržního podílu podniku**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle MFČR a účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Skutečnost					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby trhu [tis. Kč]	24 081 978	26 271 993	25 802 655	27 638 451	27 935 475	30 289 932
Index růstu trhu	-	1,09094	0,98214	1,07115	1,01075	1,08428
Tržby podniku [tis. Kč]	95 237	109 418	118 081	122 330	121 887	139 669
Tržní podíl podniku	<b>0,395 %</b>	<b>0,416 %</b>	<b>0,458 %</b>	<b>0,443 %</b>	<b>0,436 %</b>	<b>0,461 %</b>
Index změny tržního podílu	-	1,05313	1,09880	0,96717	0,98578	1,05682
Průměrný index změny tržního podílu				<b>1,03234</b>		

Tržby odvětví byly prognózovány pomocí logaritmické rovnice:

$$y = 23763,39 \ln(x) - 174056,25$$

kde x představuje Ministerstvem financí ČR předpokládanou výši HDP v běžných cenách.

Prognózované tržby trhu, tržby podniku a prognózované tempo růstu tržeb podniku jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tab. 40: Prognóza tržeb trhu, tržeb podniku a tempa růstu tržeb**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle MFČR a účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Prognóza			
	2019	2020	2021	2022
Tržby trhu [tis. Kč]	31 253 869	32 326 641	33 329 962	34 307 634
Index růstu trhu	1,03182	1,03432	1,03104	1,02933
Tržní podíl podniku	0,476 %	0,491 %	0,507 %	0,524 %
Index změny tržního podílu	1,03234	1,03234	1,03234	1,03234
Tržby podniku [tis. Kč]	148 775	158 858	169 086	179 674
Tempo růstu tržeb	<b>6,519 %</b>	<b>6,778 %</b>	<b>6,438 %</b>	<b>6,262 %</b>

Prognózované tržby podniku byly vypočítány jako součin tržeb podniku minulého roku a tempa růstu tržeb. Tempo růstu tržeb pak představuje součin indexu růstu trhu a indexu změny tržního podílu. Index změny tržního podílu byl uvažován na úrovni jeho průměrné hodnoty za minulé období. Pro prognózované období se počítá s mírným nárůstem tržního podílu, zejména z důvodu výroby atypických výrobků, jejichž je společnost ADOR CZ s.r.o. téměř jediným výrobcem v ČR. Pro prognózované období se

uvažuje průměrné tempo růstu tržeb ve výši 6,50 %. V minulém období tato hodnota činila 5,52 %.

#### 4.2.2 Prognóza ziskové marže

Dalším prognózovaným generátorem hodnoty je zisková marže. Tato marže vychází z podílu KPVH před odpisy a tržbami podniku. Je možné ji stanovit dvěma způsoby, a to metodou shora a zdola. Oba postupy by měly vést ke stejnému výsledku.

##### Prognóza ziskové marže shora

První způsob výpočtu ziskové marže je výpočet shora. Vychází se z vývoje ziskové marže minulého období, na základě toho se odvodí zisková marže v budoucnosti.

**Tab. 41: Zisková marže za minulost – metoda shora**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položky	Skutečnost				
	2014	2015	2016	2017	2018
KVPH před odpisy (v tis. Kč)	1 895	7 275	9 507	5 428	9 843
Zisková marže z KPVH před odpisy	1,73 %	6,16 %	7,77 %	4,45 %	7,05 %
Průměr	5,43 %				

Zisková marže sledovaného podniku v prvních třech letech vykazovala růst. Následně v roce 2017 došlo k poklesu, zejména z důvodu nepromítnutí zvýšení cen vstupního materiálu do výrobků. To mělo za následek pokles marže a tím i ziskovosti. V posledním roce zisková marže opět vzrostla.

##### Prognóza ziskové marže zdola

Druhým způsobem je tedy výpočet ziskové marže zdola. Při použití této varianty se nejprve vypočítá podíl na tržbách jednotlivých položek tvořících KPVH. Položky z VZZ: úpravy hodnot zásob, pohledávek, dočasné úpravy hodnot DNM a DHM a rezervy v provozní oblasti byly shrnuty do položky „Ostatní provozní položky“, protože individuální podíl těchto položek na tržbách byl velmi nízký.

**Tab. 42: Zisková marže za minulost – metoda zdola**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položky	Skutečnost				
	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby z prodeje výrobků a služeb	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Tržby z prodeje zboží	0,00 %	0,00 %	0,81 %	0,96 %	0,82 %
Výkonová spotřeba	76,75 %	76,75 %	73,84 %	76,86 %	74,58 %
Změna stavu zásob vlastní zásoby	1,32 %	-0,40 %	-1,02 %	-1,77 %	-1,98 %
Aktivace	-2,37 %	-2,61 %	-2,67 %	-2,22 %	-1,62 %
Osobní náklady	20,54 %	19,80 %	21,90 %	23,28 %	22,26 %
Mzdové náklady	15,03 %	14,48 %	16,04 %	16,92 %	16,02 %
Náklady na soc. zabezpečení	5,01 %	4,86 %	5,35 %	5,63 %	5,40 %
Daně a poplatky	0,34 %	0,35 %	0,35 %	0,33 %	0,29 %
Ostatní provozní položky	1,70 %	-0,05 %	0,64 %	0,02 %	0,25 %
KPVH před odpisy [v tis. Kč]	1 895	7 275	9 507	5 428	9 843
Zisková marže z KPVH před odpisy	1,73 %	6,16 %	7,77 %	4,45 %	7,05 %

Při sestavování prognózy ziskové marže pro období 2019 až 2022 je nejprve nutné stanovit budoucí hodnotu jednotlivých výnosových a nákladových položek, k čemuž byl využit geometrický průměr. Výjimku tvoří položky „Změna stavu zásob vlastní výroby“, „Aktivace“ a „Ostatní provozní položky“ u kterých byla prognóza stanovena prostřednictvím aritmetického průměru, z důvodu záporných hodnot vykazovaných v minulosti. Další odlišnost můžeme zaznamenat u první zmíněné výjimky, kdy do výpočtu průměrné hodnoty nebylo počítáno pozorování z roku 2014, které se značně odlišuje od ostatních. Poté se dopočítá KPVH před odpisy a stanoví zisková marže.

**Tab. 43: Prognóza ziskové marže – metoda zdola**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položky	Prognóza			
	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Tržby z prodeje zboží	0,86 %	0,86 %	0,86 %	0,86 %
Výkonová spotřeba	75,74 %	75,74 %	75,74 %	75,74 %
Změna stavu zásob vlastní zásoby	-1,29 %	-1,29 %	-1,29 %	-1,29 %
Aktivace	-2,30 %	-2,30 %	-2,30 %	-2,30 %
Osobní náklady	21,52 %	21,52 %	21,52 %	21,52 %
Mzdové náklady	15,67 %	15,67 %	15,67 %	15,67 %
Náklady na sociální zabezpečení	5,24 %	5,24 %	5,24 %	5,24 %
Daně a poplatky	0,33 %	0,33 %	0,33 %	0,33 %
Ostatní provozní položky	0,51 %	0,51 %	0,51 %	0,51 %
KPVH před odpisy (v tis. Kč)	9 440	10 080	10 729	11 401
<b>Zisková marže z KPVH před odpisy</b>	<b>6,35 %</b>	<b>6,35 %</b>	<b>6,35 %</b>	<b>6,35 %</b>

Průměrná zisková marže za minulé období činila 5,43 %. Pro období 2019-2022 se předpokládá mírné navýšení ziskové marže, se kterým je možné do budoucna počítat, protože společnost investicemi do strojního vybavení zefektivnila výrobu. Konstantní zisková marže bude pro prognózované období ve výši 6,35 %.

#### 4.2.3 Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu

V pořadí třetím generátorem hodnoty jsou investice do pracovního kapitálu. Výpočet pracovního kapitálu pro účely ocenění podniku je odlišný od výpočtu ČPK v pojetí finanční analýzy. Provozně nutný pracovní kapitál je součtem pohledávek, zásob, krátkodobých finančních prostředků a ostatních aktiv, od kterých je odečtena hodnota neúročených závazků a časového rozlišení pasiv.

Výchozím krokem prognózy provozně nutného pracovního kapitálu a jeho náročnosti na růstu tržeb je výpočet dob obrátu zásob, pohledávek a závazků za minulé období, zde konkrétně za roky 2014 až 2018. Ty jsou počítány jako podíl jednotlivých položek na denních tržbách za výrobky a služby.

**Tab. 44: Doby obratu položek provozně nutného pracovního kapitálu za minulost [dny]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Doba obratu [dny]	Skutečnost				
	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	43,54	44,00	51,91	56,28	58,19
Pohledávky (celkem)	128,19	122,76	98,85	85,68	81,38
Krátkodobé závazky (neúročené)	60,44	55,83	49,78	54,50	56,55

Prognóza doby obratu zásob a krátkodobých neúročených závazků provozně byla stanovena pomocí geometrického průměru dob obratu za minulé období. Velmi vysoká doba obratu celkových pohledávek v letech 2014 a 2015 byla způsobena nesplacenými pohledávkami odběratelem, který byl v insolvenční. V následujících letech docházelo k poklesu doby obratu a společnost předpokládá, že bude tento trend pokračovat. Proto byla prognózovaná doba obratu pohledávek stanovena na úrovni posledního sledovaného roku. Prognózované doby obratu vypadají následovně:

**Tab. 45: Prognóza doby obratu položek provozně nutného pracovního kapitálu [dny]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Doba obratu [dny]	Prognóza			
	2019	2020	2021	2022
Zásoby	50,42	50,42	50,42	50,42
Pohledávky (celkem)	81,38	81,38	81,38	81,38
Krátkodobé závazky (neúročené)	55,31	55,31	55,31	55,31

Dále je pro výpočet upraveného pracovního kapitálu nutné určit prognózovanou výši provozně nutných peněžních prostředků. Provozně nutná likvidita za minulé období již byla vyčíslena v kapitole 4.1.1. Prognózovaná provozně nutná likvidita byla stanovena na úrovni průměru minulé likvidity, a činila tedy 0,0232.

Pro zjištění prognózované výše zásob, pohledávek a závazků je nutné vynásobit prognózované doby obratu s prognózovanými denními tržbami. Prognózovanou výši provozně nutných peněz získáme součinem prognózované provozně nutné likvidity a prognózovaných neúročených krátkodobých závazků. Pro výpočet upraveného pracovního kapitálu je ještě nezbytné stanovit prognózu ostatních aktiv, resp. pasiv. Hodnoty těchto položek v budoucnosti jsou uvažovány ve výši posledního známého roku, tedy roku 2018.

**Tab. 46: Prognóza upraveného pracovního kapitálu [v tis. Kč]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Upravený pracovní kapitál [tis. Kč]	Prognóza			
	2019	2020	2021	2022
Zásoby	20 550	21 943	23 355	24 818
Pohledávky	33 169	35 417	37 697	40 058
Peněžní prostředky provozně nutné	524	559	595	633
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	668	668	668	668
Krátkodobé závazky (neúročené)	22 545	24 073	25 623	27 228
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	532	532	532	532
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>31 833</b>	<b>33 982</b>	<b>36 161</b>	<b>38 417</b>
$k_{wc}$	15,04 %			

Pro porovnání přírůstku upraveného pracovního kapitálu s přírůstkem tržeb slouží koeficient náročnosti tržeb na růst pracovního kapitálu. Hodnota tohoto koeficientu za minulé období, tedy roky 2014-2018, činila -2,52 %. Tato záporná hodnota byla způsobena především vyššími pohledávkami v prvním roce, které zvyšovaly upravený pracovní kapitál. Pro prognózované období se počítá s hodnotou 15,04 %.

#### 4.2.4 Prognóza investic do dlouhodobého provozně nutného majetku

Čtvrtým a posledním generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Jedná se o důležitý generátor hodnoty, neboť podnik pro svojí existenci potřebuje realizovat investice. Při plánování dlouhodobého majetku byly použity dva způsoby. Pro plánování investiční náročnosti nehmotného majetku a staveb byl využit globální přístup. Při prognóze investic do samostatných movitých věcí se vycházelo z podnikového investičního plánu sestaveného vedením společnosti v kombinaci s globálním přístupem. Pozemky byly ponechány ve výši posledního roku.

Při prognóze nehmotného majetku a staveb bylo nejprve nutné stanovit koeficient investiční náročnosti za minulé období (v brutto výši). V této diplomové práci bude tento koeficient vypočítán jako podíl sumy brutto investic v letech 2015-2018 a tržeb vygenerovaných za totožné období. Celkové tržby za toto období činily 501 967 tis. Kč. Odpisy jsou převzaty z výročních zpráv společnosti ADOR CZ s.r.o., aby se předešlo poměrnému rozdělení dle vykázaných zůstatkových cen majetku v rozvaze. Investice

netto představují rozdíl hodnoty dlouhodobého majetku vykázaného v rozvaze roku t a roku předcházejícího. Investice brutto jsou pak součtem odpisů a investic netto.

Jako první bude stanoven koeficient investiční náročnosti pro dlouhodobý nehmotný majetek.

**Tab. 47: Investiční náročnost nehmotného majetku za minulost [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Nehmotný majetek	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ke konci roku	0	219	227	620	659
Odpisy		27	82	89	153
Investice netto		219	8	393	39
Investice brutto		246	90	482	192
Investiční náročnost tržeb	0,20 %				

Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku za minulost činila 0,20 %. Vynásobením tohoto koeficientu a sumou prognózovaných tržeb pro období 2019-2022, které činily 656 393 tis. Kč, byla získána celková brutto výše investice ve výši 1 321 tis. Kč. Tato hodnota byla rovnoměrně rozdělena na prognózované období. Plán investic do dlouhodobého nehmotného majetku a jeho odpisů je uveden v následující tabulce.

**Tab. 48: Prognóza dlouhodobého majetku – nehmotný majetek [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Nehmotný majetek		2018	2019	2020	2021	2022
Původní	Odpisy	153	255	248	157	0
	Zůstatková hodnota	659	404	157	0	0
Nový	Investice brutto	-	330	330	330	330
	Pořizovací hodnota k 31. 12.	-	330	660	991	1 321
	Odpisy (1/4)	-	0	83	165	248
	Investice netto	-	76	0	8	83
Celkem	Odpisy	<b>153</b>	<b>255</b>	<b>330</b>	<b>322</b>	<b>248</b>
	Zůstatková hodnota	<b>659</b>	<b>735</b>	<b>735</b>	<b>743</b>	<b>826</b>

Odpisy stávajícího majetku byly převzaty z odpisových plánů společnosti. U odpisů dlouhodobého nehmotného majetku bylo předpokládáno, že majetek bude odepisován 4 roky. Zůstatková hodnota představuje hodnotu netto uvedenou v rozvaze.

Následně byla určena investiční náročnost staveb za minulost.



**Tab. 49: Investiční náročnost staveb za minulost [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Stavby	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ke konci roku	24 878	24 100	23 496	22 927	22 346
Odpisy		1 196	1 162	1 199	1 228
Investice netto		-778	-604	-569	-581
Investice brutto		418	558	630	647
Investiční náročnost tržeb	0,45 %				

Investiční náročnost staveb za minulé období činila 0,45 %. Plánované investice byly vypočítány analogickým způsobem jako u dlouhodobého nehmotného majetku. Celkové plánované brutto investice do staveb byly stanoveny ve výši 2 946 tis. Kč. Tento plán investic je spolu s odpisy uveden v následující tabulce.

**Tab. 50: Prognóza dlouhodobého majetku – stavby [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Stavby		2018	2019	2020	2021	2022
Původní	Odpisy	1 228	1 217	1 221	1 221	1 220
	Zůstatková hodnota	22 346	21 129	19 908	18 687	17 467
Nový	Investice brutto	-	737	737	737	737
	Pořizovací hodnota k 31. 12.	-	737	1 473	2 210	2 946
	Odpisy (1/4)	-	0	25	49	74
	Investice netto	-	-480	-509	-534	-557
Celkem	Odpisy	<b>1 228</b>	<b>1 217</b>	<b>1 246</b>	<b>1 270</b>	<b>1 294</b>
	Zůstatková hodnota	<b>22 346</b>	<b>21 866</b>	<b>21 356</b>	<b>20 823</b>	<b>20 265</b>

Odpisy stávajícího majetku byly převzaty z odpisových plánů společnosti. Při výpočtu odpisů staveb se předpokládá s dobou odepisování 30 let. Zůstatková hodnota představuje hodnotu netto uvedenou v rozvaze.

Dalším plánovaným dlouhodobým majetkem jsou samostatné movité věci. I pro tento majetek byla vypočítána investiční náročnost za minulé období.

**Tab. 51: Investiční náročnost samostatných movitých věcí za minulost [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Samostatné movité věci	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ke konci roku	416	1 103	6 652	6 589	13 936
Odpisy		312	1 040	1 667	2 908
Investice netto		687	5 549	-63	7 347
Investice brutto		999	6 589	1 604	10 255
Investiční náročnost tržeb	3,87 %				

Investiční náročnost za minulé období činila 3,87 %. Tato vysoká hodnota byla způsobena obnovou a modernizací strojního vybavení společnosti, které probíhala v předchozích čtyřech letech (2015-2018). Odhad investic brutto pro plánované období na základě investiční náročnosti minulého období by činil 25 430 tis. Kč. Nicméně společnost takto vysokou částku neplánuje investovat, a proto jako další zdroj informací pro stanovení koeficientu náročnosti na samostatné movité věci byla použita konzultace s managementem podniku. Ten v následujících letech počítá s průběžným obnovováním strojního vybavení a vozového parku. Podnikový plán investic do samostatných movitých věcí je uveden v následující tabulce.

**Tab. 52: Podnikový plán investic do samostatných movitých věcí [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování interních podkladů vedení společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Rok pořízení	Název majetku	Pořizovací cena [tis. Kč]
2019	Hyundai Tucson	700
	Peugeot Boxer	600
	Hyundai i30	480
2020	Nákladní auto MAN	2 100
2021	Zdvihací plošina	100
	Velkoplošná dělicí pila Sigma	1 700
	Formátovací stroj	300
	Hyundai i30	480
2022	Vysokozdvihný vozík	350
	CNC frézovací centrum	3 400
	Vakuový manipulátor	300
Investice celkem		10 510

Syntézou těchto dvou přístupů byl vypočten výsledný odhad brutto investic do samostatných movitých věcí ve výši 17 970 tis. Kč. Tato hodnota byla do jednotlivých prognózovaných let poměrně rozdělena dle podnikového plánu.

**Tab. 53: Rozložení celkových brutto investic do samostatných movitých věcí [v tis. Kč]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle interních podkladů vedení společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	2019	2020	2021	2022	Suma
Investice dle podnikového plánu	1 780	2 100	2 580	4 050	10 510
Podíl na celkových investicích dle plánu	16,94 %	19,98 %	24,55 %	38,53 %	100 %
Podíl * výsledný odhad brutto investic	3 043	3 591	4 411	6 925	17 970

Na základě tohoto plánu byla sestavena prognóza investic do hmotného movitého majetku a jeho odpisů.

**Tab. 54: Prognóza dlouhodobého majetku – samostatné movité věci [v tis. Kč]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Samostatné movité věci		2018	2019	2020	2021	2022
Původní	Odpisy	2 908	3 645	3 763	2 815	2 251
	Zůstatková hodnota	13 936	10 291	6 528	3 712	1 461
Nový	Investice brutto	-	3 043	3 591	4 411	6 925
	Pořizovací hodnota k 31. 12.	-	3 043	6 634	11 045	17 970
	Odpisy (1/6)	-	0	507	1 106	1 841
	Investice netto	-	-602	-680	490	2 833
Celkem	Odpisy	<b>2 908</b>	<b>3 645</b>	<b>4 271</b>	<b>3 921</b>	<b>4 092</b>
	Zůstatková hodnota	<b>13 936</b>	<b>13 334</b>	<b>12 654</b>	<b>13 144</b>	<b>15 977</b>

Odpisy původního majetku byly převzaty z odpisových plánů společnosti. Při výpočtu odpisů nově pořízeného majetku se počítalo s šestiletou dobou odpisování. Zůstatková hodnota představuje hodnotu netto uvedenou v rozvaze.

Pro úplnost této kapitoly je ještě nutné stanovit prognózu investic do pozemků. Protože se však žádné nepředpokládají, byla plánovaná hodnota stanovena na úrovni z roku 2018.

**Tab. 55: Prognóza dlouhodobého majetku – pozemky [v tis. Kč]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Pozemky	2018	2019	2020	2021	2022
Zůstatková hodnota	489	489	489	489	489

Nyní jsou již stanoveny prognózy veškerých dílčích částí dlouhodobého majetku. Celkové investice do dlouhodobého majetku jsou shrnuty v následující tabulce.

**Tab. 56: Prognóza dlouhodobého majetku – celkem [v tis. Kč]**  
 (Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Dlouhodobý majetek celkem	2019	2020	2021	2022
Odpisy	5 116	5 847	5 513	5 633
Zůstatková hodnota	36 424	35 234	35 199	37 557
Celkové investice netto do DM	-1 006	-1 189	-35	2 358
Celkové investice brutto do DM	4 110	4 657	5 478	7 991

Celkové odpisy představují odpisy součet celkových odpisů nehmotného majetku, staveb a samostatných movitých věcí. Celkové investice brutto jsou součtem brutto investic do nového dlouhodobého majetku v jednotlivých letech. Celkové netto investice jsou pak brutto investice poníženy o odpisy. Zůstatková hodnota je dána součtem zůstatkové hodnoty předešlého roku a celkových netto investic současného období. Celkový odhad investic brutto pro plán tržeb v letech 2019-2022 byl stanoven ve výši 22 237 tis. Kč a výsledný plánovaný koeficient náročnosti brutto investic činil 3,39 %.

#### 4.2.5 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Zhodnocení rentability provozně nutného investovaného kapitálu je posledním krokem prognózy generátorů hodnoty. Provozně nutný investovaný kapitál je dán součtem provozně nutného dlouhodobého majetku (nehmotný majetek, dlouhodobý majetek, stavby) a provozně nutného pracovního kapitálu. KPVH po odpisech a dani získáme odečtením odpisů a příslušné výše daně od KPVH před odpisy. Žádná změna daňové sazby se nepředpokládá, proto je po celé sledované a prognózované období uvažována v konstantní výši 19 %. Obrat provozně nutného investovaného kapitálu je dán podílem tržeb za vlastní výrobky a služby daného roku a hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu roku předcházejícího. Výpočet rentability investovaného kapitálu provozně nutného za minulé období je uveden v následující tabulce.

**Tab. 57: Rentabilita investovaného kapitálu provozně nutného za minulost**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Skutečnost				
	2014	2015	2016	2017	2018
KVPH po dani a odpisech	238,14	4 649	5 694	1 998	4 494
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	0,22 %	3,94 %	4,65 %	1,64 %	3,22 %
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	58 994	66 727	65 213	65 731	70 111
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	-	2,0016	1,8333	1,8691	2,1249
Rentabilita investovaného kapitálu provozně nutného	-	7,88 %	8,53 %	3,06 %	6,84 %

Zisková marže za minulé období vykazovala kolísavý vývoj, naopak investovaný kapitál provozně nutný ve sledovaném období rostl. Prognózované hodnoty rentability provozně nutného investovaného kapitálu jsou zaznamenány v následující tabulce.

**Tab. 58: Prognóza rentability investovaného provozně nutného kapitálu**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Prognóza			
	2019	2020	2021	2022
KVPH po dani a odpisech	3 502	3 429	4 225	4 672
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	2,35 %	2,16 %	2,50 %	2,60 %
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	68 257	69 216	71 360	75 974
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	2,1220	2,3273	2,4429	2,5179
Rentabilita investovaného kapitálu	5,00 %	5,02 %	6,10 %	6,55 %

Zisková marže pro prognózované období vykazovala růst, byla však nižší než v minulém období. U investovaného provozně nutného kapitálu docházelo opět k nárůstu. U rentability investovaného kapitálu se předpokládá meziroční nárůst.

### 4.3 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

V předchozích kapitolách byly vyčísleny hodnoty potřebné pro předběžné ocenění společnosti pomocí generátorů hodnoty. Mezi tyto klíčové veličiny řadíme: tempo růstu tržeb, ziskovou marži po odpisech a po dani, náročnost růstu tržeb na růst pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku a odhadovanou diskontní míru. V následující tabulce je

uvedena stanovená předběžná hodnota podniku ADOR CZ s.r.o. v pesimistické, střední a optimistické variantě.

**Tab. 59: Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Generátor hodnoty	Označení	Prognóza		
		Pesimistická	Střední	Optimistická
Tempo růstu tržeb	g	5,20 %	6,50 %	7,80 %
Zisková marže po odpisech a dani	r <sub>ZPx</sub>	1,92 %	2,40 %	2,88 %
Náročnost růstu tržeb na:				
- růst DM	k <sub>DMn</sub>	0,38 %	0,32 %	0,25 %
- růst pracovního kapitálu	k <sub>wc</sub>	18,05 %	15,04 %	12,03 %
- investice netto celkem		18,43 %	15,36 %	12,29 %
Kalkulovaná úroková míra	i	12,91 %	10,76 %	8,60 %
<b>Hodnota podniku brutto [tis. Kč]</b>	H <sub>b</sub>	<b>19 280</b>	<b>51 217</b>	<b>372 875</b>

Výpočet hodnoty podniku brutto ve střední variantě je následující:

$$H_b = \frac{139\,669 * (1 + 0,065) * 0,024 - 139\,669 * 0,065 * 0,1536}{0,102 - 0,065} = 51\,217 \text{ tis. Kč}$$

Střední hodnoty tempa růstu tržeb a ziskové marže po odpisech a dani byly stanoveny na úrovni jejich průměrných hodnot za prognózované období. Náročnost růstu tržeb na růst investic celkem představují součet náročností na netto investice do dlouhodobého majetku a do pracovního kapitálu. Kalkulovaná úroková míra byla stanovena pomocí průměrné hodnoty průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC) podniků spadajících do oboru CZ-NACE 16 za období 2014-2018. Pesimistická a optimistická počítá s 80 % resp. 120 % hodnotami středních hodnot. Předběžná brutto hodnota podniku ADOR CZ s.r.o. stanovená pomocí generátorů hodnoty ve střední variantě činí 51 217 tis. Kč.

Dále byla v rámci předběžného ocenění provedená tzv. citlivostní analýza, která zkoumá vliv jednotlivých generátorů hodnoty na hodnotu podniku. Jejím smyslem je zjistit, jak výsledná hodnota podniku reaguje na změnu jednoho faktoru. Nejprve byla provedena analýza citlivosti na parametr ziskové marže. Východiskem výpočtu je prognózovaná hodnota ziskové marže po odpisech a dani ve střední variantě, která bude postupně

zvýšována o 10 %, 20 % a 30 %. Ostatní parametry jsou při výpočtu uvažovány ve vyšší hodnot ve střední variantě.

**Tab. 60: Analýza citlivosti – faktor zisková marže po odpisech a po dani**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Střední varianta	+ 10 %	+ 20 %	+ 30 %
Zisková marže po odpisech a dani	2,40 %	2,64 %	2,88 %	3,12 %
Hodnota podniku brutto [tis. Kč]	51 217	59 614	68 011	76 408
<b>Změna hodnoty podniku</b>	<b>0,00 %</b>	<b>16,40 %</b>	<b>32,79 %</b>	<b>49,19 %</b>

Následně byla provedená citlivostní analýza pro tempo růstu tržeb.

**Tab. 61: Analýza citlivosti – faktor tempo růstu tržeb**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Střední varianta	+ 10 %	+ 20 %	+ 30 %
Tempo růstu tržeb	6,50 %	7,15 %	7,80 %	8,45 %
Hodnota podniku brutto [tis. Kč]	51 217	48 453	45 690	42 927
<b>Změna hodnoty podniku</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-5,39 %</b>	<b>-10,79 %</b>	<b>-16,18 %</b>

Další faktor podrobený citlivostní analýze byly WACC.

**Tab. 62: Analýza citlivosti – faktor WACC**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Střední varianta	+ 10 %	+ 20 %	+ 30 %
WACC	10,76 %	11,83 %	12,91 %	13,98 %
Hodnota podniku brutto [tis. Kč]	51 217	40 885	34 022	29 132
<b>Změna hodnoty podniku</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-20,17 %</b>	<b>-33,57 %</b>	<b>-43,12 %</b>

Jako poslední byla vypočítána analýza citlivosti pro náročnost růstu tržeb na investice netto celkem.

**Tab. 63: Analýzy citlivosti – faktor náročnost růstu tržeb na investice netto celkem**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Střední varianta	+ 10 %	+ 20 %	+ 30 %
Náročnost investic netto celkem	15,36 %	16,89 %	18,43 %	19,97 %
Hodnota podniku brutto [tis. Kč]	51 217	47 941	44 665	41 390
<b>Změna hodnoty podniku</b>	<b>0,00 %</b>	<b>-6,40 %</b>	<b>-12,79 %</b>	<b>-19,19 %</b>

Z předešlých tabulek je patrné, že hodnota podniku je citlivá na faktory zisková marže a WACC, protože změna těchto faktorů o 1 % vedla ke změně hodnoty podniku o více než 1 %. Vzhledem k tomu, že u těchto faktorů došlo k nadproporcionálním změnám

hodnoty podniku, lze je označit za rizikové. Naopak u změna tempa růstu tržeb a náročnosti investic netto celkem o 1 % vedla ke změně hodnoty podniku o méně než 1 %.

#### 4.4 Návrh finančního plánu

Následující kapitola bude věnována sestavení finančního plánu společnosti ADOR CZ s.r.o. pro období 2019-2022. Finanční plán je složen ze tří výkazů, a to plánovaného výkazu zisku a ztráty, plánované rozvahy a plánovaného výkazu peněžních toků. Při sestavení finančního plánu byla použita zejména metoda procentního podílu na tržbách za výrobky a služby. Položky, které tvoří kostru celého plánu, byly již vyčísleny v kapitole 4.2. zabývající se prognózou generátorů hodnoty. Ty položky, které zatím stanoveny nebyly, budou dopočítány nyní.

##### 4.4.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Prvním plánovaným výkazem společnosti ADOR CZ s.r.o. v této kapitole je výkaz zisku a ztráty pro období 2019-2022. Je doplněn posledním známým rokem 2018.

**Tab. 64: Plánovaný výkaz zisku a ztráty [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka [tis. Kč]	2018	2019	2020	2021	2022
<b>a) Hlavní činnost – náklady a výnosy spojené s provozním majetkem</b>					
Tržby z prodeje výrobků a služeb	139 669	148 775	158 858	169 086	179 674
Tržby z prodeje zboží	1 148	1 279	1 366	1 454	1 545
Výkonová spotřeba	104 161	112 689	120 327	128 073	136 094
Změna stavu zásob vlastní zásoby	-2 764	-1 921	-2 051	-2 183	-2 320
Aktivace	-2 256	-3 419	-3 651	-3 886	-4 129
Osobní náklady	31 084	32 013	34 183	36 384	38 662
Daně a poplatky	399	490	523	557	591
Odpisy	4 295	5 116	5 847	5 513	5 633
Ostatní provozní položky	350	762	814	866	920
<b>KPVH před daní</b>	<b>5 548</b>	<b>4 324</b>	<b>4 233</b>	<b>5 216</b>	<b>5 768</b>
<b>b) Náklady na cizí kapitál</b>					
Nákladové úroky	1 060	991	991	991	991



c) Vedlejší činnost – náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem					
Výnosové úroky	62	2	19	22	24
Mimořádné položky	-1 294	-1 294	-1 294	-1 294	-1 294
VH z prodeje majetku	49	0	0	0	0
<b>VH z neprovozního majetku</b>	<b>-1 183</b>	<b>-1 292</b>	<b>-1 275</b>	<b>-1 272</b>	<b>-1 270</b>
d) Celkový výsledek hospodaření					
<b>Celkový VH před zdaněním</b>	<b>3 305</b>	<b>2 041</b>	<b>1 967</b>	<b>2 953</b>	<b>3 506</b>
Daň	669	388	374	561	666
<b>VH za účetní období po dani</b>	<b>2 636</b>	<b>1 653</b>	<b>1 593</b>	<b>2 392</b>	<b>2 840</b>

Tržby z prodeje výrobků a služeb byly odvozeny na základě předpokládaného vývoje HDP v běžných cenách. Prognóza dalších položek souvisejících s hlavní činností podniku vychází z prognózy ziskové marže zdola, kde byly stanoveny jejich podíly na tržbách za výrobky a služby. Vynásobením těchto podílů a plánovaných tržeb byla stanovena plánovaná hodnota jednotlivých položek. Odpisy byly převzaty z plánu investic do dlouhodobého majetku. KPVH před daní pro plánované období se poté stanoví jako rozdíl mezi výnosovými a nákladovými položkami.

Dalším krokem je stanovení nákladů na cizí kapitál. Úrokové sazby jednotlivých úvěrů byly převzaty z úvěrových smluv společnosti ADOR CZ s.r.o., ze kterých byla následně vypočítána průměrná úroková sazba 2,63 %. Touto sazbou byly poté vynásobeny úročené krátkodobé a dlouhodobé závazky minulého roku, a tím byly vyčísleny nákladové úroky stávajícího roku. Do budoucích let se předpokládá, že úvěry zůstanou ve stejné výši jako ke konci roku 2018.

Následně je nutné sestavit plán nákladů a výnosů spojených s neprovozním majetkem. Ty jsou tvořeny výnosovými úroky a mimořádnými položkami. Výnosové úroky byly stanoveny jako součin výnosové úrokové sazby, která byla odhadnuta ve výši 0,05 % p. a. a peněžních prostředků dostupných společnosti na počátku příslušného období, tedy stavu peněžních prostředků na konci předcházejícího roku. Do mimořádných položek jsou zahrnuty jiné provozní náklady a výnosy, ostatní finanční náklady a výnosy a jsou predikovány neměnné ve výši z roku 2018. Prodej majetku se nepředpokládá.

Posledním krokem je stanovení výsledku hospodaření za účetní období. Ten vychází z celkového výsledku hospodaření před daní, který je dán součtem KPVH a VH z neprovozního majetku a poníženy o nákladové úroky. Tento VH je následně nutné

zdanit 19 % sazbou daně, která je po celé prognózované období uvažována v konstantní výši. Konečná hodnota tvoří výsledek hospodaření za účetní období po dani.

#### 4.4.2 Plánovaná rozvaha

Dalším plánovaným výkazem společnosti ADOR CZ s.r.o. je rozvaha, která se skládá ze dvou částí, a to aktiv a pasiv. Nutná podmínka pro sestavení rozvahy je, aby se hodnota aktiv rovnala hodnotě pasiv.

##### Plánovaná aktiva

První částí plánované rozvahy je plán aktiv podniku. Některé hodnoty jsou, stejně jako tomu bylo u předcházejícího výkazu, převzaty z prognózy generátorů hodnoty.

**Tab. 65: Plánovaná rozvaha: aktiva [v tis. Kč]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka rozvahy [tis. Kč]	2018	2019	2020	2021	2022
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>92 282</b>	<b>94 841</b>	<b>97 962</b>	<b>101 904</b>	<b>106 349</b>
Dlouhodobý majetek	37 711	36 705	35 515	35 480	37 838
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>659</b>	<b>735</b>	<b>735</b>	<b>743</b>	<b>826</b>
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>37 052</b>	<b>35 970</b>	<b>34 781</b>	<b>34 737</b>	<b>37 013</b>
Pozemky	489	489	489	489	489
Stavby	22 346	21 866	21 356	20 823	20 265
Samostatné movité věci	13 936	13 334	12 654	13 144	15 977
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	179	179	179	179	179
Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	102	102	102	102	102
Oběžná aktiva	53 903	57 469	61 779	65 756	67 842
<b>Zásoby</b>	<b>22 268</b>	<b>20 550</b>	<b>21 943</b>	<b>23 355</b>	<b>24 818</b>
<b>Pohledávky</b>	<b>31 139</b>	<b>33 169</b>	<b>35 417</b>	<b>37 697</b>	<b>40 058</b>
<b>Peněžní prostředky</b>	<b>496</b>	<b>3 750</b>	<b>4 419</b>	<b>4 703</b>	<b>2 966</b>
Provozně potřebné	496	524	559	595	633
Provozně nepotřebné	0	3 226	3 860	4 108	2 334
Časové rozlišení	668	668	668	668	668

Hodnoty dlouhodobého majetku byly převzaty z prognózy investic do tohoto majetku. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek a poskytnuté zálohy jsou plánovány v konstantní výši z roku 2018. Hodnoty oběžných aktiv byly převzaty z prognózy provozně nutného

pracovního kapitálu. Časové rozlišení je složité predikovat, a proto bylo ponecháno v konstantní výši na úrovni hodnoty roku 2018. V tomto okamžiku není známá výše peněžních prostředků, ta se zjistí až z výkazu CF. Pro dosažení rovnosti aktiv a pasiv byla již tato částka z plánovaného výkazu peněžních toků převzata.

### Plánovaná pasiva

Druhou část plánované rozvahy tvoří plánovaná pasiva. Plánované hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tab. 66: Plánovaná rozvaha: pasiva [v tis. Kč]**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka rozvahy [tis. Kč]	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>92 282</b>	<b>94 841</b>	<b>97 962</b>	<b>101 904</b>	<b>106 349</b>
Vlastní kapitál	32 368	34 021	35 614	38 006	40 846
<b>Základní kapitál</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Ážio a kapitálové fondy</b>	<b>6 659</b>	<b>6 659</b>	<b>6 659</b>	<b>6 659</b>	<b>6 659</b>
<b>VH minulých let</b>	<b>22 973</b>	<b>25 609</b>	<b>27 262</b>	<b>28 855</b>	<b>31 247</b>
<b>VH běžného účetního období</b>	<b>2 636</b>	<b>1 653</b>	<b>1 593</b>	<b>2 392</b>	<b>2 840</b>
Cizí zdroje	59 382	60 288	61 816	63 366	64 971
<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>22 310</b>	<b>22 310</b>	<b>22 310</b>	<b>22 310</b>	<b>22 310</b>
Dlouhodobé bankovní úvěry	4 137	4 137	4 137	4 137	4 137
Dlouhodobé závazky neúročené	18 173	18 173	18 173	18 173	18 173
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>37 072</b>	<b>37 978</b>	<b>39 506</b>	<b>41 056</b>	<b>42 661</b>
Krátkodobé bankovní úvěry	15 433	15 433	15 433	15 433	15 433
Krátkodobé závazky neúročené	21 639	22 545	24 073	25 623	27 228
Časové rozlišení	532	532	532	532	532

Společnost neplánuje zvyšování základního kapitálu, proto je jeho výše stanovena na současné hodnotě 100 tis. Kč. Stejný vývoj je uvažován i v případě položky Ážio a kapitálové fondy. VH minulých let je dán postupným kumulováním VH běžného účetního období, který je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty.

V prognózovaném období se nepředpokládá s tvorbou rezerv. Dlouhodobé závazky byly ponechány v konstantní výši z roku 2018, stejně tak krátkodobé bankovní úvěry. Výše krátkodobých závazků neúročených již byla stanovena v plánu investic do pracovního kapitálu. Časové rozlišení bylo opět ponecháno po celé sledované období na hodnotě z roku 2018.

#### 4.4.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Posledním plánovaným výkazem je výkaz peněžních toků společnosti ADOR CZ s.r.o., který se skládá z několika částí. Tím je peněžní tok z provozního majetku, který je tvořen peněžním tokem z provozní a investiční činnosti, peněžní tok z neprovozního majetku, peněžní tok poskytovatelům kapitálu, tedy nákladové úroky, a peněžní tok z finanční činnosti.

**Tab. 67: Plánovaný výkaz společnosti [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

<b>Položka [tis. Kč]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Počáteční stav peněžních prostředků</b>	<b>446</b>	<b>496</b>	<b>3 745</b>	<b>4 409</b>	<b>4 687</b>
<b>KPVH před daní</b>	<b>5 548</b>	<b>4 324</b>	<b>4 233</b>	<b>5 216</b>	<b>5 768</b>
Daň připadající na KVPH	1054	822	804	991	1096
<b>KPVH po daní</b>	<b>4 494</b>	<b>3 502</b>	<b>3 429</b>	<b>4 225</b>	<b>4 672</b>
<b>Úpravy o nepeněžní operace</b>	<b>4 622</b>	<b>5 116</b>	<b>5 847</b>	<b>5 513</b>	<b>5 633</b>
Odpisy DM provozně nutného	4 295	5 116	5 847	5 513	5 633
Změny ostatních nepeněžních operací	327	0	0	0	0
Změna zůstatků rezerv	0	0	0	0	0
<b>Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)</b>	<b>-2 660</b>	<b>594</b>	<b>-2 113</b>	<b>-2 143</b>	<b>-2 219</b>
Změna stavu pohledávek	-3 048	-2 030	-2 248	-2 280	-2 361
Změna stavu krátkodobých závazků	3 861	906	1 528	1 550	1 605
Změna stavu zásob	-3 473	1 718	-1 393	-1 413	-1 463
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>	<b>6 456</b>	<b>9 213</b>	<b>7 163</b>	<b>7 595</b>	<b>8 086</b>
Nabytí dlouhodobého majetku	-5 965	-4 110	-4 657	-5 478	-7 991
<b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b>	<b>-5 965</b>	<b>-4 110</b>	<b>-4 657</b>	<b>-5 478</b>	<b>-7 991</b>
<b>PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM</b>	<b>491</b>	<b>5 103</b>	<b>2 506</b>	<b>2 117</b>	<b>95</b>
Platba nákladových úroků	-1060	-991	-991	-991	-991
<b>Příjmy z neprovozního majetku</b>	<b>-798</b>	<b>-858</b>	<b>-845</b>	<b>-842</b>	<b>-841</b>
Výnosové úroky z účtu u banky	62	2	19	22	24
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	385	434	431	430	430
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	-1 245	-1 294	-1 294	-1 294	-1 294
<b>PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM</b>	<b>-798</b>	<b>-858</b>	<b>-845</b>	<b>-842</b>	<b>-841</b>
<b>Dopady změn dlouhodobých závazků</b>	<b>1417</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	999	0	0	0	0
Změna jiných dlouhodobých závazků	438	0	0	0	0
Změna krátkodobých bankovních úvěrů	-20	0	0	0	0
<b>Dopady změn vlastního kapitálu</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Výplata dividend a podílů ze zisku	0	0	0	0	0

PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI	1417	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	50	3 254	670	284	-1 737
<b>Stav peněžních prostředků na konci období</b>	<b>496</b>	<b>3 750</b>	<b>4 419</b>	<b>4 703</b>	<b>2 966</b>

Východiskem pro stanovení peněžního toku z provozního majetku celkem je KPVH po dani, který je upraven o nepeněžní operace a změny provozně nutných oběžných aktiv (peněžní tok z provozní činnosti) a nabytí dlouhodobého majetku (peněžní tok z investiční činnosti). Hodnoty nabytí DM byly převzaty z plánu investic do tohoto majetku, konkrétně se jedná o celkové investice brutto do DM. Tyto investice mají ve výkazu CF znaménko mínus, protože se jedná o výdaj peněžních prostředků.

Další částí jsou plánované nákladové úroky. Jejich výše již byla vyčíslena při plánování výkazu zisku a ztráty. Jsou vykazovány s mínusem, protože se jedná o odliv peněžních prostředků.

V následujícím kroku je nezbytné naplánovat peněžní tok z neprovozního činnosti podniku. Výnosové úroky již byly stanoveny v plánovaném výkazu zisku a ztráty. Diferenciace v platbě daně oproti dani z KPVH se vypočítá jako rozdíl daně vyčíslené v plánované výsledovce a daně, která připadá na KPVH. Mimořádný VH je opět přejat z plánovaného VZZ (součet mimořádných položek a VH z prodeje majetku).

K stanovení celkového peněžního toku podniku je ještě nutně určit peněžní tok z finanční činnosti. Změny dlouhodobých závazků a úvěrů jak dlouhodobých, tak krátkodobých jsou vypočítány z plánované rozvahy. Vzhledem k tomu, že pro prognózované roky se nepřepokládá změna výše celkových bankovních úvěrů ani jiných dlouhodobých závazků, jsou tyto položky vykazovány s nulovou hodnotou. Stejně tak se neočekává ani změna základního kapitálu, či výplata dividend, proto je celkový peněžní tok z finanční činnosti v nulové výši.

Celkový peněžní tok je poté dán součtem peněžního toku z provozního majetku celkem, z plateb nákladových úroků, z neprovozního majetku a z finanční činnosti. Peněžní prostředky, vstupující do rozvahy, se vypočítají jako součet peněžních prostředků na počátku období a tohoto celkového peněžního toku.

#### 4.4.4 Finanční analýza plánu

V následující části diplomové práce bude provedena finanční analýza plánu. Je vhodné ji sestavit zejména proto, aby byly odhaleny případné extrémní hodnoty, které nejsou pro podnik reálné. Stejně jako u finanční analýzy minulosti bude provedena analýza likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti. Tuto finanční analýzu finančního plánu zobrazuje následující tabulka.

**Tab. 68: Finanční analýza finančního plánu**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Ukazatele likvidity</b>					
Okamžitá likvidita	0,02	0,17	0,18	0,18	0,11
Pohotová likvidita	1,46	1,64	1,65	1,65	1,58
Běžná likvidita	2,49	2,55	2,57	2,57	2,49
<b>Ukazatele zadluženosti</b>					
Celková zadluženost	64,35 %	63,57 %	63,10 %	62,18 %	61,09 %
Úrokové krytí	4,12	3,06	2,98	3,98	4,54
<b>Ukazatele rentability</b>					
ROA	4,73 %	3,25 %	3,07 %	3,91 %	4,27 %
ROI	10,68 %	8,07 %	7,67 %	9,06 %	9,55 %
ROE	8,14 %	4,86 %	4,47 %	6,29 %	6,95 %
ROS	3,94 %	2,88 %	2,64 %	3,06 %	3,18 %
<b>Ukazatele aktivity</b>					
Celkový obrat aktiv	1,53	1,58	1,64	1,67	1,70
Doba obratu zásob [dny]	57,72	49,99	49,99	49,99	49,99
Doba obratu pohledávek [dny]	80,71	80,68	80,68	80,68	80,68
Doba obratu závazků [dny]	56,09	54,84	54,84	54,84	54,84

U okamžité likvidity se v čase přepokládá nárůst hodnoty z důvodu zvyšování peněžních prostředků, protože se nepředpokládají tak vysoké investice do dlouhodobého majetku, jako v posledním skutečném roce.

Do budoucna se předpokládá, že dojde k mírnému snížení celkové zadluženosti podniku, protože se nepředpokládá zvyšování dlouhodobých ani krátkodobých bankovních úvěrů. U úrokového krytí došlo k negativnímu vývoji, a to k poklesu hodnot až pod minimální doporučovanou hranici, vyjma posledního roku, kdy se hodnota mírně zvýšila.

U ukazatelů rentability se v prvních dvou prognózovaných letech předpokládá pokles, v dalších dvou je naopak plánovaný nárůst, téměř na hodnotu z posledního skutečného roku.

Předpokládá se zvyšování obratu celkových aktiv. Naopak doba obratu zásoby by se měla snížit na necelých 50 dnů. Doby obratu pohledávek a závazků se uvažují přibližně ve stejné výši jako v posledním sledovaném roce.

## 4.5 Náklady kapitálu

Aby bylo možné stanovit výsledné ocenění podniku výnosovou metodou DCF entity, je nutné stanovit diskontní míru, která je při ocenění založeném na metodě diskontovaného peněžního toku na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál. Ty jsou složeny z nákladů na cizí a vlastní kapitál. Pro výpočet WACC je ještě nutné stanovit váhy obou složek.

### 4.5.1 Náklady na cizí kapitál

Nejprve byly stanoveny náklady na kapitál cizí. Úrokové sazby jednotlivých úvěrů byly převzaty z úvěrových smluv společnosti ADOR CZ s.r.o. Průměrné sazby PRIBOR za rok 2018 byly zjištěny na stránkách České národní banky (2020a).

**Tab. 69: Náklady na cizí kapitál**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle interních podkladů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Typ úvěru	Měna	Zůstatek k 31.12.2018 [tis. Kč]	Úroková sazba	%	Součin [tis. Kč]
Kontokorentní	Kč	4 033	7D PRIBOR+1,85 %	2,94	11 858
Revolvingový	Kč	10 000	1M PRIBOR+1,85 %	3,01	30 100
Investiční	Kč	454	1M PRIBOR+1,85 %	3,01	1 365
Investiční	Kč	2 534	1M PRIBOR+1,85 %	3,01	7 629
Investiční	Kč	149	1M PRIBOR+1,85 %	3,01	448
Investiční	Kč	2 400	-	0,00	0
Suma	-	19 570	-	-	51 401
Průměrná úroková sazba			2,63 %		

Průměrná úroková sazba pro prognózované období činí 2,63 %. Průměrné náklady na cizí kapitál při uvažování 19 % sazby jsou ve výši 2,13 %.

#### 4.5.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny pomocí modelu CAPM dle modifikace prof. A. Damodarana pro neamerické ekonomiky. Úprava modelu spočívá v přirážce rizikové prémie země, ve které je model aplikován, tedy České republiky. Tento výpočet nákladů na vlastní kapitál je uveden v následující tabulce.

**Tab. 70: Náklady na vlastní kapitál**  
(Zdroj: Vlastní zpracování)

Damodaranova modifikace modelu CAPM	Hodnota
$r_f$ (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA) k 1.1.2019	2,68 %
Beta nezadlužené pro "Homebuilding"	0,98
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2018)	4,88 %
Rating České republiky	Aa3
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů Aa3 oproti AAA)	0,51 %
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	2,8
Riziková prémie země	1,43 %
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (-0,1025p.b.)	1,33 %
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	67 %
Daňová sazba	19,0 %
Beta zadlužené	1,509
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>11,4 %</b>

Bezriziková výnosnost ( $r_f$ ) byla určena ve výši výnosnosti desetiletých vládních dluhopisů USA k 1. lednu 2019 a činí tedy 2,68 % (Investing, 2020). Beta zadlužená ( $\beta_u$ ) pro odvětví „Homebuilding“ byla převzata z webových stránek profesora A. Damodarana (Damodaran online, 2020a). Riziková prémie kapitálového trhu v USA byla stanovena ve výši geometrického průměru hodnot za období 1928-2018 (Damodaran online, 2020b). Ratingové ohodnocení České republiky je stanoveno jako Aa3 (ČNB, 2020b). Riziko selhání země představuje rozdíl mezi výnosnostmi dluhopisů v USA a v České republice z důvodu odlišného ratingu (Damodaran online, 2020c). Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům byl stanoven na 2,8 (Mařík a kol., 2018, s. 261). Riziková prémie země je dána součtem rizika selhání země a odhadu poměru



rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům. Tuto prémii je následně nutné upravit o rozdíly očekávané inflace v USA a v ČR pro roky 2019-2022. Očekávaná průměrná míra inflace pro prognózované období byla v USA stanovena ve výši 2,3075 % (Statista, 2019a) a v České republice 2,205 % (Statista, 2019b), rozdíl v inflaci byl tedy 0,1025 p.b.. Při výpočtu bety zadlužené bylo již kalkulováno s poměrem cizího kapitálu vůči tržní hodnotě vlastního kapitálu, která byla vypočtena iteračním způsobem, a je výsledkem celkového ocenění. Náklady vlastního kapitálu dle Damodaranovy modifikace modelu CAPM byly vyčísleny na 11,4 %.

#### 4.5.3 Průměrné vážené náklady kapitálu WACC

Stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál představuje poslední krok před provedením finálního výpočtu hodnoty podniku. Problém nastává ve chvíli, kdy je potřeba stanovit tržní hodnotu vlastního kapitálu, neboť tato hodnota je výsledkem celého ocenění. Aby bylo dosaženo shody mezi hodnotou vlastního kapitálu, ze kterého se počítají WACC a výsledného ocenění, je tato hodnota vypočtena pomocí iteračním výpočtu kapitálové struktury. V následující tabulce jsou uvedeny podíly jednotlivých položek kapitálu na celkovém zpoplatněném kapitálu

**Tab. 71: Váhy položek kapitálu**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Hodnota kapitálu [tis. Kč]	Váha kapitálu
Vlastní kapitál	29 361	60 %
Cizí zpoplatněný kapitál	19 570	40 %
Celkový zpoplatněný kapitál	48 931	100 %

V tabulce níže je zobrazen výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu.

**Tab. 72: Průměrné vážené náklady kapitálu**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

	Váha kapitálu	Náklad kapitálu	Součin
Vlastní kapitál	60 %	11,40 %	6,84 %
Cizí kapitál po dani	40 %	2,13 %	0,85 %
<b>WACC</b>		<b>7,69 %</b>	

Pro účely výsledného ocenění společnosti ADOR CZ s.r.o. metodou DCF entity byla potřebná diskontní míra stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu ve výši 7,69 %.

## 4.6 Návrh výsledného ocenění

V této kapitole bude stanoveno výsledné ocenění společnosti ADOR CZ s.r.o. ke dni 1.1.2019 prostřednictvím výnosové metody diskontovaného peněžního toku ve variantě entity.

### 4.6.1 Metoda DCF entity

Metoda DCF entity se řadí mezi výnosové metody. Je založena na dvoufázovém výpočtu. Výsledná hodnota podniku je poté dána současnou hodnotu budoucích cash flow, které plynou do podniku od data ocenění až do nekonečna.

#### Stanovení současné hodnoty 1. fáze

V první je nutné vypočítat volný peněžní tok pro období 2019-2022, který je následně pomocí stanovené diskontní míry převeden na současnou hodnotu.

**Tab. 73: Výpočet současné hodnoty 1. fáze [v tis. Kč]**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Položka [tis. Kč]	2019	2020	2021	2022
KPVH	4 324	4 233	5 216	5 768
Upravená daň	822	804	991	1 096
<b>KPVH po dani</b>	<b>3 502</b>	<b>3 429</b>	<b>4 225</b>	<b>4 672</b>
Odpisy	5 116	5 847	5 513	5 633
Investice do provozně nutného DM	-4 110	-4 657	-5 478	-7 991
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	567	-2 148	-2 179	-2 256
<b>FCFF</b>	<b>5 075</b>	<b>2 470</b>	<b>2 081</b>	<b>58</b>
Odúročitel pro diskontní míru:	0,9286	0,8623	0,8007	0,7435
<b>Diskontované FCFF k 1. 1. 2019</b>	<b>4 713</b>	<b>2 130</b>	<b>1 666</b>	<b>43</b>
<b>Současná hodnota 1. fáze</b>	<b>8 551</b>			

Východiskem výpočtu současné hodnoty 1. fáze je korigovaný provozní výsledek hospodaření, od kterého je následně odečtena daň z příjmu. Následně je KPVH upraven o odpisy a investice do dlouhodobého majetku a provozně nutného kapitálu. Výsledkem je volný peněžní tok pro vlastní i věřitele (FCFF), který je následně diskontován na současnou hodnotu. Výsledná současná hodnota 1. fáze ve výši 8 551 tis. Kč je dána součtem jednotlivých diskontovaných FCFF.

## Stanovení současné hodnoty 2. fáze

Pokračující hodnota pro druhou fázi byla stanovena pomocí Gordonova a parametrického vzorce. Parametry potřebné k výpočtu jsou uvedeny v následující tabulce.

**Tab. 74: Parametry pro pokračující hodnotu**

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Parametry pro pokračující hodnotu	
Tempo růstu	2,86 %
Investovaný kapitál pro rok 2023 [v tis. Kč]	<b>78 439</b>
KVPH po dani pro rok 2023 [v tis. Kč]	4 806
Míra investic netto do DM a pracovního kapitálu	45,44 %
Rentabilita investic netto	6,30 %
Diskontní míra	7,69 %
FCFF 2023 [v tis. Kč]	2 622

Průměrné tempo růstu podniku za minulost (108 % z důvodu velmi nízkého KPVH po dani v roce 2014) a plán (10 %) bylo ve výši 59 %. Tuto hodnotu nelze považovat za udržitelnou a bylo nutné ji snížit. Tempo růstu pro pokračující hodnotu bylo tedy stanoveno na úrovni průměrné hodnoty skutečného vývoje indexu růstu nominálního HDP za posledních 10 let (2009 až 2018), a to tedy ve výši 2,86 %. Zvýšením celkového investovaného kapitálu a KPVH po dani roku 2022 o toto tempo růstu získáme jejich hodnoty pro druhou fázi. Míra investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu byla vyčíslena jako podíl změny celkového investovaného kapitálu z roku 2022 na 2023 a hodnoty KPVH pro rok 2023. Rentabilita investic je dána podílem stanoveného tempa růstu a míry investic netto do DM a pracovního kapitálu. Volný peněžní tok (FCFF 2023) je vypočten jako rozdíl KPVH 2023 a meziroční změny celkového investovaného kapitálu z roku 2022 na 2023.

### Výpočet pokračující hodnoty dle Gordonova vzorce

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{i_k - g} = \frac{2\,622}{0,0769 - 0,0286} = 54\,310 \text{ tis. Kč}$$

### Výpočet pokračující hodnoty dle parametrického vzorce

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{\text{KPVH}_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g} = \frac{2\,622 * (1 - \frac{0,0286}{0,0630})}{0,0769 - 0,0286} = 54\,310 \text{ tis. Kč}$$

Současná hodnota druhé fáze se vypočítaná dle parametrického a Gordonova vzorce musí být diskontována na současnou hodnotu, která činí 40 379 tis. Kč.

Návrh výsledného ocenění společnosti ADOR CZ s.r.o. metodou DCF entity je uveden v následující tabulce.

**Tab. 75: Výpočet výsledné hodnoty podniku ADOR CZ s.r.o. k 1.1.2019**  
(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Výnosové ocenění k 1. 1. 2019	
Současná hodnota 1. fáze	8 551
Současná hodnota 2. fáze	40 379
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>48 931</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	19 570
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>29 361</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle DCF entity</b>	<b>29 361</b>

Součtem současných hodnot 1. a 2 fáze získáme provozní hodnotu podniku brutto. Odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění získáme provozní hodnotu netto. Dále je potřeba přičíst hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění. Společnost však žádné nevykazovala. Proto je provozní hodnota netto výslednou hodnou vlastního kapitálu.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti **ADOR CZ s.r.o.** k 1.1.2019 stanovená pomocí metody diskontovaného peněžního toku ve variantě entity, činí **29 361 tis. Kč**.

## ZÁVĚR

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovení objektivizované hodnoty podniku ADOR CZ s.r.o. k datu 1.1.2019 pomocí vhodné oceňovací metody. Výběr konkrétní metody závisí na účelu, kvůli kterému se ocenění realizuje. Zvolená společnost byla oceněna z důvodu jejího případného prodeje neznámému kupujícímu. K tomuto účelu byla vybrána výnosová metoda diskontovaného peněžního toku ve variantě entity.

Diplomová práce byla rozdělena na tři hlavní části. V první části diplomové práce byla definována teoretická východiska práce, která byla následně aplikována v praktické části. Byly zde vymezeny pojmy jako je podnik, hodnota podniku a důvody pro oceňování podniku. Následně byl podrobně popsán postup při ocenění, který se skládá z provedení strategické a finanční analýzy, které jsou nezbytné k posouzení celkového stavu. Teoretická část byla dále věnována rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a analýze a prognóze generátorů hodnoty, které tvoří stěžejní část celého procesu oceňování. Na závěr byla představena metoda ocenění DCF entity a způsoby stanovení diskontní míry pro tuto metodu.

Druhá část práce byla věnována analýze současného stavu, kde byla nejprve představena oceňovaná společnost. Následně byla zpracována strategická analýza pro posouzení vnitřních a vnějších faktorů, které ovlivňují její fungování na trhu. Tato analýza byla provedena prostřednictvím PEST analýzy, Porterova modelu pěti konkurenčních sil a McKinseyho 7S analýzy. Pomocí finanční analýzy byla zhodnocena finanční situace podniku a výsledky byly porovnány s oborovým průměrem a vybranými konkurenty. Na základě těchto výsledků byla sestavena SWOT matice, jejíž výsledkem je předpoklad neomezeného trvání společnosti ADOR CZ s.r.o.

Poslední část se zabývala samotným oceněním. Nejprve byla aktiva společnosti rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná a vyčíslen korigovaný provozní výsledek hospodaření. Následně byly na základě výše uvedených analýz prognózovány jednotlivé generátory hodnoty, ze kterých vycházelo předběžné ocenění společnosti. Z prognózovaných generátorů byl poté sestaven finanční plán společnosti pro období 2019-2022, skládající se z plánované výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Tento plán slouží jako podklad pro ocenění podniku. Před finálním oceněním bylo ještě

nezbytné stanovit diskontní míru, která je na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl použit modifikovaný model CAPM pro neamerické podniky od prof. Damodarana. Při výpočtu nákladů na cizí kapitál se vycházelo z úvěrových smluv společnosti. Poté již bylo možné provést výpočet hodnoty podniku, který se skládá ze dvou fází. První fáze zahrnuje hodnoty pro roky, které bylo možné prognózovat, tedy roky 2019 až 2022. K výpočtu druhé fáze byl využit Gordonův a parametrický vzorec. Výsledky obou fází bylo nutné diskontovat na současnou hodnotu. Jejich součtem bylo dosaženo provozní hodnoty brutto, kterou bylo nutné očistit o úročený cizí kapitál.

Výsledná hodnota podniku ADOR CZ s.r.o. k 1.1.2019 stanovená prostřednictvím metody diskontovaného peněžního toku ve variantě entity byla vyčíslena na hodnotu 29 361 tis. Kč. Tímto došlo ke splnění hlavního cíle této diplomové práce.

Na závěr je ještě nutné dodat, že stěžejní část prognózy, tedy prognóza tržeb, z níž vycházejí veškeré následující výpočty, byla vypočtena ještě před pandemií koronaviru. Výslednou hodnotu podniku je potřeba brát pouze jako orientační, neboť se nyní již počítá v roce 2020 s poklesem HDP, kdežto v práci byl uvažován růst.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ADOR CZ s.r.o., 2020a. O společnosti. *ador.cz* [online]. ©2016-2020 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.ador.cz/o-spolecnosti>.

ADOR CZ s.r.o., 2020b. Atesty a certifikáty. *ador.cz* [online]. ©2016-2020 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.ador.cz/atesty-a-certifikaty>.

CIMBÁLŇÍKOVÁ, Lenka, 2012. *Strategické řízení: proč je želva rychlejší než zajíc*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci. ISBN 978-80-244-2963-2.

CZ-NACE. *nace.cz* [online]. ©2018 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/16230-vyroba-ostatnich-vyrobku-stavebniho-truhlarstvi-tesarstvi>.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2020a. Sazby PRIBOR – měsíční a roční průměry. *cnb.cz* [online]. ©2020 [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/penezni-trh/pribor/fixing-urokovych-sazeb-na-mezibankovnim-trhu-depozit-pribor/prumerne.html?rok=2018>.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, 2020b. Ratingové agentury. *cnb.cz* [online]. ©2020 [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/).

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2014. Úroveň vzdělání obyvatelstva podle výsledků sčítání lidu - 2011. *czso.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/uroven-vzdelani-obyvatelstva-podle-vysledku-scitani-lidu-2011-xllg5xjb8q>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2019. Proměny věkového složení obyvatelstva ČR - 2001-2050. *czso.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/promeny-vekoveho-slozeni-obyvatelstva-cr-2001-2050>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2020a. Zahájené a dokončené byty. *vdb.czso.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&pvo=BYT10->

B&f=TABULKA&z=T&skupId=1&katalog=30836&pvo=BYT10-  
B&str=v241&c=v3~8\_\_RP2019#w=.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2020b. Nezaměstnanost v Pardubickém kraji k 31. prosinci 2019. *czso.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/xe/nezamestnanost-v-pardubickem-kraji-k-31-prosinci-2019>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2020c. Míra inflace v ČR v lednu 2020. *czso.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/xe/mira-inflace-v-cr-v-lednu-2020>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2020d. Aktuální populační vývoj v kostce. *czso.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/aktualni-populacni-vyvoj-v-kostce>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2020e. Hlavní makroekonomické ukazatele. *czso.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/hmu\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr).

DAMODARAN ONLINE, 2020a. Levered and Unlevered Betas by Industry. *pages.stern.nyu.edu* [online]. [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html).

DAMODARAN ONLINE, 2020b. Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills - United States. *pages.stern.nyu.edu* [online]. [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html).

DAMODARAN ONLINE, 2020c. Country Default Spreads and Risk Premiums. *pages.stern.nyu.edu* [online]. [cit. 2020-04-26]. 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).

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-68-2.



DVOŘÁČEK, J. a P. SLUNČÍK, 2012. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. V Praze: C.H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-224-3.

GERBRICH s.r.o., O NÁS. *gerbrich.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.gerbrich.cz/o-nas>.

GRASSEOVÁ, M., R. DUBEC a D. ŘEHÁK, 2012. *Analýza podniku v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2. vyd. Brno: BizBooks. ISBN 978-80-265-0032-2.

HANZELKOVÁ, A, M. KEŘKOVSKÝ a O. VYKYPĚL, 2017. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 3. přepracované vydání. V Praze: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-637-1.

HINDLS, Richard, 2007. *Statistika pro ekonomy*. 8. vyd. Praha: Professional Publishing. ISBN 978-80-86946-43-6.

INVESTING, 2020. United States 10-Year Bond Yield. *Investing.com* [online]. © 2007-2020 [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>.

IVSC, 2017. *International valuation standards 2017*. Norwich: PageBros. ISBN: 978-0-9931513-0-9.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar, 2008. *Strategický marketing*. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2690-8.

KALOUDA, František, 2017. *Finanční analýza a řízení podniku*. 3. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-646-0.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ, D. REMEŠ a K. ŠTEKER, 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOLLER, Tim, Marc H GOEDHART a David WESSELS, [2015]. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Sixth edition. Hoboken, New Jersey: Wiley. ISBN 978-1-118-87370-0.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-247-2865-0.

KUBÍČKOVÁ, D. a I. JINDŘICHOVSKÁ, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. V Praze: C.H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.

MALLYA, Thaddeus, 2007. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1911-5.

MAŘÍK, Miloš a kol., 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2007. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-1242-6.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR, 2019. 48. Kolokvium – šetření prognóz makroekonomického vývoje ČR (2019–2022). *mfcz.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.mfcz.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2019/48-kolokvium-setreni-prognoz-makroekono-36788>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR, 2020. Makroekonomická predikce - leden 2020. *mfcz.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.mfcz.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/makroekonomicka-predikce-leden-2020-37433>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR, 2019a. Stavebnictví České republiky 2019. *mpo.cz* [online]. ©2005-2020 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/stavebnictvi-a-suroviny/informace-z-odvetvi/stavebnictvi-ceske-republiky-2019--250401/>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR, 2019b. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2018. *mpo.cz* [online]. ©2005-2020 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/-panorama-zpracovatelskeho-prumyslu-cr-2018--249524/>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. Analytické materiály. *mpo.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>.

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020. Sbíрка listin ADOR CZ s.r.o. *or.justice.cz* [online]. © 2012-2015 [cit. 2020-04-26]. <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=112553>.

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020. Sbíрка listin CARMAN-DOOR, s.r.o. *or.justice.cz* [online]. © 2012-2015 [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=282609>.

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020. Sbíрка listin GERBRICH s.r.o. *or.justice.cz* [online]. © 2012-2015 [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=611247>.

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020. Sbíрка listin SOLODOOR a.s. *or.justice.cz* [online]. © 2012-2015 [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=158117>.

MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR, 2020a. Úplný výpis z obchodního rejstříku. *or.justice.cz* [online]. © 2012-2015 [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=112553&typ=PLATNY>.

PEŠKOVÁ, R. a I. JINDŘICHOVSKÁ, 2012. *Finanční analýza*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu. ISBN 978-80-86730-89-9.

REŽŇÁKOVÁ, Mária, 2005. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*, 2. díl. 3. aktualiz. a rozš. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM. ISBN 80-214-3036-2.

RŮČKOVÁ, Petra, 2015. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.

RUDOLSKÝ, Jan, 2018. *Doba obratu závazků. Finanční analýza firmy – software* [online]. ©2018 [cit. 2018-11-08]. Dostupné z: <http://www.faf.cz/Likvidita/Doba-splatnosti-zavazku.htm>.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2011. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: ComputerPress. ISBN 978-80-251-3386-6.

SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9367-1.

SCHOLLEOVÁ, Hana, 2017. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Expert (Grada). ISBN 978-80--271-0413-0.

SOLODOOR a.s., Profil společnosti. *solodoor.cz* [online]. [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://www.solodoor.cz/cs/profil-spolecnosti/>.

STATISTA, 2019a. Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2024\*. *statista.com* [online]. [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>.

STATISTA, 2019b. Czech Republic: Inflation rate from 2004 to 2024. *statista.com* [online]. [cit. 2020-04-26]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/369876/inflation-rate-in-czech-republic/>.

VALENTOVÁ WORSCHLOVÁ, Kateřina, 2018. *Metody oceňování. Oceňování podniků, jejich částí a podílů* [online]. ©2018 [cit. 2018-09-18]. Dostupné z: <https://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>.

VOCHOZKA, Marek a kol., 2017. *Přehled metod komplexního hodnocení podniků*. V Českých Budějovicích: Vysoká škola technická a ekonomická. ISBN 978-80-7468-119-6.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ze dne 5. listopadu 1991.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění.

Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích, v platném znění.

ZIMA, Petr, 2016. *Oceňování podniků v právní praxi*. V Praze: C.H. Beck. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-623-4.

## SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

AVP	Adjusted Present Value
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČPM	čistý peněžní majetek
ČPP	čisté pohotové peněžní prostředky
DCF	Discounted Cash Flow – metoda diskontovaných peněžních toků
DDM	dividendový diskontní model
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
DŠ	daňový štít
EVA	Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota
FCFF	Free Cash Flow to Firm – peněžní tok pro vlastníky a věřitele
IVSC	International Valuation Standards Council – Mezinárodní rada pro ocenění
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
KPVH <sub>D</sub>	korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
$k_{wc}$	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
Maj.	majetek
OA	oběžná aktiva
PaK	Pardubický kraj
PK	pracovní kapitál
PN	provozně nutný
ROA	Return On Assets – rentabilita aktiv
ROCE	Return of Capital Employed – rentabilita investovaného kapitálu
ROE	Return On Equity – rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Return On Sales – rentabilita tržeb
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VZZ	výkaz zisku a ztráty
WACC	Weighted Average Capital Cost – průměrné vážené náklady kapitálu

## SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Struktura obyvatelstva Pardubického kraje podle nejvyššího dosaženého vzdělání .....	57
Graf 2: Vývoj Altmanova indexu.....	86
Graf 3: Vývoj indexu IN05 .....	87

## **SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obr. 1: Podnikatelské okolí podniku.....	21
Obr. 2: Logo společnosti ADOR CZ s.r.o. ....	51
Obr. 3: Organizační struktura společnosti ADOR CZ, s.r.o. ....	63



## SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Přehled metod strategické analýzy .....	22
Tab. 2: Schéma výpočtu pracovního kapitálu.....	39
Tab. 3: Přehled metod diskontovaných peněžních toků .....	43
Tab. 4: Schéma výpočtu volného peněžního toku .....	44
Tab. 5: Schéma výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření .....	44
Tab. 6: Schéma výpočtu DCF ve variantě entity .....	47
Tab. 7: Počet dokončených bytů v ČR I. část [jednotky] .....	55
Tab. 8: Počet dokončených bytů v ČR II. část [jednotky].....	55
Tab. 9: Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v ČR a Pardubickém kraji [v %] .....	56
Tab. 10: Vývoj inflace v ČR [v %] .....	56
Tab. 11: Podíl produktivní skupina obyvatelstva v ČR a Pardubickém kraji [v %] .....	57
Tab. 12: Vertikální analýza vybraných položek aktiv [v %].....	67
Tab. 13: Horizontální analýza vybraných položek aktiv .....	68
Tab. 14: Vertikální analýza vybraných položek pasiv [v %].....	70
Tab. 15: Horizontální analýza vybraných položek pasiv .....	70
Tab. 16: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty [v %] .....	72
Tab. 17: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty .....	73
Tab. 18: Okamžitá likvidita .....	75
Tab. 19: Pohotová likvidita.....	76

Tab. 20: Běžná likvidita.....	76
Tab. 21: Rentabilita vlastního kapitálu [v %].....	77
Tab. 22: Rentabilita celkových aktiv [v %].....	78
Tab. 23: Rentabilita tržeb [v %].....	79
Tab. 24: Rentabilita celkového investovaného kapitálu [v %].....	79
Tab. 25: Obrat celkových aktiv.....	80
Tab. 26: Doba obratu zásob [dny].....	81
Tab. 27: Doba obratu pohledávek [dny].....	82
Tab. 28: Doba obratu závazků [dny].....	82
Tab. 29: Celková zadluženost [v %].....	83
Tab. 30: Úrokové krytí.....	84
Tab. 31: Altmanův model.....	85
Tab. 32: Index IN05.....	86
Tab. 33: Provozně nutný investovaný kapitál [v tis. Kč].....	93
Tab. 34: Korigovaný provozní výsledek hospodaření [v tis. Kč].....	93
Tab. 35: Vývoj tržeb relevantního trhu.....	94
Tab. 36: Vývoj a prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů.....	95
Tab. 37: Hodnoty Personova korelačního koeficientu.....	96
Tab. 38: Index determinace jednotlivých trendů vývoje tržeb relevantního trhu.....	96
Tab. 39: Vývoj tržeb trhu, tržeb podniku a tržního podílu podniku.....	98
Tab. 40: Prognóza tržeb trhu, tržeb podniku a tempa růstu tržeb.....	98

Tab. 41: Zisková marže za minulost – metoda shora .....	99
Tab. 42: Zisková marže za minulost – metoda zdola .....	100
Tab. 43: Prognóza ziskové marže – metoda zdola.....	101
Tab. 44: Doby obratu položek provozně nutného pracovního kapitálu za minulost [dny] .....	102
Tab. 45: Prognóza doby obratu položek provozně nutného pracovního kapitálu [dny]	102
Tab. 46: Prognóza upraveného pracovního kapitálu [v tis. Kč] .....	103
Tab. 47: Investiční náročnost nehmotného majetku za minulost [v tis. Kč] .....	104
Tab. 48: Prognóza dlouhodobého majetku – nehmotný majetek [v tis. Kč] .....	104
Tab. 49: Investiční náročnost staveb za minulost [v tis. Kč].....	105
Tab. 50: Prognóza dlouhodobého majetku – stavby [v tis. Kč].....	105
Tab. 51: Investiční náročnost samostatných movitých věcí za minulost [v tis. Kč].....	106
Tab. 52: Podnikový plán investic do samostatných movitých věcí [v tis. Kč].....	106
Tab. 53: Rozložení celkových brutto investic do samostatných movitých věcí [v tis. Kč] .....	107
Tab. 54: Prognóza dlouhodobého majetku – samostatné movité věci [v tis. Kč].....	107
Tab. 55: Prognóza dlouhodobého majetku – pozemky [v tis. Kč].....	107
Tab. 56: Prognóza dlouhodobého majetku – celkem [v tis. Kč].....	108
Tab. 57: Rentabilita investovaného kapitálu provozně nutného za minulost .....	109
Tab. 58: Prognóza rentability investovaného provozně nutného kapitálu.....	109
Tab. 59: Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	110

Tab. 60: Analýza citlivosti – faktor zisková marže po odpisech a po dani .....	111
Tab. 61: Analýza citlivosti – faktor tempo růstu tržeb.....	111
Tab. 62: Analýza citlivosti – faktor WACC .....	111
Tab. 63: Analýzy citlivosti – faktor náročnost růstu tržeb na investice netto celkem ..	111
Tab. 64: Plánovaný výkaz zisku a ztráty [v tis. Kč].....	112
Tab. 65: Plánovaná rozvaha: aktiva [v tis. Kč].....	114
Tab. 66: Plánovaná rozvaha: pasiva [v tis. Kč] .....	115
Tab. 67: Plánovaný výkaz společnosti [v tis. Kč].....	116
Tab. 68: Finanční analýza finančního plánu.....	118
Tab. 69: Náklady na cizí kapitál .....	119
Tab. 70: Náklady na vlastní kapitál.....	120
Tab. 71: Váhy položek kapitálu .....	121
Tab. 72: Průměrné vážené náklady kapitálu.....	121
Tab. 73: Výpočet současné hodnoty 1. fáze [v tis. Kč].....	122
Tab. 74: Parametry pro pokračující hodnotu .....	123
Tab. 75: Výpočet výsledné hodnoty podniku ADOR CZ s.r.o. k 1.1.2019.....	124

## SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018 [v tis. Kč].....	I
Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018 [v tis. Kč].....	V
Příloha č. 3: Vertikální a horizontální analýza aktiv společnosti ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018 .....	VII
Příloha č. 4: Vertikální a horizontální analýza pasiv společnosti ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018 .....	X
Příloha č. 5: Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018.....	XII
Příloha č. 6: Predikční test .....	XV
Příloha č. 7: Alternativní prognózy tržeb relevantního trhu .....	XVI

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018 [v tis. Kč]

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Označení	Položka rozvahy	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>77 609</b>	<b>85 357</b>	<b>82 377</b>	<b>84 041</b>	<b>92 282</b>
<b>A.</b>	<b>Pohledávky za upsaný základní kapitál</b>					
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>25 833</b>	<b>30 492</b>	<b>31 056</b>	<b>36 041</b>	<b>37 711</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0</b>	<b>219</b>	<b>227</b>	<b>620</b>	<b>659</b>
B.I.1.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje					
B.I.2.	Ocenitelná práva	0	219	137	300	659
B.I.2.1.	Software	0	219	137	300	659
B.I.2.2.	Ostatní ocenitelná práva					
B.I.3.	Goodwill					
B.I.4.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek					
B.I.5.	Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	0	0	90	320	0
B.I.5.1.	Poskytnuté zálohy na DNM					
B.I.5.2.	Nedokončený DNM	0	0	90	320	0
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>25 833</b>	<b>30 273</b>	<b>30 829</b>	<b>35 421</b>	<b>37 052</b>
B.II.1.	Pozemky a stavby	25 367	24 589	23 985	23 416	22 835
B.II.1.1.	Pozemky	489	489	489	489	489
B.II.1.2.	Stavby	24 878	24 100	23 496	22 927	22 346
B.II.2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	416	1 103	6 652	6 589	13 936
B.II.3.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku					
B.II.4.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	50	224	192	185	179
B.II.4.1.	Pěstitelské celky trvalých porostů					
B.II.4.2.	Dospělá zvířata a jejich skupiny					
B.II.4.3.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	50	224	192	185	179
B.II.5.	Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	0	4 357	0	5 231	102
B.II.5.1.	Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	4 758	0
B.II.5.2.	Nedokončený DHM	0	4 357	0	473	102
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>					
B.III.1.	Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba					
B.III.2.	Zápůjčky a úvěry – ovládaná nebo ovládající osoba					
B.III.3.	Podíly – podstatný vliv					
B.III.4.	Zápůjčky a úvěry – podstatný vliv					
B.III.5.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly					
B.III.6.	Zápůjčky a úvěry – ostatní					

B.III.7.	Ostatní dlouhodobý finanční majetek					
B.III.7.1.	Jiný dlouhodobý finanční majetek					
B.III.7.2.	Poskytnuté zálohy na DFM					
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>51 681</b>	<b>54 397</b>	<b>51 074</b>	<b>47 853</b>	<b>53 903</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>13 051</b>	<b>14 235</b>	<b>17 399</b>	<b>18 795</b>	<b>22 268</b>
C.I.1.	Materiál	9 335	9 971	11 916	11 223	11 859
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	3 677	4 154	5 296	7 451	10 215
C.I.3.	Výrobky a zboží	0	59	73	88	113
C.I.3.1.	Výrobky					
C.I.3.2.	Zboží	0	59	73	88	113
C.I.4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny					
C.I.5.	Poskytnuté zálohy na zásoby	39	51	114	33	81
<b>C.II.</b>	<b>Pohledávky</b>	<b>38 428</b>	<b>39 713</b>	<b>33 129</b>	<b>28 612</b>	<b>31 139</b>
C.II.1.	Dlouhodobé pohledávky	2 887	3 331	3 253	3 611	2 573
C.II.1.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 887	3 331	3 253	3 611	2 573
C.II.1.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba					
C.II.1.3.	Pohledávky – podstatný vliv					
C.II.1.4.	Odložená daňová pohledávka					
C.II.1.5.	Pohledávky – ostatní					
C.II.1.5.1.	Pohledávky za společníky					
C.II.1.5.2.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy					
C.II.1.5.3.	Dohadné účty aktivní					
C.II.1.5.4.	Jiné pohledávky					
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	35 541	36 382	29 876	25 001	28 566
C.II.2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	34 409	34 877	28 675	23 779	27 626
C.II.2.2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba					
C.II.2.3.	Pohledávky – podstatný vliv					
C.II.2.4.	Pohledávky – ostatní	1 132	1 505	1 201	1 222	940
C.II.2.4.1.	Pohledávky za společníky					
C.II.2.4.2.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
C.II.2.4.3.	Stát – daňové pohledávky	461	880	531	706	2
C.II.2.4.4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	673	625	669	516	389
C.II.2.4.5.	Dohadné účty aktivní	0	0	1	0	549
C.II.2.4.6.	Jiné pohledávky	-2	0	0	0	0
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>					
C.III.1.	Podíly – ovládaná nebo ovládající osoba					
C.III.2.	Ostatní krátkodobý finanční majetek					
<b>C.IV.</b>	<b>Peněžní prostředky</b>	<b>202</b>	<b>449</b>	<b>546</b>	<b>446</b>	<b>496</b>
C.IV.1.	Peněžní prostředky v pokladně	160	357	243	284	206
C.IV.2.	Peněžní prostředky na účtech	42	92	303	162	290

<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>95</b>	<b>468</b>	<b>247</b>	<b>147</b>	<b>668</b>
D.1.	Náklady příštích období	547	797	694	609	668
D.2.	Komplexní náklady příštích období					
D.3.	Příjmy příštích období	-452	-329	-447	-462	0

Označení	Položka rozvahy	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>77 609</b>	<b>85 357</b>	<b>82 377</b>	<b>84 041</b>	<b>92 282</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>28 518</b>	<b>32 421</b>	<b>29 275</b>	<b>29 732</b>	<b>32 368</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
A.I.1.	Základní kapitál	100	100	100	100	100
A.I.2.	Vlastní podíly (-)					
A.I.3.	Změny základního kapitálu					
<b>A.II.</b>	<b>Ážio a kapitálové fondy</b>	<b>6 459</b>	<b>6 459</b>	<b>6 659</b>	<b>6 659</b>	<b>6 659</b>
A.II.1.	Ážio					
A.II.2.	Kapitálové fondy	6 459	6 459	6 659	6 659	6 659
A.II.2.1.	Ostatní kapitálové fondy	6 459	6 459	6 659	6 659	6 659
A.II.2.2.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)					
A.II.2.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací					
A.II.2.4.	Rozdíly z přeměn obchodních korporací					
A.II.2.5.	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)					
<b>A.III.</b>	<b>Fondy ze zisku</b>					
A.III.1.	Ostatní rezervní fond					
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy					
<b>A.IV.</b>	<b>VH minulých let (+/-)</b>	<b>24 154</b>	<b>21 958</b>	<b>18 582</b>	<b>22 516</b>	<b>22 973</b>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	24 154	21 958	18 582	22 516	22 973
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let (-)					
A.IV.3.	Jiný VH minulých let (+/-)					
<b>A.V.</b>	<b>VH běžného účetního období</b>	<b>-2 195</b>	<b>3 904</b>	<b>3 934</b>	<b>457</b>	<b>2 636</b>
<b>A.VI.</b>	<b>Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku</b>					
<b>B+C</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>48 593</b>	<b>52 369</b>	<b>52 623</b>	<b>54 198</b>	<b>59 382</b>
<b>B.</b>	<b>Rezervy</b>					
B.1.	Rezerva na důchody a podobné závazky					
B.2.	Rezerva na daň z příjmu					
B.3.	Rezervy podle zvl. právních předpisů					
B.4.	Ostatní rezervy					
<b>C.</b>	<b>Závazky</b>	<b>48 593</b>	<b>52 369</b>	<b>52 623</b>	<b>54 198</b>	<b>59 382</b>



<b>C.I.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>13 057</b>	<b>17 234</b>	<b>19 609</b>	<b>20 546</b>	<b>22 310</b>
C.I.1.	Vydané dluhopisy					
C.I.1.1.	Vyměnitelné dluhopisy					
C.I.1.2.	Ostatní dluhopisy					
C.I.2.	Závazky k úvěrovým institucím	3 175	6 971	6 248	3 138	4 137
C.I.3.	Dlouhodobé přijaté zálohy					
C.I.4.	Závazky z obchodních vztahů					
C.I.5.	Dlouhodobé směnky k úhradě					
C.I.6.	Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba					
C.I.7.	Závazky – podstatný vliv					
C.I.8.	Odložený daňový závazek	1 202	959	1 213	1 215	1 542
C.I.9.	Závazky – ostatní	8 680	9 304	12 148	16 193	16 631
C.I.9.1.	Závazky ke společníkům					
C.I.9.2.	Dohadné účty pasivní					
C.I.9.3.	Jiné závazky	8 680	9 304	12 148	16 193	16 631
<b>C.II.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>35 536</b>	<b>35 135</b>	<b>33 014</b>	<b>33 652</b>	<b>37 072</b>
C.II.1.	Vydané dluhopisy					
C.II.1.1.	Vyměnitelné dluhopisy					
C.II.1.2.	Ostatní dluhopisy					
C.II.2.	Závazky k úvěrovým institucím	17 419	17 072	16 329	15 453	15 433
C.II.3.	Krátkodobé přijaté zálohy	0	1 405	1 268	2 477	3 136
C.II.4.	Závazky z obchodních vztahů	16 257	14 385	13 024	11 400	13 572
C.II.5.	Krátkodobé směnky k úhradě					
C.II.6.	Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba					
C.II.7.	Závazky – podstatný vliv					
C.II.8.	Závazky – ostatní	1 860	2 273	2 393	4 322	4 931
C.II.8.1.	Závazky ke společníkům					
C.II.8.2.	Krátkodobé finanční výpomoci					
C.II.8.3.	Závazky k zaměstnancům	1 054	1 111	1 201	1 364	1 441
C.II.8.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	652	625	686	777	840
C.II.8.5.	Stát – daňové závazky a dotace	147	526	486	211	261
C.II.8.6.	Dohadné účty pasivní	7	11	20	47	138
C.II.8.7.	Jiné závazky	0	0	0	1 923	2 251
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>498</b>	<b>567</b>	<b>479</b>	<b>111</b>	<b>532</b>
D.1.	Výdaje příštích období	498	567	479	111	367
D.2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	165

Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018 [v tis. Kč]

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Označení	Položka výkazu	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb	109 418	118 081	122 330	121 887	139 669
II.	Tržby za prodej zboží	0	0	986	1 170	1 148
A.	Výkonová spotřeba	83 976	90 625	90 330	93 687	104 161
A.1.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	772	937	902
A.2.	Spotřeba materiálu a energie	68 878	72 888	70 539	73 997	83 367
A.3.	Služby	15 098	17 737	19 019	18 753	19 892
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 443	-476	-1 242	-2 155	-2 764
C.	Aktivace (-)	-2 597	-3 077	-3 272	-2 707	-2 256
D.	Osobní náklady	22 471	23 377	26 786	28 380	31 084
D.1.	Mzdové náklady	16 445	17 093	19 622	20 618	22 372
D.2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	6 026	6 284	7 164	7 762	8 712
D.2.1.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	5 481	5 734	6 550	6 866	7 542
D.2.2.	Ostatní náklady	545	550	614	896	1 170
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	3 459	1 482	3 260	2 983	4 645
E.1.	Úpravy hodnot DNM a DHM	1 601	1 536	2 477	2 961	4 295
E.1.1.	Úpravy hodnot DNM a DHM – trvalé	1 601	1 536	2 477	2 961	4 295
E.1.2.	Úpravy hodnot DNM a DHM – dočasné					
E.2.	Úpravy hodnot zásob					
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek	1 858	-54	783	22	350
III.	Ostatní provozní výnosy	152	418	661	431	1 165
III.1.	Tržby z prodaného DM	25	16	178	74	44
III.2.	Tržby z prodaného materiálu		28	15	21	5
III.3.	Jiné provozní výnosy	127	374	468	336	1 116
F.	Ostatní provozní náklady	1 777	1 313	2 321	1 712	2 561
F.1.	Zůstatková cena prodaného DM					
F.2.	Zůstatková cena prodaného materiálu					
F.3.	Daně a poplatky	372	411	424	402	399
F.4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období					
F.5.	Jiné provozní náklady	1 405	902	1 897	1 310	2 162
*	<b>Provozní výsledek hospodaření (+/-)</b>	<b>-959</b>	<b>5 255</b>	<b>5 794</b>	<b>1 588</b>	<b>4 551</b>
IV.	Výnosy z DFM – podíly					
IV.1.	Výnosy z podílů – ovládaná nebo ovládající osoba					
IV.2.	Ostatní výnosy z podílů					

G.	Náklady vynaložené na prodané podíly					
V.	Výnosy z ostatního DFM					
V.1.	Výnosy z ostatního DFM– ovládaná nebo ovládající osoba					
V.2.	Ostatní výnosy z ostatního DFM					
H.	Náklady související s ostatním DFM					
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	85	95	69	57	62
VI.1.	Výnosové úroky a podobné výnosy– ovládaná nebo ovládající osoba	85	95	69	56	57
VI.2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0	0	0	1	5
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti					
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	876	851	793	845	1 060
J.1.	Nákladové úroky a podobné náklady – ovládaná a ovládající osoba					
J.2.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	876	851	793	845	1 060
VII.	Ostatní finanční výnosy	10	57	33	238	7
K.	Ostatní finanční náklady	425	313	298	491	255
*	<b>Finanční výsledek hospodaření (+/-)</b>	<b>-1 206</b>	<b>-1 012</b>	<b>-989</b>	<b>-1 041</b>	<b>-1 246</b>
**	<b>VH před zdaněním (+/-)</b>	<b>-2 165</b>	<b>4 243</b>	<b>4 805</b>	<b>547</b>	<b>3 305</b>
L.	Daň z příjmu	30	339	871	90	669
L.1.	Daň z příjmu splatná		582	616	89	341
L.2.	Daň z příjmu odložená (+/-)	30	-243	255	1	328
**	<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>-2 195</b>	<b>3 904</b>	<b>3 934</b>	<b>457</b>	<b>2 636</b>
M.	Převod podílu na VH společníkům					
***	<b>VH za účetní období (+/-)</b>	<b>-2 195</b>	<b>3 904</b>	<b>3 934</b>	<b>457</b>	<b>2 636</b>
*	<b>Čistý obrat za účetní období</b>	<b>109 665</b>	<b>118 651</b>	<b>124 079</b>	<b>123 783</b>	<b>142 051</b>

Příloha č. 3: Vertikální a horizontální analýza aktiv společnosti ADOR CZ s.r.o.  
za období 2014-2018

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Označení	Položka rozvahy	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>33,29</b>	<b>35,72</b>	<b>37,70</b>	<b>42,89</b>	<b>40,86</b>
<b>B.I.</b>	<b>DNM</b>		<b>0,26</b>	<b>0,28</b>	<b>0,74</b>	<b>0,71</b>
B.I.2.	Ocenitelná práva		0,26	0,17	0,36	0,71
B.I.2.1	Software		0,26	0,17	0,36	0,71
B.I.5.	Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM			0,11	0,38	
B.I.5.2.	Nedokončený DNM			0,11	0,38	
<b>B.II.</b>	<b>DHM</b>	<b>33,29</b>	<b>35,47</b>	<b>37,42</b>	<b>42,15</b>	<b>40,15</b>
B.II.1.	Pozemky a stavby	32,69	28,81	29,12	27,86	24,74
B.II.1.1.	Pozemky	0,63	0,57	0,59	0,58	0,53
B.II.1.2.	Stavby	32,06	28,23	28,52	27,28	24,21
B.II.2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	0,54	1,29	8,08	7,84	15,10
B.II.4.	Ostatní DHM	0,06	0,26	0,23	0,22	0,19
B.II.4.3.	Jiný DHM	0,06	0,26	0,23	0,22	0,19
B.II.5.	Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM		5,10		6,22	0,11
B.II.5.1.	Poskytnuté zálohy na DHM				5,66	
B.II.5.2.	Nedokončený DHM		5,10		0,56	0,11
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>66,59</b>	<b>63,73</b>	<b>62,00</b>	<b>56,94</b>	<b>58,41</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>16,82</b>	<b>16,68</b>	<b>21,12</b>	<b>22,36</b>	<b>24,13</b>
C.I.1.	Materiál	12,03	11,68	14,47	13,35	12,85
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	4,74	4,87	6,43	8,87	11,07
C.I.3.	Výrobky a zboží		0,07	0,09	0,10	0,12
C.I.3.2.	Zboží		0,07	0,09	0,10	0,12
C.I.5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,05	0,06	0,14	0,04	0,09
<b>C.II.</b>	<b>Pohledávky</b>	<b>49,51</b>	<b>46,53</b>	<b>40,22</b>	<b>34,05</b>	<b>33,74</b>
C.II.1	Dlouhodobé pohledávky	3,72	3,90	3,95	4,30	2,79
C.II.1.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	3,72	3,90	3,95	4,30	2,79
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	45,79	42,62	36,27	29,75	30,96
C.II.2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	44,34	40,86	34,81	28,29	29,94
C.II.2.4.	Pohledávky – ostatní	1,46	1,76	1,46	1,45	1,02
C.II.2.4.3	Stát – daňové pohledávky	0,59	1,03	0,64	0,84	0,00

C.II.2.4.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,87	0,73	0,81	0,61	0,42
C.II.2.4.5	Dohadné účty aktivní			0,00		0,59
C.II.2.4.6	Jiné pohledávky	0,00				
<b>C.IV.</b>	<b>Peněžní prostředky</b>	<b>0,26</b>	<b>0,53</b>	<b>0,66</b>	<b>0,53</b>	<b>0,54</b>
C.IV.1	Peněžní prostředky v pokladně	0,21	0,42	0,29	0,34	0,22
C.IV.2	Peněžní prostředky na účtech	0,05	0,11	0,37	0,19	0,31
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>0,12</b>	<b>0,55</b>	<b>0,30</b>	<b>0,17</b>	<b>0,72</b>
D.1.	Náklady příštích období	0,70	0,93	0,84	0,72	0,72
D.3	Příjmy příštích období	-0,58	-0,39	-0,54	-0,55	

Označení	Položka rozvahy	Meziroční změna							
		2014-2015		2015-016		2016-2017		2017-2018	
		tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>7 748</b>	<b>9,98</b>	<b>-2 980</b>	<b>-3,49</b>	<b>1 664</b>	<b>2,02</b>	<b>8 241</b>	<b>9,81</b>
<b>B.</b>	<b>DM</b>	<b>4 659</b>	<b>18,04</b>	<b>564</b>	<b>1,85</b>	<b>4 985</b>	<b>16,05</b>	<b>1 670</b>	<b>4,63</b>
<b>B.I.</b>	<b>DNM</b>	<b>219</b>	<b>0,00</b>	<b>8</b>	<b>3,65</b>	<b>393</b>	<b>173,13</b>	<b>39</b>	<b>6,29</b>
B.I.2.	Ocenitelná práva	219	0,00	-82	-37,44	163	118,98	359	119,67
B.I.2.1	Software	219	0,00	-82	-37,44	163	118,98	359	119,67
B.I.5.	Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM			90	0,00	230	255,56	-320	-100
B.I.5.2.	Nedokončený DNM			90	0,00	230	255,56	-320	-100
<b>B.II.</b>	<b>DHM</b>	<b>4 440</b>	<b>17,19</b>	<b>556</b>	<b>1,84</b>	<b>4 592</b>	<b>14,90</b>	<b>1 631</b>	<b>4,60</b>
B.II.1.	Pozemky a stavby	-778	-3,07	-604	-2,46	-569	-2,37	-581	-2,48
B.II.1.1.	Pozemky	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
B.II.1.2.	Stavby	-778	-3,13	-604	-2,51	-569	-2,42	-581	-2,53
B.II.2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	687	165,14	5 549	503,08	-63	-0,95	7 347	111,50
B.II.4.	Ostatní DHM	174	348,00	-32	-14,29	-7	-3,65	-6	-3,24
B.II.4.3.	Jiný DHM	174	348,00	-32	-14,29	-7	-3,65	-6	-3,24
B.II.5.	Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	4 357	0,00	-4 357	-100	5 231	0,00	-5 129	-98,05
B.II.5.1.	Poskytnuté zálohy na DHM					4 758	0,00	-4 758	-100

B.II.5.2.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	4 357	0,00	-4 357	-100	473	0,00	-371	-78,44
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>2 716</b>	<b>5,26</b>	<b>-3 323</b>	<b>-6,11</b>	<b>-3 221</b>	<b>-6,31</b>	<b>6 050</b>	<b>12,64</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>1 184</b>	<b>9,07</b>	<b>3 164</b>	<b>22,23</b>	<b>1 396</b>	<b>8,02</b>	<b>3 473</b>	<b>18,48</b>
C.I.1.	Materiál	636	6,81	1 945	19,51	-693	-5,82	636	5,67
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	477	12,97	1 142	27,49	2 155	40,69	2 764	37,10
C.I.3.	Výrobky a zboží	59	0,00	14	23,73	15	20,55	25	28,41
C.I.3.2.	Zboží	59	0,00	14	23,73	15	20,55	25	28,41
C.I.5	Poskytnuté zálohy na zásoby	12	30,77	63	123,5	-81	-71,05	48	145,5
<b>C.II.</b>	<b>Pohledávky</b>	<b>1 285</b>	<b>3,34</b>	<b>-6 584</b>	<b>-16,58</b>	<b>-4 517</b>	<b>-13,63</b>	<b>2527</b>	<b>8,83</b>
C.II.1	Dlouhodobé pohledávky	444	15,38	-78	-2,34	358	11,01	-1038	-28,75
C.II.1.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	444	15,38	-78	-2,34	358	11,01	-1038	-28,75
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	841	2,37	-6 506	-17,88	-4 875	-16,32	3565	14,26
C.II.2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	468	1,36	-6 202	-17,78	-4 896	-17,07	3847	16,18
C.II.2.4.	Pohledávky – ostatní	373	32,95	-304	-20,20	21	1,75	-282	-23,08
C.II.2.4.3	Stát – daňové pohledávky	419	90,89	-349	-39,66	175	32,96	-704	-99,72
C.II.2.4.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	-48	-7,13	44	7,04	-153	-22,87	-127	-24,61
C.II.2.4.5	Dohadné účty aktivní			1	0,00	-1	-100	549	-100
C.II.2.4.6	Jiné pohledávky	2	100,0						
<b>C.IV.</b>	<b>Peněžní prostředky</b>	<b>247</b>	<b>122,3</b>	<b>97</b>	<b>21,60</b>	<b>-100</b>	<b>-18,32</b>	<b>50</b>	<b>11,21</b>
C.IV.1	Peněžní prostředky v pokladně	197	123,1	-114	-31,93	41	16,87	-78	-27,46
C.IV.2	Peněžní prostředky na účtech	50	119,1	211	229,4	-141	-46,53	128	79,01
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>373</b>	<b>392,7</b>	<b>-221</b>	<b>-47,22</b>	<b>-100</b>	<b>-40,49</b>	<b>521</b>	<b>354,4</b>
D.1.	Náklady příštích období	250	45,70	-103	-12,92	-85	-12,25	59	9,69
D.3	Příjmy příštích období	123	27,21	-118	-35,87	-15	-3,36		

Příloha č. 4: Vertikální a horizontální analýza pasiv společnosti ADOR CZ s.r.o.  
za období 2014-2018

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Označení	Položka rozvahy	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASIVA CELKEM</b>		<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>36,75</b>	<b>37,98</b>	<b>35,54</b>	<b>35,38</b>	<b>35,08</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>0,13</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>
A.I.1.	Základní kapitál	0,13	0,12	0,12	0,12	0,11
<b>A.II.</b>	<b>Ážio a kapitálové fondy</b>	<b>8,32</b>	<b>7,57</b>	<b>8,08</b>	<b>7,92</b>	<b>7,22</b>
A.II.2.	Kapitálové fondy	8,32	7,57	8,08	7,92	7,22
A.II.2.1.	Ostatní kapitálové fondy	8,32	7,57	8,08	7,92	7,22
<b>A.IV.</b>	<b>VH minulých let (+/-)</b>	<b>31,12</b>	<b>25,72</b>	<b>22,56</b>	<b>26,79</b>	<b>24,89</b>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	31,12	25,72	22,56	26,79	24,89
<b>A.V.</b>	<b>VH běžného účetního období</b>	<b>-2,83</b>	<b>4,57</b>	<b>4,78</b>	<b>0,54</b>	<b>2,86</b>
<b>B+C</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>62,61</b>	<b>61,35</b>	<b>63,88</b>	<b>64,49</b>	<b>64,35</b>
<b>C.</b>	<b>Závazky</b>	<b>62,61</b>	<b>61,35</b>	<b>63,88</b>	<b>64,49</b>	<b>64,35</b>
<b>C.I.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>16,82</b>	<b>20,19</b>	<b>23,80</b>	<b>24,45</b>	<b>24,18</b>
C.I.2.	Závazky k úvěrovým institucím	4,09	8,17	7,58	3,73	4,48
C.I.8.	Odložený daňový závazek	1,55	1,12	1,47	1,45	1,67
C.I.9.	Závazky – ostatní	11,18	10,90	14,75	19,27	18,02
C.I.9.3.	Jiné závazky	11,18	10,90	14,75	19,27	18,02
<b>C.II.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>45,79</b>	<b>41,16</b>	<b>40,08</b>	<b>40,04</b>	<b>40,17</b>
C.II.2.	Závazky k úvěrovým institucím	22,44	20,00	19,82	18,39	16,72
C.II.3.	Krátkodobé přijaté zálohy		1,65	1,54	2,95	3,40
C.II.4.	Závazky z obchodních vztahů	20,95	16,85	15,81	13,56	14,71
C.II.8.	Závazky – ostatní	2,40	2,66	2,90	5,14	5,34
C.II.8.3.	Závazky k zaměstnancům	1,36	1,30	1,46	1,62	1,56
C.II.8.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,84	0,73	0,83	0,92	0,91
C.II.8.5.	Stát – daňové závazky a dotace	0,19	0,62	0,59	0,25	0,28
C.II.8.6.	Dohadné účty pasivní	0,01	0,01	0,02	0,06	0,15
C.II.8.7.	Jiné závazky				2,29	2,44
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,64</b>	<b>0,66</b>	<b>0,58</b>	<b>0,13</b>	<b>0,58</b>
D.1.	Výdaje příštích období	0,64	0,66	0,58	0,13	0,40
D.2.	Výnosy příštích období					0,18

Označení	Položka rozvahy	Meziroční změna							
		2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
		tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>7 748</b>	<b>9,98</b>	<b>-2 980</b>	<b>-3,49</b>	<b>1 664</b>	<b>2,02</b>	8 241	<b>9,81</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>3 903</b>	<b>13,69</b>	<b>-3 146</b>	<b>-9,70</b>	<b>457</b>	<b>1,56</b>	2 636	<b>8,87</b>
A.I.	Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
A.I.1.	Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
<b>A.II.</b>	<b>Ážio a kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>200</b>	<b>3,10</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
A.II.2.	Kapitálové fondy	0	0,00	200	3,10	0	0,00	0	0,00
A.II.2.1.	Ostatní kapitálové fondy	0	0,00	200	3,10	0	0,00	0	0,00
A.IV.	VH minulých let (+/-)	-2 196	-9,09	-3 376	-15,37	3 934	21,17	457	2,03
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	-2 196	-9,09	-3 376	-15,37	3 934	21,17	457	2,03
<b>A.V.</b>	<b>VH běžného účetního období</b>	<b>6 099</b>	<b>277,9</b>	<b>30</b>	<b>0,77</b>	<b>-3 477</b>	<b>-88,38</b>	<b>2 179</b>	<b>476,8</b>
<b>B+C</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>3 776</b>	<b>7,77</b>	<b>254</b>	<b>0,49</b>	<b>1 575</b>	<b>2,99</b>	<b>5 184</b>	<b>9,56</b>
<b>C.</b>	<b>Závazky</b>	<b>3 776</b>	<b>7,77</b>	<b>254</b>	<b>0,49</b>	<b>1 575</b>	<b>2,99</b>	<b>5 184</b>	<b>9,56</b>
C.I.	Dlouhodobé závazky	4 177	31,99	2 375	13,78	937	4,78	1 764	8,59
C.I.2.	Závazky k úvěrovým institucím	3 796	119,6	-723	-10,37	-3 110	-49,78	999	31,84
C.I.8.	Odložený daňový závazek	-243	-20,22	254	26,49	2	0,16	327	26,91
C.I.9.	Závazky – ostatní	624	7,19	2 844	30,57	4 045	33,30	438	2,70
C.I.9.3.	Jiné závazky	624	7,19	2 844	30,57	4 045	33,30	438	2,70
C.II.	Krátkodobé závazky	-401	-1,13	-2 121	-6,04	638	1,93	3 420	10,16
C.II.2.	Závazky k úvěrovým institucím	-347	-1,99	-743	-4,35	-876	-5,36	-20	-0,13
C.II.3.	Krátkodobé přijaté zálohy	1 405	0,00	-137	-9,75	1 209	95,35	659	26,60
C.II.4.	Závazky z obchodních vztahů	-1 872	-11,52	-1 361	-9,46	-1 624	-12,47	2 172	19,05
C.II.8.	Závazky – ostatní	413	22,20	120	5,28	1 929	80,61	609	14,09
C.II.8.3.	Závazky k zaměstnancům	57	5,41	90	8,10	163	13,57	77	5,65
C.II.8.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-27	-4,14	61	9,76	91	13,27	63	8,11
C.II.8.5.	Stát – daňové závazky a dotace	379	257,8	-40	-7,60	-275	-56,58	50	23,70
C.II.8.6.	Dohadné účty pasivní	4	57,14	9	81,82	27	135,0	91	193,6
C.II.8.7.	Jiné závazky					1 923	0,00	328	17,06
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>69</b>	<b>13,86</b>	<b>-88</b>	<b>-15,52</b>	<b>-368</b>	<b>-76,83</b>	<b>421</b>	<b>379,3</b>
D.1.	Výdaje příštích období	69	13,86	-88	-15,52	-368	-76,83	256	230,6
D.2.	Výnosy příštích období							165	0,00



Příloha č. 5: Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti  
ADOR CZ s.r.o. za období 2014-2018

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

Označ.	Položka výkazu zisku a ztráty	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb	99,77	99,52	98,59	98,47	98,32
II.	Tržby za prodej zboží			0,79	0,95	0,81
A.	Výkonová spotřeba	76,58	76,38	72,80	75,69	73,33
A.1.	Náklady vynaložené na prodané zboží			0,62	0,76	0,63
A.2.	Spotřeba materiálu a energie	62,81	61,43	56,85	59,78	58,69
A.3.	Služby	13,77	14,95	15,33	15,15	14,00
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1,32	-0,40	-1,00	-1,74	-1,95
C.	Aktivace (-)	-2,37	-2,59	-2,64	-2,19	-1,59
D.	Osobní náklady	20,49	19,70	21,59	22,93	21,88
D.1.	Mzdové náklady	15,00	14,41	15,81	16,66	15,75
D.2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	5,49	5,30	5,77	6,27	6,13
D.2.1.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	5,00	4,83	5,28	5,55	5,31
D.2.2.	Ostatní náklady	0,50	0,46	0,49	0,72	0,82
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	3,15	1,25	2,63	2,41	3,27
E.1.	Úpravy hodnot DNM a DHM	1,46	1,29	2,00	2,39	3,02
E.1.1.	Úpravy hodnot DNM a DHM – trvalé	1,46	1,29	2,00	2,39	3,02
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek	1,69	-0,05	0,63	0,02	0,25
III.	Ostatní provozní výnosy	0,14	0,35	0,53	0,35	0,82
III.1.	Tržby z prodaného DM	0,02	0,01	0,14	0,06	0,03
III.2.	Tržby z prodaného materiálu		0,02	0,01	0,02	0,00
III.3.	Jiné provozní výnosy	0,12	0,32	0,38	0,27	0,79
F.	Ostatní provozní náklady	1,62	1,11	1,87	1,38	1,80
F.3.	Daně a poplatky	0,34	0,35	0,34	0,32	0,28
F.5.	Jiné provozní náklady	1,28	0,76	1,53	1,06	1,52
*	<b>Provozní VH (+/-)</b>	<b>-0,87</b>	<b>4,43</b>	<b>4,67</b>	<b>1,28</b>	<b>3,20</b>
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	0,08	0,08	0,06	0,05	0,04
VI.1.	Výnosové úroky a podobné výnosy – ovládaná nebo ovládající osoba	0,08	0,08	0,06	0,05	0,04
VI.2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy				0,00	0,00
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	0,80	0,72	0,64	0,68	0,75

J.2.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0,80	0,72	0,64	0,68	0,75
VII.	Ostatní finanční výnosy	0,01	0,05	0,03	0,19	0,00
K.	Ostatní finanční náklady	0,39	0,26	0,24	0,40	0,18
*	<b>Finanční VH (+/-)</b>	<b>-1,10</b>	<b>-0,85</b>	<b>-0,80</b>	<b>-0,84</b>	<b>-0,88</b>
**	<b>VH před zdaněním (+/-)</b>	<b>-1,97</b>	<b>3,58</b>	<b>3,87</b>	<b>0,44</b>	<b>2,33</b>
L.	Daň z příjmu	0,03	0,29	0,70	0,07	0,47
L.1.	Daň z příjmu splatná		0,49	0,50	0,07	0,24
L.2.	Daň z příjmu odložená (+/-)	0,03	-0,20	0,21	0,00	0,23
**	<b>VH po zdanění</b>	<b>-2,00</b>	<b>3,29</b>	<b>3,17</b>	<b>0,37</b>	<b>1,86</b>
***	<b>VH za účetní období (+/-)</b>	<b>-2,00</b>	<b>3,29</b>	<b>3,17</b>	<b>0,37</b>	<b>1,86</b>
*	<b>Čistý obrat za účetní období</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Označ	Položka výkazu zisku a ztráty	Meziroční změna							
		2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
		tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
I.	Tržby z prodeje výrobků a služeb	8 663	7,92	4 249	3,60	-443	-0,36	17 782	14,59
II.	Tržby za prodej zboží			986	0,00	184	15,73	-22	-1,88
A.	Výkonová spotřeba	6 649	7,92	-295	-0,33	3 357	3,72	10 474	11,18
A.1.	Náklady vynaložené na prodané zboží			772	0,00	165	21,37	-35	-3,74
A.2.	Spotřeba materiálu a energie	4 010	5,82	-2 349	-3,22	3 458	4,90	9 370	12,66
A.3.	Služby	2 639	17,48	1 282	7,23	-266	-1,40	1 139	6,07
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-1 919	-132,9	-766	-160,9	-913	-73,51	-609	-28,26
C.	Aktivace (-)	-480	-18,48	-195	-6,34	565	17,27	451	16,66
D.	Osobní náklady	906	4,03	3 409	14,58	1 594	5,95	2 704	9,53
D.1.	Mzdové náklady	648	3,94	2 529	14,80	996	5,08	1 754	8,51
D.2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	258	4,28	880	14,00	598	8,35	950	12,24
D.2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	253	4,62	816	14,23	316	4,82	676	9,85
D.2.2	Ostatní náklady	5	0,92	64	11,64	282	45,93	274	30,58
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	-1 977	-57,16	1 778	119,97	-277	-8,50	1 662	55,72
E.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-65	-4,06	941	61,26	484	19,54	1 334	45,05
E.1.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku – trvalé	-65	-4,06	941	61,26	484	19,54	1 334	45,05
E.3.	Úpravy hodnot pohledávek	-1 912	-102,9	837	1 550	-761	-97,19	328	1 491

III.	Ostatní provozní výnosy	266	175	243	58,13	-230	-34,80	734	170,3
III.1.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	-9	-36,00	162	1 013	-104	-58,43	-30	-40,54
III.2.	Tržby z prodaného materiálu	28	0,00	-13	-46,43	6	40,00	-16	-76,19
III.3.	Jiné provozní výnosy	247	194,49	94	25,13	-132	-28,21	780	232,14
F.	Ostatní provozní náklady	-464	-26,11	1 008	76,77	-609	-26,24	849	49,59
F.3.	Daně a poplatky	39	10,48	13	3,16	-22	-5,19	-3	-0,75
F.5.	Jiné provozní náklady	-503	-35,80	995	110,31	-587	-30,94	852	65,04
*	<b>Provozní VH (+/-)</b>	<b>6 214</b>	<b>647,97</b>	<b>539</b>	<b>10,26</b>	<b>-4 206</b>	<b>-72,59</b>	2 963	<b>186,59</b>
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	10	11,76	-26	-27,37	-12	-17,39	5	8,77
VI.1.	Výnosové úroky a podobné výnosy – ovládaná nebo ovládající osoba	10	11,76	-26	-27,37	-13	-18,84	1	1,79
VI.2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy					1	0,00	4	400
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	-25	-2,85	-58	-6,82	52	6,56	215	25,44
J.2.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	-25	-2,85	-58	-6,82	52	6,56	215	25,44
VII.	Ostatní finanční výnosy	47	470	-24	-42,11	205	621,21	-231	-97,06
K.	Ostatní finanční náklady	-112	-26,35	-15	-4,79	193	64,77	-236	-48,07
*	<b>Finanční VH (+/-)</b>	<b>194</b>	<b>16,09</b>	<b>23</b>	<b>2,27</b>	<b>-52</b>	<b>-5,26</b>	-205	19,69
**	<b>VH před zdaněním (+/-)</b>	<b>6 408</b>	<b>295,98</b>	<b>562</b>	<b>13,25</b>	<b>-4 258</b>	<b>-88,62</b>	2 758	504,2
L.	Daň z příjmu	309	1 030	532	156,93	-781	-89,67	579	643,33
L.1.	Daň z příjmu splatná	582	0,00	34	5,84	-527	-85,55	252	283,15
L.2.	Daň z příjmu odložená (+/-)	-273	-910	498	204,94	-254	-99,61	327	32 700
**	<b>VH po zdanění</b>	<b>6 099</b>	<b>277,86</b>	<b>30</b>	<b>0,77</b>	<b>-3 477</b>	<b>-88,38</b>	2 179	476,81
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>6 099</b>	<b>277,86</b>	<b>30</b>	<b>0,77</b>	<b>-3 477</b>	<b>-88,38</b>	2 179	<b>476,81</b>
*	<b>Čistý obrat za účetní období</b>	<b>8 986</b>	<b>8,19</b>	<b>5 428</b>	<b>4,57</b>	<b>-296</b>	<b>-0,24</b>	18 268	<b>14,76</b>

Příloha č. 6: Predikční test

(Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti ADOR CZ s.r.o.)

		2015	2016	2017	2018	Index determinace
	Skutečnost	25 802,65	27 638,45	27 935,48	30 289,93	-
Časové řady	Lineární	24 535,88	24 820,43	25 104,97	25 389,52	0,11270
	Exponenciální	24 508,29	24 814,47	25 124,47	25 438,35	0,11643
	Kvadratická	29 784,64	33 574,09	38 064,52	43 255,94	0,79668
	Logaritmická	24 533,25	24 816,74	25 100,09	25 383,30	0,11242
Regresní analýza	Lineární	26 852,37	27 952,69	29 737,13	31 502,47	0,18481
	Exponenciální	27 049,59	28 359,66	30 620,52	33 034,49	0,18530
	Kvadratická	39 255,96	50 891,00	76 207,49	109 101,87	0,53299
	Logaritmická	26 572,71	27 502,91	28 942,29	30 289,94	0,17399

		2015	2016	2017	2018	Suma	Max
	Skutečnost	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Časové řady	Lineární	-4,91 %	-10,20 %	-10,13 %	-16,18 %	<b>-41,42 %</b>	<b>-16,18 %</b>
	Exponenciální	-5,02 %	-10,22 %	-10,06 %	-16,02 %	-41,31 %	-16,02 %
	Kvadratická	15,43 %	21,48 %	36,26 %	42,81 %	115,97 %	42,81 %
	Logaritmická	-4,92 %	-10,21 %	-10,15 %	-16,20 %	-41,48 %	-16,20 %
Regresní analýza	Lineární	4,07 %	1,14 %	6,45 %	4,00 %	<b>15,66 %</b>	<b>6,45 %</b>
	Exponenciální	4,83 %	2,61 %	9,61 %	9,06 %	26,11 %	9,61 %
	Kvadratická	52,14 %	84,13 %	172,80 %	260,19 %	569,26 %	260,19 %
	Logaritmická	2,98 %	-0,49 %	3,60 %	0,00 %	<b>6,10 %</b>	<b>3,60 %</b>

Příloha č. 7: Alternativní prognózy tržeb relevantního trhu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle ČSÚ 2020e a MFČR 2019 a 2020)

Rok	Skutečnost		Teoretické hodnoty						
	Tržby trhu [mil. Kč]	Tempo růstu [%]	Čas (lineární funkce)		HDP (lineární funkce)		HDP (logaritmická funkce)		
			Tržby trhu [mil. Kč]	Tempo růstu [%]	Tržby trhu [mil. Kč]	Tempo růstu [%]	Tržby trhu [mil. Kč]	Tempo růstu [%]	
Minulost	2007	<b>25 759</b>	-	21 216	-	22 208	-	22 069	-
	2008	<b>22 119</b>	-14,13	21 870	3,08	23 179	4,37	23 181	5,04
	2009	<b>20 464</b>	-7,48	22 523	2,99	22 684	-2,13	22 621	-2,42
	2010	<b>21 023</b>	2,73	23 176	2,90	22 853	0,75	22 814	0,85
	2011	<b>23 030</b>	9,55	23 829	2,82	23 229	1,65	23 238	1,86
	2012	<b>23 295</b>	1,15	24 483	2,74	23 367	0,59	23 392	0,66
	2013	<b>24 082</b>	3,38	25 136	2,67	23 569	0,86	23 614	0,95
	2014	<b>26 272</b>	9,09	25 789	2,60	24 707	4,83	24 833	5,16
	2015	<b>25 803</b>	-1,79	26 442	2,53	26 195	6,02	26 338	6,06
	2016	<b>27 638</b>	7,11	27 095	2,47	27 104	3,47	27 212	3,32
	2017	<b>27 935</b>	1,07	27 749	2,41	28 578	5,44	28 565	4,97
	2018	<b>30 290</b>	8,43	28 402	2,35	30 036	5,10	29 831	4,43
	Průměrné tempo růstu: minulost		1,74	-	2,69	-	2,81	-	2,81
Prognóza	2019	-	-	29 055	2,30	31 769	5,77	<b>31 254</b>	4,77
	2020	-	-	29 708	2,25	33 146	4,34	<b>32 327</b>	3,43
	2021	-	-	30 361	2,20	34 492	4,06	<b>33 330</b>	3,10
	2022	-	-	31 015	2,15	35 859	3,96	<b>34 308</b>	2,93
	Průměrné tempo růstu: prognóza		-	-	2,22	-	4,53	-	3,56