VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ

Hlavní specializace: Mezinárodní obchod

Vedlejší specializace: Finanční manažer

Téma diplomové práce:

Oceňování podniku v nestabilním prostředí (firma Novolipetsk metallurgicheskii kombinat)

Vypracoval: Martin Stach

Vedoucí práce: RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

Prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Oceňování podniku v nestabilním prostředí“ jsem vypracoval samostatně. Použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze, dne 1. dubna 2007 ……

podpis

Poděkování

Touto cestou bych chtěl poděkovat za cenné rady, odborné vedení a velikou ochotu i trpělivost při zpracovávání mé diplomové práce vedoucí práce RNDr. Ing. Haně Scholleové Ph.D.

OBSAH

OBSAH **4**

ÚVOD **6**

1. OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **8**

1.1. ZÁKLADNÍ ROZDĚLENÍ METOD OCEŇOVÁNÍ 9

1.1.1. Metody založené na analýze výnosů *10*

1.1.2. Metody založené na analýze trhu *12*

1.1.3. Metody založené na analýze majetku *13*

1.2. POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ 13

1.2.1. Hodnota podniku *14*

1.2.2. Fáze ocenění *15*

2. OCEŇOVÁNÍ V NESTABILNÍM PROSTŘEDÍ **19**

2.1. NESTABILITA 19

2.2. PROSTŘEDÍ 19

2.3. ROZHODNUTÍ O NESTABILNOSTI PROSTŘEDÍ 20

2.4. VYBRANÉ UKAZATELE PRO POZOROVÁNÍ 21

2.4.1. Hrubý domácí produkt (dále jen „HDP“) a jeho dynamika *22*

2.4.2. Přímé zahraniční investice *23*

2.4.3. Inflace *24*

2.4.4. Směnný kurz *24*

2.4.5. Daně *25*

2.4.6. Úroková míra *26*

2.5. ROZVOJOVÉ ZEMĚ 26

2.6. RIZIKO 27

2.7. METODY OCEŇOVÁNÍ VHODNÉ PRO DANOU PROBLEMATIKU 28

2.8. TEORETICKÁ APLIKACE ZPŮSOBU OCEŇOVÁNÍ V NESTABILNÍM PROSTŘEDÍ – JEDNOTLIVÉ KROKY PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU 29

2.8.1. Analýza makroprostředí *30*

2.8.2. Strategická analýza *30*

2.8.3. Finanční analýza *30*

2.8.4. Prognóza a plán *31*

2.8.5. Model DCF a přístup pro rozvojové země *31*

2.8.6. Náklady kapitálu a jeho struktura *32*

2.8.7. Předpoklady pro ocenění *34*

3. OCENĚNÍ FIRMY NOVOLIPETSK STEEL **35**

3.1. ZADÁNÍ 35

3.2. ZÁKLADNÍ INFORMACE O FIRMĚ 35

3.3. ANALÝZA EKONOMICKÉHO PROSTŘEDÍ 39

3.3.1. Politické faktory / situace *39*

3.3.2. Ekonomické faktory Ruska *41*

3.3.3. Sociální faktory *46*

3.3.4. Technologické faktory *47*

3.3.5. Makroekonomický výhled světové ekonomiky *47*

3.4. STRATEGICKÁ ANALÝZA 48

3.4.1. Analýza trhu a jeho potenciálu *48*

3.4.2. Analýza konkurenceschopnosti firmy *50*

3.4.3. Perspektivnost podniku *51*

3.5. FINANČNÍ ANALÝZA 52

3.5.1. Analýza základních účetních výkazů ... *52*
3.5.2. Bilanční pravidla ... *56*
3.5.3. Analýza poměrových ukazatelů ... *58*
3.5.4. Rozdělení aktiv (vymezení provozně potřebných aktiv) ... *61*
3.6. SOUHRN SOUČASNÉ SITUACE PODNIKU A JEHO POTENCIÁLU PRO BUDOUCÍ ROZVOJ .. 61
3.6.1. Závěry ekonomické analýzy a tržního prostředí ... *61*
3.6.2. Závěry finanční analýzy a konkurenceschopnosti podniku ... *63*
3.7. ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY ... 63
3.7.1. Tržby ... *64*
3.7.2. Provozní zisková marže ... *65*
3.7.3. Analýza pracovního kapitálu ... *65*
3.7.4. Investice do dlouhodobého majetku ... *66*
3.8. FINANČNÍ PLÁN ... 67
3.8.1. Způsob financování ... *67*
3.8.2. Plán výsledovky ... *67*
3.8.3. Plán rozvahy ... *68*
3.9. OCENĚNÍ ... 69
3.9.1. Diskontní míra ... *69*
3.9.2. DCF model ... *71*
3.9.3. Prémie za riziko země ... *72*
3.9.4. Metoda scénářů ... *72*
3.9.5. Analýza výsledku ocenění ... *72*
3.10. ZÁVĚREČNÝ VÝROK ... 75
ZÁVĚR ... 76
LITERATURA ... 78
SEZNAM TABULEK A OBRÁZKŮ ... 80
SEZNAM PŘÍLOH ... 82

ÚVOD

Oceňování podniku je disciplína, která si klade za cíl stanovit hodnotu podniku pro předem stanovený účel a časový okamžik. Jde o komplexní obor, zahrnující v sobě více odborných odvětví. Dobrý odhadce musí být výborný analytik, který dokáže analyzovat mikro a makro prostředí firmy, zhodnotit finanční schopnosti posuzovaného subjektu, ale zároveň na základě tržních a firemních informací dokázat odhadnout možný budoucí vývoj firmy, porovnat jej s její konkurencí a umět zachytit uplatňování podnikové strategie ve finančních výsledcích podniku. Měl by mít široký rozhled v sektoru oceňovaného subjektu, aby dokázal posoudit reálnost a vhodnost předpokladů, se kterými pracuje. Vlastní ocenění je potom otázkou vhodné volby metody, nastavení parametrů a dodržení určitých postupů.

Mimo důkladné analýzy, která předchází vlastnímu použití oceňovacího modelu, je velmi důležitou částí správné nastavení předpokladů, se kterými budeme pracovat. O to složitější je výběr předpokladů, pohybujeme-li se v relativně neznámém prostředí, v němž lze jen obtížně odhadovat budoucí vývoj ukazatelů. Právě tak je tomu při oceňování v nestabilním prostředí, o kterém pojednává tato práce.

Hlavním cílem je představení možného přístupu pro ocenění podniku v nestabilním prostředí a reálné stanovení hodnoty podniku. Půjde o nasimulování situace, kdy o firmu jeví zájem strategický investor, a který uvažuje o její koupi. Má tedy zájem o stanovení její hodnoty. Tématem této práce není ocenit možné vzniklé synergie, proto bude podnik oceňován pouze na tzv. stand alone hodnotu (samostatnou hodnotu podniku). Půjde o jakési zjednodušení, které vychází také z faktu, že v případě ocenění synergií bychom museli zároveň analyzovat a ocenit i kupující firmu a tím bychom se již dostali mimo nadefinované téma.

V dnešní době se setkáváme s mnoha případy, kdy firmy, prostřednictvím fúzí a akvizic (dále jen „M&A") jiných firem, expandují za hranice svého státu, velmi často právě do rozvojových zemí. Přispívají tak ke zvětšování objemu a zrychlování tempa zahraničního obchodu, mezinárodního pohybu kapitálu a finančních toků. Patří tedy k neodmyslitelným prvkům mezinárodního obchodu a podnikání. Spojení problematiky oceňování s mezinárodním prostředím se mi zdá jako velmi atraktivní téma, o které se zajímám, a v jehož oblasti bych rád v budoucnu pracoval. I proto jsem zvolil toto téma.

Vlastní práce je rozdělena do třech základních částí. První část si klade za cíl přiblížit teoretické základy oceňování podniků, tedy rozděluje základní metody z hlediska přístupu a následně popisuje jednotlivé fáze oceňování. Část druhá obohacuje první

teoretickou část o problematiku nestabilního prostředí, jeho úskalí a možné přístupy k řešením jednotlivých problémů. Třetí oddíl potom převádí teorii do praktické aplikace na konkrétní podnik. Tím je ruský výrobce oceli společnost Novolipetsk Steel. Při výběru firmy jsem sledoval několik parametrů: podnik z rozvojové země, resp. nestabilního prostředí; dostupnost informací a dat, obor podnikání; osobně již delší dobu sleduji dění v ocelářském průmyslu, a proto výběr této firmy byl i mou osobní preferencí.

Existuje mnoho pohledů jak lze nahlížet na pojem „nestabilní prostředí“, proto je třeba mu věnovat zvláštní část práce. Protože jde o oblast velmi širokou, zúžíme pojem nestabilní prostředí na nestabilní prostředí v rozvojových zemích. Tedy problematiku velmi dynamického růstu, náhlých změn, nevyspělosti kapitálového trhu, velmi často omezenou konkurenci a také schopnost vyrovnat se s národní regulací a pravidly oceňování.

K dané problematice se váže i dostupnost relevantních dat a informací. Veškerá zde využitá data pocházejí ze sekundárních zdrojů. Informace o podniku, včetně finančních výkazů, byly čerpány z firemních stránek nebo analytických zpráv, data o trhu pocházejí z odborných publikací, prezentací anebo nebo jen „nebo“ tisku. Teoretické informace byly převážně získány z knih, studií týkajících se oceňování podniku, nebo podnikových financí obecně.

1. OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Důvody pro ocenění podniků se liší dle potřeb objednatele ocenění, případně zainteresovaných subjektů. Nejčastěji se však dělí do dvou základních kategorií, a to na ocenění související s vlastnickými změnami, nebo na ocenění nesouvisející s vlastnickou změnou.

Tab. 1: Rozdělení důvodů ocenění podniku

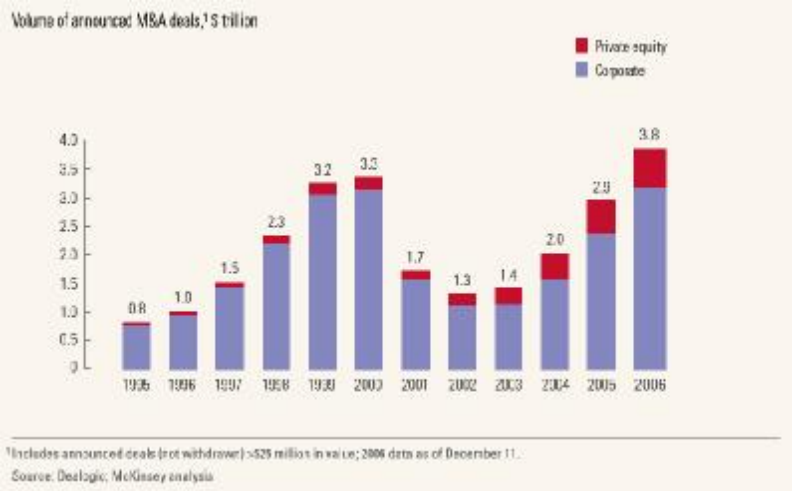
S vlastnickou změnou	▪ koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku ▪ nepeněžitý vklad do obchodní společnosti ▪ fúze / rozdělení / převzetí
Bez vlastnické změny	▪ změna právní formy ▪ poskytnutí úvěru ▪ sanace podniku ▪ obchodní podněty, kdy manažer potřebuje znát hodnotu podniku o jehož rozvoj se snaží ▪ další důvody

V každém ocenění by pak mělo být jasně specifikováno, pro jaké potřeby je vytvořeno, protože v závislosti na důvodu se může odlišovat postup ocenění, ale především použité metody.

O tom, jaký podíl zaujímá ocenění z důvodu vlastnické změny ku ocenění bez vlastnické změny, se lze jen stěží dohadovat. Po rozsáhlém sběru dat by do jisté míry šlo odhadnout množství ocenění vytvořených pro potřeby vlastnické změny. Vyčíslit však počet ocenění v kategorii „bez vlastnické změny“ je nemožné. Velmi často jde pouze o ocenění pro interní potřeby firmy nebo ocenění pro potřeby finanční instituce, u které daný subjekt žádá o úvěr nebo jiný způsob financování. Celkově můžeme hovořit o rostoucím trendu množství ocenění podniků. Ten je nejenom vyvolán rychlým rozvojem globálních vazeb, větší konkurencí a potřebou podniků se spojovat ve větší celky, ale v poslední době především dynamickým rozvojem soukromého kapitálu neboli Private Equity fondů. Tyto fondy pak nakupují jednotlivé firmy s cílem zvýšit jejich hodnotu a po čase jej opět prodat.

Pro ukázku expanze praxe oceňování podniků se můžeme podívat na následující graf ilustrující nárůst M&A aktivity za posledních 10 let a především výraznější podíl Private Equity, u kterého se jedná převážně o transakce investičního charakteru bez strategického významu.

Obr. 1: Vývoj objemu fúzí a akvizic v hodnotovém vyjádření (1995 - 2006)



Zdroj: McKinsey Quarterly – Are companies getting better at M&A?

1.1. Základní rozdělení metod oceňování

Ještě než přistoupíme k vlastnímu popisu struktury postupu oceňování, seznámíme se s jednotlivými metodami, které jsou v současnosti využívány. Při popisu oceňování potom již budeme pracovat pouze s jednou vybranou metodou.

Existuje mnoho způsobů pro ocenění podniku, které jsou si více či méně podobné, resp. odvozené. V odborné literatuře i praxi se lze setkat s mnoha metodami pro ocenění podniku a rozdílnými členění do základních skupin. Pro potřeby této práce použiji členění do následujících třech hlavních skupin:

Tab. 2: Typy metod pro ocenění podniku

Metody založené na analýze výnosů	Metoda DCF (diskontované peněžní toky) Metoda kapitalizovaných čistých výnosů Kombinovaná výnosová metoda Metoda EVA (ekonomická přidaná hodnota)
Metody na základě analýzy trhu	Metoda na základě tržní kapitalizace Metoda na základě srovnatelných podniků Metoda na základě srovnatelných transakcí Metoda na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
Metody na základě analýzy majetku	Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen Likvidační hodnota Substanční hodnota na principu reprodukčních cen Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Zdroj: Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku

1.1.1. Metody založené na analýze výnosů

Jde o metody založené na očekávané hodnotě podniku pro jeho vlastníka. Většinou nás zajímá budoucí příliv peněžních toků do firmy a podle postupu, jakým s nimi následně pracujeme, se metody dělí do různých podskupin.

Vybíráme takové finanční toky, které jsou hlavními zdroji příjmů podniku, tedy očištěné od toků vzniklých mimo hlavní aktivitu podniku. Ty potom vyjadřujeme v běžných cenách, tedy v jejich budoucí nominální výši. Jejich úprava na stálé ceny je pak zajištěna prostřednictvím zakomponování prvku inflace do diskontní míry. Dle specifických podmínek oceňování však tento postup může být upraven, jak uvidíme v další části této práce.

Protože jde o modelování budoucích hodnot, pracujeme vždy se skupinou určitých předpokladů, jejichž správné nastavené je klíčové. Nevhodně zvolené předpoklady mohou zcela změnit hodnotu podniku a vést ke špatnému závěru hodnocení. Jejich popisem a vysvětlením se však budeme zabývat až v následujících kapitolách.

Tyto metody bychom mohli rozčlenit do 3 základních podskupin: metody na základě výnosů (do firmy, do vlastního jmění), metodu „dividenda“ a v poslední době stále populárnější metodu přidané ekonomické hodnoty – economic value added (dále jen „EVA“).

Metoda diskontovaných peněžních toků (dále jen „DCF“)

Jde o základní, nejrozšířenější a svým způsobem i nejjednodušší způsob oceňování. Tento způsob je vlastně převzat z oceňování investic, kdy nás zajímá přítomná hodnota budoucích toků peněz. Postup výpočtu hodnoty firmy je následující:

(1) Nejprve stanovíme obchodní plán a analyzujeme generátory hodnoty firmy

(2) Na základě plánu odhadneme toky budoucích peněz

(3) Dopočítáme tzv. terminal value (= pokračující hodnota firmy/vlastního kapitálu po období, na které máme pevně stanovený plán)

(4) Stanovíme diskontní sazbu, kterou budeme peněžní toky vztahovat k datu ocenění

(5) Vypočteme hodnotu firmy / vlastního kapitálu

Prvním krokem tedy bude prognóza generátorů hodnoty a finančního plánu. Na základě zjištěných hodnot poté vypočítáme výši očekávaných peněžních toků následujícím způsobem:[1]

[1] Zdroj: Kislingerová, E.: Oceňování podniku

	Tržby
-	Náklady
=	Čistý příjem z operací
-	Daně
=	EBIT po zdanění
+	Odpisy
=	Cash flow z operací
-	Změna pracovního kapitálu
-	Investice (trvalé kapitálové výdaje)
=	**Free cash flow to the firm (FCFF)**

Dalším krokem bude kalkulace perpetuity, neboli pokračující hodnoty (dále jen „PH“) podniku. Pro její výpočet existuje několik způsobů, v našem případě použijeme Gordonův model:

$$PH = \frac{FCFF_t(1+g)}{WACC - g},$$

kde PH – pokračující hodnota,

$FCFF_t$ – peněžní tok posledního prognózovaného roku,

g – tempo růstu,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál.

Předposledním krokem bude diskontování peněžních toků (pomocí předem zjištěné diskontní sazby – WACC) a jejich sečtení. Tento krok je základní myšlenkou celého konceptu a je shodný z postupem při oceňování investic. Pro diskontování použijeme následující vzorec:

$$PV = \sum_{j=1}^{n} \frac{CF_j}{(1+i)^j},$$

kde PV – diskontovaná suma všech peněžních toků,

CF – peněžní rok v určitém období,

i – diskontní faktor,

j – index období.

Suma diskontovaných peněžních toků je vlastně brutto hodnotu podniku. Tu následně upravíme o výši cizího úročeného kapitálu (odečteme) a neprovozních aktiv (přičteme). Výsledkem bude hodnota podniku pro vlastníky.

Výše popsaný způsob odpovídá variantě DCFF (neboli peněžní toky do firmy). Při výpočtu způsobem DCFF stanovujeme hodnotu celého podniku včetně čistého dluhu firmy. Naopak, při použití metody DCFE uvažujeme již peněžní toky očištěné o dluh. V tomto případě je potom přímo výsledkem hodnota vlastního kapitálu firmy.

Metoda ekonomické přidané hodnoty (dále jen „EVA“)

Tato metoda, vytvořená američany Stewartem a Sternem, se v poslední době těší stále většímu zájmu všech oceňovatelů. Je postavena na měření tzv. ekonomického zisku, který zjistíme po odečtení nákladů na cizí a vlastní kapitál od zisku účetního.

Vzorec pro výpočet je relativně jednoduchý:

EVA = NOPAT – Capital x WACC,

kde NOPAT – zisk z operační činnosti po dani,

Capital – kapitál vázaný v aktivech sloužících pro operační činnost podniku,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál.

Přestože jednoduchost vzorce může vést k závěru jednoduché aplikovatelnosti, ocenění pomocí metody EVA je podstatně komplikovanější. Úskalí nastávají ve správném rozdělení účetních položek na operativní a neoperativní tak, abychom dostali opravdu pouze výsledek plynoucí z běžné činnosti podniku. Pro toto je nutné znát dobře podnik a hlavně správně rozebrat jednotlivé účetní výkazy.

1.1.2. Metody založené na analýze trhu

Základním principem těchto metod je porovnání podniku s ostatními podobnými podniky existujícími na trhu (metody tržního srovnání), nebo přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu. Mohli bychom si myslet, že jde o způsob nejjednodušší (v porovnání s ostatními metodami oceňování), avšak jeho aplikovatelnost není vždy dobře možná.

Metody tržního srovnání porovnávají srovnatelné podniky, resp. podniky s obdobnými produkty, ale i s podobným postavením na trzích. Předpokládají existenci více podobných podniků, resp. podniků se stejnými nebo velmi podobnými produkty / vlastnostmi, abychom je mohli vzájemně porovnávat. Pokud tomu tak není, jsou tyto metody téměř

nepoužitelné. I proto je jejich využití podstatně větší ve Spojených státech amerických, kde existuje mnoho firem vyrábějící velmi podobné produkty.

Metody přímého ocenění na základě dat z kapitálového trhu jsou již více rozšířené, ale i ony předpokládají dostatečně rozrostlé tržní prostředí a především přítomnost kapitálového trhu. Tím však úskalí nekončí, protože v praxi obchodovaná cena akcie, která se pro výpočet využívá, dost často nereflektuje její vnitřní hodnotu. Výsledná hodnota podniku, vzniklá vynásobením počtu akcií jejich hodnotou, tzv. tržní kapitalizace, pak neodpovídá skutečné hodnotě firmy kalkulované pomocí jiných metod.

Obecně můžeme říci, že metody založené na analýze trhu nejsou vhodné pro ocenění podniku v nestabilním prostředí, resp. v prostředí rozvojových ekonomik. Neexistence dostatečného počtu podobných firem vylučuje metody tržního srovnání. Rozvojové ekonomiky pak velmi často nedisponují kapitálovým trhem, což vylučuje i metody založené na datech kapitálového trhu. Nebudeme se proto těmito metodami v práci více zabývat.

1.1.3. Metody založené na analýze majetku

Toto ocenění vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, neboli substanční hodnotě. „Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odečtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly jeho ocenění“.[2] Konkrétní metody se liší podle předpokladu trvání podniku. Tyto metody nebudeme v praktické části aplikovat.

1.2. Postup při oceňování

Základní postup při oceňování podniku je vždy velmi podobný. Existuje několik obecných zásad a kroků, které je třeba dodržet, při využití jakékoli metody oceňování. Přestože existují určité odlišnosti v literatuře různých autorů, většinou se jedná o varianty podobné následujícímu postupu.

[2] Zdroj: Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku

Tab. 3: Postup při oceňování podniku

1	Vymezení a zadání práce	▪ Specifikace cíle ocenění ▪ Vymezení zadání
2	Vytvoření pracovního teamu	▪ Vedoucí týmu ▪ Zástupci poradenské firmy ▪ Zástupci podniku
3	Plán práce	▪ Závazné termíny prací ve vazbě na cíl a termín řešení

4	Sběr vnějších a vnitřních informací	▪ Okolí podniku
		  ▪ Makroprostředí
		  ▪ Mikroprostředí
		▪ Podnik
		  ▪ Minulost (3-5 let)
		  ▪ Současnost
		  ▪ Budoucnost (3-5 let)

5	Analýza dat	▪ Finanční analýza (3-5 let) ▪ Strategická analýza (3-5 let)
6	Výběr metod ve vazbě na cíl práce	▪ Metodologická oprávněnost ▪ Syntéza proměnných ▪ Výběr modelů
7	Analýza ocenění	▪ Aplikace zvoleného metodického aparátu ve vazbě na účel ocenění
8	Syntéza výsledků	▪ Analýza a syntéza výsledků ▪ Příprava závěrečného výroku
9	Závěr	▪ Výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění

Zdroj: Kislingerová, E.: Oceňování podniku

Výše uvedené body 1, 5-9 jsou rámcově stejné pro použití všech ocenění, liší se ve vlastním zpracování. Například, analýza dat bude odlišná v závislosti na získaných informacích, případně nutnosti detailu výstupů, které potřebujeme. V bodech 2 až 4 bude docházet k odlišnostem v návaznosti na důvodu, pro které je ocenění realizováno. V každém vytvoření plánu postupu práce a sestavení týmu.

Než si však ukážeme celý postup, budeme se věnovat vymezení klíčových termínů obsažených v každém ocenění.

1.2.1. Hodnota podniku

Pojem „hodnota podniku“ můžeme chápat několika způsoby. Rozdílnost ve vnímání bude záležet především na cíli, kterého chceme dosáhnout a pro nějž podnik oceňujeme. Hodnota se také bude lišit dle subjektu a jeho vnímání v dané situaci. Nepochybně bude mít na hodnotu podniku rozdílný názor jeho stávající majitel, který svůj podnik prodává a jinak si ho bude cenit potencionální kupec. A nebo - zeptáme-li se na hodnotu ředitele podniku a poté úředníků státní správy, bude nám interpretován zcela určitě rozdílný názor.

Základní dosud známé členění uvádí následující hodnoty podniku:

- tržní hodnota,

- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- duplexní přístup – Kolínská škola.

Tato práce se orientuje na potřeby ocenění pro potřebu nákupu / prodeje podniku, proto se dále budeme zabývat pouze tržní hodnotou podniku.

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které mají obě strany dostatečný přístup k informacím.“[3]

Pro porozumění výše uvedené definice bychom si měli detailně vysvětlit jednotlivé termíny v ní použité. Protože jejich znění je definováno v Mezinárodních oceňovacích standardech, odkazuji čtenáře na tento dokument (International Valuation Standards). Pro potřeby práce postačí popsat termín „odhadnutá částka“ a „k datu ocenění“.

Odhadnutá částka

Jde o částku, vyčíslenou v určité měně, za kterou by došlo k transakci mezi dvěma nezávislými a samostatnými partnery. Již z toho vyplývá, že půjde o takovou sumu, za kterou bude jeden partner ochotný daný subjekt prodat a druhý jej za tu samou hodnotu koupit. Půjde o cenu, za kterou by se dané aktivum obchodovalo na trhu. Daná hodnota by měla čistě reflektovat hodnotu objektu bez specifických faktorů spojených s prodejem jako je atypické financování koupě podniku, zpětný pronájem, dohody mezi partnery apod.

Datum ocenění

Ocenění podniku se vždy provádí k určitému datu. Důvodem je neustále se měnící situace na trhu a tím i následná změna podmínek, předpokladů a vlastní situace podniku. Většina odhadů proto, spolu se specifikací důvodu odhadu, omezuje jeho platnost na určité časové období.

1.2.2. Fáze ocenění

Nyní si pro získání kompletního obrazu celého postupu popíšeme detailněji jednotlivé části tak jak půjdou chronologicky za sebou. Budeme vycházet z předpokladu, že oceňujeme podnik, který máme zájem koupit a oceňovaný subjekt o našem záměru neví.

[3] Zdroj: Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku

Vymezení zadání práce

Jde o zdánlivě jednoduchou, avšak velmi důležitou část. Bez dobrého popisu a specifikace zadání a cíle práce není možné ocenění sestavit. V této pasáži by mělo být popsáno za jakým účelem, k jakému datu a pro koho ocenění vytváříme.

Pracovní tým

Složení týmu a vlastní postup se budou lišit půjde-li o ocenění ve spolupráci s daným subjektem, nebo ocenění cílové firmy v případě jejího nepřátelského převzetí. V případě nepřátelského převzetí, případě jiného ocenění bez vědomí oceňovaného subjektu, nelze s podporou firmy, která je oceňována, počítat. Tento fakt má podstatný dopad na práce především ve fázi sběru informací a dat. Tým sestavující ocenění musí nutná data nakupovat z externích zdrojů, případně využívat odhady a aproximace.

Pokud ocenění sestavujeme ve spolupráci s oceňovaným subjektem, má tým mnohem snazší úlohu. Tu lze najít nejen v lepší dostupnosti dat, ale i větší informovanosti o budoucích záměrech podniku, jeho strategii, a tedy i odhadu budoucích peněžních toků, případně jiných údajů, jakými sou náklady na úroky, investiční strategie apod.

Obecné pravidlo o vedení platí i v tomto případě. Celý tým musí mít jednoznačné vedení zkušeného odborníka a dobrého manažera.

Plán práce

Tak jako každý projekt, i tento by měl mít před započetím vlastní práce kostru a plán jednotlivých kroků, jejich načasování a odhadu nákladů. Detailnost plánu závisí na komplexnosti ocenění, velikosti týmu, ale také na důvodech ocenění. Půjde-li o ocenění pro interní potřebu podniku, resp. manažera, bude náplň práce, stejně jako sestavení týmu, určitě zcela odlišné od plánu práce pro sestavení komplexního podniku, který se má spojit s jinou firmou.

Sestavený plán práce by měl být dodržen nejen z hlediska časování, ale i především z hlediska výše nákladů a nároků na pracovní sílu.

Sběr dat a informací

Jednou z nejdůležitějších částí ocenění podniku je sběr vstupních dat. Její důležitost spočívá v náročnosti, jak časové, tak finanční, ale nejvíce na výsledku: nepodaří-li se nám sesbírat relevantní a důvěryhodná data, půjde jen těžko sestavit kvalitní ocenění.

Obecné požadavky na data by měly být následující:

- relevantnost: nalezená data by se měla vztahovat ke zkoumanému tématu obsahově, časově a případně místně,
- důvěryhodnost, resp. sledovatelnost: všechna dodaná data musí být podložena jejich původem a pravdivostí,
- nezaměnitelnost: nalezená data by měla mít jasnou vypovídací schopnost o daném faktu.

Data, která potřebujeme sesbírat pro vlastní práci bychom mohli dělit do mnoha skupin. Příkladem uvádím jedno ze základních dělení:[4]

- základní data o podniku,
- ekonomická data,
- relevantní trh,
- konkurenční struktura relevantního trhu,
- odbyt a marketing,
- výroba a dodavatelé,
- pracovníci.

Analýza dat

Pod názvem „analýza dat“ se skrývá komplexní analýza firmy, odvětví, prostředí, konkurence, produktů a další. Pro její sestavení existuje nespočet analytických nástrojů a konceptů, které lze využít. Základní časti, které by měla analýza dat obsahovat jsou následující:

- analýza vnějšího prostředí neboli okolí podniku, klasicky rozdělená na makro a mikro prostředí,
- analýza vnitřního prostředí neboli vlastního podniku, která se zabývá minulostí, současností, ale především budoucností podniku,
- strategická analýza je svým způsobem shrnutí dílčích závěrů předchozích analýz,
- finanční analýza navazuje na strategickou analýzu a předkládá do čísel a poměrů minulou a současnou situaci podniku,

[4] Zdroj: M. Mařík a kol.: Metody oceňování podniku

- finanční plán bude pokračováním analýzy v pro budoucí vývoj podniku, neboli data ze strategické analýzy a strategického plánu budou přetransformována do čísel a finančních výkazů.

Výběr metody

Ve vazbě na cíl práce, ale i rozsáhlosti a relevantnosti sesbíraných dat, budeme volit metodu pro ocenění. Budeme tedy upřesňovat a dokládat proč volíme právě tuto metodu, jaké jsou její výhody oproti ostatním metodám, jaké s sebou nese rizika. Popíšeme jaké modely budou při výpočtech použity a s jakými budeme pracovat předpoklady.

Analýza ocenění

V této části budeme konkrétně aplikovat námi zvolenou metodu na sesbíraná data. Ta bude však před vlastním využitím nutno rozdělit na potřebná a nepotřebná data. Toto členění je vysoce individuální a váže se k problematice každé jedné práce. Budeme pracovat s modely pro získání dílčích hodnot a výpočtů nutných pro sestavení hodnoty podniku. V závislosti na zvolené metodě budeme využívat různé modely a přístupy.

Syntéza výsledků

Dílčí výsledky analýzy budeme prezentovat v pasáži „syntéza výsledků“. Půjde víceméně o souhrn informací zjištěných a spočítaných v předchozích pasážích.

Závěr

Vlastním závěrem ocenění je již konkrétní výsledek, neboli hodnota, ocenění podniku vážící se k určitému datu a důvodu, tak jak bylo řečeno ve vymezení práce. Další součástí by mělo být zdůvodnění celkového postupu a výběru metody pro ocenění podniku.

2. OCEŇOVÁNÍ V NESTABILNÍM PROSTŘEDÍ

Tato pasáž se bude zabývat specifiky oceňování, které je třeba brát v úvahu při oceňování v nestabilním prostředí. Nejprve si tedy vysvětlíme co chápeme pod pojmem nestabilní prostředí. Popíšeme jednotlivé makroekonomické ukazatele, které je nutno sledovat a jak s nimi pracovat. Nastíníme rizika vážící se k dané problematice, tedy jak rizika daného prostředí, tak vlastní případné chyby daného ocenění. Závěrem si popíšeme postup vhodný pro oceňování ve specifických podmínkách nestabilního prostředí.

Nejprve je však potřeba rozebrat slova nestabilní, resp. nestabilita a prostředí, abychom si mohli vymezit rámec, ve kterém se budeme pohybovat.

2.1. Nestabilita

„Nestabilitu je situace, kdy některé výstupy nebo interní stavy rostou, případně klesají, bez jakýchkoli hranic.“[5] Půjdeme-li v naší úvaze dále, slovo nestabilita je vlastně záporem ke slovu stabilita. Stabilita znamená pevnost, rovnováhu, stálost. Nestabilita tedy bude nerovnost nebo nestálost.

Pokusíme-li se definici zobecnit, mohli bychom nestabilitu definovat následujícím způsobem: Nestabilita je faktor, který vnáší do relativně stálé situace prvek kolísání a nepředvídatelnosti. Nestabilita tedy není vlastně nic jiného než nemožnost na základě pozorování minulosti předpovídat následující vývoj. Rozkolísanost informací a dat nám nedovolí použít žádnou exaktní metodu pro odhadu budoucích hodnot.

Slovo nestabilita má většinou negativní konotaci, protože v lidském myšlení vyvolává představu něčeho neočekávaného a nepředvídatelného. V této práci však bude nestabilita často paradoxně spojena s kladným a výrazně pozitivním růstem ekonomiky. Prvek nestabilnosti bude spojen s nemožností odhadnout budoucí hodnoty na základě historických dat, právě z důvodu nelineárního, resp. těžko matematicky popsatelného vývoje ekonomiky.

2.2. Prostředí

Přes dlouhé pátrání a hledání se mi nepovedlo najít definici samotného slova prostředí. Z prostudovaných termínů si však dovolím definovat prostředí následujícím způsobem: jde o systém prvků a vlivů působících na zkoumaný subjekt, avšak také

[5] Zdroj: http://www.wikipedia.com

ovlivňovaných daným subjektem. Zjednodušeně řečeno, prostředí představuje určitý vymezený prostor, na kterém dochází ke vzájemné interakci mezi subjektem a okolím.

2.3. Rozhodnutí o nestabilnosti prostředí

Víme-li co to je nestabilita i prostředí, může si zkusit vytvořit komplexní definici nestabilního prostředí, tak abychom mohli rozhodnout zda-li se o něj v daném případě jedná a nebo ne. Pod „nestabilním prostředím“ bychom si tedy mohli představit určitý prostor, ve kterém dochází k interakci mezi ním a zkoumaným subjektem, přičemž daný prostor vykazuje prvky kolísání, které nám nedovolí předpovídat budoucí chování a reakce prostoru.

Víme-li nyní, že jde o prostor, můžeme naše pozorování začít zužovat. Bude nás však zajímat nestabilnost trhu nebo cen nebo počtu hráčů či podmínek pro podnikání? Nestabilní prostředí se může projevovat mnoha způsoby. Potřebujeme stanovit, na základě jakých kritérií budeme posuzovat onu nestabilnost a v jakém případě budeme hovořit o prostředí stabilním či naopak nestabilním.

Již v úvodu jsme si zúžili naše nestabilní prostředí na prostředí rozvíjející se ekonomiky. Na základě tohoto předpokladu tedy můžeme zvolit více způsobů, kterými přistoupíme k rozlišení subjektů spadajících a nebo naopak vyloučených z této kategorie.

Mezinárodní klasifikace

Nejjednodušším přístupem by bylo rozhodnout pomocí členění připravených nadnárodními skupinami, jako je například metodika Organizace spojených národů, která na základě různých skupin indikátorů a kritérií porovnává jednotlivé země světa. Tato metoda nám poskytne výhodu ve své jednoduchosti, protože sběr dat, jejich analýza i interpretace již byla vykonána a my dostáváme finální informaci o tom, do jaké kategorie je daný stát zařazen.

Na druhou stranu, metodika mezinárodních institucí je velmi rozsáhlá a každá země je posuzována na základě mnoha kritérií. To s sebou nese výhodu v podobě solidnosti a nepopiratelnosti poskytnuté informace. Nicméně, stát je posuzován jako celek, to je včetně oblastí jako vzdělávání, lidská práva, sociální a zdravotní systém a jiná, která jsou méně relevantní pro naši analýzu.

Rozlišení na základě ratingu země

Velmi teoretickým přístupem by mohlo být rozdělení států pomocí jejich ratingového hodnocení jako jsou klasifikace od firem Standard & Poor’s, Moody’s nebo

Fitch. Jde o analogii s hodnocením ratingu dluhopisů, tedy o hodnocení kreditního rizika státu (= nesplacení emitovaného dluhopisu / získaných půjček).

„Nejjednodušší klasifikace kvality dluhopisu (v našem případě státu) rozděluje dluhopisy do dvou pásem: do investičního a neinvestičního (či spekulativního). Do investičního stupně patří dluhopisy s ratingem AAA až BBB. Dluhopisy od BB dále se řadí do stupně spekulativního.“[6]

Od ratingu země se potom odvozuje rating jednotlivých korporátních a nebo municipálních dluhposů, přičemž platí, že žádný subjekt nedosáhne vyššího ratingu než je hodnocení státu. To je z důvodu, že výše minimálního rizika na daném území se vztahuje na všechny subjekty. Dojde-li k problému ve státě, dopadne tento problém na všechny firmy nebo správní jednotky.

Pro naše potřeby je vhodné brát rating země pouze jako vodítko. Rating země většinou koreluje se stupněm vyspělosti a rozvoje země, avšak i zde může docházet k výjimkám oběma směry: země vyspělé mohou mít rating horší než některé rozvojové a naopak.

Vybrané ukazatele

Případným dalším přístupem by bylo využití skupiny ukazatelů a jejich předem nadefinovaných hodnot / hranic, neboli pozorovaných úrovní. Svým způsobem jde o přístup, které volí mezinárodní organizace klasifikující země do přednastavených skupin.

Vlastní sestavení skupiny ukazatelů a nadefinování zmíněných hranic oddělujících jednotlivé skupiny států však přináší výhodu v možnosti konkrétního „odladění“ jejich struktury pro specifické potřeby sledování (práce). Nevýhodou toho postupu je jeho nedostatečná rozšířenost a prověření. Kromě toho, autor si může upravit kombinací kriterií a jejich nastavení takovým způsobem, aby to vyhovovalo jeho záměru.

Tento postup se jeví jako nejvhodnější pro naše rozhodování o zralosti země i přes značnou subjektivitu tohoto hodnocení. Více než absolutní výši jednotlivých ukazatelů však budeme sledovat jejich vývoj a vzájemné vztahy.

2.4. Vybrané ukazatele pro pozorování

Pro pochopení a zejména popsání nestabilního prostředí budeme pracovat s několika ukazateli z makroekonomické oblasti.

[6] Zdroj: Kislingerová, E. a kol.: Manažerské finance

V žádné dosud publikované literatuře nebylo zatím jednoznačně popsáno, jaké hodnoty, resp. kombinace hodnot jednotlivých ukazatelů je potřeba dosahovat, abychom mohli dané prostředí označit za nestabilní. V předcházejících pasážích jsme si do nestabilního prostředí zařadili rozvojové země, proto všechny dále zmíněné rozvojové státy budeme považovat za nestabilní prostředí a porovnávat je budeme s ekonomikami Spojených států amerických (dále jen „USA“) a případně Evropské Unie (dále jen „EU“).

USA se doporučuje použít jako referenční zemi z několika důvodů. Tím nejdůležitějším, pro potřeby oceňování, je fakt, že pro stanovení bezrizikové úrokové míry se využívá výnosová míra desetiletého vládního dluhopisu USA (jakým způsobem bude vysvětleno v pozdější pasáži o stanovení úrokové míry pro diskontování hodnot). Druhým důvodem pro vybrání USA je rozšířenost amerického dolaru (dále jen „USD“) a jeho využití pro kótování lokálních měn. Dost často, z důvodu obchodovatelnosti a likvidity, také bývají v USD denominovány vládní dluhopisy nejen rozvojových zemí. V neposlední řadě, USA jsou do jisté míry „market leader“ a „market maker“, tedy subjektem se schopností ovlivňovat dění ve světové ekonomice a obchodním dění. Díky jejich velikosti a vytvořených globálních vazbách dokážou pohnout trhem a rozhýbat tak jednotlivé ukazatele.

Ukazatele vybrané pro hodnocení země bychom mohli rozdělit na dvě skupiny: nevstupující přímo do výpočtů při ocenění podniku a přímo vstupující. Do první skupiny zařadíme hrubý domácí produkt, přímé zahraniční investice a v některých případech i směnný kurz. Druhou skupinu pak budou tvořit inflace, úroková míra, výše daní a případně již zmíněný směnný kurz.

2.4.1. Hrubý domácí produkt (dále jen „HDP“) a jeho dynamika

„HDP představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích v činnostech považovaných v systému národního účetnictví za produktivní (tj. včetně služeb tržní i netržní povahy).“[7]

Pro nás není ani tak důležitá vlastní výše HDP, ale jeho dynamika. Právě dynamika ukazuje rychlost expanze ekonomiky a s tím související změny. Měří se porovnáním dvou období, resp. nejčastěji se srovnává výše HDP ve dvou po sobě jdoucích rocích a vyjadřuje se jako procentní rozdíl mezi nimi. Tedy:

$$\Delta HDP\% = \frac{HDP_1 - HDP_0}{HDP_0},$$

[7] Zdroj: http://www.czso.cz

kde HDP_1 HDP v roce t+1,

HDP_0 HDP v roce t.

Vlastní ukazatel HDP, případně jeho tempo růstu, přímo do výpočtů nutných k ocenění přímo nevstupuje. Pomocí něj však můžeme usuzovat na vývoj budoucích úrokových měr a také vypočítat meziroční inflaci. Ukazuje nám však fázi vývoje ekonomiky: rozvojové země, v porovnání s rozvinutými, ukazují většinou rychlejší dynamiku, ale hlavně podstatně větší rozkolísanost a menší stabilitu růstu. Také jejich prognózy se často liší od skutečných pozorovaných hodnot.

2.4.2. Přímé zahraniční investice

Existuje mnoho definic pro vysvětlení pojmu přímé zahraniční investic. Je i mnoho národních mutací, které již konkrétně vysvětlují pojem přímých zahraničních investic (dále jen „PZI“) v kontextu lokální legislativy a úprav. Pro potřeby této práce využijeme jednu z obecných definic: „Investice do stálých aktiv umístěných v zemi jiné než je země investora pro provozování výrobních a distribučních prostředků“[8]. Často pak národní úpravy zmiňují minimální výši nebo životnost investice a nebo účel, pro který je určena.

Rozlišení PZI a celkového kapitálu je velmi důležité pro oddělení kapitálu určeného pro dlouhodobé investování do firem a projektů (právě PZI) a krátkodobého, velmi často spekulativního kapitálu. Ten je často zdrojem nepředvídatelných výkyvů ekonomiky a hlavních ukazatelů jako výše úrokových měr a směnných kurzů. Protože jde však většinou o nárazové a krátkodobé výkyvy, není nutné jeho analýzu zahrnout do analýzy makroprostředí.

Vývoj přílivu PZI do země je velmi dobrým ukazatelem stabilizující se ekonomiky. V souvislosti s velikostí a otevřeností dané ekonomiky je pak jeho role více či méně důležitá pro predikci směnných kurzů. Půjde-li o malou a otevřenou ekonomiku, příliv PZI do země bude stabilizovat a posilňovat směnný kurz. A naopak, odliv PZI bude působit většinou oslabujícím efektem kurzu. V případě velkých ekonomik je síla PZI méně evidentní.

Rozvojové a rozvíjející se země budou mít jednoznačně vyšší tempo růstu přílivu zahraničních investic a jejich důsledkem by měl být pozitivní rozvoj ekonomické situace v zemi.

[8] Zdroj: http://www.lse.co.uk/financeglossary.asp

2.4.3. Inflace

„Inflace je celkový obecný růst cen zboží a služeb v ekonomice. Běžně se vyjadřuje pomocí indexu spotřebitelských cen (dále jen „CPI“) a indexu cen výrobců. V průběhu času, tak jak ceny zboží a služeb rostou, dochází k poklesu hodnoty měny, protože její držitel je schopen nakoupit méně zboží nebo služeb za stejnou nominální hodnotu“[9]. Míra inflace tedy ukazuje míru znehodnocení měny mezi určitými časovými údaji.

Její míru zjistíme ze statistik poskytovanými lokálními statistickými úřady, případně ze statistických ročenek nadnárodních institucí (OECD, Worldbank, a jiné). Vlastní výpočet se provádí na základě porovnání cen tzv. spotřebitelských košů.

Tento ukazatel je velmi důležitý, protože může přímo vstupovat do výpočtů, které budeme provádět při ocenění. Při extrémních hodnotách inflace je nutno převést nominální toky peněz na reálné, abychom je pak mohli mezi sebou vzájemně porovnat. To by nebylo možné při zachování hodnot v nominálním vyčíslení, protože by každé z nich měly jinou vypovídací hodnotu, právě kvůli celkově odlišné cenové hladině.

Vysoká míra inflace je typickým jevem pro rozvíjející se ekonomiky. Nezřídka dosahuje hodnot okolo 20 % ročně, v extrémních případech byly pozorovány i hodnoty i přes 100 %. V takovém případě je pak i zbytečné cokoli oceňovat, protože nelze jednoznačně stanovit předpoklady pro výpočet a i, pokud se povede ocenění dokončit ,je výsledná hodnota velmi rychle nesprávná vlivem změny celé ekonomiky.

2.4.4. Směnný kurz

Směnný kurz (dále je „FX kurz“) je dalším důležitým ukazatelem, který jednak ukazuje na relativní vyspělost ekonomicky a s tím spojený další vývoj, ale který také přímo vstupuje do výpočtů v případě, kdy oceňovaný subjekt jakýmkoli způsobem pracuje se zahraniční měnou. To bývá nejčastěji spojeno s importem surovin a nebo exportem zboží či služeb. Může se však jednat také třeba o financování a nebo investování v cizí měně.

Aktuální i historická data FX kurzů jsou veřejně publikovaná národními centrálními bankami a nebo je lze získat od firem zabývajících se poskytováním dat jako například Bloomberg. Kurzy publikované na stránkách jednotlivých bank nejsou vhodné k využití jelikož jde o kurzy pro soukromé osoby, obchodující pouze malé transakce, a banky ke kurzu připočítávají marži ve svůj prospěch. Firmy, obchodující s podstatně většími částkami než jednotlivci, tak směňují devizy a valuty za podstatně výhodnějších podmínek.

[9] Zdroj: http://www.investorwords.com/2452/inflation.html

Získáme-li historická data, povedlo se nám pouze částečné vítězství. Budeme tak schopni přepočítat hodnoty pro finanční analýzu, nicméně bude velmi obtížné stanovit finanční plán. Je totiž téměř nemožné odhadnout a předpovědět vývoj budoucího FX kurzu. Na rozdíl od výpočtu úrokových sazeb nebo inflace, neexistují pro predikci FX kurzu žádné všeobecně schválené modely. Výše FX kurzu je řízena vývojem mnoha dalších veličin / faktorů. Navíc, každá země má své specifické podmínky, které je nutno zohlednit při práci s FX kurzem. Příkladem lze uvést třeba Kanadu: kanadský dolar silně koreluje s cenou ropy od určité úrovně její výše. Vysvětlením jsou obrovské, avšak těžce a nákladně dostupné, zásoby ropy, které však přicházejí v úvahu, pokud se cena ropy dostanu nad určitou úroveň.

Většina rozvojových zemí, kromě Ruska, a některých zemí Jižní Ameriky, jsou malé a otevřené ekonomiky, které v případě volně plovoucího kurzu, jen těžce ovlivňují jeho výši. Již mnoho situací v minulosti ukázalo „neschopnost“ centrálních bank pracovat s FX kurzem v případě, kdy dojde k masivnímu přílivu a nebo naopak odlivu zahraničního kapitálu (buď jen krátkodobého v podobě spekulativního kapitálu a nebo dlouhodobého reprezentujícího zahraniční investice).

Pro rozsáhlost a obtížnost stanovení budoucích hodnot směnných kurzů budeme vycházet z již připravených analýz a odhadů publikovanými statistickými úřady a nebo bankami.

2.4.5. Daně

Daně a daňový systém hrají významnou roli při oceňování podniku. Jejich aktuální či budoucí výše mění hodnotu podniku z několika hledisek. Za prvé, daňové sazby vstupují do vzorců pro ocenění, resp. výpočet nákladů na kapitál, hodnotu majetku apod. Za druhé, predikce úrovně jednotlivých sazeb hraje důležitou roli v rozhodování manažerů o struktuře kapitálu a využití finanční páky.

Legislativní vývoj lze jen stěží předvídat a predikce budoucího daňového zatížení je velmi často ovlivňována politickým klimatem v zemi a také jejím začlenění do integračních a obchodních seskupení, která stanovují pravidla pro chování jejich členů.

Pro potřeby ocenění je nejdůležitější sazba daně z příjmu podniku. Velmi často se také pracuje se složenou efektivní daní tak jako tomu bude v našem případě. Opět, tak jako u směnných kurzů, i v tomto případě využijeme již zpracované analýzy a predikce pro stanovení daní v následujících letech.

2.4.6. Úroková míra

Pojem úroková míra je svým způsobem velmi zavádějící termín. Existuje mnoho úrokových měr, vážících se vždy k dané situaci nebo produktu a nelze obecně stanovit jednu úrokovou míru. Pro potřeby ocenění je klíčové zjistit výši a vývoj tak zvané bezrizikové úrokové míry.

V každém státě se její stanovení odlišuje, avšak dost často bývá spojena s výnosovou mírou tzv. zerocoupon bondu, ze kterého se odvozuje. Příkladem bychom mohli uvést bezrizikovou úrokovou míru v USA, která se odvozuje od 10-ti letého zerocoupon bondu (tedy bondu, který neplatí žádný kupon během životnosti, ale prodává se za diskontovanou cenu, vykoupen zpět je potom za nominální hodnotu; odráží tak nejlépe hodnotu peněz, tedy bezrizikovou úrokovou míru).

Bezriziková úroková míra dané země, případně referenční země, se bere jako výchozí míra i pro stanovení ceny kapitálu, proto její identifikace a správné stanovení bude jedním z klíčových momentů celého ocenění. V zásadě se můžeme setkat se třemi problémy: 1) v zemi de facto neexistuje bezriziková úroková míra, protože i vládní obligace jsou značně rizikové; 2) je obtížné najít vládní obligace, které jsou v dlouhodobém horizontu obchodované s dostatečnou likviditou; 3) poslední komplikací je fakt, že dlouhodobé obligace jsou velmi často nenominovány v cizí měně (nejčastěji Euro a nebo USD) a jejich využití pro diskontování nominálních peněžních toků je nevhodné.

Z výše popsaných důvodů se proto často využívá bezriziková úroková míra vycházející z amerického státního desetiletého dluhopisu (dále jen „US 10Y bond“). Tento dluhopis se bere jako bezrizikový a k němu se potom připočítává prémie za riziko země (tedy rozdíl mezi rizikovostí USA a země, ve které se nachází oceňovaný subjekt) a inflační diferenciál těchto dvou zemí.

2.5. Rozvojové země

Tahouny dynamiky světové ekonomiky jsou bezesporu se svým průměrným 8 % meziročním růstem HDP rozvojové země. Rychlý rozvoj tržního a podnikatelského prostředí spolu s uvolňováním bariér mezinárodního obchodu a větší otevřenosti země přispívají k výraznému rozvoji podnikatelské činnosti. Jde o expanzi aktivit domácích firem a podnikatelů, privatizace, ale také masivní příliv zahraničních investorů.

Rozvojové země, v porovnání s již rozvinutými ekonomikami, jsou tak v poměrně krátkém časovém období vystaveny mnoha změnám působícím nejen na ekonomiku jako

celek, ale převážně na konkrétní jednotlivé subjekty trhu. Rychlost, s jakými změny přicházejí, a jejich množství, velikost a rozsáhlost s jakou působí na své okolí, pak vytváří v dané lokalitě určitý prvek nestability.

Makroekonomická nejistota, nerozvinuté a nelikvidní kapitálové trhy, kontrola přílivu a odlivu kapitálu, málo propracované účetní standardy, politické riziko a další možné problémy je potřeba správně zanalyzovat a také ocenit. A právě analýza rizika je dalším z klíčových prvků oceňování v nestabilním prostředí.

2.6. Riziko

„Při oceňování hraje jednu z podstatných rolí riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Analýza rizika – jeho určení a měření – má klíčový vliv na výsledné správné ocenění podniku. Již z vlastní logiky plyne, že čím vyšší míra rizika, tím vyšší musí být míra výnosu pro investora. Při oceňování podniku musíme těmto otázkám věnovat mimořádnou pozornost, neboť kvalifikovaně stanovená míra rizika je jedním z odrazových můstků pro správnost určení.“[10]

Riziko je vlastně měřitelné odchýlení se od očekávané hodnoty. Způsoby vyhodnocování a možná kvantifikace se liší dle typu rizika. U kvantifikovatelných rizik se k jeho analýze využívají statistické metody. Pro zhodnocení nekvantifikovatelných rizik pak můžeme použít měření pomocí bodování jednotlivých parametrů a vytváření hodnotových map.

Riziko je všudy přítomné a souvisí s každou činností. Z toho plyne, že existuje mnoho rizik, která se dají rozdělit do kategorií. Při oceňování se nejčastěji setkáváme s následujícím dělením na rizika:

- ekonomická: změna legislativního rámce, změna daní, nečekaný makroekonomický vývoj a další,
- tržní: ztráta tržního podílu, špatný odhad vývoje trhu, celkový pokles daného trhu a další,
- finanční: kurzové, úrokové, inflační, úvěrové,
- provozní: kapacitní problémy, neplnění termínů, přerušení dodávek surovin, a jiné.

Další rozdělení by mohlo být na riziko systematické a specifické. S tímto způsobem vymezení rizika se setkáváme u oceňování kapitálových aktiv při hodnocení míru investiční možnost. „Jestliže výnosová míra investičních možností je ovlivňována faktory, které mají

[10] Zdroj: Kislingerová, E.: Oceňování podniku

charakter jevů individuálních a specifických pro jednotlivé ekonomické subjekty, pak tato rizika nazýváme jedinečnými. Naproti tomu systematická rizika jsou mimo kontrolu jednotlivých objektů investičních možností, vyplývají z celkového vývoje ekonomiky na makroekonomické rovině. Za nejzásadnější systematická rizika považujeme riziko změny úrokových sazeb, inflační riziko a tržní riziko."[11]

Při analýze rizika se často zapomíná na rizika politická, která jsou velmi důležitá při oceňování v rozvojových zemích. Právě tato mohou mít značný dopad nejen na hodnotu ocenění, ale vlastně na existenci podniku jako takového. Politickým rizikem je třeba hrozba, a nebo jen možnost politického převratu, významná změna v domácí nebo mezinárodní politice státu.

V každém případě, veškerá rizika buď přímo vstupující do výpočtu hodnoty podniku a nebo jen představující faktor možné změny výsledné hodnoty by měla být identifikována a zhodnocena. Při oceňování v nestabilním prostředí je tento krok tím důležitější, že v něm zpravidla dochází k častým a těžce předvídatelným změnám.

2.7. Metody oceňování vhodné pro danou problematiku

Doposud se zástupci akademické obce, bank, poradenských a jiných firem zabývajících se oceňováním neshodli na jednotné metodice a postupu při oceňování firem v nestabilním prostředí, resp. rozvojových ekonomikách, vykazujících výraznou dynamiku a nepředvídatelnost.

Jak již bylo popsáno v kapitole o jednotlivých metodách, připadají v úvahu pouze metody založené na analýze výnosů a nebo majetku. A i zde nejsou všechny vhodné. Samozřejmě záleží na důvodu, pro které ocenění zhotovujeme. Nestabilní prostředí v podobě rozvíjející se ekonomiky je nebezpečné v jeho nepředvídatelnosti a tedy riziku nastavení špatných předpokladů. Z tohoto pohledu budou vhodnější metody analýzy majetku. Na druhou stranu, neustálé změny v legislativě a účetnictví způsobují nekonzistentnost v jednotlivých oceněních, jejich neporovnatelnost a tedy i složité uvedení do praxe.

Nejvhodnější a také nejuniverzálnější metodou, vhodnou právě pro oceňování v podmínkách rozvíjející se ekonomiky, budou metody založené na analýze výnosů, a to metoda diskontovaných peněžních toků.

[11] Zdroj: Kislingerová, E.: Oceňování podniku

2.8. Teoretická aplikace způsobu oceňování v nestabilním prostředí – jednotlivé kroky při oceňování podniku

Pro potřeby ocenění podniku v nestabilních prostředí využijeme metodu DCF. Postup bude téměř totožný jako při běžném oceňování firmy, bude se lišit ve 2 zásadních částech.

Za prvé, vzhledem k důležitosti analýzy makroprostředí, která bývá normálně začleněna pod strategickou analýzu, je doporučeno ji vyčlenit zvlášť a rozšířit o analýzu podnikatelského prostředí a s tím související legislativy.

Druhou podstatnou změnou je práce se scénáři. Při oceňování se běžně využívá různých scénářů růstu firmy, resp. vývoje prodejů, investic, struktury financování. Makroekonomické ukazatele však bývají odvozeny z historických dat a jsou brány jako konstanty vstupující do dílčích výpočtů. V našem případě však na základě jejich rozdílných hodnot budeme modelovat různé scénáře, které mohou nastat a ovlivnit tak výslednou hodnotu ocenění podniku.

Alternativně bychom mohli použít standardní DCF model, ale měli bychom zohlednit nestabilnost prostředí úpravou diskontního faktoru o riziko prostředí. Tento přístup však neposkytuje tak dobrý pohled na možné změny jako práce se scénáři.

Dalším odlišením bude práce s jednotlivými parametry jako úrokové míry, inflace, směnné kurzy nebo sazba daně, které vstupují přímo do výpočtů. Protože predikce budoucích hodnot na základě historických dat nemusí být možná a nebo vhodná pro použití při ocenění, budeme muset vhodná data získat jinými způsoby.

V návaznosti na obecný postup srovnáme jednotlivé části specifické pro oceňování v nestabilním prostředí. Postup bude téměř totožný, bude se však lišit v následujících částech:

Tab. 4: Upravený postup při oceňování v nestabilním prostředí

Obecný postup oceňování	**Komentář pro změny v souvislosti s nestabilním prostředím**
Vymezení zadání práce	Beze změny
Vytvoření pracovního týmu	Beze změny
Plán práce	Základní kostra bude beze změny. Časový horizont práce je třeba upravit dle náročnosti získávání dat a doplňkových analýz.
Sběr vnějších a vnitřních informací	V rozvojových zemích je kvalita dat často diskutabilním problémem. Jednotlivé informace by proto měly být ověřeny a testovány oproti důvěryhodným datům.

Analýza dat	Nutné je důsledně rozlišit nominální a reálná data a být konzistentní v přístupu.
Výběr metod ve vazbě na cíl práce	Výběr probíhá podobným způsobem s ohledem na získaná data a jejich relevantnost. Ideální by bylo použití 2 metod a srovnání dosažených výsledků.
Analýza ocenění	Beze změn
Syntéza výsledků	Porovnání výsledků dosažených při určité pravděpodobnosti.
Závěr	Beze změn, resp. výrok na určité hladině pravděpodobnosti

K největším odlišnostem dochází při sběru a analýze dat a možnostech a výběru metody ocenění. Nyní se proto zaměříme na podrobnější popis těchto částí.

2.8.1. Analýza makroprostředí

Před vlastní strategickou a finanční analýzou bychom se měli seznámit s prostředím a jeho specifiky, ve kterých se podnik nachází. Půjde o klasickou makroanalýzu doplněnou o další metody jako například PEST analýzu.

„PEST analýza je značně analytický koncept obsahující čtyři základní skupiny analýzy: politickou, ekonomickou, sociální a technologickou.“[12] Každá se potom skládá z jednotlivých kategorií jejich rozsah se upravuje dle konkrétních požadavků na analýzu a její výstup.

2.8.2. Strategická analýza

Strategická analýza bude velmi podobná jako při běžném ocenění. Tím, že se pohybujeme v nestabilním, tedy nepředvídatelném, prostředí, může dojít k rychlému znehodnocení celé analýzy na základě náhlé změny tržních podmínek. Autor analýzy by proto měl klást zvláštní důraz na zhodnocení rizik. Dále se doporučuje testování jednotlivých hypotéz a jejich případné porovnání s informacemi zjištěnými na podobných trzích, které již podobným vývojem prošly.

2.8.3. Finanční analýza

Vlastní struktura finanční analýzy bude shodná s tou, kterou běžně praktikujeme. Půjde tedy o analýzu absolutních ukazatelů, poměrových ukazatelů a syntetickou analýzu (v této práci je podrobně rozebírat nebudu, protože jejich popisem se zabývá mnoho publikací.

[12] Zdroj: Machková, H.: Mezinárodní marketing

Čtenáře pouze odkáži na knihu Manažerské finance od prof. Kislingerové, ve které jsou velice dobře popsány).

V naší analýze bude důležité důsledné rozlišení nominálních a reálných dat a dodržení konzistentnosti postupu. Veškeré výpočty můžeme provést v nominálních hodnotách za předpokladu, že i diskontní sazba bude v nominální hodnotě. Pokud se rozhodneme data o inflaci očistit, musíme tak učinit jak na straně očekávaných peněžních prostředků, tak na straně diskontního faktoru. Následně dojde k vykrácení vlivu inflace a výsledek by měl odpovídat hodnotě vypočtené pomocí nominálních dat.

2.8.4. Prognóza a plán

Tato část ocenění je v podmínkách nestabilního prostředí nejtěžší. V běžných podmínkách se pro sestavení plánu využívá analýza historických dat upravených dle strategických plánů podniku a prognózy trhu. V podmínkách nestability však informace z minulých let často naprosto ztrácejí význam pro jejich další využití při plánování z důvodu významných a nečekaných změn v prostředí.

Pro sestavení prognózy je nutný důsledný rozbor trhu a faktorů, které jsou tvůrci hodnoty podniku. Ty jsou potom základní kostrou celého plánu a ostatní, méně významné položky se buď dopočítávají dle jejich současného vývoje a nebo se stanovují jejich porovnáním se stejnými položkami u více rozvinutých firem na stejném nebo více rozvinutém trhu.

Metoda procentního podílu při tvoření plánu často selhává pro její vztah k tržbám, které mohou být ve sledovaném období značně rozkolísané. Stávají se pak nepoužitelným měřítkem pro stanovení některých položek rozvahy. Nutností je potom kombinace této metody třeba právě s metodami mezipodnikového srovnání.

2.8.5. Model DCF a přístup pro rozvojové země

V současnosti neexistuje žádný konsensus jak zohlednit mimořádná rizika související s nestabilním prostředím v DCF způsobu oceňování. Nejčastěji používaným způsobem je proto přičtení určité rizikové prémie k diskontnímu faktoru. Alternativou je potom sestavení různých pravděpodobnostních scénářů. Obě metody by potom měly vést ke stejnému výsledku.

Prémie za riziko země

Prvním způsobem je přidání prémie za riziko do nákladů na kapitál, tedy navýšení ceny kapitálu oceněného v rozvinutém státě o přirážku rizikové země. Jde o relativně jednoduchý přístup, jehož hlavní nevýhodou je problém v objektivním způsobu stanovení velikosti rizikové prémie a její odlišnosti pro různá odvětví. Stanovení této prémie je složitý proces, kterým se zabývají specializované instituce. Odhadce pak může využít jejich vyzkoumané a vypozorované empirické hodnoty, které bývají běžně dostupné pro volné využití.

Tento způsob však v sobě skrývá určité riziko: „velmi častou chybou při aplikaci této metody bývá fakt, že odhadci diskontují „očekávané toky“ namísto „přislíbených“ toků peněžních prostředků. Dochází tak vlastně k dvojímu diskontování a výsledná hodnota je příliš nízká.“[13]

Scénáře

Druhým přístupem je metoda scénářů. Scénáře v DCF ocenění simulují alternativní trajektorie budoucích peněžních toků. Minimem je využití dvou scénářů: jeden uvažuje situaci, kdy peněžní toky budou z investice plynout zcela normálně, tedy bez žádné ekonomické nouze; druhý scénář by měl reflektovat situaci kdy dojde k uskutečnění rizika vzniklého v rozvojovém státě.

Modelování rizika a určování pravděpodobnosti lze uskutečnit pomocí komplikovaných matematických a statistických výpočtů a nebo počítačových simulací. Velmi často se také využívá expertního odhadu a nebo analýza empirických hodnot. Praxe ukazuje, že k materializaci rizika dochází přibližně každých pět let z čehož dojdeme k 20% pravděpodobnosti negativního vývoje.

Přestože je přístup pomocí scénářů využíván méně než přičítání rizikové prémie, je tento způsob doporučován více z důvodu solidnějšího analytického přístupu a lepšího porozumění tvorby hodnoty. Jeho nevýhodou je větší pracnost a schopnost odhadce věrně vymodelovat možné nastalé situace v daném prostředí.

2.8.6. Náklady kapitálu a jeho struktura

„Cena kapitálu v rozvojových ekonomikách by měla být obecně blízká globální ceně kapitálu upravené o místní inflaci a kapitálovou strukturu“[14]. Pro její stanovení použijeme

[13] Zdroj: Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation
[14] Zdroj: Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation

model pro oceňování kapitálu „Metodu vážených průměrných nákladů na kapitál (dále jen „WACC“) při které rozdělujeme celkové náklady na kapitál na náklady vlastního kapitálu a náklady cizího kapitálu:

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

kde r_e – náklady vlastního kapitálu,

r_d – náklady cizího kapitálu,

E / C – podíl vlastního ku celkovému kapitálu,

D/C – podíl cizího úročeného ku celkovému kapitálu,

t – sazba daně.

Náklady vlastního kapitálu (r_e)

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál použijeme nejčastěji používaný model pro oceňování kapitálových aktiv (model CAPM):

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

kde r_f – bezriziková úroková míra,

Beta (β) – koeficient nesystematického rizika,

$(r_m - r_f)$ – prémie za riziko trhu.

O bezrizikové úrokové míře jsme si již řekli v předchozí pasáži. Pro výpočet Bety se nejlépe doporučuje vycházet z mezinárodních hodnot pro daný průmysl, protože se tak vyhneme obtížím s jejím stanovením za podmínek, kdy neexistuje dostatek titulů pro její pozorování a výpočet. Vodítkem pro tento postup je i předpoklad, že vlivy na systematické riziko budou podobné jak na vyspělých, tak na rozvíjejících se trzích. Pro stanovení prémie za tržní riziko se doporučuje vyjít z empiricky vypozorovaných hodnot.

Náklady cizího kapitálu (r_d)

„Ve většině rozvojových zemí neexistují likvidní trhy pro firemní obligace a žádné nebo pouze málo tržních informací je k dispozici pro určení ceny kapitálu. Přesto, z pohledu mezinárodního investora by se náklady cizího kapitálu v lokální měně měly rovnat sumě jeho bezrizikové úrokové míry, systematické části kreditního rizika a inflačnímu diferenciálu mezi lokální a investorovou měnou.

Většina rizika země je diverzifikovatelná pomocí globálního portfolia obligací. Proto systematická část kreditního rizika nebude pravděpodobně větší než prémium za riziko u firem na mezinárodním trhu. To také vysvětluje proč mezinárodní firmy s významným portfoliem titulů v rozvíjejících se zemích mají podobné náklady na kapitál jako firmy působící pouze převážně na domácím trhu v USA“[15].

„Za náklady na cizí kapitál lze dosadit průměrnou úrokovou míru zjištěnou na základě velikosti a ceny jednotlivých úvěrů přijatých podnikem. To je obvykle interní podniková informace, k níž má přístup podnikový management.“[16] Další možností je vyjít z aktuální úrokové míry, za kterou se poskytují nové úvěry.

Struktura kapitálu

V rozvojových trzích bude struktura kapitálu téměř jistě odlišná od struktury v rozvinutých ekonomikách, a to hned z několika důvodů: v zemi s větším rizikem budou firmy využívat méně progresivně finanční páku právě z důvodu makrokekonomického poklesu/rizika; druhým faktorem bude pouze malá přítomnost a anomálie kapitálového trhu umožňující jak emise kapitálových instrumentů, tak jejich obchodovatelnost a likviditu.

2.8.7. Předpoklady pro ocenění

Tak jako při každém modelování, i zde budeme pracovat s určitými předpoklady:[17]

- lokální investoři nemohou vždy držet dobře diverzifikované portfolio investic a jejich náklady na kapitál budou odlišné od nákladů globálních investorů,
- cena kapitálu bude určena mezinárodními cenami v případě, že mezinárodní investoři nebudou mít přístup k místnímu kapitálu,
- místní kapitálové trhy se postupně integrují do globálních kapitálových trhů,
- většina rizika země je diverzifikovatelná z pohledu globálního investora, není proto třeba další prémie za riziko.

[15] Zdroj: Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation
[16] Zdroj: Kislingerová, E. a kol.: Manažerské finance
[17] Zdroj: Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation

3. OCENĚNÍ FIRMY NOVOLIPETSK STEEL

Oceňovaným subjektem je firma Novolipetsk Steel (dále jen „NLMK“ nebo „Novolipetsk“), která je jedním z největších ruských výrobců oceli a ocelových polotovarů. Firma je dle výše tržního podílu sice až na 17. ve světě, drží si však podstatně důležitější primát: je zdaleka nejvíce ziskovou firmou v celém metalurgickém průmyslu na světě.

3.1. Zadání

Cílem ocenění je zjistit tržní hodnotu firmy Novolipetsk Steel pro její možný odkup strategickým partnerem. Protože je zájemce neznámý, nemůžeme ocenit synergie vzniklé spojením těchto dvou firem a oceněna bude pouze tzv. stand alone hodnota podniku (tedy pouze hodnota samotného podniku). Ocenění je vypracováno ke dni 1. dubna 2007.

3.2. Základní informace o firmě

Základní identifikační údaje

Obchodní firma: NOVOLIPETSKII METALLURGICHESKII KOMBINAT

Sídlo: Mettalurgov pl. 2, 398040 Lipetsk, Russian Federation

Právní statut: akciová společnost

Kontakt: inf@nlmk.ru; www.nlmk.ru; +7 4742 440 041 (Tiskové oddělení)

Ticker symbol: NLMK

Základní kapitál, vlastnická struktura a dividendy

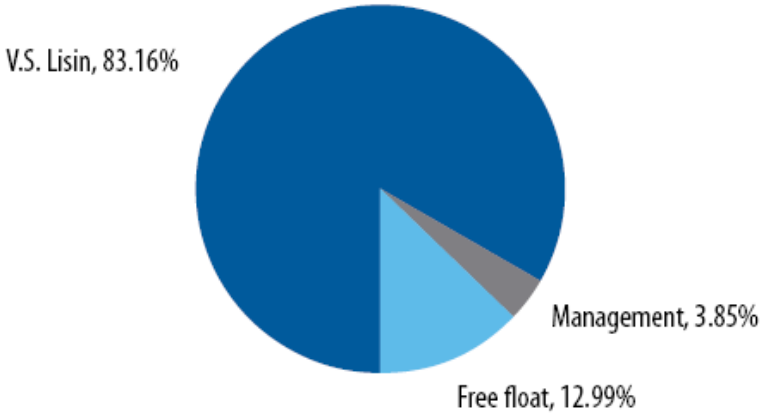
Základní kapitál firmy tvoří téměř 6 bilionů ruských rublů (dále jen „RUR“) a podílí se tak na vlastním kapitálu 4,6 %. Celková hodnota vlastního kapitálu je 129,7 bn RUR. Jeho struktura je přitom nerovnoměrně rozložena a firma je ovládána většinovým vlastníkem, panem Vladimirem Sergejevičem Lisinem, který vlastní 83,16 % vlastního kapitálu firmy, a který je zároveň předsedou správní rady.

Firma je zalistovaná na 3 burzách: na ruské (RTS), MICEXu a londýnské (LSE), na kterou byla uveden a v roce 2005 pomocí primární emise akcií. Objem volně obchodovaných akcií činí 13 % vlastního kapitálu.

Dividendová politika NLMK si klade za cíl vyplatit na dividendách vždy minimálně 25 % čistého zisku, v následujících pěti letech dokonce až 30 %. V minulých letech firma

vyplatila i 47 % (v roce 2005). To bylo připsáno dosažené rekordní výši zisku a možnosti uvolnit volné prostředky akcionářům.

Obr. 2: Vlastnická struktura Novolipetsk



Zdroj: JPMorgan: CEE Steel Report 2006

Historie firmy

Firma byla založena v roce 1931 ve východní části Ruska. Od vzniku se orientovala na výrobu železných a ocelových polotovarů a dodnes její hlavní produkty tvoří za tepla nebo studena válcované ocelové pláty.

V roce 1992, po otevření podnikatelských možností v Ruské Federaci, se přeměnila v akciovou společnost a část akcií firmy byla poskytnuty stávajícím zaměstnancům firmy. Již v polovině 90. let však byl majoritní podíl akcií konsolidován investičními skupinami. Od druhé poloviny 90. let začala firma růst pomocí akvizic.

Rok 2005 byl pro firmu významný dvěma událostmi. Za prvé, firma získala ve státní soutěži rozsáhlé ložisko uhlí a rudy, přičemž první těžba se očekává v roce 2008. Druhou událostí bylo úspěšné uvedení akcií firmy na Londýnskou burzu. Celkově šlo o velmi vydařený rok. Firma, vždy schopná generovat vysoké marže, sice dočasně lehce tuto schopnost ztratila, nicméně nastartovala, kromě již dobrého akvizičního, i silný organický růst.

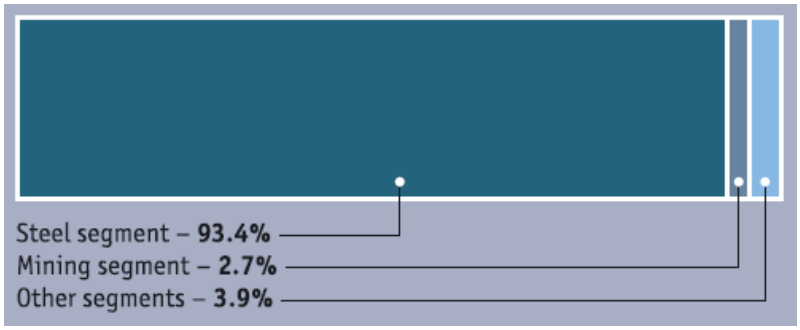
V roce 2006 pokračuje firma ve svém úspěšně nastartovaném růstu, a to jak organickém, tak prostřednictvím akvizic.

Struktura podniku

Struktura NLMK se skládá ze tří hlavních částí: ocelářství, důlní segment a ostatní. Jednoznačně největší podíl zaujímá ocelářství, které se na obratu podílí téměř 90 %. Tato

informace může být lehce zavádějící. Je to způsobeno faktem, že část produkce důlního segmentu je vytvářena pro interní potřeby firmy a její výsledek není zvlášť kalkulován. Ostatní aktivity se na obratu podílejí minimálně, proto se primárně zaměříme na analýzu segmentu oceli a o ostatních částech firmy budeme uvažovat pouze jako o zdrojích a konkurenční výhodě.

Obr. 3: Struktura tržeb NLMK podle obratu (2005)



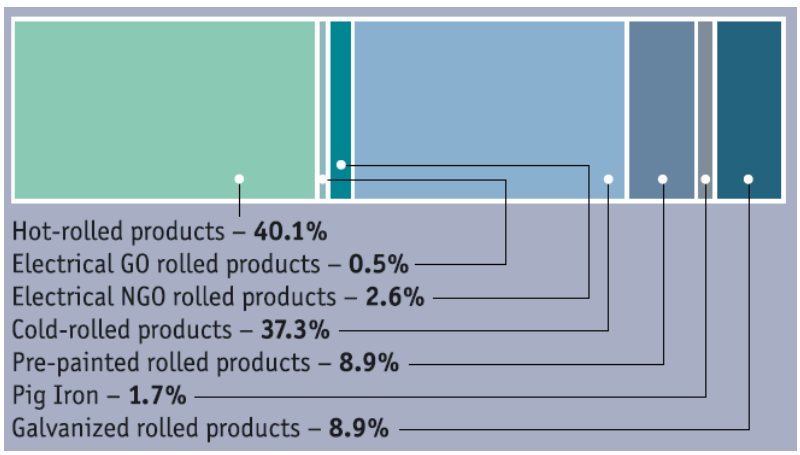
Zdroj: Výroční zpráva 2005

Podíváme-li se na strukturu subjektů, které podnik vlastní nebo ovládá, dojdeme ke zjištění, že firmy patřící do celku NLMK vytváří velmi kompaktní integrální integraci, tedy že firma dobře pokrývá výrobní proces od získávání surovin prostřednictvím vlastních společností až po distribuci. Zajímavostí je třeba vlastnictví komerčního mořského přístavu.

Segment oceli

NLMK je čtvrtý největší ruský výrobce oceli dosahující 13 % objemu roční produkce v celé zemi což představuje 65 milionu tun (v roce 2005). Tímto se řadí na 17. místo ve světovém žebříčku výrobců oceli. Firma je v Rusku největším výrobcem oceli válcované za studena a patří mezi největší dodavatele oceli pro elektrotechnický průmysl ve světě.

Obr. 4: Struktura příjmů ze segmentu oceli (2005)



Zdroj: Výroční zpráva 2005

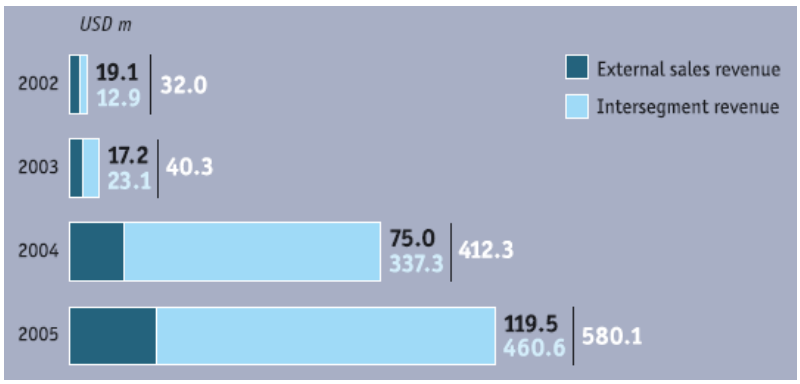
Jak je patrné z grafu, největší mírou se na celkovém příjmu podniku podílí polotovary (slab), za studena válcovaná ocel (cold-rolled) a za tepla válcovaná ocel (hot-rolled). Tyto tři produkty se podílejí na celkovém příjmu 70 % a se proto právě na ně zaměříme při další analýze. Dalším zkoumaným segmentem budou výrobky z oceli pro elektrotechnický průmysl (dynamo and transformers), které jsou čtvrtým největším generátorem hodnoty, ale především produktem s vysokou přidanou hodnotou a marží.

Důlní segment

Důlní produkce umožňuje NLMK levně a hlavně stabilně získávat primární suroviny pro svoji produkci oceli. Zbytek nevyužité produkce je prodáván jiným firmám, avšak příjmy z tohoto zdroje jsou zcela minimální a na celkovém obratu firmy se podílejí pouze necelými 3 %. Ze strategického významu je stabilní přísun primárních materiálů do produkce a hlavně za stabilní ceny podstatně významnější, než vlastní příjem z prodeje dodatečné výroby. Tato vertikální integrace vytváří pro NLMK podstatnou konkurenční výhodu.

Pro další rozvoj tohoto segmentu NLMK koupila v roce 2005 firmu OJSC Stoilensky GOK, která je třetí největší důlní společností v Rusku. Tento krok umožnil firmě levný přístup k surovinám a zároveň vytvoří další zdroj příjmu.

Obr. 5: Vývoj struktura tržeb důlního segmentu podle cíle prodeje



Zdroj: Výroční zpráva 2005

Ostatní aktivity

Mezi ostatní aktivity firmy patří provozování komerčního přístavu, pojišťovny, banky a energetického závodu. Největší přidanou hodnotu vytváří právě komerční přístav, který je hojně využíván NLMK pro export své produkce (výrobní závody firmy se nacházejí v blízkosti přístavu a export je realizován z velké části pomocí námořní dopravy). Banka a

pojišťovna jsou využívány jak pro interní potřeby obchodu, tak jako standardní komerční subjekty přístupné třetím firmám.

3.3. Analýza ekonomického prostředí

Analýza ekonomické situace státu a tržního prostředí je velmi důležitá, protože volatilita prostředí může zcela změnit hodnotu firmy při nevhodné aplikaci předpokladů. Vyčleňujeme ji proto ze strategické analýzy a budeme se jí věnovat v následující pasáži. Kromě klasické makroekonomické analýzy bude v tomto případě vhodné využití PEST analýzy.

Nejprve se však podívejme na Rusko pohledem mezinárodních institucí: Podle klasifikace Světové banky je Rusko tranzitní ekonomikou mířící úspěšně do kategorie rozvinutých zemí. Po vysoké nestabilitě devadesátých let došlo k částečné obnově ekonomiky, uklidnění vývoje jednotlivých makroekonomických ukazatelů a postupnému zlepšování sociálních podmínek.

Podíváme-li se na Rusko pomocí hodnocení jeho ratingu, bude země spadat do spodní části investičního pásma. Pro srovnání uvádím hodnocení několika vybraných zemí v následující tabulce.

Tab. 5: Rating vybraných států (2005)

Investiční pásmo	Hodnota ratingu	Státy
Investiční pásmo	Aaa – Aa2	**USA**, většina států Západní Evropy
	Aa3	Hong Kong, Slovinsko
	A1 – A3	Česká Republika, Maďarsko, Řecko, Chile, Qatar, Čína, Japonsko, Slovensko, Kuvajt, Malajsie, Korea
	Baa1 – Baa3	Chorvatsko, Thajsko, Trinidad & Tobago, **Rusko**, Tunisko, Kolumbie, Egypt, Peru
Spekulativní pásmo	Ba1 – Ba3	Bulharsko, Maroko, Rumunsko, Panama, Indie, Jamajka, Brazílie, Vietnam, Turecko
	B1 – B3	Mongolsko, Ukrajina, Venezuela, Indonesia, Turkmenistán, Bolívie, Bosna a Hercegovina
	Caa1 – Caa3	Moldavan, Paraguy, Belize

3.3.1. Politické faktory / situace

Politická stabilita

Rusko je demokratickým státem s rozvinutým státním aparátem a všemi prvky demokratického uspořádání. Toto tvrzení je však do jisté míry zavádějící: v Rusku můžeme

hovořit o centralizované moci soustředěné do rukou prezidenta a jeho výkonného aparátu. Jde o politicky stabilní stát, který je však značně kontrolován prezidentem. Konkrétním příkladem může být vliv nejvyššího vedení státu na média a jejich nepřímá kontrola. Přestože nehrozí žádná bezprostřední politická nestabilita, doporučuje se hodnotit tento faktor jako rizikový.

Právní prostředí a regulace

Právní systém je v Rusku stále nevyvinut a důlní a ocelářský průmysl jsou pod přísným dohledem státu (dohled nad ochranou životního prostředí, pracovními podmínkami). Vysoký stupeň regulace představuje riziko v podobě zvýšení nákladů na výrobu a tím ohrožení konkurenceschopnosti firmy. Dalším rizikem vyplývajícího z nerozvinutého právního prostředí je jednoduchá možnost státu znárodnit téměř jakýkoli soukromý subjekt. Právní prostředí a míra regulace proto představují značné riziko a hrozbu pro hodnotu podniku a je třeba je zohlednit ve vlastním ocenění.

Daňový systém

Daňový systém doznal podstatné změny v minulých letech, v současnosti došlo k určité stabilizaci a zpřehlednění systému. „Výše daní je nařizována daňovými úřady na federální úrovni, ale platby jsou rozděleny na federální (6,5 %) a regionální (17,5 % s cílem poklesu na 13,5 %) daně. Místní daně nejsou již nadále vyžadovány. Zdanění úroků z vládních cenných papírů je na úrovni 15 %.“[18] Složená daňová sazba daně z příjmu právnických osob je tedy v současnosti na 24 % a předpokládá se udržení po několik následujících let. Ke změnám by však mohlo dojít vstupem Ruska do Světové obchodní organizace (dále jen „WTO“), která vyžaduje určité chování státního aparátu a jím vydávaných daňových nařízení. Dopad vstupu na daně by měl mít pozitivní efekt v podobě případného snížení celkové daňové kvóty a růstu transparentnosti systému. Vstup Ruska do WTO se očekává koncem roku 2007 a později.

Podmínky pro podnikání v důlním a ocelářském průmyslu

„Rusko je státem velmi bohatým na nerostné suroviny: kromě obrovských zásob ropy poskytuje také 20 % světových zásob niklu a kobaltu. Je největším producentem uhlí, železné rudy, neželezných kovů, zlata, platiny a diamantů.

Kolaps domácí poptávky po železe a oceli v 90. letech způsobil nárůst exportů, a to především produktů s malou přidanou hodnotou (to bylo způsobeno bariérami mezinárodního obchodu). Zvýšený export vyprovokoval potřebu větší kontroly tohoto průmyslu. Celkový

[18] Zdroj: KPMG’s Corporate Tax Rate Survey 2006

pokles světových cen a domácí růst cen energií potom vedl k restrukturalizaci a modernizaci“[19].

Transformace průmyslu proběhla úspěšně a byly vytvořeny příznivé podmínky pro jeho další rozvoj. Domácí podmínky tedy nebudou překážkou v dalším růstu.

Vazby na mezinárodní obchodní seskupení

Rusko je členem několika mezinárodních obchodních seskupení (APEC, ASEAN – přistupující člen, IMF, MIGA a další), avšak mu stále chybí členství ve WTO. V té působí pouze jako pozorovatel. O jeho přistoupení se jedná již delší dobu a jeho začlenění se předpokládá koncem roku 2007. Rusko si však svou nedávnou mezinárodní politikou značně komplikuje své bilaterální vztahy s jednotlivými zeměmi a jeho vstup tak může být jednoduše oddálen.

Členství ve WTO by umožnilo ruským producentům podstatně jednodušší přístup na zahraniční trhy. Určité uvolnění obchodních bariér by napomohlo i posílení domácí ekonomické aktivity a s tím souvisejícím růstem domácí poptávky po oceli (tak jako tomu bylo například v Číně). Vstup Ruska do WTO bychom tedy měli považovat za růstovou příležitost, která by se měla naplnit od roku 2008.

3.3.2. Ekonomické faktory Ruska

Rusko je velká otevřená ekonomika. To znamená, že chování ekonomiky je částečně ovlivněno světovými událostmi, vývojem ekonomik dominantních států (řekněme skupiny G7) a také vývojem situace ve státech, které mají silnou vazbu na Rusko, resp. na které má Rusko silnou vazbu. Hovoříme o ekonomice „velké“, protože její ovlivnění zvenčí má podstatně menší vliv než dění na domácí scéně. Opačně je tomu u malých otevřených ekonomik.

Tab. 6: Ekonomické ukazatele v Rusku 2001 – 2008F

Makroekonomické ukazatele / rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006F	2007F	2008F
HDP v tržních cenách (bn RUR)	8 944	10 818	13 243	16 966	21 598			
HDP v tržních cenách (bn USD)	307	345	432	589	764			
HDP ve stálých cenách r. 2000 (bn RUR)	11 793	12 348	13 243	14 191	15 101	16 090	17 032	17 952
Reálný růst HDP (%)	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	6,6	5,9	5,4
Index spotřebitelských cen - roční průměr (%)	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,1	8,0
Směnný kurz RUR / USD – roční průměr	29,2	31,4	30,7	28,8	28,3	26,5	27,2	28,2

[19] Zdroj: The Economist Intelligence Unit: Russia, Country Profile 2006

Export zboží a služeb (mn USD)	101,9	107,3	135,9	183,5	243,6	310,1	344,5	367,7
Import zboží a služeb (mn USD)	-53,8	-61,0	-76,1	-96,3	-125,3	-161,6	-203,5	-245,4
Bilance běžného účtu (mn USD)	33,8	29,1	35,4	59,9	83,6	108,3	97,4	77,6
Populace (mn)	145,6	145,0	144,2	143,5	142,8	142,1	141,4	140,7

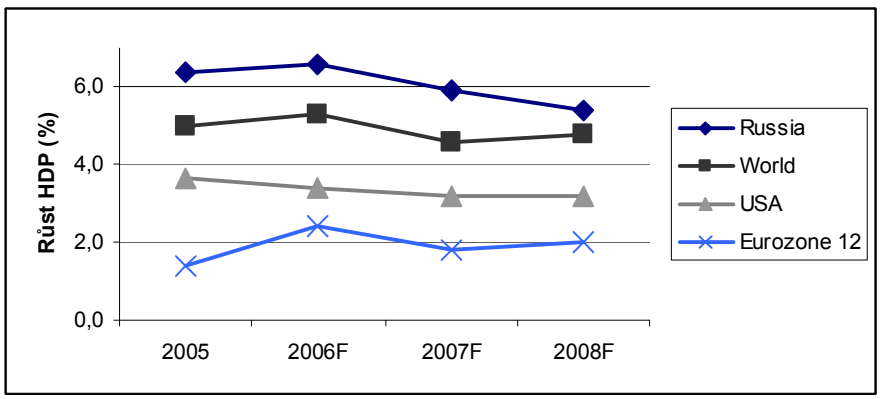
Zdroj: The Economist Inteligence Unit: Russia – Country Repot 2007 – 2008

Z výše uvedených hodnot můžeme pozorovat schopnost Ruska udržet si stále velkou dynamiku růstu HDP při postupném snižování inflace, relativnímu posilování domácí měny a pozitivnímu vývoji bilance běžného účtu. Vývoj hodnot předurčuje postupnou stabilizaci ekonomického sektoru a tím snižování rizika plynoucího z nestálosti ekonomického prostředí.

HDP a jeho dynamika

HDP Ruska jednoznačně vykazuje vysoké tempo růstu, tak jako jiné transformující se země a země s rozvíjející se tržní ekonomikou. Z předpovědi je však patrné určité zpomalování již od roku 2006. Naproti tomu celosvětová ekonomika by měla nabírat na dynamice, a to nejen prostřednictvím Asie, ale k oživení by mělo dojít i v Eurozóně. Vyspělé ekonomiky by se tak měly dostat do konjunktury, což bude určitě impulzem pro export NLMK.

Obr. 6: Predikce tempa růstu HDP

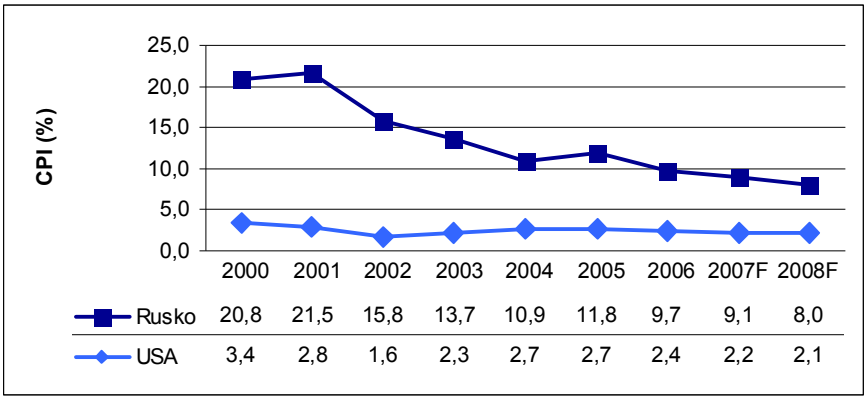


Zdroj: The Economist Inteligence Unit: Russia – Country Repot 2007 – 2008

Inflace

Výše inflace se nejčastěji měří pomocí indexu spotřebitelských cen (Consumer Price Index, dále jen „CPI“). Jak můžeme sledovat z následující tabulky a grafu, CPI v Rusku v období 1993 – 2006 značně kolísala. Z hyperinflace v polovině devadesátých let dochází ke zmírnění jejího tempa a celkovému poklesu pod hranici 10 % od roku 2006. Hodnoty pod 10 % se předpokládají i pro následující roky.

Obr. 7: Inflace v Rusku (vs. USA) v roce 2000 - 2008F



Zdroj: http://www.econstats.com

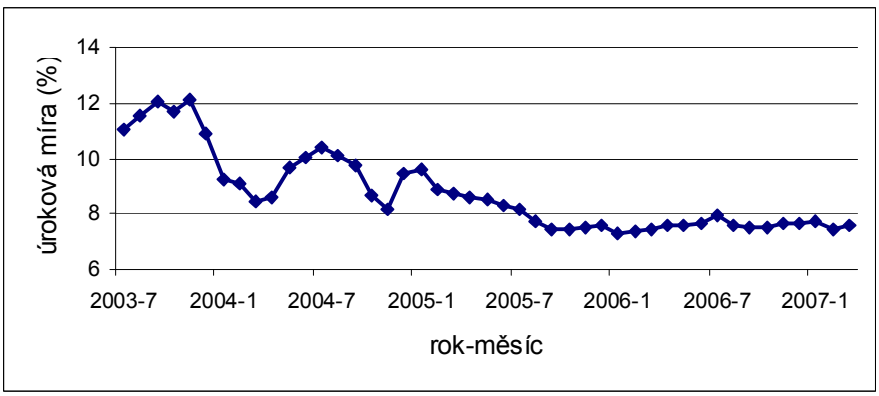
Ocelářský průmysl je silně ovlivňován inflací, protože výše nákladů silně souvisí s výší inflace. Jakýkoli nepředvídaný růst inflace proto bude mít dopad na výši marží a ovlivní tak hodnotu oceňovaného subjektu.

Úroková míra

Nejdůležitější úrokovou mírou, která nás zajímá je bezriziková úroková míra. Tu budeme potřebovat při stanovení nákladů na vlastní kapitál.

První možností je využití domácí (ruské) bezrizikové úrokové míry vycházející z výnosnosti dlouhodobého vládního dluhopisu. Problém spočívá ve volbě dluhopisu a v dohledání potřebných hodnot. Další komplikací bývá volatilita této sazby. Zatímco první zmíněný problém nastal i v případě Ruska (nejednotná klasifikace dluhopisů, nedostatečně popsané jednotlivé instrumenty), existence druhého již v současnosti neplatí. Rozkolísanost úrokové míry se zklidnila a sazba se ustálila v okolí hodnoty 7 %.

Obr. 8: Vývoj výnosu ruského vládního dluhopisu (ruské bezrizikové úrokové míry)

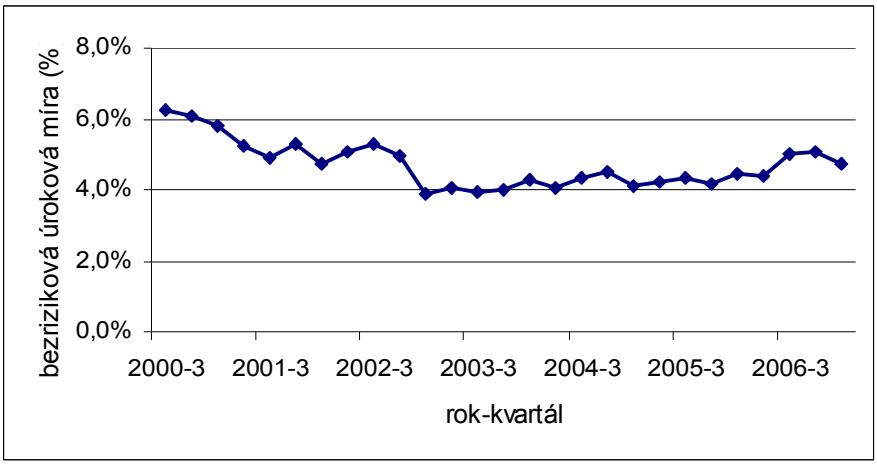


Zdroj: http://www.cbonds.info

I přesto se doporučuje raději vyjít z bezrizikové úrokové míry, odvozené z výnosu amerického desetiletého vládního dluhopisu a k jeho zjištěné hodnotě následně přičíst riziko za prémii země a inflační diferenciál.

Vývoj této sazby je uveden v následující tabulce. V současnosti se hodnota pohybuje okolo 4,5 % a neočekává se žádný dramatický propad ani růst.

Obr. 9: Vývoj výnosu UST 10Y (americké bezrizikové úrokové míry)

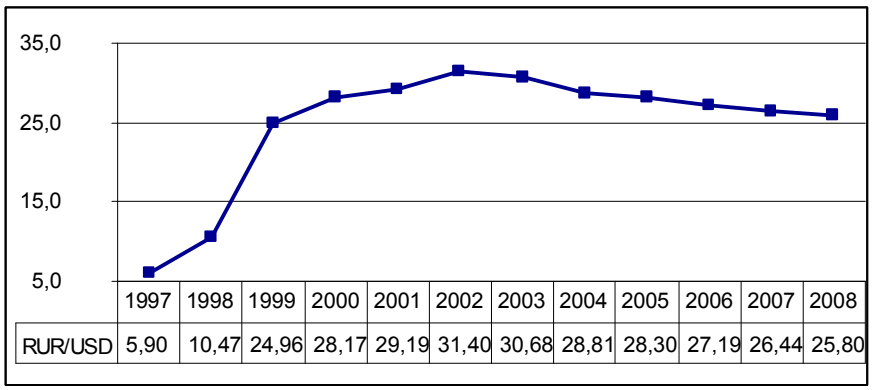


Zdroj: http://www.damodaran.com

Vývoj směnného kurzu

Po obrovském propadu rublu na konci devadesátých let dochází od roku 2002 k jeho neustálému posilování jak vůči USD, tak EURu. Tento trend je způsoben zvýšenou exportní aktivitou a postupnou stabilizací ekonomického prostředí. Ekonomičtí analytici předpokládají setrvání tohoto trendu i pro další 3 roky.

Obr. 10: Vývoj směnného kurzu RUR / USD



	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
RUR/USD	5,90	10,47	24,96	28,17	29,19	31,40	30,68	28,81	28,30	27,19	26,44	25,80

Zdroj: http://www.econstats.com

Novolipetsk, stejně jako ostatní hlavní ruští výrobci oceli, je silně exportně orientován a jejich podíl vývozu tvoří značnou část celkové produkce firmy. Jakékoli rozkolísání rublu vůči USD a EUR (což jsou hlavní exportní měny) ovlivní prognózu finančních toků, resp. posílení neočekávané posílení rublu bude mít za následek zhoršení konkurenceschopnosti firem na světových trzích.

Vyspělost kapitálového trhu

Přestože ruský kapitálový trh zažívá obrovský růst v posledních pěti letech, jeho vyspělost oproti západním trhům stále velmi zaostává. Propastný rozdíl bychom mohli dokazovat prostřednictvím ukazatelů jako jsou objemy zobchodovaných transakcí, primární emise dluhopisů a akcií, počet obchodovaných subjektů a další. Nevyspělost trhu s sebou přináší jednak obtížnější, ale především dražší přístup k financování (oproti vyspělým státům), ale také horší domácí investiční možnosti volných finančních prostředků.

Důležitý je pohled na dynamiku trhu - často využívaným kritériem pro posouzení je počet a hodnota realizovaných IPO (Primární emise akcií). Ta v roce 2006 dosáhla hodnoty 17,4 bilionu USD oproti 5 bilionům USD v roce 2005, a to převážně díky sektoru komodit. V roce 2007 a dále se očekává silný nástup sektoru spotřebního zboží a finančních institucí. Obdobná situace se odehrává i v případě emise dluhopisů, dynamika však není tak výrazná.

Obchodní příležitosti přitahují zahraniční investory, kteří přinášejí tolik potřebný kapitál pro další rozvoj. Faktor kapitálového trhu proto můžeme hodnotit jako příležitost pro další rozvoj.

Vazba ocelářského průmyslu na ekonomiku a jiné sektory

Ocelářství je cyklický průmysl velmi závislý na ekonomickém růstu. Jakýkoli posun v globální nebo domácí ekonomice bude mít dopad na velikost poptávky a ceny. Výše globální poptávky po oceli silně koreluje se stavebním, automobilovým a strojním průmyslem.

Kvalita infrastruktury

Dopravní infrastruktura v Rusku je ve velmi zanedbaném stavu, nicméně vývoj posledních let ukazuje zlepšení díky významným investicím. Železniční síť o rozsahu (87 000km je vlastněna státem a vyžaduje další investice do své modernizace. Ty by letech 2006 až 2008 měly dosáhnout 27 bilionu USD. Dojde tak jak ke zlepšení konkurenceschopnosti firem díky efektivnější distribuci (ta se děje především po železnici), ale i ke stimulaci poptávky po oceli (produkty pro koleje a kolejová vozidla).

Lodní, respektive námořní doprava je druhým nejdůležitějším distribučním kanálem pro produkty z oceli. Díky obchodu s ropou a plynem zaznamenává růst a z toho těží i ocelářské firmy.

3.3.3. Sociální faktory

Rusko čelí několika vážným problémům a výzvám souvisejícím s populací a socioekonomickým systémem. Tak jako státy Západní Evropy, čelí i Rusko poklesu populace. Ten však není způsoben nízkou porodností, ale především krátkou střední délku života, která je důsledkem nezdravého životního stylu: vysoké konzumace alkoholu a cigaret. Tímto trpí převážně muži, kteří se v průměru dožívají až o 10 let méně než ženská populace.

Dalo by se říci, že krátký věk bude mít pozitivní dopad na penzijní systém, protože bude více plátců a méně uživatelů čerpajících penzi. Avšak s nízkým věkem dochází i k předčasným odchodům do důchodu, čerpáním dávek a tím zatížení penzijního systému. Brzké odchody pak představují negativní dopad na firmy, které musí vynakládat vyšší prostředky na zaškolování nového personálu. Penzijní systém, tak jako zdravotní, si žádají reformu, která se odrazí na vyšších výdajích na zaměstnance a tedy zvýšení nákladů pro firmy.

Dalším možným vlivem na růst nákladů spojených s lidským kapitálem může být postupně narůstající dohled na bezpečnost práce a s ním související nutné přijmutí provozně-bezpečnostních opatření. Bezpečností máme v tomto případě na mysli jak úrazovost, tak především zdraví zaměstnanců, kteří bývají vystaveni škodlivému prostředí během pracovní doby. Firmy tak budou muset investovat do technologií aktivní i pasivní ochrany a zatíží svůj rozpočet dalšími výdaji.

Vzdělání

Úroveň vzdělání je dle mezinárodních statistik v Rusku hodnocena jako méně rozvinutá. Její srovnání se však provádí pomocí porovnání počtu studentů vysokých škol, jejichž poměr ku celkové populaci je v Rusku opravdu menší. Naproti tomu, ruské školství klade důraz na rozsáhlé vzdělání již na základních a středních školách a znalostní úroveň ruských středoškoláků tak často dosahuje úrovně vysokoškoláků evropských západních států. Navíc, počet vysokoškolsky vzdělaných studentů v Rusku stále stoupá.

Vzdělání v případě NLMK není limitující faktor. Ve struktuře zaměstnanců mají největší podíl lidé v dělnických profesích, u nichž není úroveň dosaženého vzdělání

podstatným faktorem. Dostupnost vedoucích pracovníků s vyšším technickým vzděláním je v Rusku dostatečná.

3.3.4. Technologické faktory

Důlní a ocelářský průmysl proběhl, resp. probíhá v Rusku restrukturalizací. Růst objemu výroby je tlačen intenzivním růstem namísto extenzivním Je kladen důraz na tvorbu vyšší přidané hodnoty vytvořené produkcí sofistikovanějších a kvalitnějších produktů. Tento posun je nezbytný k udržení světového konkurenčního postavení. Dochází k využívání nových technologií s menší energetickou náročností výroby, ekologičtějším provozem a nižšími nároky na lidskou práci.

Dopad na strukturu nákladů

Nutná restrukturalizace a změny v technologických procesech si žádají značné investice do výrobních zařízení a technologií, tedy do dlouhodobého majetku. Růst těchto nákladů by ve vyspělé ekonomice byl vykompenzován poklesem nákladů na lidský kapitál, nicméně protože úroveň mezd je v Rusku extrémně nízká, můžeme usoudit, že tento rozdíl nebude plně uhrazen a dojde tak k absolutnímu nárůstu celkových nákladů.

Zároveň dochází ke zdražování vstupů surovin, nebo jejich případnému nahrazování. Tento jev je spojen s růstem cen vstupů a tím opět růstem variabilních nákladů.

3.3.5. Makroekonomický výhled světové ekonomiky

Trh s ocelí je v současné době trhem globálním. Je proto nutné alespoň krátce analyzovat a popsat očekávaný světový makroekonomický vývoj.

„Po solidním růstu během posledních tří let (2002 – 2006) se očekává mírné zpomalení tempa od roku 2007, a to především díky pokles ve Spojených státech amerických. Výhled zůstává pozitivní pro rozvojové země, ale jeho tempo se zmírní. Silný růst v Číně, Indii a pár dalších silných rozvojových ekonomikách bude motorem pro tempo růstu ve většině rozvojových zemích. Hrozby pro světový makroekonomický vývoj představuje nafukující se bublina okolo trhu s nemovitostmi (v některých zemích), stále nepříliš jisté ceny ropy a rostoucí globální nevyváženost.“[20]

[20] Zdroj: http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp.html

3.4. Strategická analýza

Strategická analýza zpravidla začíná makroanalýzou, která byla vyčleněna zvlášť pro svoji důležitost a rozsah. Můžeme rovnou přistoupit k analýze trhu.

3.4.1. Analýza trhu a jeho potenciálu

Atraktivita trhu – svět

Současná světová poptávka po oceli a ocelových výrobcích představuje 1 132 milionu tun ročně. Ocelový průmysl je odvětvím s cyklickým vývojem. Jak můžeme číst z následujícího grafu, začal opět od roku 2001 růst (meziročně o 5 %) a udržení tohoto tempa se předpokládá minimálně do roku 2010. Ke zvyšování objemů poptávky dochází na celém světě, největšího tempa však jednoznačně dosahuje Čína, která je zároveň největším spotřebitelem oceli (31 % světové spotřeby v roce 2005). Důvodem je její extrémně silný rozvoj průmyslu, stavebnictví a ekonomiky jako celku.

Ceny podléhají cykličnosti právě z důvodu cyklické poptávky, ale rigidní produkce a také pohybu cen surovin. V dlouhém vývoji posledních let ceny rostly, nicméně se předpokládá, že rok 2006 a 2007 budou vrcholem a poté dojde opět k poklesu. Vývoj cen bude velmi záležet na výrobních a exportních schopnostech Číny a její schopnosti ovlivnit regionální trh. Důvodem jsou dostatečné produkční kapacity a rostoucí světová konkurence. Na jejich poklesu však nic nemění jejich vysoká volatilita způsobená nesouladem poptávky a nabídky a dále vysokým podílem mezinárodního obchodu na celkové spotřebě této komodity.

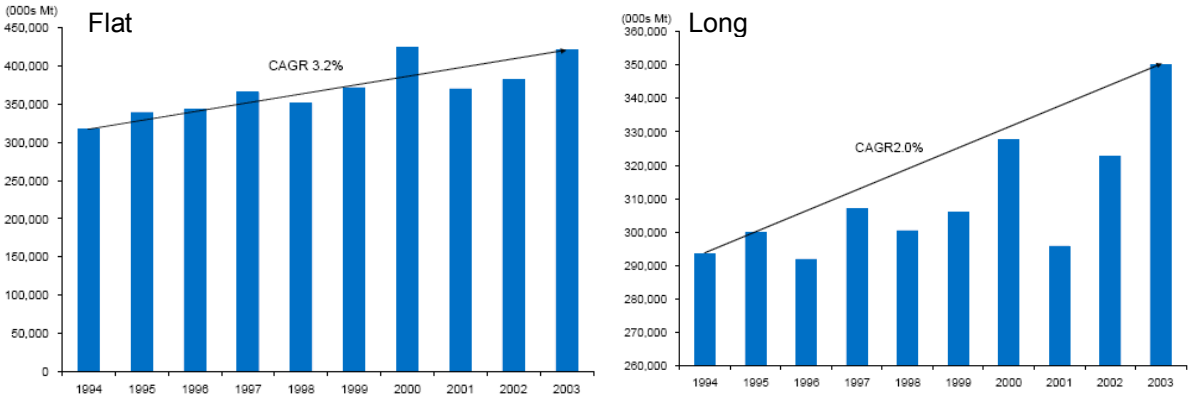
Průměrná rentabilita v odvětví měřená hrubým rozpětím (resp. marží nad cenou surovin) se pohybuje okolo 13%. Tato marže velmi koreluje s EBITDA marží, což ukazuje jistou závislost průmyslu na cenách surovin a s jejich vývojem související vývoj tržeb. Rozkolísanost marží souvisí s relativní malou silou výrobců vůči zákazníkům a neschopnost udržení konstantního procenta marže při pohybu cen vstupů.

Trh s ocelí bychom mohli segmentovat z hlediska mnoha kritérií: typ produktu, způsob výroby, stát výroby, stát spotřeby a další. Pro analýzu NLMK bude nejdůležitější pohled dle typu produktu a státu nebo regionu spotřeby a výroby.

Ocelové výrobky se dělí je do tří hlavních kategorií: rovné (dále jen „flat“), dlouhé (dále jen „long“) a trubkovité (dále jen „tubes“), přičemž jejich poměr rozdělení je 60 % ku 35 % ku 5 % celkové světové spotřeby. Flat jsou ocelové pláty využívané převážně pro automobilový, stavební a strojírenský průmysl. Jsou zpracovávány za tepla i studena, případně galvanizovány. Produkce v roce 2003 činila téměř 400 milionu tun a rostla tempem

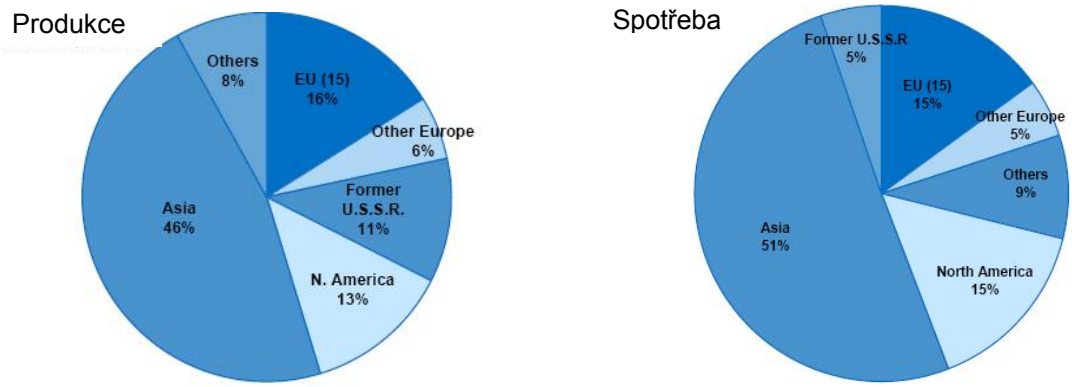
3,5 % meziročně od roku 1993. Long jsou různé tyče a hranoly. Využívají se převážně ve stavebním průmyslu a jejich poptávka je do určité míry udávána hospodářským vývojem v zemi klienta. Světová produkce v roce 2003 činila 330 milion tun, což představuje průměrný 2 % meziroční růst během posledních deseti let.

Obr. 11: Vývoj produkce flat a long produktů ve světě



Další analýza, na kterou bychom se měli zaměřit, je rozdělení dle regionu produkce a spotřeby. Ve spotřebě, obdobně jako v produkci, dochází k velkému posunu od států Západní Evropy a USA k asijským zemím, především Číně a Indii. Samotná Čína se, tak jako celá Evropa, podílí přibližně 25 % na celkové světové spotřebě. Čína oproti Evropě navíc zaznamenává 10 % meziroční růst spotřeby, oproti necelým 4 % v Evropě. Veškeré analytické zprávy proto Číně přisuzují jednoznačné dominantní postavení ve spotřebě i výrobě během několika málo let.

Obr. 12: Rozdělení světové produkce a spotřeby podle regionů



Pokud bychom si mysleli, že růst či pokles spotřeby bude vycházet z lokální (domácí) poptávky, budeme částečně na omylu. Ocel a výrobky z oceli se staly světovou komoditou a je s nimi podle toho náležitě obchodováno. Tomu napomáhá rozvoj infrastruktury jednotlivých států , globalizace transportní sítě a celkový pokles dopravních

nákladů. Klíčem úspěchu na mezinárodním poli bude proto i jistě schopnost efektivní a rozsáhlé distribuce.

Atraktivita trhu – Rusko

Celosvětově se Rusko podílí 6,4 % (tomu odpovídá 66,1 milionu tun) na výrobě, ale pouze 3 % na spotřebě (cca 33 milionu tun). 52 % ruské produkce je určeno na vývoz, což vytváří z Ruska 4. největšího výrobce oceli na světě. Import oceli do Ruska je minimální (13 % spotřeby v roce 2005). Jde především o levnou ocel s nízkou přidanou hodnotou pocházející z Ukrajiny.

Zatímco produkce roste meziročně o 3 %, tak spotřeba zaznamenává více než dvounásobné tempo růstu (7,4 %), a to především díky dynamice ekonomiky, která po krizi v devadesátých letech zaznamenala opět velmi silný růst. Přestože produkce plně pokrývá výši spotřeby, rozdíl v tempech růstu produkce a spotřeby naznačuje stále přítomnou atraktivitu ruského trhu.

Vývoj cen oceli v Rusku je do jisté míry určován vývojem světových cen, tak jako je tomu u jiných komodit. Tento fakt je připisován globálnosti trhu a vysoké domácí i zahraniční konkurenci. Jejich vývoj je také velmi podpořen růstem ruské ekonomiky a jejími značnými investicemi do stavebnictví a výroby, které zvyšují poptávku po oceli a tím tlačí i na růst cen. Úroveň cen v Rusku je však vyšší oproti světovému průměru. Cenové prémium je způsobeno faktem, že import oceli do Ruska je drahý a komplikovaný proces (díky dopravě, daním a ruským obchodním opatřením). Čistý rozdíl se pohybuje v rozmezí 30-100 USD/tunu (v závislosti na typu produktu).

3.4.2. Analýza konkurenceschopnosti firmy

Chceme-li analyzovat konkurenční pozici firmy Novolipetsk, je zbytečné takto činit pouze pro podmínky ruského (domácího) trhu, ale musíme uvažovat v souvislostech světové konkurence. V Rusku, kde trh je do jisté míry konsolidovaný a dominovaný pěti firmami, patří dle obratu firmě 4. místo a na domácí produkci oceli se podílí 29 %. Ve světovém měřítku však zaujímá až 17.místo s tržím podílem 0,8 % (v hodnotovém vyjádření).

Světový trh s ocelí zažívá v posledních pěti letech velké změny v podobě fúzí a akvizic. V roce 2006 došlo ke spojení dvou největších firem (Mittal Steel a Arcelor) a vznikla tak společnost s největším tržním podílem na světě (cca 10 % světové produkce). Nicméně, v porovnání s ostatními odvětvími, je trh s ocelí stále málo konsolidován a předpokládá se další fúzování a vytváření aliančních partnerství. Ukazuje se, že není až tak podstatná velikost

firmy jako rozmístění jejich výrobních center a schopnost efektivní distribuce. Druhým důležitým faktorem je vertikální integrace článků „value chain“ (hodnotového řetězce) a to především soběstačnost v oblasti získávání surovin.

Přestože se ruští výrobci vyznačují určitou podobnou charakteristikou (nízkonákladoví výrobci, závislí na exportu, dobrá vertikální integrace, v procesu modernizace), Novolipetsk si drží unikátní pozici mezi svými konkurenty. V první řadě jde o globálně nejvíce profitabilní firmu v ocelářském sektoru, která na rozdíl od velikosti a růstu objemu prodejů klade důraz na ziskovost. Firma dokonale zvládá všechny články hodnotového řetězce (získávání surovin, vlastní výrobu i distribuci) a vytváří si tím velkou konkurenční výhodu. Příkladem je její surovinová soběstačnost se železnou rudou a plánovaná soběstačnost (od roku 2009) pro železnou strusku.

Další výhodou, která se vztahuje na všechny ruské výrobce, jsou nízké náklady: Rusko má nejnižší výrobní náklady na jednu tunu ze všech států. To je dáno levnými vstupy do výroby (surovinami, energií i náklady na lidský kapitál).

Porterův model „5-ti P“

	Hodnocení kriteria / rizika	Komentář
Dodavatelé	Nízké	▪ Dostatek dodavatelů ▪ Vysoká soběstačnost firmy v získávání surovin ▪ Ceny surovin stanoveny globálně (=stejné riziko pro všechny výrobce)
Zákazníci	Střední	▪ Nízké riziko změny preferencí zákazníků dle produktů ▪ Omezený počet zákazníků => nemožnost dodatečné diverzifikace a možná závislost ▪ Relativně silná vyjednávací pozice zákazníka
Substituty	Nízké	▪ Pouze omezená možnost substituce některých výrobků ▪ Dobrá předvídatelnost možné substituce v dlouhodobém horizontu
Bariéry vstupu do odvětví	Nízké	▪ Nutné vysoké investice pro vstup ▪ Omezený import z jiných států
Konkurence	Střední	▪ Silná konkurence, avšak omezená geografická dostupnost ▪ Velmi dobrá konkurenční pozice NLMK

3.4.3. Perspektivnost podniku

Během devadesátých let vytvořila společnost dlouholetý modernizační a růstový plán, který se jí zatím daří zcela naplňovat. V současnosti byla dokončena první fáze zaměřená na modernizaci výrobních zařízení a technologií, snížení nákladů a růst podílu

výroby produktů s vyšší přidanou hodnotou. Výsledkem je stabilní pozice firmy jak na domácím, tak světovém trhu, kvalitní základna klientů a dostatek prostoru pro další růst výroby, typů produktů i geografické expanze.

Druhou fází dlouhodobého plánu, která bude uskutečněna do roku 2011, je růst kapacity výroby surové oceli z 9 na 12,5 milionu tun; dosažení surovinové soběstačnosti; akvizice válcoven; a rozšíření vlastních energetických výrobních kapacit pro větší samostatnost a omezení rizika růstu cen energií. Tato fáze předpokládá investice ve výši 4,2 bilionu USD.

Výsostná pozice podniku by měla být udržena i nadále. Dostatečná domácí i světová poptávka spolu se stabilitou cen, nízkými výrobními náklady (díky nedávným investicím) a dobře provedenými nedávnými akvizicemi dají předvídat pokračování pozitivního vývoje nejen tržeb, ale především ziskovosti firmy. Růst konkurence a pokles cen však bude mít z dlouhodobého pohledu na pokles marže.

3.5. Finanční analýza

Finanční analýza bude provedena na nominálních datech zjištěných z konsolidovaných výkazů podniku a publikovaných v rámci ověřené účetní závěrky za každý kalendářní rok. Výkazy byly konsolidovány a sestaveny podle pravidel US GAAP.

3.5.1. Analýza základních účetních výkazů

Analýza rozvahy: aktiva

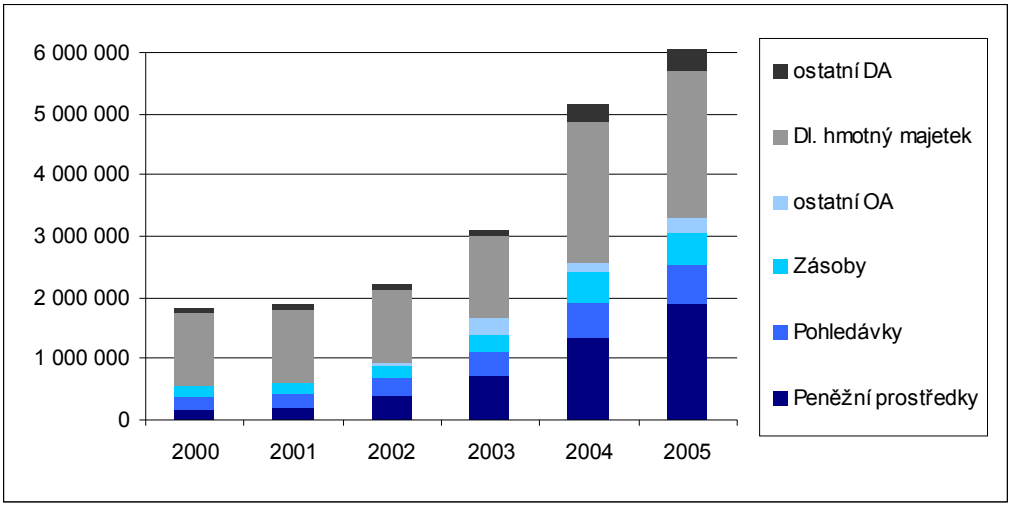
Složení aktiv víceméně odpovídá orientaci podniku a nutnosti držet značné množství dlouhodobého majetku.

Oběžná aktiva jsou převážně tvořena třemi položkami: zásobami (15,2 % v 2005), pohledávkami (20,0 % v 2005) a peněžními prostředky (57,4 % v 2005). Velmi zarážející je v tomto případě výše peněžních prostředků, která je neúměrně vysoká. Její největší součástí (50 %) jsou dolarová depozita, druhou největší (15 %) je zahraniční hotovost. Pohledávky jsou z 80 % tvořeny pohledávkami z obchodního styku. Ostatní položky jsou z celkového pohledu zanedbatelné.

Dlouhodobá aktiva jsou z 90 % tvořena dlouhodobým hmotným majetkem, což je plně v souladu s oborem podnikání. Největší část dlouhodobého hmotného majetku zastupují stroje a technické vybavení (přibližně 60 %), zbytek je potom rovnoměrně rozdělen mezi budovy, pozemky, těžební práva a dopravní zařízení.

Na růstu aktiv se v největší míře podílel růst oběžných aktiv, jehož průměrný meziroční růst činil od roku 2000 do roku 2005 42,50 %. Základním tvořitelem růstu je příliv peněžních prostředků (průměrně 64,1 % meziročně). Dlouhodobá aktiva rostla v porovnání s oběžnými aktivy „umírněným“ 16,8 % meziročním tempem.

Obr. 13: Vývoj nejdůležitějších položek aktiv firmy



Analýza rozvahy: pasiva

Struktura pasiv je velmi neobvyklá: závazky se v roce 2005 podílely pouze 15 % na celkové hodnotě pasiv oproti 83,5 % vlastního kapitálu.

Krátkodobé závazky tvoří 9,1 % hodnoty pasiv a jejich složení je nejvíce tvořeno depozity zákazníků u banky (NLMK vlastní jednu komerční banku), zálohami a závazky z obchodního styku. 10 % jejich hodnoty pak tvoří závazky vůči zaměstnancům. Ostatní položky jsou zanedbatelné.

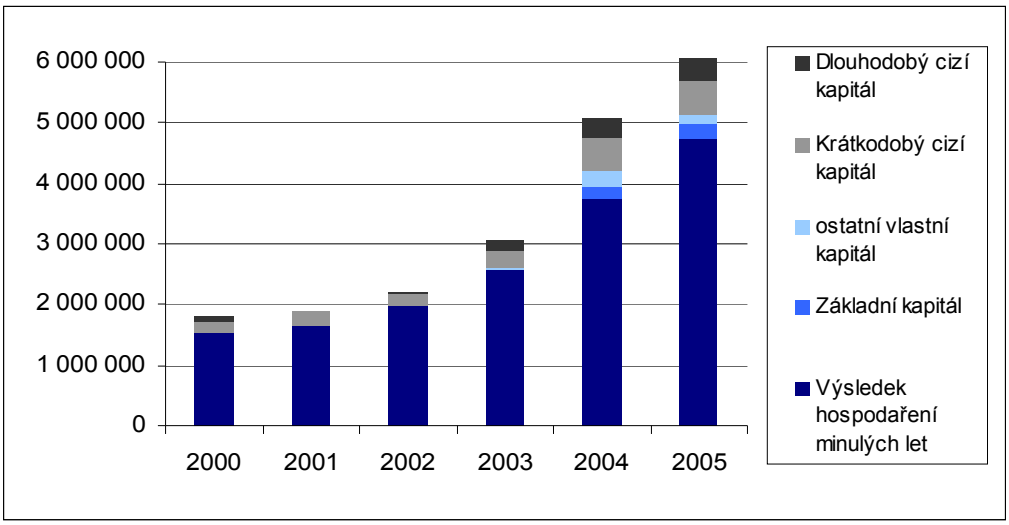
Dlouhodobé závazky, podílející se na hodnotě pasiv 5,9 % v roce 2005, jsou z 80 % tvořeny dlouhodobým leasingem a úvěry. Zbylých 20 % pak představují odložené závazky vůči státu.

Vlastní kapitál (83,5 % hodnoty pasiv v roce 2005) je z 90 % složen ze zadrženého zisku. Dalšími 3,7 % se na něm podílí základní jmění. Povinné rezervy a jiné zdroje (other comprehensive income) se na jeho výši podílejí minimálně.

Dlouhodobé i krátkodobé závazky rostly přibližně shodně průměrným meziročním 28,5 % tempem. Největší růst dosahovaly obě položky mezi roky 2002 a 2004. Zajímavý je pokles krátkodobých kapitálových závazků, čímž tato položka zmizela z rozvahy v roce 2005. Největší relativní růst zaznamenaly dlouhodobé závazky (leasing), a to 34 % průměrně meziročně.

Vlastní kapitál rostl téměř stejným tempem (26,5 % průměrně meziročně) jako celá pasiva. Nejvýraznější skok představuje zvýšení základního kapitálu o 1431 % mezi roky 2004 a 2003. Zadržený zisk rostl poměrně stabilním tempem okolo 30 % meziročně.

Obr. 14: Vývoj nejdůležitějších položek pasiv firmy



Analýza výkazu zisků a ztrát

V roce 2005 pochází největší část příjmu (4 174,7 milionu. USD) ze segmentu oceli od externích zákazníků. Vnitropodnikový příjem v segmentu oceli činí pouhé 4,4 milionu USD. Tento poměr je však otočený pro důlní segment, ve kterém je 119,4 milionu USD vytvořeno prodejem externím zákazníkům a 460,5 milionu USD vnitropodnikovým prodejem. Příjem z prodeje v ostatních segmentech je necelých 180 milionu USD. Strukturu příjmu není třeba detailně rozebírat. Kromě roku 2004, kdy se na příjmu podílely i zisky z investic (3,6 %), tvoří příjem z prodeje 99 % veškerých příjmů.

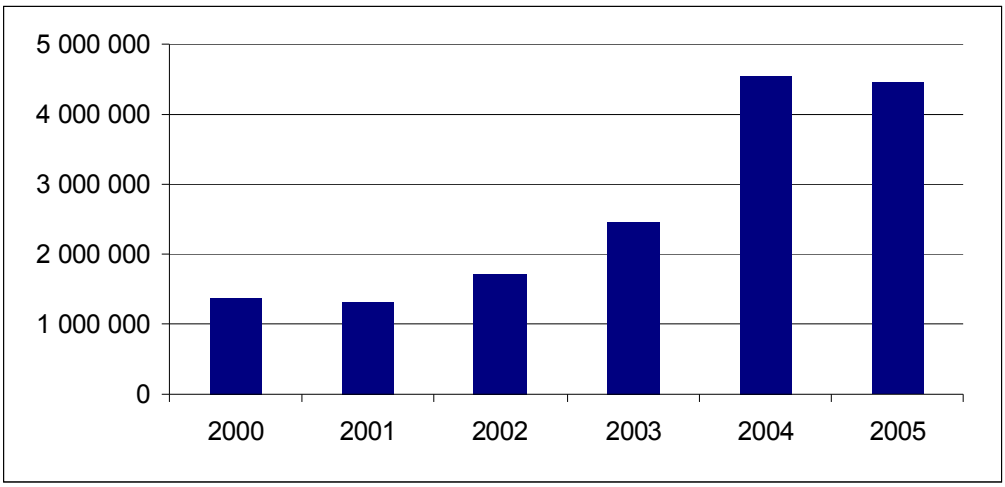
Během období 2000 až 2005 dochází kromě roku 2005 k neustálému růstu tržeb za prodané zboží dosahujícímu průměrné hodnoty 26 %. Velkým nárůstem a v následujícím roce opět okamžitým propadem je růst zisků z investic. Ten je způsoben jednorázovým příjmem z dezinvestic v roce 2004.

Budeme-li hodnotit výnosy a náklady zároveň pro jednotlivá období, pak roky 2000 až 2004 byly obdobím růstu. Firma dokázala meziročně zvyšovat tržby větší rychlostí než růst

nákladů a vytvářet tak konstantně rostoucí čistý zisk (až na rok 2001 kdy růst nákladů na prodané zboží převýšil tempo růstu tržeb). Nejúspěšnějším rokem ve sledovaném období je rok 2004. V daném roce firma dosáhla nejvyšší hodnoty tržeb (cca 4,5 miliardy USD) a zároveň vygenerovala nejvyšší čistý příjem (cca 1,7 miliardy USD).

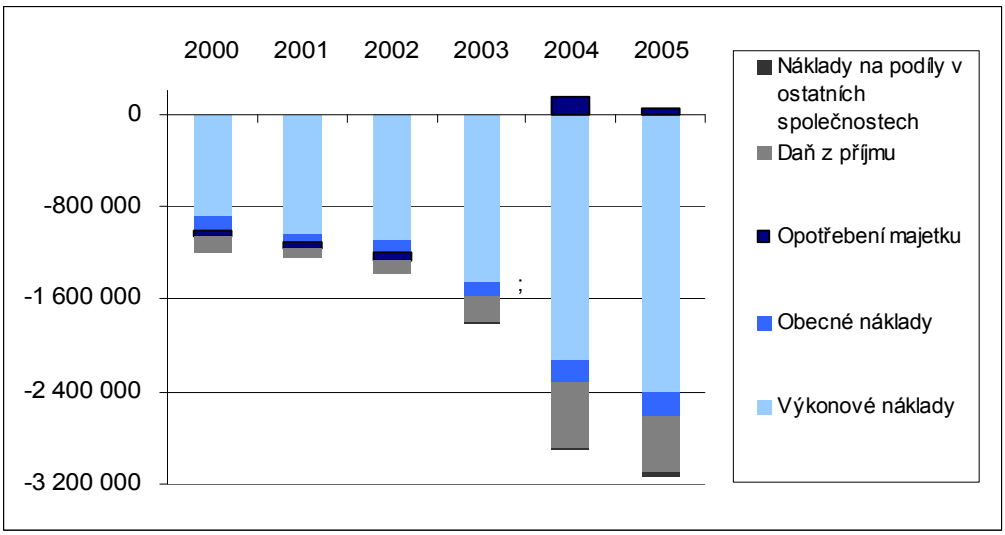
Pro rok 2006 ještě nebyly publikovány konsolidované účetní výkazy. Zveřejněné výsledky prodejů však naznačují rekordní rok jak do výše tržeb, tak zisku. Firma vyrobila a prodala 9 127 milionu tun oceli, což představuje 7,8 % nárůst oproti loňskému roku. Odhadem tak vytvořila tržby okolo 4,9 miliard USD.

Obr. 15: Vývoj tržeb



Celkové náklady v roce 2005 byly 3 miliony USD, což odpovídá 69 % tržeb. Přibližně 75 % celkových nákladů je tvořeno přímými výrobními náklady, 10 % nákladů patří obecným a prodejním výdajům. Třetí nejvýznamnější položkou jsou náklady na daň z příjmu právnických osob. Ty se pohybují v rozmezí 5 až 20 % celkových nákladů.

Obr. 16: Vývoj struktury nákladů



Změny v nákladech jsou podstatně výraznější než pohyby v tržbách. Zatímco náklady na prodané zboží a daň z příjmu právnických osob vykazují konstantní růst, náklady na kurzové rozdíly jsou nejvíce rozkolísanými náklady ve sledovaném období.

3.5.2. Bilanční pravidla

Bilanční pravidlo financování

Bilanční pravidlo porovnává sladění aktiv a pasiv z časového hlediska. Dlouhodobá aktiva by měla být kryta dlouhodobými pasivy. V případě NLMK jsou veškerá dlouhodobá aktiva plně kryta dlouhodobými zdroji, a to až několikanásobně. Jde o velmi konzervativní chování firmy. Důvodem může být vynikající schopnost generovat zisk postačující k dalšímu rozvoje firmy bez externího financování. Tento způsob financování může být také vyvolán specifiky trhu a průmyslu, kde se firma nachází. Potřeba nezávislosti na cizím kapitálu může být opatrnostním přístupem firmy.

Tab. 7: Vývoj bilančního pravidla financování

Pravidlo financování	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Dlouhodobá aktiva	1 265 577	1 279 550	1 262 415	1 409 338	2 578 446	2 748 778
Dlouhodobá pasiva	1 661 329	1 674 965	2 012 157	2 787 780	4 546 222	5 410 216
Převaha pasiv	395 752	395 415	749 742	1 378 442	1 967 776	2 661 438
Podíl dl. aktiv na dl. pasivech	**76%**	**76%**	**63%**	**51%**	**57%**	**51%**

Bilanční pravidlo vyrovnání rizika

Toto pravidlo říká, že poměr cizího ku vlastnímu kapitálu by měl být maximálně 1:1, tedy že výše cizího kapitálu by neměla přesáhnout hodnoty vlastního kapitálu. Firma s tímto nemá žádné problémy a spolehlivě jej dodržuje. Naopak, výše cizího kapitálu v porovnání s vlastním kapitálem je velmi malá a společnost tak nevyužívá finanční páky.

Tab. 8: Vývoj bilančního pravidla vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Cizí kapitál	265 194	244 217	218 564	475 357	945 430	996 864
Vlastní kapitál	1 563 136	1 652 023	1 991 178	2 609 908	4 220 491	5 054 204
Převaha vlastního kapitálu	1 297 942	1 407 806	1 772 614	2 134 551	3 275 061	4 057 340
Podíl cizího kapitálu na pasivech	**15%**	**13%**	**10%**	**15%**	**18%**	**16%**

Bilanční pari pravidlo

Pari pravilo říká, že výše vlastního kapitálu by měla být menší než hodnota dlouhodobého majetku, aby bylo umožněno i efektivní financování. V případě, že podnik nevyužívá dlouhodobý cizí kapitál, může být hodnota vlastního kapitálu stejná jako výše dlouhodobého majetku. V případě NLMK je toto pravidlo výrazně porušeno. Hodnota vlastního kapitálu několikanásobně převyšuje hodnotu dlouhodobých aktiv.

Tab. 9: Vývoj bilančního pari pravidla

Pari pravidlo	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dlouhodobá aktiva	1 265 577	1 279 550	1 262 415	1 409 338	2 578 446	2 748 778
Vlastní kapitál	1 563 136	1 652 023	1 991 178	2 609 908	4 220 491	5 054 204
Převaha vlastního kapitálu	297 559	372 473	728 763	1 200 570	1 642 045	2 305 426
Podíl dl. aktiv na vlastním kapitálu	**124%**	**129%**	**158%**	**185%**	**164%**	**184%**

Poměrové pravidlo

Poměrovým pravidlem se porovnává tempo růstu tržeb oproti tempu růstu investic, přičemž investice by měly růst pomaleji než tržby. Tempo růstu investic budeme sledovat na položce Capex neboli kapitálové výdaje (Capital Expenditures). Tato položka sice nemusí obsahovat jen provozně nutné investice, z důvodu nedostatku informací se však jeví jako nejvhodnější k použití.

Jak ukazuje následující tabulka, není toto pravidlo v každém roce zachováno. Firma však disponuje rozsáhlými interními vlastními zdroji pro financování investic, splnění tohoto pravidla pro zachování finanční stability podniku není proto tolik důležité.

Tab. 10: Vývoj bilančního poměrového pravidla

Poměrové pravidlo	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Tempo růstu tržeb	29%	44%	84%	-2%
Tempo růstu investic (Capex)	18%	55%	13%	113%
Rozdíl tempa tržeb a investic	**11%**	**-11%**	**71%**	**-115%**

Mimo toto pravidlo, pouze pro doplnění, se můžeme podívat na podíl investic na celkových příjmech (Capex/Revenues): firma konstantně investuje do svého rozvoje průměrně 7 % svých příjmů. Tato hodnota se řadí k hodnotám nadprůměrným v ocelářském průmyslu.

Tab. 11: Vývoj podílu investic na tržbách

	2002	**2003**	**2004**	**2005**
Capex / Revenues	9%	10%	6%	7%

3.5.3. Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele likvidity

Likvidita podniku vyjadřuje schopnost podniku přeměnit svá aktiva v peněžní prostředky. Existuje několik druhů likvidity. Jednotlivé typy a u nich pozorované hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce. Všechny dokazují bezproblémovou likviditu podniku jejímž „driverem“ je výše držených peněžních prostředků. Vypočtené ukazatele několikanásobně překračují hodnoty optimální, doporučené. Vysoká likvidita je v tomto případě z finančního hlediska zbytečná a dochází pouze k neefektivnímu využití finančních prostředků. Jejím důvodem mohou být nefinanční, skryté, důvody.

Tabulka 1: Vývoj ukazatelů likvidity

Ukazatele likvidity	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Průměr (00-05)	Doporučené hodnoty
Běžná likvidita	3,5	2,9	5,1	6,0	4,8	6,0	4,7	1,5 - 2,5
Pohotová likvidita	2,5	2,1	4,1	4,9	4,0	5,1	3,8	1,0 - 1,5
Okamžitá likvidita	1,0	0,9	2,1	2,6	2,5	3,5	2,1	> 0,5

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují schopnost podniku využívat, tzv. „otáčet“, aktiva, resp. zásoby. Čím větší obrat, tím lépe. Naopak, čím kratší doba obratu (jde tedy o převrácenou hodnotu obratu), tím efektivnější využívání dané položky.

Doba obratu aktiv zásob udává dobu (v počtech dnů) po jakou jsou peněžní prostředky vázány v zásobách. Z hodnot v tabulce můžeme vyčíst průměrnou dobu 43 dnů, což je hodnota podprůměrná.

Doba splatnosti pohledávek představuje hodnotu (v počtech dnů) po jakou dobu poskytujeme odběratelům neúročený obchodní úvěr. Standardně se doporučuje hodnota okolo 45 dnů, její výše se však liší pro každé odvětví i zemi. Průměrná hodnota NLMK (58 dnů) je však hodnotou vyšší a podnik by se měl snažit o její snížení.

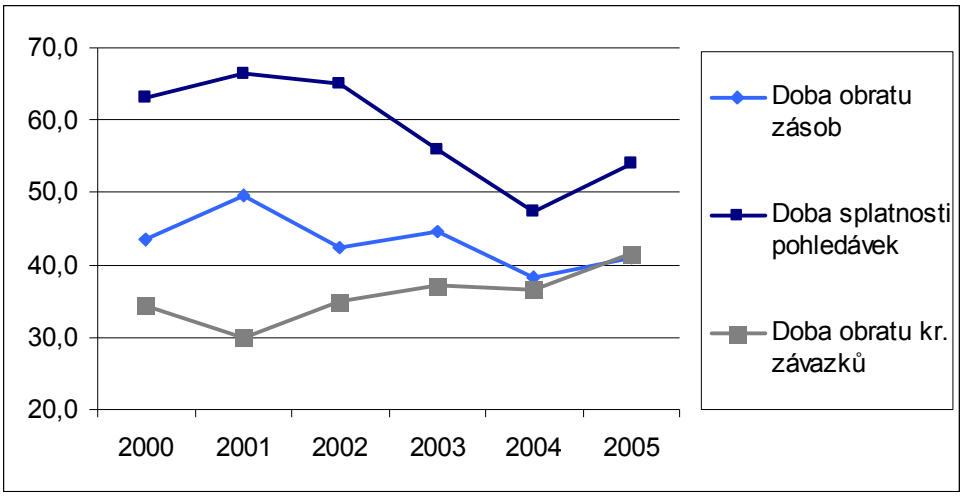
Doba obratu krátkodobých závazků naopak udává počet dnů během kterých je firmě poskytnut obchodní úvěr v podobě odkladu platby za zboží nebo služby. Zde naopak bude cílem dosažení co možná nejvyšší hodnoty. Průměrných 36 dnů, které dosahuje NLMK, je velmi krátká doba. Takto nízká hodnota je způsobena značnou surovinovou soběstačností a tím menší nutnosti jejich nákupu a úhrady.

Jak vidíme v následující tabulce, dochází postupně ke snižování doby splatnosti pohledávek a zároveň ke zvyšování doby splatnosti krátkodobých závazků. Dochází tím k otevírání provozních nůžek a firma tak zmenšuje náročnost na pracovní kapitál a tedy zlevňuje chod podniku. To může být způsobenou sílící pozicí firmy v dodavatelsko-odběratelském řetězci a její rostoucí vyjednávací silou vůči dodavatelům i odběratelům.

Tab. 12: Vývoj ukazatelů aktivity

Ukazatele aktivity	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Obrat aktiv	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,7
Obrat zásob	8,4	7,3	8,6	8,2	9,5	8,9
Doba obratu zásob	43,6	49,7	42,4	44,6	38,2	41,0
Doba splatnosti pohledávek	63,0	66,5	65,0	55,9	47,3	53,9
Doba obratu kr. závazků	34,4	29,9	35,0	37,2	36,6	41,5

Obr. 17: Vývoj ukazatelů aktivity



Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Průměrná celková zadluženost mezi roky 2000 a 2005 činila 14%. Ukazatel úrokového krytí ani nemá cenu vyjadřovat, neboť úroveň dlouhodobého cizího kapitálu v roce 2005 je v porovnání s hodnotou bilanční sumy zcela minimální. Nákladové úroky jsou zanedbatelnou položkou. Pro srovnání - v roce 2000 činila hodnota dluhu nesoucími úroky pouze 0,5% hodnoty celkových pasiv firmy.

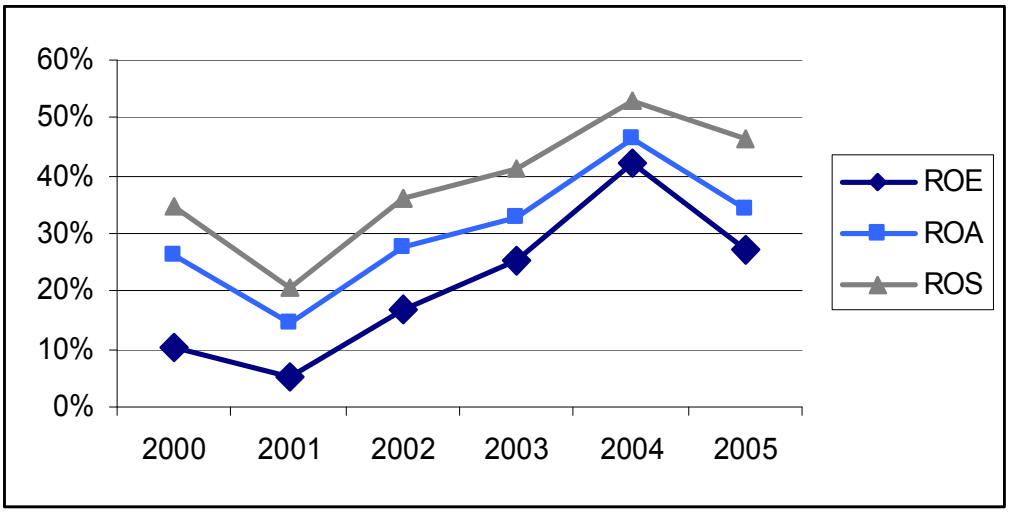
Tab. 13: Vývoj ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Průměr (00-05)
Celková zadluženost	14%	12%	9%	15%	17%	15%	14%

Ukazatele rentability

Základní ukazatele rentability jsou rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita aktiv (ROA) a rentabilita tržeb (ROS). Hodnoty pro jednotlivé z nich v období 2000 až 2005 uvádí následující graf. Pro výpočet ROA a ROS byl použit EBITDA. Hodnoty ROE byly počítány poměřením čistého zisku k vlastnímu kapitálu firmy. Všechny ukazatele rentability ukazují vysoké, pro odvětví silně nadprůměrné, hodnoty.

Obr. 18: Vývoj ukazatelů rentability



Z grafu můžeme vypozorovat, že ROE kopíruje ROA. Důvodem je nevyužívání finanční páky a financování firmy z drtivé většiny vlastním kapitálem.

Altmanův index

Altmanův index umožňuje zjednodušeně, avšak snadno a rychle, predikovat případnou budoucí finanční tíseň podniku. Je proto vhodným ukazatelem pro rychlé zhodnocení finanční situace podniku bez složitých výpočtů.

Hodnoty dosahované firmou Novolipetsk v jednotlivých letech jasně ukazují bezproblémové zdraví podniku a bez problémů přesahují minimální doporučenou hodnotu. Největší zásluhu na dosažených hodnotách má podíl vlastního k cizímu kapitálu, kde vlastní kapitál několikanásobně převyšuje kapitál cizí. Druhým nejvlivnějším parametrem je podíl EBIT ku aktivům firmy, který ukazuje rostoucí schopnost firmy generovat zisk ze svých aktiv.

Tab. 14: Vývoj a struktura Altmanova ukazatele

Altmanův index	2000	2001	2002	2003	2004	2005	*Váha*
EBIT / Aktiva	0,61	0,34	0,72	0,89	1,34	0,96	*3,107*
Tržby / Aktiva	0,75	0,70	0,77	0,80	0,88	0,74	*0,998*

Vlastní kap. / Cizí kapitál	2,56	2,99	4,09	2,40	2,10	2,39	*0,420*
Ner. zisk / Aktiva	0,72	0,73	0,76	0,70	0,61	0,66	*0,847*
Čistý pra. kapitál / Aktiva	0,22	0,21	0,34	0,45	0,40	0,45	*0,998*
Hodnota indexu	**4,86**	**4,96**	**6,69**	**5,25**	**5,33**	**5,20**	

3.5.4. Rozdělení aktiv (vymezení provozně potřebných aktiv)

Nyní bychom od sebe měli oddělit aktiva na provozně nutná a neprovozní. Toto rozdělení není v každém případě nutné, nicméně je doporučováno, aby nedošlo ke zkreslení hodnoty ocenění. Neprovozní aktiva bývají oceňována zvlášť a to buďto výnosovými a nebo substančními metodami.

Tento víceméně vynecháme, a to ze dvou důvodů. Tím prvním je fakt, že dle předchozí analýzy aktiv a prostudování výkazů můžeme konstatovat, že podíl neprovozních aktiv na celkových aktivech je téměř zanedbatelný. Jeho hodnota se na základě hrubého odhadu pohybuje v rozmezí 5 – 10 % hodnoty aktiv firmy. Druhým důvodem je nemožnost přesného stanovení tohoto rozlišení kvůli nedostatku ověřených informací: finanční výkazy jsou velmi zkrácené a neobsahují vhodné členění pro tuto analýzu; běžně se před tímto krokem ověřuje postup analytika s vedením podniku, které se vyjadřuje k nezbytnosti či nepotřebnosti jednotlivých aktiv pro chod podniku – a tento krok při psaní této práce bohužel umožněn nebyl.

Jediná aktiva, která vyčleníme z provozně nutných je přebytek držené hotovosti. Pro stanovení hodnoty nepotřebné výše peněžních prostředků vyjdeme z analýzy likvidity. Při dodržení výše likvidity 1. stupně v minimální výši 2 stačí podniku držet 1 400 milionu USD v peněžních prostředcích. Nepotřebná aktiva tak dosahují hodnoty 496,7 milionu USD.

3.6. Souhrn současné situace podniku a jeho potenciálu pro budoucí rozvoj

Pro sestavení finančního plánu je důležité zvážit, které ukazatele budou mít výrazný vliv na tvorbu hodnoty podniku. Všechny byly analyzovány v makroekonomické, strategické a finanční analýze, nyní si uvedeme nejpodstatnější fakta a závěry.

3.6.1. Závěry ekonomické analýzy a tržního prostředí

PEST a makroekonomická analýza

Aktuální situaci v Rusku můžeme zhodnotit jako středně rizikovou s pozitivním budoucím vývojem ke silné a stabilní ekonomice a podnikatelskému prostředí. Nejrizikovější jsou stále faktory politické, jejich dopad však pomalu slábne a můžeme očekávat pokles těchto rizik v následujících 10 letech. Detailní závěry jsou sumarizovány v následujícím přehledu.

Tab. 15: Souhrn PEST analýzy v Rusku

Faktory v Rusku	Současné riziko	Budoucí vývoj	Komentář
Politické	Vysoké	Beze změny	Rizikové právní prostředí a politická moc státu. Již stabilní daňový systém.
Ekonomické	Střední	Pozitivní	Stabilizující se jednotlivé makroekonomické ukazatele. Stále silný růst ekonomiky.
Sociální	Střední	Beze změny	Nutná penzijní a zdravotní reforma. Rostoucí náklady na práci.
Technologické	Nízké	Pozitivní	Úspěšná restrukturalizace průmyslu.

Světová ekonomika se v současnosti nachází v konjunktuře, ale od roku 2007 se očekává ochlazení růstu. Nesporným „driverem“ globální ekonomiky jsou dynamicky rostoucí země Asie s více než 8 % meziročními přírůstky HDP. Inflační tlaky minulých let, způsobené neustálým růstem a poklesem cen ropy, již odezněly a došlo k částečnému ustálení hodnot, riziko výkyvů však přetrvává. Dlouhodobě dochází k oslabení hlavní světové měny, amerického dolaru, což přispívá k růstu amerických úrokových sazeb, které následně částečně ovlivňují úrokové míry jednotlivých států.

Výhled trhu s ocelí do roku 2010

Analýzy a prognózy vývoje globální poptávky po oceli jsou velmi pozitivní a předpokládají přibližně 5 % růst globální množstevní poptávky v následující dekádě. Přebytek výrobních kapacit bude postupně sladěn s poptávkou díky probíhající konsolidaci průmyslu a nabídka by tak měla do pěti let věrně kopírovat poptávku po oceli. Odstraněním rozdílu mezi poptávkou a nabídkou dojde i k ustálení cen. Vzhledem k rostoucí konkurenci je však očekáván mírný pokles o 2 % mezi roky 2008 a 2010. Globální růst poptávky v hodnotovém vyjádření se tak očekává přibližně 2 % meziročně.

Celkové zhodnocení trhu je shrnuto v následující tabulce. Tržní prostředí se bude i nadále vyvíjet pozitivně a bude vytvářet růstové podmínky pro výrobce.

Tab. 16: Souhrn analýzy výhledu trhů s ocelí ve světě a Rusku

Faktory	Hodnocení	Hodnocení	Komentář

	Svět	Rusko	
Poptávka	Střední růst	Silný růst	Hlavní tahouni: Čína, Indie. Převážně long produkty.
Výstupní ceny	Ustálení	Mírný růst a prémie	Po mírném vrcholu v 2006 a 20007, ustálení a pokles.
Ceny surovin	Ustálení	Ustálení (stále nízké)	Ze značně volatilních cen dochází k jejich ustálení.
Marže	Pokles	Mírný pokles	Pokles z důvodu růst cen energií a konkurence.
Konkurence	Střední růst	Mírný růst	Celková konsolidace průmyslu. Nutnost udržet/získat stabilní tržní podíl.

3.6.2. Závěry finanční analýzy a konkurenceschopnosti podniku

Finanční zdraví a schopnost podniku

Novolipetsk je dobře fungujícím podnikem schopným financovat svůj růst a investiční příležitosti. Firma je vysoce rentabilní pro své investory. Dostatečně stabilní financování umožňuje rychlý rozvoj aktivit.

Celkové zhodnocení podniku (SWOT analýza)

Silné stránky	▪ Surovinová soběstačnost ▪ Modernizace a vysoké investice do vývoje ▪ Geografická poloha výrobních závodů a distribuce ▪ Schopnost naplňovat navrženou strategii a jasné vedení firmy ▪ Dostatek vlastních zdrojů pro růst firmy ▪ Vysoká ziskovost pro investory
Slabé stránky	▪ Nákladná doprava do určitých oblastí ▪ Corporate governance: stále omezená transparentnost firmy a jejího vedení => negativní dopad na hodnocení investory => zhoršený přístup ke zdrojům pro další růst ▪ Finanční hospodaření
Příležitosti	▪ Poptávka v Indii a Číně ▪ Automobilový průmysl v Rusku (jeho růst a tak i poptávka po flat produktech) ▪ Rostoucí vyjednávací síla => pokles pracovního kapitálu => levnější provoz ▪ Kapitálová stabilita => přístup k externím zdrojů financování
Ohrožení	▪ Konkurence v CIKS ▪ Příliš rychlý akviziční růst a nezvládnutá integrace a využití synergií na úkor poklesu marží a rentability ▪ 50% prodeje založeno na polotovarech

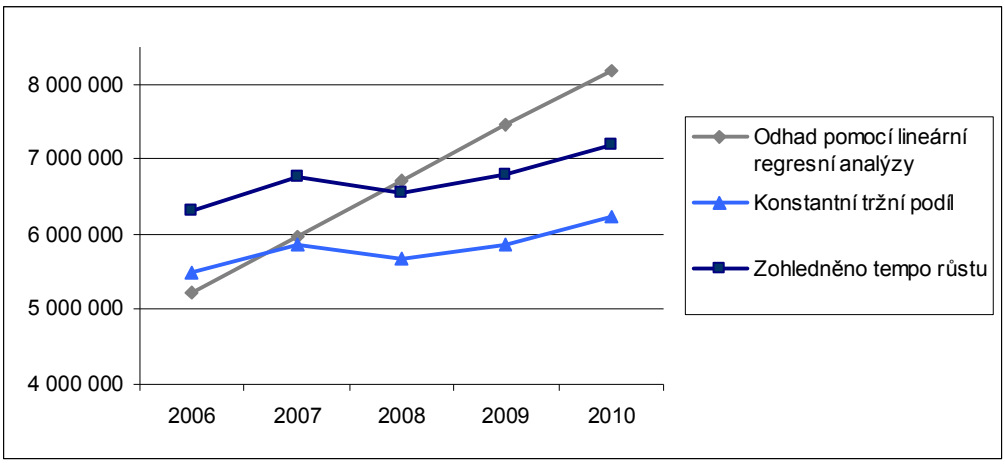
3.7. Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Abychom mohli předpovědět jaká bude hodnota podniku, potřebujeme nejprve znát hodnoty a vývoj jejích generátorů. Těmi jsou tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku podniku.

3.7.1. Tržby

Tržby byly analyzovány v části finanční analýzy, pro nás bude teď důležité predikci jejich vývoje v následujících letech. K tomu existuje několik způsobů: nejvyužívanějším je prostý odhad na základě vývoje odvětví a konkurenceschopnosti firmy; více sofistikovaným způsobem je regresní analýza na základě historických dat. My zkombinujeme oba přístupy, resp. promítneme budoucí data pomocí regresní analýzy, ale ty zpřesníme informacemi ze strategického plánu firmy (firma věrně dodržuje své plány a riziko z ovlivnění ambiciózním manažerským plánem je malé).

Obr. 19: Odhad tržeb pomocí jednotlivých metod



Z opatrnostního hlediska budeme uvažovat o konstantním tržním podílu. Predikce tržeb, ve kterých je zohledněn rozdíl temp růstu je příliš optimistická (rychlost rozvoje NLMK není v dlouhodobém horizontu udržitelná). Predikci tržeb v jednotlivých letech a jejich tempo růstu uvádí následující tabulka. Tempo růstu tržeb firmy je ve srovnání s celkovým tempem růstu odvětví (CAGR 2006 – 2010 = 2,1 %) větší díky cenové prémii v Rusku.

Tab. 17: Predikce tržeb v letech 2006 - 2010

	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR %
Predikované tržby	5 478 502	5 863 374	5 668 807	5 875 533	6 228 740	
Tempo růstu		7,0%	-3,3%	3,6%	6,0%	2,6%

3.7.2. Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je definována jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření a tržeb. Pro naše výpočty použijeme EBIT marži, kterou můžeme přímo vyčíst z výkazu zisku a zrát.

Tab. 18: Historický vývoj EBIT marže

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EBIT marže	26%	16%	30%	36%	49%	42%

Pro zhodnocení udržení, a nebo jejího případného zvýšení, můžeme postupovat několika způsoby. Nejvhodnějším postupem bude využití již vytvořené analýzy konkurenční síly v odvětví pomocí Porterova modelu. Tu potom můžeme rozšířit o hodnocení stability poptávky, růst trhu. Na základě již provedených analýz lze odvodit závěr o schopnosti firmy udržet v dlouhodobém horizontu relativně vysokou marži. Z důvodu konsolidace trhu a tlaku na pokles cen výrobků budeme z opatrnostního hlediska předpokládat celkový pokles marží v průmyslu. Dalším faktorem tlačícím na pokles marže může být růst cen nákladů na lidské zdroje. Růst cen surovin bude mít na NLMK jen minimální dopad, protože firma by měla být během následujících dvou let plně soběstačná při získávání hlavních primárních surovin. Na základě těchto faktů můžeme odhadnout mírný pokles EBIT marže na 30 %. Zvolením této hodnoty budeme volit opatrnostní přístup pro náš odhad hodnoty podniku.

3.7.3. Analýza pracovního kapitálu

V období 2000 až 2005 sledujeme stále kladný čistý pracovní kapitál. Z toho plyne, že oběžná aktiva jsou částečně kryta dlouhodobými zdroji, resp. podíváme-li se na vývoj, zjistíme, že oběžná aktiva jsou v roce 2005 převážně kryta dlouhodobými zdroji.

Pro vysvětlení této situace bychom měli naši analýzu rozšířit o detailní pohled na strukturu oběžných aktiv. Zjistili bychom tak, že jsou téměř 60% tvořena peněžními prostředky jejichž největší část vytvářejí cizoměnová depozita a dochází tak k neefektivnímu využívání pracovního kapitálu.

Tab. 19: Historický vývoj pracovního kapitálu

Pracovní kapitál	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Pracovní kapitál	560 420	611 161	894 454	1 408 690	2 412 510	3 058 351
Krátkodobé závazky	159 346	210 868	184 694	280 833	533 912	548 276
Pracovní kapitál	401 074	400 293	709 760	1 127 857	1 878 598	2 510 075
Změna pracovního kapitálu		-781	309 467	418 097	750 741	631 477
% změna pracovního kapitálu		-0,19%	77,31%	58,91%	66,56%	33,61%

Pro odhad budoucí potřeby pracovního kapitálu využijeme výsledky analýzy obratu aktiv a jednotlivé součásti pracovního kapitálu přepočteme na základě budoucích tržeb: tento postup použijeme pro odhad budoucích zásob, pohledávek a závazků. Z analýzy obratu vyplývá dlouhodobý pokles doby obratu zásob i pohledávek. V roce 2005 došlo opět k mírnému nárůstu hodnot, který svědčí o dosažení minimální hranice. Reálně proto můžeme odhadnout dobu obratu zásob na 41 dní a dobu obratu pohledávek na 52 dní. Přesně opačný trend můžeme sledovat u závazků: jejich doba obratu se prodlužuje a firma by měla být schopna držet 41 dní obratu závazků.

Prognózu výše peněžních prostředků sestavíme jiným způsobem, a to z několika důvodů: podnik v současné době udržuje zbytečně vysokou výši peněžních prostředků; v budoucnu dojde k poklesu peněžních prostředků z důvodu vysokých investic do modernizace podniku. Jejich výši proto odvodíme z předem žádoucí likvidity 1. stupně jejíž hodnota nesmí v žádném roce klesnout pod číslo 2.

Tab. 20: Prognóza pracovního kapitálu

Pracovní kapitál	2006	2007	2008	2009	2010
Pracovní kapitál	2 795 892	2 943 955	2 844 381	2 947 054	3 137 049
Peněžní prostředky	1 400 000	1 450 000	1 400 000	1 450 000	1 550 000
Pohledávky	780 499	835 330	807 611	837 062	887 382
Zásoby	615 393	658 626	636 770	659 991	699 667
Krátkodobé závazky	681 135	728 986	704 796	730 498	774 412
Čistý pracovní kapitál	**2 114 757**	**2 214 969**	**2 139 585**	**2 216 556**	**2 362 637**
Změna čistého pr. kapitálu	-395 318	100 213	-75 384	76 971	146 081

3.7.4. Investice do dlouhodobého majetku

Investice do dlouhodobého majetku stanovíme podle plánu podniku. Tento způsob v sobě skrývá riziko nenaplnění plánu, protože však firma důsledně v minulosti dodržela své stanovené cíle a plány, můžeme jejich prognózu považovat za věrohodnou. Případně bychom mohli takto sestavený plán investic zkontrolovat pomocí přístupu založeného na odpisech, případně globálním přístupem (poměrový přístup srovnání změny provozně nutného dlouhodobého majetku ku změně tržeb nebo změně korigovaného provozního zisku).

Novolipetsk v současné době vstupuje do druhé etapy restrukturalizace a modernizace a předpokládá celkové vydání do dlouhodobého provozního majetku v hodnotě

4,2 bilionu USD během následujících 4 let. Rozložení investic do jednotlivých let nebude rovnoměrné, předpokládaný vývoj vypadá následujícím způsobem:

Tab. 21: Odhad kapitálových výdajů

	2006	2007	2008	2009	2010
Plánované investice (Capex)	-600 000	-1 200 000	-1 000 000	-700 000	-700 000

3.8. Finanční plán

K sestavení finančního plánu využijeme analýzu a predikci generátorů hodnoty. Ty nám vstoupí jak do výsledovky (tržby, EBIT marže), tak výkazu peněžních toků (Capex) a nebo rozvahy (pracovní kapitál). Poté dopočteme méně důležité položky, následně doplníme plán o neprovozní položky (nesouvisející s hlavním chodem podniku). Předposledním krokem bude zahrnutí předpokládaní výplaty dividend (25 % z čistého zisku). Na závěr provedeme formální dopočty všech ostatních položek.

Před vlastním sestavením plánu (finančních výkazů) bychom ještě měli provést analýzu a prognózu financování, abychom si ověřili, že předpokládaný rozvoj podniku dokážeme dostatečně financovat.

3.8.1. Způsob financování

Novolipetsk disponuje značným množstvím vlastních zdrojů, kterým je schopen financovat navrženou strategii a růst firmy. Tak jako je tomu nyní, většina aktivit bude financována vlastními interními zdroji, tedy nerozděleným ziskem z minulých let, a nedojde ke změně kapitálové struktury podniku.

Pokud se firma v budoucnu rozhodne pro využití finanční páky, měla by mít, vzhledem k situaci jaké se nachází (vysoká ziskovost, perspektivní růst, žádné kreditní delikty v minulosti, finanční zdraví), jednoduchý přístup k cizímu kapitálu.

3.8.2. Plán výsledovky

Plán výsledovky vychází z prognózy tržeb a EBIT marže, tak jak byly navrženy v analýze generátorů hodnoty. Další významné položky, které byly analyzovány a navrženy jejich vývoj jsou:

- daňové náklady: = tržby * 24 % sazba daně z příjmu právnických osob,
- odpisy: = Dlouhodobá hmotná aktiva * 11 % (vychází z historické analýzy),

- nákladové úroky: 10,5 % * hodnota dl. cizího kapitálu v roce 2005.

Ostatní položky byly dopočteny pro kontrolu jednotlivých součtů.

Tab. 22: Plán výsledovky

	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	5 478 502	5 863 374	5 668 807	5 875 533	6 228 740
Odpisy	-377 832	-452 208	-540 206	-610 693	-673 105
Provozní výsledek hospodaření (EBIT)	1 643 551	1 759 012	1 700 642	1 762 660	1 868 622
Nákladové úroky	-29 779	-28 693	-27 647	-26 640	-25 669
Příjem před daní	1 369 625	1 465 843	1 417 202	1 468 883	1 557 185
Daň z příjmu	-328 710	-351 802	-340 128	-352 532	-373 724
Čistý příjem	997 520	1 048 937	979 401	969 817	963 621

3.8.3. Plán rozvahy

Plán rozvahy obdobně jako plán výsledovky vychází z prognózy generátorů hodnoty podniku. Základní kostru tvoří vývoj celkových aktiv postavený na základě přírůstku o výsledek hospodaření minulých let. Další položky jsou sestaveny následujícím způsobem:

- hodnota vlastního kapitálu: kromě zadrženého výsledku hospodaření minulých let byly všechny ostatní hodnoty ponechány ve stejné výši jako v roce 2005,
- krátkodobý cizí kapitál: opírá se o položku závazků, která je vypočtena přes dobu obratu závazků (vůči tržbám),
- dlouhodobý cizí kapitál: tvořen především dlouhodobými závazky, ostatní položky jsou pro nejasný průběh ponechány na úrovni roku 2005,
- dlouhodobé závazky: neustále klesající, jejich vývoj je predikován na základě historických dat, protože firma v tuto chvíli nevyužívá dlouhodobé financování, které je zatížené nákladovými úroky.

Celková aktiva vycházejí z bilanční sumy. Struktura aktiv potom ze dvou hlavních přístupů. Za prvé, pracovní kapitál je optimalizován a vypočten dle doby obratu zásob a pohledávek a zachování minimální likvidity 1. stupně podniku. Druhým pravidlem je, že volné prostředky jsou investovány do růstu podniku, především rozvoje dlouhodobého hmotného majetku.

Ostatní položky jsou ponechány na úrovni roku 2005.

Tab. 23: Plán aktiv

	2006	2007	2008	2009	2010
Celková aktiva	**6 849 439**	**7 673 655**	**8 374 054**	**9 117 521**	**9 874 903**
Oběžná aktiva	**3 042 792**	**3 190 855**	**3 091 281**	**3 193 954**	**3 383 949**
Peněžní prostředky	1 400 000	1 450 000	1 400 000	1 450 000	1 550 000
Pohledávky	780 499	835 330	807 611	837 062	887 382
Zásoby	615 393	658 626	636 770	659 991	699 667
Dlouhodobá aktiva	**3 806 647**	**4 482 800**	**5 282 773**	**5 923 567**	**6 490 954**
Dl. majetek	3 434 833	4 110 986	4 910 959	5 551 753	6 119 140
Goodwill	173 357	173 357	173 357	173 357	173 357
Ostatní dl. aktiva	133 747	133 747	133 747	133 747	133 747

Tab. 24: Plán pasiv

	2006	2007	2008	2009	2010
Pasiva	**6 849 439**	**7 673 655**	**8 374 054**	**9 117 521**	**9 874 903**
Krátkodobý cizí kapitál	**681 135**	**728 986**	**704 796**	**730 498**	**774 412**
Kr. závazky	615 393	658 626	636 770	659 991	699 667
Dlouhodobý cizí kapitál	**345 283**	**334 945**	**324 984**	**315 386**	**306 137**
Dl. úvěry a leasing	283 608	273 270	263 309	253 711	244 462
„Minority interest“	**92 576**	**92 576**	**92 576**	**92 576**	**92 576**
Vlastní kapitál	**5 730 445**	**6 517 148**	**7 251 699**	**7 979 062**	**8 701 778**
Základní kapitál	221 173	221 173	221 173	221 173	221 173
Zadržený zisk	5 497 193	6 283 896	7 018 447	7 745 810	8 468 526

3.9. Ocenění

Vlastní ocenění proběhne pomocí metody DCF a postupu popsaného v teoretické části práce. Tento model byl vybrán, protože vychází z parametrů, které jsme schopni predikovat i v podmínkách nestabilního prostředí.

3.9.1. Diskontní míra

Před vlastním výpočtem hodnoty firmy musíme zjistit diskontní sazbu, kterou budeme upravovat peněžní toky na současnou hodnotu. Pro její výpočet využijeme model WACC popsaný v teoretické části práce.

Náklady vlastního kapitálu

Základem pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je bezriziková úroková míra. Nejčastěji se za bezrizikovou úrokovou míru volí výnosnost vládního dluhopisu s maturitou kopírující délku časového období, pro které podnik oceňujeme. V tomto případě bychom tedy

hledali ruský vládní dluhopis s maturitou 5 let a jeho výnosnost dosadili do vzorce. Druhá možnost, častěji využívaná při oceňování v nestabilním prostředí, vychází z desetiletého amerického vládního dluhopisu, resp. jeho výnosností. Získaná hodnota se pak očišťuje o inflační diferenciál a přičítá se k ní prémie za riziko země (Ruska), kde se daný subjekt nachází. Prémie za riziko země je složitě sestavovaný údaj, jehož výpočtem se zabývají specializované instituce. Pro potřeby této práce proto danou hodnotu převezmeme. Zdrojem jsou statistické výkazy ze serveru damodaran.com (riziková prémie již v sobě obsahuje inflační diferenciál).

Beta koeficient určuje míru korelace daného subjektu s trhem. Jeho hodnoty jsou opět expertně sestavovány a jejich výše můžeme najít ve statistických publikacích. Nejčastěji se uvádí hodnota celého průmyslu. Ta je v našem případě 1,27 (zdrojem je opět server damodaran). NLMK produktová struktura je odlišná od běžné struktury v tomto průmyslu. Je méně citlivá na makroekonomický cyklus a podléhá tak menším výkyvům poptávky než ostatní firmy v odvětví. Zároveň je firma unikátní svou ziskovostí. Dovoluji si proto tvrdit, že pohyb v odvětví se projeví méně v případě NLMK. Beta koeficient by proto měl být nižší. Jeho hodnota by se měla pohybovat mezi 1 a udaným číslem 1,27. Stanovím ji proto na průměr mezi těmito dvěma hranicemi. Výsledkem je číslo 1,135.

Prémie za systematické riziko je rozdílem mezi průměrnou výnosností akciového trhu a bezrizikové úrokové míry. V našem případě budeme brát výnosnost amerického trhu a celková hodnota prémie je 4,8 % (údaj byl opět zjištěn na serveru damodaran.com).

Náklady na cizí kapitál

Výše úvěrů však byla v minulosti značně nestabilní. Vyjdeme z hodnoty udané ruskou Centrální bankou (hodnota je vypočtena jako vážený průměr úrokových sazeb pro půjčky nefinančním institucím). Zjištěná hodnota potom bude upravena daňovou sazbou (efektivní daní z příjmu právnických osob), protože úroky z úvěru jsou nákladovou položkou.

WACC

Zjištěné hodnoty nákladů na vlastní a cizí kapitál vynásobíme strukturou kapitálu, která se nebude do budoucna měnit, a dostaneme celkové průměrné vážené náklady na kapitál, které budou diskontní mírou jenž použijeme pro úpravu budoucích peněžních toků na současnou hodnotu.

Tab. 25: Náklady kapitálu (WACC)

Bezriziková úroková míra (10Y US Treasury bond)	4,7%
Premium za riziko země (Ruska)	1,7%
Beta koeficient	1,135
Premium za systematické riziko (rm-rf)	4,8%
Náklady na vlastní kapitál	**11,9%**

Úroky cizího kapitálu	10,5%
Daňová sazba	24,0%
Náklady na cizí kapitál	**8,0%**

Podíl vlastního kapitálu	95,1%
Podíl cizího kapitálu	4,9%

WACC	**11,7%**

3.9.2. DCF model

Pro výpočet hodnoty FCFF byla použita prognóza tržeb spolu s EBIT marží (namísto vyčíslování nákladů: vzhledem k produktu je struktura nákladů v čase stabilní). Všechny položky vycházejí z finančního plánu firmy. Dopočet PH byl proveden dle Gordonova modelu. Tempo růstu „g“ stanovíme jako průměrné meziroční tempo růstu predikovaných tržeb (2,6 %). Abychom dostali součet FCFF pro daný okamžik ocenění, musíme dále diskontovat vypočtenou sazbou. Tímto získáme brutto hodnotu podniku, kterou dále upravíme o výši úročeného cizího kapitálu a neprovozního majetku. Výsledná hodnota je potom netto hodnotou firmy.

Tab. 26: Model DCF

	2006	2007	2008	2009	2010	PH
EBIT	1 643 551	1 759 012	1 700 642	1 762 660	1 868 622	21 095 107
Daň	-328 710	-351 802	-340 128	-352 532	-373 724	-4 219 021
Odpisy	377 832	452 208	540 206	610 693	673 105	7 598 771
Investice	-600 000	-1 200 000	-1 000 000	-700 000	-700 000	-7 902 387
Pracovní kapitál	-395 318	100 213	-75 384	76 971	146 081	1 649 131
FFCF	**697 354**	**759 631**	**825 335**	**1 397 792**	**1 614 084**	**18 221 600**
DCF	624 375	608 957	592 388	898 277	928 723	10 484 466

Suma DCF = hodnota podniku brutto	**14 137 184**
- hodnota cizího úročeného kapitálu	294 337
+ hodnota neprovozního majetku	496 741
Hodnota podniku pro vlastníka	**14 339 588**

3.9.3. Prémie za riziko země

Způsob výpočtu hodnoty v nestabilním prostředí pomocí prémie za riziko země přičítá k bezrizikové úrokové míře právě onu zmíněnou prémii za riziko země. Její výši jsme vyčetli z publikovaných statistik.

Tato metoda zdůrazňuje problematičnost ve stanovení peněžních toků, které bychom měli diskontovat. Namísto „očekávaných“ peněžních toků bychom měli pracovat s toky „přislíbenými“, aby nedošlo k dvojímu diskontování. Postup pro stanovení „přislíbených“ toků však neuvádí. Aby nedocházelo k dvojímu diskontování, mohli bychom za přislíbené toky považovat peněžní prostředky plynoucí do podniku za podmínek, kdy neexistuje žádné riziko země. Problém však nastává při kvantifikaci rizik a vyčíslení možných peněžních toků.

Porovnáme-li výši prémiové přirážky za riziko země s přirážkou u ostatních států, zjistíme, že použitá hodnota se pohybuje ve spodní části hodnot (prémií jednotlivých států). Výsledná přirážka má navíc minimální dopad do nákladů na kapitál. Nedojde proto k výraznému ovlivnění vlastního výsledku, použijeme-li „očekávané“ či „přislíbené“ peněžní toky. Jiná situace však nastává u velikosti prémie za riziko země, která je jedním ze vstupních parametrů do modelu WACC. Analýzu její změny na dopad hodnoty firmy uvádím v části Zhodnocení výsledku.

3.9.4. Metoda scénářů

Stanovení hodnoty podniku pomocí různých scénářů vývoje tržeb je přesnější postup pro zjištění výsledné hodnoty. Pracuje s predikci vývoje tržeb v případě materializace latentního rizika a správným nastavením vah jednotlivých scénářů. Tento postup je vhodný máme-li dostatek informací pro zhodnocení situace trhu a kvantifikace rizika. A právě zde narážíme na jedno z největších úskalí oceňování v nestabilním prostředí, a to je nedostatek informací.

3.9.5. Analýza výsledku ocenění

Nastavení parametrů

Modely využité při výpočtu hodnoty podniku využívají pro výpočet značné množství parametrů. Některé působí na výslednou hodnotu silně než ostatní a jejich správné nastavení bývá klíčové. Mylným vyhodnocením situace a nevhodným nastavením předpokladů pak může dojít k chybnému výpočtu hodnoty.

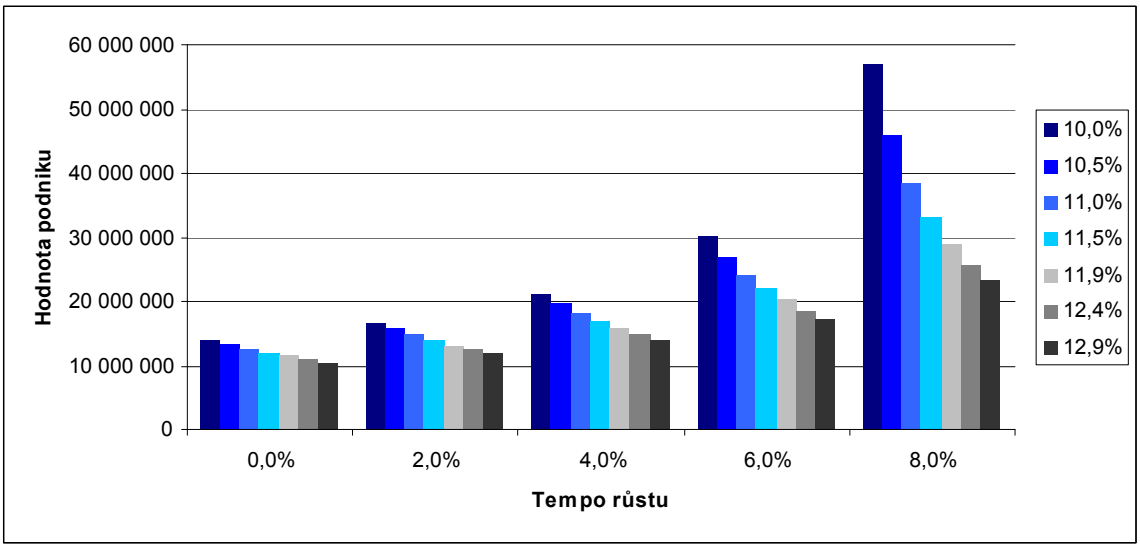
Parametry jako bezriziková úroková míra, Beta a nebo prémie za systematické riziko jsou externě většinou veřejně známé hodnoty a riziko z nesprávného nastavení je minimální.

Oproti tomu jsou tempo růstu podniku (využité v Gordonově modelu) a výše diskutovaná prémie za riziko země hodnoty, u kterých bychom se měli pozastavit.

Analýza citlivosti parametru prémie za riziko země byla provedena společně s citlivostí hodnoty podniku na tempo růstu „g“. Během testu byly nasimulovány jednotlivé hodnoty prémie i růstu a jejich vzájemné působení na hodnotu firmy. Výsledek jednoznačně ukazuje na podstatný vliv parametru „g“. Při jeho vyšších hodnotách pak dochází k většímu rozkolísání hodnoty podniku při změnách prémie.

U silně růstových firem tedy výše prémie výrazněji ovlivní hodnotu podniku. Tvrzení, že firmy v nestabilním prostředí jsou většinou výrazně růstové by bylo přehnané. Přesto, porovnáme-li tempa růst firem v rozvinutých a rozvojových státech, budou ty ve státech rozvojových, tedy státech s nestabilním prostředí, zpravidla vykazovat rychlejší růst. Nastavení prémie je proto důležitým krokem pro oceňování v nestabilním prostředí. Na druhou stranu, nevykazuje-li firma rychlé tempo růstu (v pokračující hodnotě), význam prémie ztrácí na své hodnotě. Konkrétní hodnoty při variaci obou parametrů uvádí následující graf.

Obr. 20: Citlivost hodnoty podniku na WACC a g



Pro doplnění pak uvádím tabulku hodnot podniku, kterých by firma mohla dosahovat při variaci prémie od 0 do 3 % a při rozdílných tempech růstu plynoucích z odlišných přístupů jejich výpočtů.

Při stanovení výše perpetuity NLMK byla nejvíce zvažována následující tempa: první bylo založené na prognóze tržeb, druhé potom na HDP Ruska. Po zhodnocení vývoje podniku a jeho závislosti na ruské ekonomice bylo nakonec zvoleno „g“ opírající se o predikci tržeb: produkty NLMK nejsou tolik závislé na hospodářském cyklu (více se vyrábějí

flat produkty). Vhodnějším přístupem proto bylo zhodnocení udržitelnosti dynamiky vývoje prognózovaných tržeb. Pokud bychom vyšli z HDP Ruska, hodnota podniku by byla přibližně 22 miliard USD. Taková hodnota je v současné době nereálná.

Tab. 27: Citlivost hodnoty podniku při určitých tempech růstu

Riziková prémie země	WACC	Tempo růstu				
		nulové	trh oceli globálně	NLMK prognóza	HDP Ruska	růstový model
		0,0%	2,1%	2,6%	6,6%	10,0%
0,0%	10,0%	13 996 771	16 894 780	17 825 830	35 010 566	2 590 339 898
1,0%	11,0%	12 645 207	14 929 253	15 641 522	27 175 405	109 972 470
2,0%	11,9%	11 514 038	13 349 308	13 907 849	22 137 913	55 745 396
3,0%	12,9%	10 554 281	12 052 787	12 499 666	18 629 668	37 151 461

Porovnání hodnoty akcie

Výslednou hodnotu můžeme přepočíst na hodnotu akcie tím, že vydělíme netto hodnotu počtem akcií (nyní 599,32 milionu akcií). Dostaneme tak cenu 23,9 USD za 1 akcii. Porovnáme-li ji s aktuální tržní cenou akcie (29,2 USD ze dne 2. dubna 2007) na londýnské burze, zjistíme, že trh si momentálně cení firmu víc, než jak jsme vypočetli v ocenění. Rozdíl v hodnotách nastal výrazným růstem ceny za jednu akcii během posledních tří měsíců. Důvodem může být třeba publikace výsledků roku 2006 a atraktivita titulu. Dalším vysvětlením by mohlo být přecenění hodnoty akcie investory.

Obr. 21: Vývoj ceny akcie firmy na Londýnské burze

Zdroj: www.londonstockexchange.com

Porovnání vypočteného výsledku s hodnotami jiných odhadců

Argumentem pro nadhodnocení hodnoty akcie na burze by mohlo být srovnání výsledku s hodnotami vypočtenými jinými odhadci – analytiky publikujícími pravidelně na serveru damodaran.com a nebo analytiky společnosti JPMorgan. Srovnání dosažených

výsledků uvádím v následující tabulce (data ocenění nejsou bohužel známa, pravděpodobně jde o hodnoty z konce roku 2006).

Tab. 28: Porovnání hodnoty podniku různých odhadců

Odhadce	Netto hodnota (mld USD)	Hodnota 1 akcie (USD)	Datum odhadu
Diplomová práce	14,3	23,9	1. dubna 2007
JPMorgan	13,5	22,6	2006
Damodaran	12,2	20,3	2006

3.10. Závěrečný výrok

Hodnota podniku Novolipetsk Steel k datu 1. dubna 2007 stanovená pomocí metody diskontovaných peněžních toků do firmy je 14 339 588 tisíc USD, hodnota jedné akcie je 23,9 USD.

ZÁVĚR

Tato práce sledovala dva základní cíle: popis možného postupu oceňování podniku v podmínkách nestabilního prostředí a aplikaci dané metody při výpočtu hodnoty podniku Novolipetsk.

První cíl byl naplněn v teoretické části práce, ve které byla popsána metoda DCF a následně rozšířena o kroky vztahující se k nestabilnímu prostředí. Kromě upraveného postupu ocenění a makroekonomické analýzy šlo především o úpravu postupu při vlastním použití DCF modelu.

Teoreticky popsaný postup vznikl kombinací částí již popsaných v jiných publikacích. Některé pasáže, především popis postupu při oceňování, byly obohaceny o mé postřehy z praxe. Celý popsaný koncept pak je postaven na všeobecně známém a hojně rozšířeném modelu DCF.

Teoretický popis nepřichází s žádnou inovativní myšlenkou, která by měnila přístup k oceňování podniku nebo snad vytvářela nové modely. Popis však poskytuje ucelený pohled na danou problematiku a vede čtenáře krok za krokem jednotlivými etapami ocenění. Poskytuje tak návod, jakým způsobem postupovat a jaká jsou možná úskalí a rizika při oceňování podniku v nestabilním prostředí.

Navržený postup je následně aplikován na ruské firmě Novolipetsk, která je vybraným oceněným podnikem. Výsledná vypočtená netto hodnota podniku k datu 1. dubna 2007 je 14 339,6 milionu USD. Výpočet byl proveden pro neznámého strategického investora, který jeví zájem o koupi firmy (hodnoty synergií nebyly náplní této práce).

Protože jde o simulaci ocenění pro potřeby neznámého zájemce, nebyl během procesu ocenění umožněn kontakt s vedením firmy a veškeré informace a data byly čerpány pouze z veřejně dostupných zdrojů nebo analytických zpráv. I přes omezený přístup k informacím reflektuje vypočtená hodnota poměrně věrně skutečnou hodnotu podniku. Pro ověření správnosti výsledku byla výsledná hodnota porovnána se závěry ocenění od jiných odhadců a s tržní hodnotou firmy vypočtenou na základě současné hodnoty akcie. Analýza potvrdila blízkost dosažených hodnot.

Přestože výsledek ocenění zcela určitě nebude využit žádnou firmou pro rozhodování o možné koupi firmy Novolipetsk, může být výstup použit drobnými investory pro zvážení případné, velmi zajímavé, investice do akcií firmy.

Investor jistě kladně ohodnotí, že je Novolipetsk firmou s nejvyšší ziskovostí v odvětví a růstovým potenciálem. Podnik se vyznačuje celkovou stabilitou jak v oblasti výroby a prodejů, tak z hlediska finančního zdraví. Zároveň je zde však stále prostor ke zlepšení, a to především ve snížení pracovního kapitálu a levnějším financováním podniku prostřednictvím cizího kapitálu.

Pokud já sám bych byl investorem na burze, můj zájem by rozhodně k tomuto titulu směřoval. S koupí bych však v současné době počkal. Přestože jde z dlouhodobého hlediska o velmi zajímavý titul, osobně si myslím, že je v současnosti lehce přeceněn. Akcie firmy jsou navíc poměrně volatilní, počkal bych proto s nákupem na okamžik, kdy dojde k momentálnímu propadu hodnoty.

LITERATURA

[1] Kislingerová, E.: Oceňování podniku, C.H. Beck 1999, ISBN 80-7179-227-6

[2] Kislingerová, E. a kol.: Manažerské finance, C.H. Beck 2004, ISBN 80-7179-802-9

[3] Kislingerová, E., Hnilica, J.: Finanční analýza krok za krokem, C.H. Beck 2005, ISBN 80-7179-321-3

[4] Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D.: Valuation, John Wiley & Sons, 2005, ISBN 10-0-471-70218-8

[5] Kotler, P.: Marketing management, Victoria Publishing a.s., 1997, ISBN 80-85605-08-2

[6] Machková, H. a kolektiv: Mezinárodní marketing, VŠE, 1998, ISBN 80-7079-322-8

[7] Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Ekopress, 2003, ISBN 80-86119-57-2

[8] Synek, M. a kol.: Podniková ekonomika, C.H.Beck 2002, ISBN 80-7179-736-7

[9] Vernimmen, P., Quiry, P., Dallocchio, M., Fur, Y.L., Salvi, A.: Corporate Finance: Theory and Practice, John Wiley & Sons Ltd., 2005, ISBN 13-987-2-247-06391-8

Časopisy, noviny a jiné tištěné publikace:

[1] Damodaran, A.: Investment Philosophies

[2] KPMG's Corporate Tax Survey 2006

[3] McKinsey Quarterly: Are companies getting better at M&A?

[4] Novolipetsk Steel – Investor presentation 2007

[5] Novolipetsk Steel – Výroční zpráva (2001 – 2005)

[6] The Economist Inteligence Unit: Russia – Country Profile 2006

[7] The Economist Inteligence Unit: Russia – Country Repot 2007 – 2008

Internetové zdroje:

slovnik-cizich-slov.abz.cz

devdata.worldbank.org/AAG/rus_aag.pdf

www.bloomberg.com

www.cbonds.info

www.cbr.ru

www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/ez.html

www.czso.cz

www.damodaran.com

www.econstats.com

www.investopedia.com

www.ivsc.org

www.lse.co.uk/financeglossary.asp

www.mckinseyquarterly.com

www.nlmksteel.com

www.oecd.org

www.thomson-finance.com

www.un.org

www.vernimmen.com

www.wikipedia.org

www.worldbank.org

SEZNAM TABULEK A OBRÁZKŮ

Tab. 1: Rozdělení důvodů ocenění podniku 8
Tab. 2: Typy metod pro ocenění podniku 9
Tab. 3: Postup při oceňování podniku 14
Tab. 4: Upravený postup při oceňování v nestabilním prostředí 29
Tab. 5: Rating vybraných států (2005) 39
Tab. 6: Ekonomické ukazatele v Rusku 2001 – 2008F 41
Tab. 7: Vývoj bilančního pravidla financování 56
Tab. 8: Vývoj bilančního pravidla vyrovnání rizika 56
Tab. 9: Vývoj bilančního pari pravidla 57
Tab. 10: Vývoj bilančního poměrového pravidla 57
Tab. 11: Vývoj podílu investic na tržbách 57
Tab. 12: Vývoj ukazatelů aktivity 59
Tab. 13: Vývoj ukazatele zadluženosti 59
Tab. 14: Vývoj a struktura Altmanova ukazatele 60
Tab. 15: Souhrn PEST analýzy v Rusku 62
Tab. 16: Souhrn analýzy výhledu trhů s ocelí ve světě a Rusku 62
Tab. 17: Predikce tržeb v letech 2006 - 2010 64
Tab. 18: Historický vývoj EBIT marže 65
Tab. 19: Historický vývoj pracovního kapitálu 65
Tab. 20: Prognóza pracovního kapitálu 66
Tab. 21: Odhad kapitálových výdajů 67
Tab. 22: Plán výsledovky 68
Tab. 23: Plán aktiv 69
Tab. 24: Plán pasiv 69
Tab. 25: Náklady kapitálu (WACC) 71
Tab. 26: Model DCF 71
Tab. 27: Citlivost hodnoty podniku při určitých tempech růstu 74
Tab. 28: Porovnání hodnoty podniku různých odhadců 75

Obr. 1: Vývoj objemu fúzí a akvizic v hodnotovém vyjádření (1995 - 2006) 9
Obr. 2: Vlastnická struktura Novolipetsk 36
Obr. 3: Struktura tržeb NLMK podle obratu (2005) 37
Obr. 4: Struktura příjmů ze segmentu oceli (2005) 37
Obr. 5: Vývoj struktura tržeb důlního segmentu podle cíle prodeje 38
Obr. 6: Predikce tempa růstu HDP 42
Obr. 7: Inflace v Rusku (vs. USA) v roce 2000 - 2008F 43
Obr. 8: Vývoj výnosu ruského vládního dluhopisu (ruské bezrizikové úrokové míry) 43
Obr. 9: Vývoj výnosu UST 10Y (americké bezrizikové úrokové míry) 44
Obr. 10: Vývoj směnného kurzu RUR / USD 44
Obr. 11: Vývoj množství světové produkce a poptávky po oceli ..... **Chyba! Záložka není definována.**
Obr. 12: Vývoj světových cen oceli 1985 - 2007 ..... **Chyba! Záložka není definována.**
Obr. 13: Vývoj marží 1985 - 2006 ..... **Chyba! Záložka není definována.**
Obr. 14: Vývoj produkce flat a long produktů ve světě 49
Obr. 15: Rozdělení světové produkce a spotřeby podle regionů 49
Obr. 16: Světový obchod s ocelí v roce 2003 ..... **Chyba! Záložka není definována.**
Obr. 17: Porovnání nákladů na 1 tunu oceli v Rusku a jiných státech..... **Chyba! Záložka není definována.**
Obr. 18: Rentabilita jednotlivých výrobců ocelářského průmyslu ..... **Chyba! Záložka není definována.**

Obr. 19: Vývoj nejdůležitějších položek aktiv firmy 53
Obr. 20: Vývoj nejdůležitějších položek pasiv firmy 54
Obr. 21: Vývoj tržeb 55
Obr. 22: Vývoj struktury nákladů 55
Obr. 23: Vývoj ukazatelů aktivity 59
Obr. 24: Vývoj ukazatelů rentability 60
Obr. 25: Odhad světového vývoje poptávky po oceli ..... **Chyba! Záložka není definována.**
Obr. 26: Odhad tržeb pomocí jednotlivých metod 64
Obr. 27: Citlivost hodnoty podniku na WACC a g 73
Obr. 28: Vývoj ceny akcie firmy na Londýnské burze 74

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha podniku (2000 - 2005) 83
Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát podniku (2000 - 2005) 84
Příloha 3: Plán rozvahy podniku (2006 - 2010) 85
Příloha 4: Plán výkazu zisků a ztrát (2006 - 2010) 86
Příloha 5: Model predikce tržeb podniku 87
Příloha 6: Organizační struktura podniku 88

Příloha 1: Rozvaha podniku (2000 - 2005)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Celková aktiva	**1 828 330**	**1 896 240**	**2 209 742**	**3 085 265**	**5 165 921**	**6 051 068**
Oběžná aktiva	**562 753**	**616 690**	**947 327**	**1 675 927**	**2 587 475**	**3 302 290**
Peněžní prostředky	159 196	190 029	390 472	729 641	1 348 615	1 896 741
Krátkodobé investice			43 255	180 797	21 153	27 040
Pohledávky	237 242	241 102	305 004	377 746	588 592	660 054
Zásoby	163 982	180 030	198 978	301 303	475 303	501 556
Ostatní oběžná aktiva	2 333	5 529	9 618	63 336	148 748	208 920
„Restricted cash“				23 104	5 094	7 979
Dlouhodobá aktiva	**1 265 577**	**1 279 550**	**1 262 415**	**1 409 338**	**2 578 446**	**2 748 778**
Dl. investice	20 134	74 212	71 164	39 925	51 425	31 470
Dl. hmotný majetek	1 197 203	1 174 682	1 167 714	1 332 579	2 257 628	2 393 549
Dl. nehmotný majetek					21 594	16 655
Goodwill	1 049	997			179 815	173 357
Ostatní dlouhodobá aktiva	47 191	29 659	23 537	36 834	67 984	133 747

Celková pasiva	**1 828 330**	**1 896 240**	**2 209 742**	**3 085 265**	**5 165 921**	**6 051 068**
Celkový cizí kapitál	**257 539**	**233 810**	**205 673**	**458 705**	**859 643**	**904 288**
Krátkodobý cizí kapitál	**159 346**	**210 868**	**184 694**	**280 833**	**533 912**	**548 276**
Krátkodobé závazky	129 411	108 235	164 242	251 687	455 042	507 637
Stát - daňové závazky a dotace	5 798	10 266	17 106	23 032	78 638	40 639
Krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci	24 137	92 367	3 346	6 114	232	
Dlouhodobý cizí kapitál	**98 193**	**22 942**	**20 979**	**177 872**	**325 731**	**356 012**
Dlouhodobé závazky	2 113		2 468	11 563	313	
Dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci	68 123	3 162	2 988	159 716	305 472	294 337
Odložená daň z příjmu	27 957	19 780	15 523	6 593	19 946	61 675
Podíly v nekontrolovaných společnostech	**7 655**	**10 407**	**12 891**	**16 652**	**85 787**	**92 576**
Vlastí kapitál	**1 563 136**	**1 652 023**	**1 991 178**	**2 609 908**	**4 220 491**	**5 054 204**
Základní kapitál	14 372	14 440	14 440	14 440	221 173	221 173
Povinné rezervy				32	10 267	10 267
Emisní ažio	680	680	680	680	680	1 812
Kapitálové fondy	1 699	2 986	3 723	27 672	242 387	71 899
Výsledek hospodaření minulých let	1 546 385	1 633 917	1 972 335	2 567 084	3 745 984	4 749 053

Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát podniku (2000 - 2005)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tržby za prodej zboží	**1 374 053**	**1 322 431**	**1 711 657**	**2 468 022**	**4 538 686**	**4 468 726**
Výkonové náklady	-894 540	-1 048 635	-1 096 385	-1 451 139	-2 132 358	-2 401 733
Hrubé rozpětí (EBITDA)	479 513	273 796	615 272	1 016 883	2 406 328	2 066 993
Obecné náklady	-118 645	-68 432	-103 359	-134 609	-183 464	-206 954
Provozní výsledek hospodaření	**360 868**	**205 364**	**511 913**	**882 274**	**2 222 864**	**1 860 039**
Opotřebení majetku	-462	-15 600	-8 895	-7 949	-12 231	-11 812
Výnosy z investic		651		12 136	165 174	
Náklady na investice	-12 453		-31 327			-1 523
Výnosové úroky				33 633	50 069	98 872
Nákladové úroky				-7 344	-12 296	-15 091
Ztráta / zisk ze směnných kurzů	-11 219	-21 428	-18 247	-42 999	-39 101	-7 900
Ostatní výnosy				11 983		
Ostatní náklady	-18 693	-12 710	-5 510		-10 477	-16 342
Příjem před daní (PBT)	**310 922**	**162 592**	**466 874**	**881 734**	**2 364 002**	**1 906 243**
Daň z příjmu	-148 352	-75 515	-129 699	-223 035	-572 221	-495 683
Příjem po dani před „minority interest“	**162 570**	**87 077**	**337 175**	**658 699**	**1 791 781**	**1 410 560**
Výnosy z podílů v nekontrolovaných společnostech	520	455	1 243			
Náklady na podíly v nekontrolovaných společnostech				-2 243	-19 280	-25 224
Čistý zisk	**163 090**	**87 532**	**338 418**	**656 456**	**1 772 501**	**1 385 336**

Příloha 3: Plán rozvahy podniku (2006 - 2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Celková aktiva	**6 849 439**	**7 673 655**	**8 374 054**	**9 117 521**	**9 874 903**
Oběžná aktiva	**3 042 792**	**3 190 855**	**3 091 281**	**3 193 954**	**3 383 949**
Peněžní prostředky	1 400 000	1 450 000	1 400 000	1 450 000	1 550 000
Krátkodobé investice	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000
Pohledávky	780 499	835 330	807 611	837 062	887 382
Zásoby	615 393	658 626	636 770	659 991	699 667
Ostatní oběžná aktiva	208 900	208 900	208 900	208 900	208 900
„Restricted cash“	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Dlouhodobá aktiva	3 806 647	4 482 800	5 282 773	5 923 567	6 490 954
Dl. investice	**48 055**	**48 055**	**48 055**	**48 055**	**48 055**
Dl. hmotný majetek	3 434 833	4 110 986	4 910 959	5 551 753	6 119 140
Dl. nehmotný majetek	16 655	16 655	16 655	16 655	16 655
Goodwill	173 357	173 357	173 357	173 357	173 357
Ostatní dlouhodobá aktiva	133 747	133 747	133 747	133 747	133 747

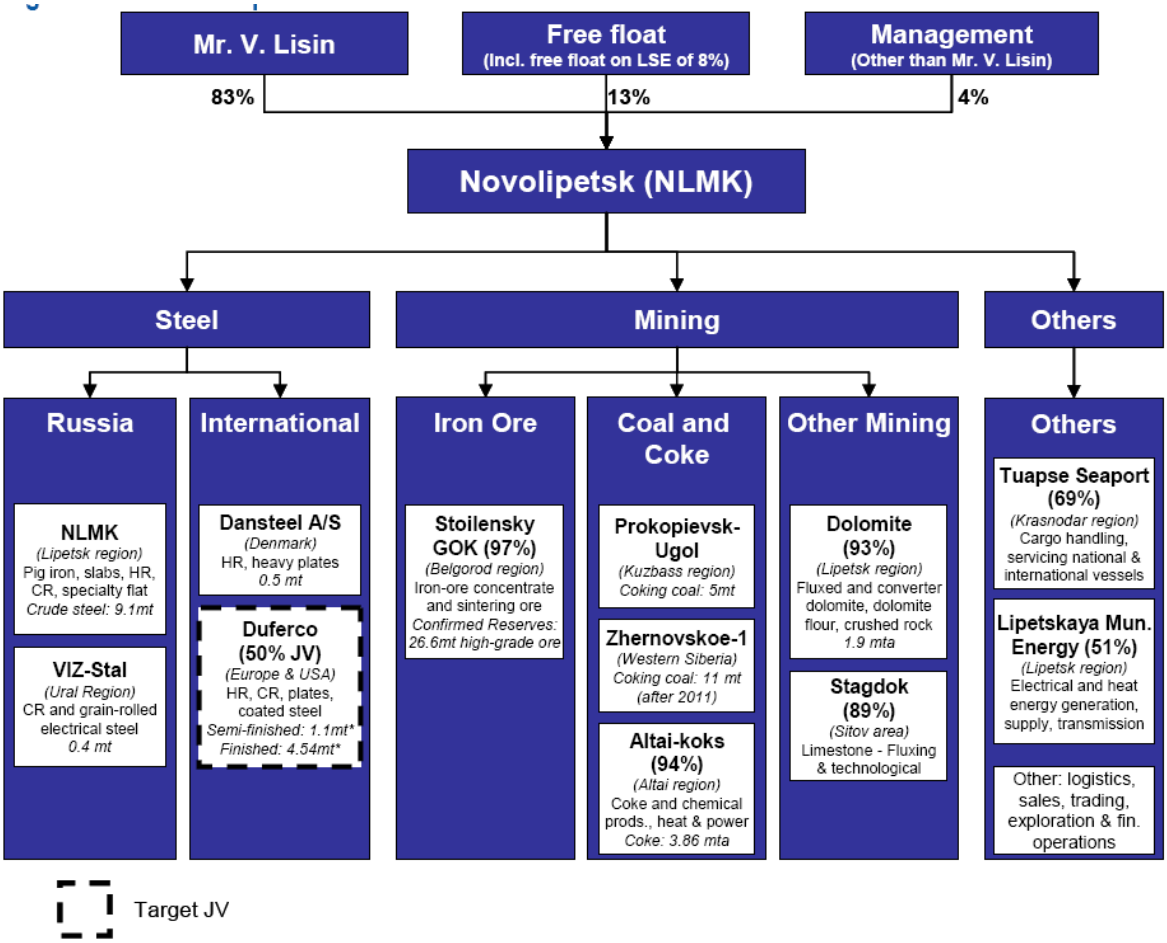
Celková pasiva	**6 849 439**	**7 673 655**	**8 374 054**	**9 117 521**	**9 874 903**
Celkový cizí kapitál	**1 026 418**	**1 063 931**	**1 029 779**	**1 045 883**	**1 080 549**
Krátkodobý cizí kapitál	**681 135**	**728 986**	**704 796**	**730 498**	**774 412**
Krátkodobé závazky	615 393	658 626	636 770	659 991	699 667
Stát - daňové závazky a dotace	65 742	70 360	68 026	70 506	74 745
Krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Dlouhodobý cizí kapitál	**345 283**	**334 945**	**324 984**	**315 386**	**306 137**
Dlouhodobé závazky					
Dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci	283 608	273 270	263 309	253 711	244 462
Odložená daň z příjmu	61 675	61 675	61 675	61 675	61 675
Podíly v nekontrolovaných společnostech	**92 576**	**92 576**	**92 576**	**92 576**	**92 576**
Vlastí kapitál	**5 730 445**	**6 517 148**	**7 251 699**	**7 979 062**	**8 701 778**
Základní kapitál	221 173	221 173	221 173	221 173	221 173
Povinné rezervy	10 267	10 267	10 267	10 267	10 267
Emisní ažio	1 812	1 812	1 812	1 812	1 812
Kapitálové fondy	71 899	71 899	71 899	71 899	71 899
Výsledek hospodaření minulých let	5 497 193	6 283 896	7 018 447	7 745 810	8 468 526

Příloha 4: Plán výkazu zisků a ztrát (2006 - 2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	**5 478 502**	**5 863 374**	**5 668 807**	**5 875 533**	**6 228 740**
Odpisy	-377 832	-452 208	-540 206	-610 693	-673 105
Provozní výsledek hospodaření (EBIT)	1 643 551	1 759 012	1 700 642	1 762 660	1 868 622
Nákladové úroky	-29 779	-28 693	-27 647	-26 640	-25 669
Příjem před daní (PBT)	**1 369 625**	**1 465 843**	**1 417 202**	**1 468 883**	**1 557 185**
Daň z příjmu	-328 710	-351 802	-340 128	-352 532	-373 724
Příjem po dani před „minority interest“	**1 040 915**	**1 114 041**	**1 077 073**	**1 116 351**	**1 183 461**
Výnosy z podílů v nekontrolovaných společnostech					
Náklady na podíly v nekontrolovaných společnostech	-43 395	-65 104	-97 673	-146 534	-219 839
Čistý zisk	**997 520**	**1 048 937**	**979 401**	**969 817**	**963 621**

Příloha 5: Model predikce tržeb podniku

	2006	2007	2008	2009	2010
Světový trh s ocelí					
Množství (tuny)	1 191 996	1 255 172	1 321 696	1 391 746	1 465 508
Průměrné ceny (USD/t)	620	630	570	560	560
Hodnota (USD)	739 037 520	790 758 226	753 366 659	779 377 634	820 684 649
Rusko					
Cenové premium	30	30	30	30	30
Ruské průměrné ceny	650	660	600	590	590
NLMK					
Tržní podíl (ve světě)	0,73%	0,73%	0,74%	0,74%	0,75%
Podíl domácích prodejů / exportu	29%	30%	32%	35%	35%
Odhad vývoje tržeb					
Odhad pomocí lineární regresní analýzy	5 235 112	5 974 498	6 713 883	7 453 269	8 192 654
Konstantní tržní podíl a světové ceny	5 402 690	5 780 791	5 574 913	5 767 394	6 114 101
Konstantní tržní podíl, cen. přirážka	5 478 502	5 863 374	5 668 807	5 875 533	6 228 740
Zohledněno tempo růstu, světové ceny	6 240 107	6 676 813	6 439 025	6 661 341	7 061 786
Zohledněno tempo růstu, cen. přirážka	6 327 669	6 772 197	6 547 472	6 786 241	7 194 195

	2006	2007	2008	2009	2010
Predikované tržby	5 478 502	5 863 374	5 668 807	5 875 533	6 228 740
Tempo růstu		7,0%	-3,3%	3,6%	6,0%

Příloha 6: Organizační struktura podniku