

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví
Katedra financí a oceňování podniku
Studijní obor: Finance



Ocenění podniku TOS Svitavy, a.s.

Autor diplomové práce: David Pečonka

Vedoucí diplomové práce: Ing. Lucie Jahodová, Ph.D.

Rok obhajoby: 2017

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Ocenění podniku TOS Svitavy, a.s.“ jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloženém seznamu.

V Kladně dne

Podpis

Poděkování:

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucí mé diplomové práce Ing. Lucii Jahodové, Ph.D. za její odborné vedení, cenné připomínky a náměty v průběhu zpracování celé diplomové práce.

Abstrakt

Cílem diplomové práce je určení tržní hodnoty podniku TOS Svitavy, a.s. k datu 1. 1. 2017. Nejprve jsou uvedeny základní informace o ocenění a oceňovaném podniku. Proces ocenění začíná finanční analýzou, která se zabývá minulým vývojem podniku na základě dostupných účetních výkazů. Po ní je zpracována analýza strategická, jež se zaměřuje na tržní prostředí a vliv konkurence. Po rozdělení majetku na provozně nutný a neprovozní jsou analyzovány a prognózovány hlavní generátory hodnoty. Z těch dále vychází sestavení kompletního finančního plánu. V poslední části je podnik oceněn dvěma vybranými metodami a je stanoven výsledný odhad jeho tržní hodnoty.

Klíčová slova: TOS Svitavy, tržní hodnota, finanční analýza, strategická analýza, provozní a neprovozní majetek, generátory hodnoty, finanční plán, oceňovací metody

Abstract

The purpose of the diploma thesis is to determine the market value of TOS Svitavy, a.s. as of 1st January 2017. First of all, the basic information about the valuation and the valued company is mentioned. The valuation process starts with a financial analysis that deals with past business development based on available financial statements. It is followed by a strategic analysis focusing on the market environment and the impact of competition. After dividing assets to operational and non-operational, major value drivers are analyzed and predicted. Next, a complete financial plan based on these value drivers is compiled. In the last part, the company is valued by two selected methods and the final estimate of its market value is determined.

Key words: TOS Svitavy, market value, financial analysis, strategic analysis, operational and non-operational assets, value drivers, financial plan, valuation methods

Obsah

Úvod	8
1 Základní informace	10
1.1 Základní informace o ocenění	10
1.1.1 Účel, předmět a datum ocenění, hledaná báze hodnoty	10
1.1.2 Podklady použité pro ocenění	10
1.2 Základní informace o oceňovaném podniku	11
1.2.1 Identifikační údaje	11
1.2.2 Předmět podnikání a činnosti	11
1.2.3 Vlastnická struktura a majetkové účasti	12
1.2.4 Řídící orgány	12
1.2.5 Charakteristika a historie podniku	12
1.2.6 Struktura tržeb podniku	14
2 Finanční analýza	18
2.1 Analýza účetní politiky	18
2.2 Analýza účetních výkazů	22
2.2.1 Analýza rozvahy	22
2.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát	26
2.2.3 Analýza výkazu peněžních toků	28
2.3 Analýza poměrových a výkonových ukazatelů	29
2.3.1 Ukazatele rentability	29
2.3.2 Ukazatele dlouhodobé finanční stability	30
2.3.3 Ukazatele likvidity	32
2.3.4 Ukazatele aktivity	34
2.3.5 Ukazatele s cash flow	37
2.3.6 Výkonové ukazatele	38
2.3.7 Srovnání s konkurencí	39
2.4 Vyhodnocení finanční analýzy	48
2.4.1 Rychlý test	48
2.4.2 Test tvorby hodnoty	49
2.4.3 Index IN05	51

2.4.4	Hodnocení finanční analýzy	52
3	Strategická analýza	55
3.1	Analýza vnějšího potenciálu	55
3.1.1	Charakteristika trhu	55
3.1.2	Vymezení relevantního trhu	58
3.1.3	Analýza atraktivity trhu	61
3.1.4	Hlavní faktory ovlivňující vývoj trhu.....	64
3.1.5	Prognóza relevantního trhu.....	67
3.2	Analýza konkurenční síly	75
3.2.1	Identifikace hlavních konkurentů a analýza tržních podílů.....	75
3.2.2	Analýza faktorů konkurenční pozice	78
3.2.3	Prognóza vývoje tržního podílu	84
3.3	Perspektivnost podniku, dílčí prognóza tržeb a volba délky první fáze.....	86
3.4	Prognóza ostatních složek a celkových tržeb	88
3.5	SWOT analýza	90
3.6	Vyhodnocení strategické analýzy	90
4	Rozdělení majetku na provozně nutný a neprovozní.....	93
4.1	Provozně nutný investovaný kapitál	94
4.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	95
5	Generátory hodnoty	96
5.1	Tempo růstu tržeb	96
5.2	Zisková marže.....	97
5.2.1	Prognóza shora.....	98
5.2.2	Prognóza zdola.....	101
5.3	Investice do provozně nutného upraveného pracovního kapitálu	106
5.4	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	120
5.5	Vyhodnocení generátorů hodnoty	128
6	Finanční plán	130
6.1	Plán financování.....	130
6.2	Plánovaný výkaz zisků a ztrát.....	134
6.3	Plánovaná rozvaha	135
6.4	Plánovaný výkaz peněžních toků	137

6.5	Finanční analýza plánu	138
6.6	Provozně nutný investovaný kapitál	140
6.7	Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu.....	140
6.8	Vyhodnocení finančního plánu	143
7	Ocenění	145
7.1	Metoda DCF APV	145
7.1.1	Kalkulace diskontní míry	146
7.1.2	Pokračující hodnota.....	151
7.1.3	Ocenění (stanovení hodnoty podniku)	152
7.1.4	Dopočet WACC	154
7.2	Metoda odvětvových multiplikátorů	155
7.3	Účetní hodnota	159
7.4	Souhrnné ocenění	160
	Závěr.....	162
	Použité zdroje.....	164
	Knižní zdroje	164
	Elektronické zdroje.....	164
	Databáze.....	166
	Ostatní zdroje	166
	Seznam grafů	167
	Seznam obrázků	167
	Seznam tabulek	168
	Seznam příloh	171
	Přílohy	172

Úvod

Cílem práce je ocenění (ve smyslu stanovení určité kategorie hodnoty) reálně existujícího a fungujícího podniku k datu ocenění. Tímto datem je 1. 1. 2017 a hledanou kategorií tržní hodnota. Důvodem výběru tématu bylo studium vedlejší specializace navazujícího magisterského studia Oceňování podniku a jeho majetku na Fakultě financí a účetnictví Vysoké školy ekonomické, která mě svým zaměřením a přístupem k výuce zcela nadchla. Této oblasti bych se chtěl případně věnovat i do budoucna, proto bych zde rád uplatnil vědomosti získané při studiu a vyzkoušel si jejich praktickou aplikaci. Pokud můj zájem přetrvá, pak zpracování tohoto ocenění bude jistě velmi užitečné a obohacující. Na předmětu oceňování se mi líbí zejména propojení reálné podnikové sféry s analytickým myšlením, vesměs pevně daná struktura a práce s čísly.

Výběr oceňovaného podniku nebyl jednoduchou ani jednoznačnou volbou. Několik chtěných podniků bylo v poslední době již oceňováno mými spolužáky, nebo se nepodařilo navázat spolupráci, jež by mohla vést k získání dodatečných informací a celkově práci zkvalitnit. Výběr společnosti TOS Svitavy, a.s. tak byl nakonec dán vedoucí mé diplomové práce, jelikož vedení této společnosti projevilo zájem o zjištění tržní hodnoty v dohledné době a nabídlo k tomu poskytnout potřebnou součinnost. Z toho důvodu ocenění nebude vycházet pouze z veřejných zdrojů či dostupných databází, ale také z některých interních informací získaných od oceňovaného podniku.

V hlavním textu bude důraz kladen na praktické analýzy, výpočty a komentáře pro účely zpracování ocenění, které budou doplněny o související teoretický výklad. Práce je rozdělena do několika dílčích částí, které na sebe navazují a jsou vzájemně propojené (hlavně číselnými údaji). Nejprve budou uvedeny základní informace o ocenění a oceňovaném podniku. Posléze bude provedena finanční analýza, která studuje a hodnotí historický vývoj na základě účetních výkazů, přičemž dojde k časovému i prostorovému srovnání. Strategická analýza bude zkoumat trh, na němž podnik působí, a konkurenční pozici podniku. Klíčovým výstupem této části bude prognóza tržeb.

Dále bude majetek podniku rozdělen na provozně nutný a neprovozní. Analýza a prognóza generátorů hodnoty bude založena pouze na provozních položkách. Projekcí

generátorů hodnoty do finančních výkazů získáme kostru finančního plánu. Ten bude v souladu s prognózou tržeb sestaven ve třech variantních scénářích. V závěru kapitoly obsahující plán by měl být definitivně prokázán předpoklad nekonečného trvání podniku. Při jeho splnění bude možné provést ocenění některou z výnosových metod. Volba dvou metod včetně zdůvodnění a konečné souhrnné ocenění bude náplní poslední kapitoly.

1 Základní informace

Úvodní kapitola podává základní informace o ocenění a oceňovaném podniku.

1.1 Základní informace o ocenění

1.1.1 Účel, předmět a datum ocenění, hledaná báze hodnoty

Účelem ocenění je nalezení a stanovení tržní hodnoty oceňovaného podniku k datu ocenění.

Předmětem ocenění je společnost TOS Svitavy, a.s. (dále jen TOS nebo Společnost) se sídlem Říční 2269/1D, Předměstí, 568 02 Svitavy, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném u Krajského soudu v Hradci Králové, oddíl B, vložka 131.

Datem, k němuž je ocenění provedeno, je **1. 1. 2017**.

Hledanou **bází hodnoty** je **tržní hodnota**, která je v Mezinárodních oceňovacích standardech¹ definována následovně: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

1.1.2 Podklady použité pro ocenění

Pro ocenění Společnosti bude použito více druhů podkladů. Kromě veřejně dostupných (zejména internetových) zdrojů bude odhadce vycházet také ze spolupráce s vedením podniku, které mu poskytne některé potřebné informace. Dále bude čerpáno z placených i neplacených databází shromažďujících údaje o českých, evropských a amerických firmách či z odborné literatury věnované tématu oceňování podniků.

¹ IVS 2005, str. 82 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1); obdobně IVS 2007, in Mařík 2011

1.2 Základní informace o oceňovaném podniku

1.2.1 Identifikační údaje

Obchodní jméno:	TOS Svitavy, a.s.
Sídlo:	Říční 2269/1D, Předměstí, 568 02 Svitavy
Telefon:	+420 461 563 111
E-mail:	tos@tos.cz
Identifikační číslo:	150 34 020
Obchodní rejstřík:	Krajský soud v Hradci Králové, oddíl B, vložka 131
Právní forma:	akciová společnost
Datum vzniku:	15. března 1991
Základní kapitál:	36 600 000,- Kč (splaceno 100 %)
Akcie:	274 477 ks kmenových akcií na majitele v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 60,- Kč, 335 523 ks akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 60,- Kč
Počet zaměstnanců:	165 (rok 2016)
Hlavní NACE:	2849 – Výroba ostatních obráběcích strojů (Manufacture of other machine tools)

1.2.2 Předmět podnikání a činnosti

Předmět podnikání Společnosti zapsaný v obchodním rejstříku:

- obráběčství
- zámečnictví, nástrojařství
- kovářství, podkovářství
- truhlářství, podlahářství
- malířství, lakýrnictví a natěračství
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování

Předmět činnosti Společnosti zapsaný v obchodním rejstříku:

- pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor

1.2.3 Vlastnická struktura a majetkové účasti

Společnost byla privatizována v 1. kole kupónové privatizace, kdy byla vlastněna z velké části investičními fondy (cca 80 %). V roce 1996 pak byla plně privatizována a jejím majoritním vlastníkem se stala firma **B.G.M. Holding, a.s.** Ta po navýšení základního kapitálu v TOS k 15. 4. 2016 dosahovala rozhodujícího podílu na hlasovacích právech ve výši **85,22 %** (předtím to bylo 67,52 % a do roku 2014 měl 10,78 % podíl i Michal Šnabr).

Sama Společnost v současnosti nedisponuje žádnou účastí na podnikání jiných osob a nemá ani organizační složku v zahraničí.

1.2.4 Řídící orgány

Představenstvo:	Ing. Jan Halouska	předseda
	Ing. František Dokulil	člen
	Ing. Ladislav Adamec, Csc.	člen
	Ing. Martina Rusňáková	člen
	Ing. Drahomír Jeleček	člen (do 30. 11. 2016)
	Oldřich Jachan	člen (od 12. 12. 2016)
Dozorčí rada:	Ing. Martin Adamec	předseda
	Luboš Stodola	člen
	Ing. Mgr. Jana Adamcová	člen
Generální ředitel:	Ing. František Dokulil od 1. 10. 2008 – absolvent VŠE Praha, nebyl trestán, nevykonává jinou podnikatelskou činnost	

1.2.5 Charakteristika a historie podniku

Firma TOS Svitavy byla původně založena už v roce 1948 jako státní podnik, který do června roku 1989 patřil do skupiny strojírenských podniků sdružených pod koncernový závod **Továrny strojírenské techniky Praha**. Akciová společnost TOS Svitavy, a.s. pak vznikla v březnu 1991 transformací tohoto státního podniku. Historicky má tedy téměř **70letou tradici** ve strojírenské výrobě.

Společnost prošla několika obdobími rozvoje klasické strojírenské výroby, až došlo ke stabilizaci dvou základních výrobních programů – **dřevoobráběcích strojů a sklíčidel**. Ve výrobě a prodeji obou hlavních komodit si TOS udržuje své pozice na trhu v České republice i v zahraničí, a to především díky **vlastnímu výzkumu a vývoji**, reagujícího na světové trendy. **Vývoz** je realizován cca do 50 zemí světa, přičemž největších tržeb se dosahuje v Německu, Polsku, Slovensku, Holandsku, Skandinávii, Kanadě, USA, Velké Británii, Rusku, Bělorusku a na Ukrajině.

Oceňovaná firma je schopna zabezpečit **komplexní technologické dodávky** do všech oblastí **dřevozpracujícího průmyslu** a dodává komplexní sortiment rotačního upínacího nářadí ve velikostech od 65 do 630 mm. Využívá zkušeností z výroby a obrábění nerezových konstrukčních prvků, což je v současné době nejvíce rostoucí výrobní obor. Od roku 1997 je ve firmě zaveden a využíván systém jakosti dle EN ISO 9001:2008, stroje jsou vyráběny v souladu s normami CE.

Všechny stroje jsou vyráběny jednoduchým nebo NC řízením s možností dodání **v různých variantách provedení**. Stroje jsou robustní konstrukce s litinovými či svařovanými základy. Zpracování kompletních technologických projektů a studií zahrnuje:

- pilnice
- výroba oken a dveří
- výroba lepeného programu – spárovka, hranol
- truhlárny
- výroba nábytku
- modelárna

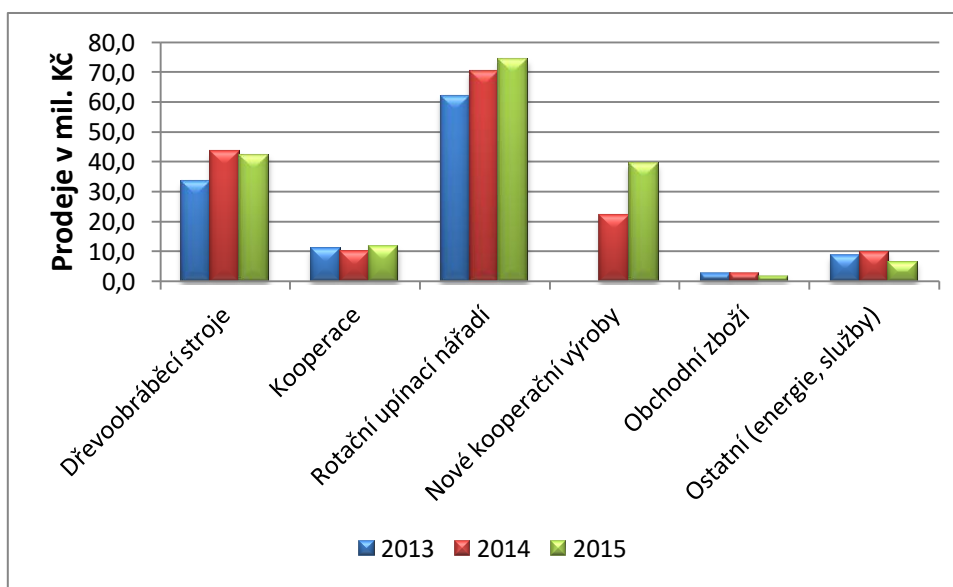
Akciová společnost TOS Svitavy je také zapojena do členství v některých **organizacích**:

- Svaz výrobců a dodavatelů strojírenské techniky Praha a jeho prostřednictvím Svaz průmyslu
- Svaz výrobců dřevoobráběcích strojů a zařízení Svitavy
- Svaz výrobců nářadí a měřidel

1.2.6 Struktura tržeb podniku

Struktura tržeb bude názorně prezentována na několika grafech, které vycházejí z číselných údajů obsažených ve výroční zprávě Společnosti z roku 2015. Prvním bude rozdělení činností dle druhů a tomu odpovídající struktura prodeje v letech 2013 – 2015.

Graf 1: Činnosti dle druhů a struktura prodeje v letech 2013 - 2015 (v mil. Kč)



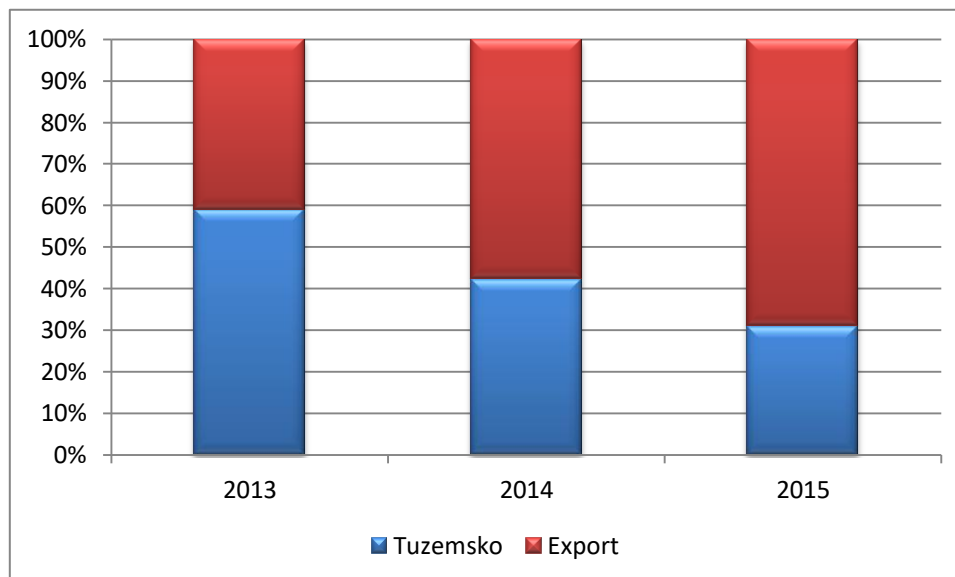
Zdroj: vlastní zpracování na základě výroční zprávy TOS Svitavy, a.s.

Největšího podílu na tržbách dosahuje výroba a prodej **rotačního upínacího nářadí (tj. sklíčidel) a dřevoobráběcích strojů (DOS)**. V posledním sledovaném roce nabyly na významu také nové kooperační výroby. Zanedbatelnou položku představuje obchodní zboží, které souvisí převážně s DOS.

Dřevoobráběcí stroje jsou specializované stroje zkonstruované pro třískové obrábění dřeva. Sklíčidla jsou upínací součásti soustruhů a vrtaček, sloužící k upnutí pracovního nástroje či v případě soustruhu i obrobku (tj. obráběného kusu materiálu). Pojem nové kooperační výroby zastřešuje divizi, která prostřednictvím volných výrobních kapacit (nevyužívaných zrovna pro DOS a sklíčidla) produkuje části různých zařízení. Jedná se pouze o části, nikoli finální výrobky, které s DOS ani sklíčidly nijak nesouvisejí. Tato výroba probíhá ve spolupráci (kooperaci) s odběratelskými firmami dle jejich aktuálních požadavků. Hlavním odběratelem v oboru kooperační výroby je firma Andritz.

Další pozornost bude zaměřena na DOS a rotační upínací nářadí v členění na tuzemský versus zahraniční prodej a jeho vývoj. Následně bude na roce 2015 ilustrována struktura zemí, do kterých Společnost nejvíce soustředila svůj vývoz. Analýza proběhne nejprve ve vztahu k DOS a poté ke sklíčidlům.

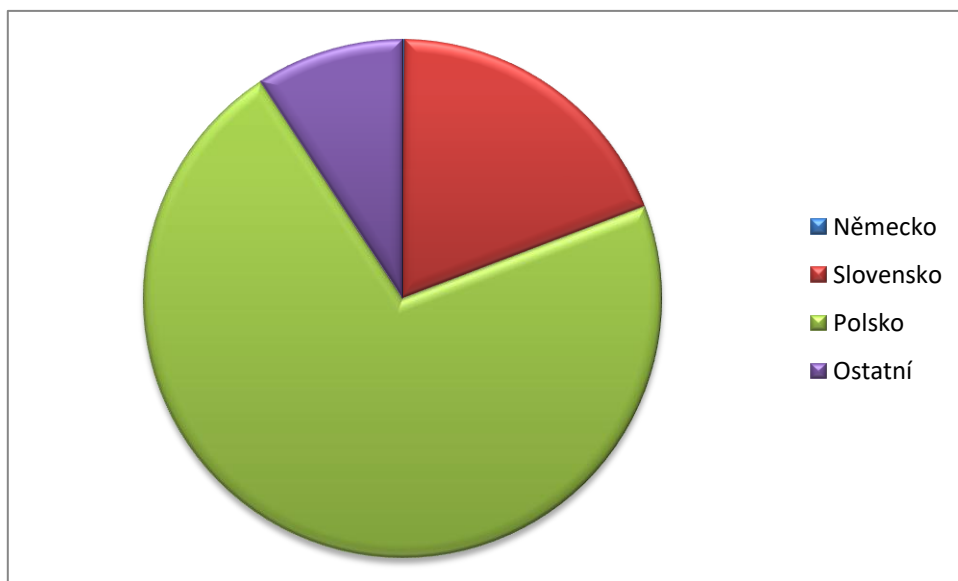
Graf 2: Podíl trhu dřevoobráběcích strojů na obratu - tuzemsko a export



Zdroj: vlastní zpracování na základě výroční zprávy TOS Svitavy, a.s.

Jak je vidět, poměr tržeb z tuzemska a exportu byl u DOS klesající – zatímco v roce 2013 se ještě 60 % prodejů realizovalo doma, v roce 2015 už 70 % dodávek směřovalo do zahraničí.

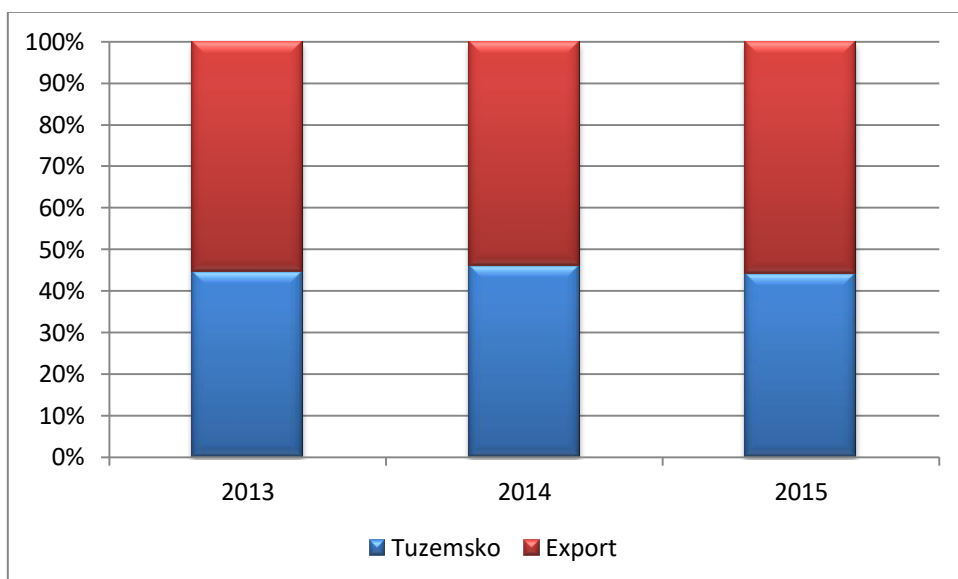
Graf 3: Trh dřevobráběcích strojů - země exportu (rok 2015)



Zdroj: vlastní zpracování na základě výroční zprávy TOS Svitavy, a.s.

Výroční zpráva uvádí pod exportem jmenovitě pouze tři země, ostatní zaujímají na celém „koláči“ necelých 10 %. Přes 70 % produkce se vyvezlo do Polska a téměř 20 % na Slovensko, Německo mělo v daném roce jen minimální podíl. Přestože toto rozložení bylo téměř shodné s rokem 2013, v roce 2014 byl podíl Německa 10 %, Polska 80 % a Slovenska pouhá 2 %. Polsko tak dominuje, avšak vývozní možnosti do jednotlivých zemí nejsou v čase zcela stabilní.

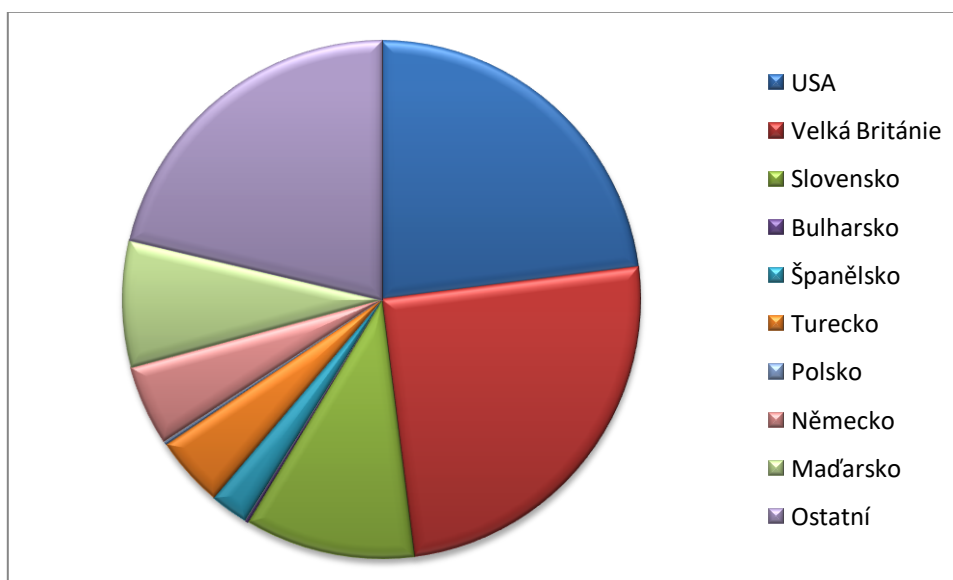
Graf 4: Podíl trhu sklíčidel na obratu - tuzemsko a export



Zdroj: vlastní zpracování na základě výroční zprávy TOS Svitavy, a.s.

Trh se sklíčidly vykazoval napříč obdobím neměnné složení v relaci tuzemsko – export; 45 % tržeb bylo dosaženo v ČR, o zbytek se zasloužila celá řada zahraničních odběratelů.

Graf 5: Trh sklíčidel - země exportu (rok 2015)



Zdroj: vlastní zpracování na základě výroční zprávy TOS Svitavy, a.s.

V mezinárodním členění se asi čtvrtina produkce vyvážela do Velké Británie a stejně tak do USA. Oproti předchozímu roku (kdy se do USA vyvezlo jen 14 %, zatímco do Velké Británie 31 %) tedy došlo k vyrovnání. Položka „ostatní“ zde zastupuje další země, které dohromady tvořily okolo 20 %. Za zmínku stojí ještě Slovensko (přes 10 %) či Maďarsko (8 %). Zbylé země se na obratu podílely řádově jen jednotkami resp. desetinami procent.

2 Finanční analýza

Finanční analýza (dále FA) patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, a proto se bez ní neobejde ani ocenění podniku. V rámci oceňování by FA měla jednak prověřit **finanční zdraví** podniku, jednak vytvořit základ pro **finanční plán** (případně testování jeho reálnosti a možnou korekci, je-li plán poskytnut vedením podniku). Po zjištění, jaká je finanční situace podniku k datu ocenění a jaký byl její historický vývoj, by měl být stanoven předběžný výrok o **perspektivnosti** podniku. Dále by FA měla pomoci odhalit případná **rizika** podniku, pokud z jeho finančního hospodaření některá plynou.

Co se týče úplnosti a správnosti vstupních údajů, tj. účetních výkazů, spoléhá se odhadce na závěry auditora (viz následující subkapitola), a nebude tak sám prověřovat stav účetnictví. Přistoupeno bude rovnou k samotné analýze – nejprve účetní politiky, poté jednotlivých výkazů a odvozených poměrových ukazatelů. Provedeno bude i srovnání s hlavními konkurenty. Nakonec dojde k vyhodnocení celé FA pomocí souhrnných testů, umožňujících **syntetický pohled** na finanční zdraví podniku.

Analyzovaný vývoj pokrývá období **od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2016**, přičemž poslední rok 2016 nebyl v době zpracování ještě zveřejněn, ale odhadci ho poskytlo vedení Společnosti.

2.1 Analýza účetní politiky

Audit oceňovaného podniku byl prováděn společností TPA Horwath Audit s.r.o. a ve všech letech (kromě neauditovaného 2016) je **výrok auditora bez výhrad**. Účetní závěrky tak ve všech významných ohledech podávají věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv, nákladů a výnosů (výsledků hospodaření) a peněžních toků v souladu s českými účetními předpisy.

Platnými českými účetními předpisy, jimiž se Společnost řídí, se rozumí zákon o účetnictví (563/1991 Sb.), vyhláška provádějící tento zákon (500/2002 Sb.) a České účetní standardy pro podnikatele (sada 001 – 023).

Na základě požadavků novely zákona o účetnictví a prováděcí vyhlášky platné od 1. 1. 2016 došlo ke změně vykazování položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Pro zajištění srovnatelnosti těchto položek s minulým účetním obdobím byly položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty za rok 2015 příslušně reklasifikovány. Společnost postupovala v souladu s Českým účetním standardem pro podnikatele č. 024 „Srovnatelné období za účetní období započaté v roce 2016“ a byly provedeny následující reklasifikace:

Tabulka 1: Reklasifikace položek rozvahy a výsledovky od 1. 1. 2016²

Položky k 31.12.2015 (vykazování platné od 1. 1. 2016)	Položky k 31.12.2015 (vykazování platné do 31.12.2015)
E.1.2. - Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné (část položky)	G. - Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období
E.2. - Úpravy hodnot zásob (část položky)	
E.3. - Úpravy hodnot pohledávek (část položky)	
F.4. - Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období (část položky)	
J.1. - Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba (část položky)	N. - Nákladové úroky
J.2. - Ostatní nákladové úroky a podobné náklady (část položky)	
C.I.2. - Závazky k úvěrovým institucím	B.IV.1. - Bankovní úvěry dlouhodobé
C.II.2. - Závazky k úvěrovým institucím	B.IV.2. - Krátkodobé bankovní úvěry

Zdroj: účetní závěrka TOS Svitavy, a.s. 2016

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek (DHM a DNM, obecně DM)

DM je majetek, jehož doba použitelnosti je **delší než jeden rok** a jehož ocenění je vyšší než 20 tis. Kč pro vykázání v rozvaze, vyšší než 500 Kč pro vykázání v nákladech běžného období (dále sledován v operativní evidenci) a vyšší než 40 tis. Kč v případě technického zhodnocení. Nakoupený DM je oceněn pořizovací cenou sníženou o oprávky a případné opravné položky vyjadřující ztrátu ze snížení hodnoty. Technické zhodnocení, pokud převýšilo u jednotlivého majetku v úhrnu za účetní období částku 40 tis. Kč, zvyšuje pořizovací cenu DHM.

Pořizovací cena DHM, s výjimkou pozemků a nedokončených investic, je odpisována po dobu odhadované životnosti majetku vždy **rovnoměrně**. Budovy jsou odpisovány 20-30 let, výrobní stroje 6-8 let, počítačové systémy 4 roky, dopravní prostředky 4 roky

² Vzhledem k tomu, že v této práci jsou analyzovány převážně starší výkazy, bude zachováno původní členění položek.

a software rovněž 4 roky. Na základě inventarizace jsou vytvářeny opravné položky k poškozenému nebo aktuálně nepoužívanému DHM, jehož ocenění v účetnictví přechodně neodpovídá reálnému stavu.

Finanční leasing – Na základě smluv o finančním leasingu s následnou koupí najaté věci Společnost hradí v souladu se splátkovým kalendářem nájemné, které je rovnoměrně zachyceno v nákladech po dobu leasingové smlouvy. Na konci tohoto vztahu je pronajatý majetek převeden na Společnost za částku výrazně nižší, než odpovídá reprodukční hodnotě najaté věci. Navýšená první splátka nájemného je časově rozlišena a rozpouštěna do nákladů po dobu pronájmu.

Zásoby

Nakupované zásoby (materiál, zboží) jsou oceňovány pořizovacími cenami. Zásoby vytvořené vlastní činností se oceňují vlastními náklady. Výdaje zásob ze skladu byly v letech 2011 – 2015 účtovány cenami zjištěnými **váženým aritmetickým průměrem**. V roce 2016 došlo ke změně a jsou účtovány **pevnými skladovými cenami**. Opravné položky k zásobám jsou tvořeny v případech, kdy reálná hodnota zásob je nižší než jejich využitelná, resp. prodejní hodnota.

Pohledávky

Pohledávky jsou oceňovány při vzniku jmenovitou (nominální) hodnotou, pohledávky nabyté za úplatu nebo vkladem jsou oceněny pořizovací cenou. V obou případech dochází ke snížení o opravné položky k pochybným a nedobytným částkám, ty jsou tvořeny podle jejich stáří po datu splatnosti. V případě postupného splácení pohledávky je v rozvaze odděleně vykázána část splatná do jednoho roku a část splatná nad jeden rok (totéž platí i pro závazky a úvěry).

Rezervy

Rezervy jsou vytvářeny k pokrytí budoucích rizik a výdajů, u nichž je znám účel, je pravděpodobné, že nastanou, avšak není jistá částka nebo datum, v němž budou plněny. Společnost v minulosti běžně tvořila **rezervu na garanční opravy** na základě odhadu jejího vedení.

Cizí měny

K datu účetní závěrky jsou aktiva a závazky vyjádřené v cizí měně přepočteny kurzem ČNB k datu, k němuž je závěrka sestavena.

Změny ve vykázání minulého období

Z důvodu zpřesnění vykázání se v minulém období vykázaly „Závazky ke společníkům“ ve výši 48 968 tis. Kč na „Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba“.

Oprava chyb minulých let

Společnost vykázala chybějící nákladové úroky z půjček mateřské společnosti za roky 2011 až 2014 ve výši 1 371 tis. Kč účtováním do vlastního kapitálu prostřednictvím jiného výsledku hospodaření minulých let.

Náležitost do konsolidačního celku a související transakce

Společnost je součástí konsolidačního celku B.G.M. Holding a.s., přičemž transakce se spřízněnými osobami probíhají za tržních podmínek. Odhadce bude vycházet z **nekonsolidovaných** finančních výkazů TOS.

2.2 Analýza účetních výkazů

2.2.1 Analýza rozvahy

Tabulka 2: Aktiva - zkrácený přehled (v tis. Kč)

	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016
AKTIVA CELKEM	217 933	185 756	171 809	190 403	213 655	195 362
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	20 131	0
Dlouhodobý majetek	107 723	85 811	80 736	80 127	77 403	75 286
Dlouhodobý nehmotný majetek	17	0	51	522	291	557
Dlouhodobý hmotný majetek	107 706	85 811	80 685	79 605	77 112	74 729
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	110 025	99 852	91 033	110 125	115 930	118 786
Zásoby	97 117	89 011	87 034	93 075	98 307	95 010
Dlouhodobé pohledávky	373	291	224	156	119	0
Krátkodobé pohledávky	12 432	10 446	3 630	16 622	17 297	23 340
Krátkodobý finanční majetek	103	104	145	272	207	436
Časové rozlišení aktivní	185	93	40	151	191	1 290

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s. a databáze Albertina

Tabulky s provedenou vertikální a horizontální analýzou aktiv i pasiv jsou k dispozici v příloze. Vývoj celkové **bilanční sumy** mezi lety 2011 a 2016 kolísal, není zde patrný žádný trend jedním směrem. Zatímco na začátku sledovaného období byl **podíl dlouhodobého majetku a oběžných aktiv** na bilanční sumě přibližně 50 %, na konci období už to bylo 60:40 ve prospěch oběžných aktiv.

Dominantní složku **oběžných aktiv** tvoří zásoby a v rámci nich nedokončená výroba a polotovary, což je vcelku charakteristické pro výrobní podnik. Krátkodobé pohledávky (tvořené především pohledávkami z obchodních vztahů) v prvních třech letech klesaly, nakonec však dosáhly téměř dvojnásobného růstu oproti výchozímu roku. Naopak dlouhodobé pohledávky v čase pouze klesaly a v roce 2016 byly již nulové. Krátkodobý finanční majetek je tvořen jen penězi v pokladně a účty v bankách. V relativním srovnání představuje minimální položku, nicméně jeho objem se s výjimkou roku 2015 zvyšoval a za celé období vzrostl více než čtyřnásobně (zásluhou prostředků na účtech).

V **dlouhodobém majetku** lze identifikovat v podstatě jen hmotný majetek, který je z 90 % zastoupen stavbami, což je opět typické vzhledem k charakteru výroby. Součástí dlouhodobého nehmotného majetku je k datu ocenění pouze software (v letech 2014 a 2015 šlo ještě i o jiná ocenitelná práva). V dlouhodobém finančním majetku Společnost eviduje zejména majetkové účasti, které jsou k datu účetní závěrky oceněny v pořizovacích cenách snížených o opravné položky. Tato netto hodnota je v rozvaze zachycena jako nulová, nicméně Společnost měla během celého analyzovaného období nakoupeny cenné papíry v pořizovací ceně 24 tis. Kč ve firmě SVITAVATOUR, a.s. – ta je však v likvidaci, proto dochází k neustálému přeceňování na reálnou (nulovou) hodnotu. Navíc v letech 2011 a 2012 Společnost vlastnila 65 % podíl v TOS SVITAVY – SLOVAKIA, s.r.o. v pořizovací ceně 104 tis. Kč; i tato firma se však nacházela v likvidaci (dokončené 2013), a tak musely být tvořeny opravné položky v plné výši.

Ke vzniku **pohledávky za upsaný základní kapitál** ve výši 20 131 tis. Kč došlo upsáním nových akcií (spolu s navýšením základního kapitálu na straně pasiv), a to na základě rozhodnutí valné hromady dne 23. 12. 2015. V následujícím roce (dne 10. 2.) byly všechny nové akcie peněžitými vklady splaceny.

Rapidní nárůst **časového rozlišení aktiv** v roce 2016 byl způsoben vytvořením zcela nové položky, tzv. komplexních nákladů příštích období. V rámci ostatních aktiv – přechodné účty aktiv byl v letech 2011 až 2013 evidován také finanční leasing, konkrétně automobily s celkovou sumou splátek 1 599 tis. Kč. V roce 2013 byla uhrazena poslední platba.

Tabulka 3: Pasiva - zkrácený přehled (v tis. Kč)

	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	31.12. 2015	31.12. 2016
PASIVA CELKEM	217 933	185 756	171 809	190 403	213 655	195 362
Vlastní kapitál	69 693	31 884	17 816	18 849	39 798	41 132
Základní kapitál	274 477	274 477	274 477	16 469	36 600	36 600
Fondy ze zisku	1 508	1 508	1 508	1 508	1 508	0
VH minulých let	-196 945	-206 292	-244 102	-161	-499	3 197
VH běžného účetního období	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335
Cizí zdroje	148 240	153 872	151 343	171 510	173 813	154 164
Rezervy	220	1 251	314	3 436	220	870
Dlouhodobé závazky	14 945	11 000	3 000	0	0	44 000
Krátkodobé závazky	81 750	93 567	98 942	116 441	122 623	60 586
Dlouhodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	51 325	48 054	49 087	51 633	50 970	48 708
Časové rozlišení pasivní	0	0	2 650	44	44	66

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s. a databáze Albertina

Na straně pasiv je na první pohled zřejmá převaha **cizích zdrojů nad vlastním kapitálem** (v průměrném vyjádření za celé sledované období je tento poměr cca 80:20). Cizí zdroje zde však nelze zcela ztotožnit s úročeným cizím kapitálem, neboť jejich hlavní složkou jsou krátkodobé závazky, kam patří i ty neúročené (část závazků z obchodních vztahů, vůči zaměstnancům, státu a další). Obecně platí, že závazky z obchodních vztahů tvoří asi polovinu krátkodobých závazků, ostatní se dělí o zbytek.

Aby bylo možné odhalit kapitálovou strukturu a vytvořit si tak představu o způsobu financování, bylo nutné provést rozbor **úročených položek cizích zdrojů** (viz příloha). Z tabulky výše tam lze zařadit dlouhodobé závazky, část krátkodobých závazků a krátkodobé bankovní úvěry (dlouhodobé úvěry jsou v celém období nulové a rezervy nejsou úročené). Co se týče krátkodobých úročených závazků, jedná se o krátkodobé půjčky mimo bankovní úvěry, zejména od propojené osoby B.G.M. Holding a.s. (i v případě dlouhodobých). Podíl kr. úročených závazků na celkových kr. závazcích dosahoval v průměru asi 40 %.

Společnost dále čerpá dva regulované **kontokorentní úvěry** od UniCredit Bank, a.s. s patřičným zajištěním. Jejich vývoj je napříč celým obdobím stabilní. Po zahrnutí

uvedených položek vychází průměrný podíl úročeného cizího kapitálu na celkových cizích zdrojích cca 60 %. Dopočtem pak lze získat kýžený poměr úročeného cizího a vlastního kapitálu, jenž za posledních šest let v průměru činil zhruba 75:25 (tj. 75 % zadlužení).

V rámci **vlastního kapitálu** došlo k výrazné změně v roce 2014, kdy valná hromada dne 30. 10. rozhodla o snížení základního kapitálu o 258 008 tis. Kč z 274 477 tis. Kč na 16 469 tis. Kč. Účelem této operace byla úhrada kumulované ztráty Společnosti z minulých let. Zároveň se snížila nominální hodnota akcií z 1 000 Kč na 60 Kč. Od tohoto roku Společnost dosahuje kladného výsledku hospodaření běžného období. V roce 2016 došlo k přesunu 1 508 tis. Kč ze zákonného rezervního fondu ze zisku do nerozděleného VH a poprvé byl vykázán i kladný VH minulých let.

Společnost udržuje stálou výši rezervy na garanční opravy na úrovni 220 tis. Kč (tuto rezervu ani nečerpá, ani dále netvoří). K opakované tvorbě a čerpání dochází v případě ostatních rezerv. Do **časového rozlišení pasiv** spadají jen výnosy příštích období.

2.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

Tabulka 4: Výkaz zisků a ztrát - zkrácený přehled (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za výrobky a zboží	129 834	125 390	116 325	158 048	176 054	169 605
Tržby za prodej zboží	7 518	2 467	2 566	2 699	1 623	3 222
Náklady na prodané zboží	8 944	2 130	1 979	2 006	1 017	2 369
Obchodní marže	-1 426	337	587	693	606	853
Výkony	105 563	117 678	116 654	151 825	178 614	164 579
Tržby za prodej výrobků	122 316	122 923	113 759	155 349	174 431	166 383
ZS zásob vlastní činnosti	-17 603	-5 578	2 421	-4 102	3 678	-1 804
Aktivace	850	333	474	578	505	0
Výkonová spotřeba	68 036	72 426	65 440	85 996	108 411	94 560
Přidaná hodnota	36 101	45 589	51 801	66 522	70 809	70 872
Osobní náklady	53 709	56 338	53 588	53 724	59 098	59 903
Daně a poplatky	607	577	525	539	543	646
Odpisy DM	10 558	10 402	7 012	6 777	7 370	7 824
Tržby z prodeje DM a materiálu	1 240	3 279	1 824	1 237	511	3 386
ZC prodaného DM a materiálu	570	857	797	471	237	490
ZS rezerv, OP, kompl. NPO	-4 639	14 235	-5 646	-5 067	-6 046	-494
Ostatní provozní výnosy	43 016	24 980	40 780	20 063	13 509	13 225
Ostatní provozní náklady	45 532	25 565	46 176	26 227	19 812	14 106
Provozní VH	-25 980	-34 126	-8 047	5 151	3 815	5 008
Finanční VH	16 633	-3 683	-6 020	-4 118	-1 626	-3 673
VH z běžné činnosti	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335
Mimořádný VH	0	0	0	0	0	0
VH za účetní období	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s. a databáze Albertina

Tabulky s vertikální a horizontální analýzou výsledovky jsou k dispozici v příloze. Oceňovaný podnik vzhledem ke své činnosti inkasuje **tržby** prakticky jen **z prodeje vlastních výrobků a služeb**, prodej zboží nehraje významnou roli. Vývoj tržeb je vesměs pozitivní, k jejich skokovému nárůstu došlo v roce 2014, na čemž se podílely všechny tři hlavní skupiny: dřevoobráběcí stroje + náhradní díly, sklíčidla a kooperace. V posledních dvou letech se tržby ještě mírně zvýšily, a za celé zkoumané období tak vzrostly přibližně o 30 %.

Relativní vývoj klíčové výnosové položky byl provázen obdobným vývojem na straně nákladů, především u **výkonové spotřeby**. Ta je tvořena spotřebou materiálu (primárně)

a energie, v menší míře také službami. V souhrnu lepší průběh obchodní marže u zboží, tržeb za výrobky, změny stavu zásob i aktivace oproti výkonové spotřebě měl pozitivní dopad na **přidanou hodnotu**, která nejen že byla po celou dobu kladná, ale průběžně v každém roce narůstala (nakonec až na dvojnásobek výchozího roku).

Za další významnou nákladovou položku lze označit **osobní náklady** (asi 30 % celkových nákladů), zastoupeny převážně mzdovými náklady. Ty se příliš neměnily a zůstávaly víceméně stabilní. Společnost má navíc uzavřenu kolektivní smlouvu.

Ostatní provozní výnosy a náklady nepředstavují zanedbatelnou položku, jejich význam se však v čase snižoval. Zatímco v roce 2011 zaujímaly cca 34 % podíl na celkových tržbách, v roce 2016 už to bylo jen 8 %. Patří sem zejména výnosy a náklady z titulu postoupení pohledávek a náklady na odepsané pohledávky.

Provozní výsledek hospodaření se v roce 2014 dostal ze záporných čísel, neboť tržby za výrobky vzrostly absolutně dvakrát tolik, co výkonová spotřeba (o 40 000 tis. Kč, spotřeba jen o 20 000 tis. Kč). Od té doby se Společnost drží v zisku. **Finanční výsledek hospodaření** byl v posledních pěti letech záporný, jelikož TOS hradí úroky za bankovní úvěry a za půjčky od své mateřské společnosti. Pouze v prvním sledovaném roce vykázal kladnou hodnotu, neboť došlo k odpisu závazků vůči firmě Sporten, a.s. v rámci ostatních finančních výnosů. Výnosové úroky byly kromě minimální výše v roce 2012 po celou dobu nulové.

Poněvadž Společnost v letech 2011 – 2013 zaznamenala účetní ztrátu, byl pro ni základ daně pro výpočet **daně z příjmů** za běžnou činnost nulový. Společnost do roku 2015 navíc účtovala o odložené dani, odkud je zřejmé, že disponuje nevyčerpanými daňovými ztrátami minulých let, které může uplatnit. V posledním roce 2016 již nebylo o odložené daňové pohledávce z principu opatrnosti účtováno.

Protože nebyl dosažen žádný mimořádný výsledek hospodaření, lze VH z běžné činnosti ztotožnit s VH za účetní období.

2.2.3 Analýza výkazu peněžních toků

Tabulka 5: Výkaz peněžních toků - zkrácený přehled (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku období	392	103	104	145	272	207
Účetní zisk/ztráta z běžné činnosti před zdaněním	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	415	-985	9 680	1 903	6 540	-40 566
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-704	986	-1 639	1 224	-5 234	-3 205
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	0	0	-8 000	-3 000	-1 371	44 000
Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků	-289	1	41	127	-65	229
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	103	104	145	272	207	436

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Kompletní přehled o peněžních tocích byl převzat z jednotlivých výročních zpráv, kde ho Společnost sestavuje **kombinací nepřímé** (provozní část) a **přímé** (investiční a finanční část) metody. Peněžní ekvivalenty v něm představují krátkodobý likvidní majetek, který lze snadno a pohotově převést na předem známou částku v hotovosti. Peněžní toky z provozních, investičních nebo finančních činností jsou ve výkazu cash flow uvedeny nekompenzovaně.

Obecně je žádoucí, aby **provozní CF** bylo kladné, což by zabezpečilo přísun peněžních prostředků do podniku generovaných jeho hlavním provozem. **Investiční CF** by u perspektivního podniku mělo být záporné, znamenající snahu o budoucí rozvoj prostřednictvím investiční aktivity (zároveň kryté provozem). **CF z finanční činnosti** by pak mělo reagovat na aktuální potřeby podniku a vyvažovat celkové CF – může se jednat o situaci, kdy podnik nedisponuje dostatkem vlastních prostředků a je úvěrován, nebo naopak zrovna spíše splácí své závazky z dřívějška (případně dochází ke změnám ve vlastním kapitálu).

Jak je vidět, v případě TOS bylo **provozní CF** v prvních třech ztrátových letech dvakrát kladné, což do jisté míry přispělo k tomu, že Společnost dané období dokázala přežít. Například odpisy (coby náklad, nikoli však výdaj) či změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu měly pozitivní vliv při transformaci účetního VH na CF. V roce 2016 došlo k velkému úbytku provozních prostředků, a to zejména z důvodu

meziročního snížení krátkodobých závazků z provozní činnosti. To však bylo na druhé straně kompenzováno ve **finančním CF** přijetím dlouhodobé nezajištěné půjčky od matky BGM Holding a.s. ve výši 44 000 tis. Kč (resp. 56 000 tis. Kč, ale 12 000 tis. Kč tvoří krátkodobou část). Společnost nevyplácí dividendy, snaží se ovšem v poslední době významně **investovat**.

2.3 Analýza poměrových a výkonových ukazatelů

V rámci této části budou provedeny výpočty vybraných ukazatelů a posouzen jejich vývoj v čase u oceňovaného podniku. Dojde také k porovnání se žádoucími hodnotami a k prostorovému srovnání s hlavními konkurenty. Zjištěné údaje v oblastech **rentability, dlouhodobé finanční stability (tj. zadluženosti), likvidity, aktivity a cash flow** následně poslouží k celkovému vyhodnocení finančního zdraví Společnosti. Stejně jako u výše provedených analýz bude i zde odhadce vycházet z dostupných účetních výkazů. Výhodou uváděných ukazatelů je jejich srozumitelnost a relativní jednoduchost při sestavení.

2.3.1 Ukazatele rentability

Rentabilita patří k nejsledovanějším ukazatelům finanční analýzy, neboť nejlépe vystihuje schopnost podniku dosahovat co největších výnosů, a naplňovat tak základní cíl v podobě maximalizace tržní hodnoty. Výpočet je konstruován jako **poměr dosaženého výnosu (obvykle ve formě výsledku hospodaření) k vynaloženému kapitálu na dosažení tohoto výnosu**. Vzhledem k tomu, že Společnost byla buď účetně ztrátová, nebo v mírně ziskových letech uplatňovala daňovou ztrátu, bude nutné vycházet z výsledku hospodaření jediné před zdaněním. Navíc kvůli účetní ztrátě budou ukazatele rentability v některých letech postrádat vypovídací schopnost. Literatura³ sice uvádí alternativní způsob výpočtu, kdy je výsledek hospodaření nahrazen provozními peněžními toky – ty jsou však v určitých letech také záporné, proto jej odhadce nepovažuje za vhodné řešení. Pro účely analýzy byly použity následující vzorce:

³ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 106. ISBN 978-80-86929-67-5.

- *Nezdaněná rentabilita vlastního kapitálu (ROE) = VH za účetní období / Vlastní kapitál*
- *Nezdaněná rentabilita celkového kapitálu neboli aktiv (ROA) = (VH za účetní období + Nákladové úroky) / Aktiva*
- *Nezdaněná rentabilita tržeb (ROS) = VH za účetní období / Tržby*
- *EBIT marže = EBIT / Tržby*

Poznámka: VH za účetní období odpovídá VH před daněmi, tržby jsou tvořeny tržbami za výrobky a služby i za zboží, EBIT odpovídá provoznímu VH.

Tabulka 6: Ukazatele rentability oceňovaného podniku

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	-13,41%	-118,58%	-78,96%	5,48%	5,50%	3,25%
ROA	-2,37%	-18,24%	-6,01%	2,33%	2,53%	2,35%
ROS	-7,20%	-30,15%	-12,09%	0,65%	1,24%	0,79%
EBIT marže	-20,01%	-27,22%	-6,92%	3,26%	2,17%	2,95%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Záporný výsledek hospodaření (aplikovaný v různých modifikacích) se v prvních třech letech sledovaného období negativně podepsal na všech ukazatelích. Od roku 2014 již Společnost dosahuje kladné rentability, ačkoli se její hodnoty nezdají nikterak vysoké. Pro TOS je však důležité, že byl zaznamenán alespoň nějaký posun k lepšímu. Dále bude nutné provést srovnání s dalšími podniky v odvětví (viz závěr subkapitoly).

2.3.2 Ukazatele dlouhodobé finanční stability

Analýza dlouhodobé finanční rovnováhy (též zadluženosti) pracuje se dvěma skupinami ukazatelů. První skupinu tvoří ukazatele měřící **celkovou či určitou dílčí zadluženost** podniku. Tyto ukazatele lze označit za **statické**, neboť vycházejí z rozvahy a vyjadřují stav k určitému datu. Struktura aktiv a pasiv už byla částečně věnována analýze rozvahy, proto se zde zaměříme spíše na relaci mezi dlouhodobým majetkem a pasivy. Do druhé skupiny patří ukazatele sledující schopnost podniku **dostát svým závazkům**, které vyplývají z přijatého cizího kapitálu (např. úrokové krytí). Jedná se o **dynamické** ukazatele z toho důvodu, že přebírají údaje převážně z výsledovky, tedy výkazu

sestavovaného za určité období. Ukazatel doby splácení dluhů může být řazen i k ukazatelům s CF (viz dále). Pro účely této analýzy byly použity následující vzorce:

- $Kvóta\ vlastního\ kapitálu = Vlastní\ kapitál / Celkový\ kapitál$
- $Krytí\ dlouhodobého\ majetku\ dlouhodobým\ kapitálem = (Vlastní\ kapitál + Dlouhodobý\ cizí\ kapitál) / Dlouhodobý\ majetek$
- $Úrokové\ krytí = EBIT / Nákladové\ úroky$

Poznámka: Dlouhodobý cizí kapitál zahrnuje vedle dlouhodobých závazků a úvěrů také rezervy.

Tabulka 7: Ukazatele dlouhodobé finanční stability oceňovaného podniku

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kvóta vlastního kapitálu	31,98%	17,16%	10,37%	9,90%	18,63%	21,05%
Krytí DM dlouhodobým kapitálem	78,77%	51,43%	26,17%	27,81%	51,70%	114,23%
Úrokové krytí	-6,20	-8,68	-2,15	1,52	1,18	1,53

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Podíl vlastního kapitálu na celkovém se v čase napřed snižoval, nakonec dosáhl hodnoty okolo 20 %. Extrémně nízký podíl 10 % byl zaznamenán v letech 2013 a 2014, a to z důvodu nahromaděné ztráty minulých let (působící negativně na VK). Na straně cizích zdrojů k tomu přispělo také zvýšení krátkodobých závazků.

Tzv. **zlaté bilanční pravidlo** říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobým kapitálem. Jak plyne z tabulky, v letech 2011 až 2015 byla část DM kryta i krátkodobým kapitálem, což není zcela ideální. Krátkodobé zdroje jsou poměrně drahé a jsou dostupné po omezenou dobu. Jejich klíčovým úkolem je poskytnout firmě krátkodobé užití, z něhož bude mít větší zisk, než jsou náklady na tyto zdroje. Naopak dlouhodobé zdroje má firma k dispozici na delší dobu a může je vynaložit na dlouhodobé aktivity (obvykle investice) – nejde zde tedy o rychlou či okamžitou návratnost. V posledním roce se tento ukazatel výrazně zlepšil, když se meziročně více než zdvojnásobil. Bylo by žádoucí ho dále udržovat blízko hranici 100 %.

Úrokové krytí vypovídá o tom, jak velký je bezpečnostní polštář pro věřitele. Pro firmy s nejvyšším ratingem se v USA pohybuje na úrovni 12 až 13, přičemž slušná úroveň je asi 7⁴. Oceňovaný podnik platí úroky především z krátkodobých bankovních úvěrů. Dlouhodobé úvěry neeviduje žádné, což lze shledat za pozitivní, neboť krátkodobý dluh je zpravidla levnější než dlouhodobý. První tři ztrátové roky, kdy je ukazatel úrokového krytí záporný, nemá smysl hodnotit. V posledních letech dvakrát překročil hranici 1,50, čemuž dle následující tabulky odpovídá rating B- (blíže ratingu B). Celkové hodnocení je tak spíše podprůměrné.

Tabulka 8: Hodnocení úrokového krytí ratingovými společnostmi

Úrokové krytí	Rating	Úrokové krytí	Rating
nad 9,65	AAA	1,87 - 2,17	B+
6,85 - 9,65	AA	1,57 - 1,87	B
5,65 - 6,85	A+	1,27 - 1,57	B-
4,49 - 5,65	A	0,87 - 1,27	CCC
3,29 - 4,49	A-	0,67 - 0,87	CC
2,76 - 3,29	BBB	0,25 - 0,65	C
2,18 - 2,76	BB	pod 0,25	D

Zdroj: MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Základy oceňování podniku (cvičení). Praha: VŠE v Praze, 2016.

2.3.3 Ukazatele likvidity

Likvidita obecně vyjadřuje schopnost podniku přeměnit svůj majetek na prostředky, jež by bylo možné použít k úhradě svých splatných závazků. Ukazatele likvidity jsou konstruovány jako **poměr určité složky krátkodobých aktiv ke krátkodobým cizím pasivům**. Jednotlivé stupně likvidity se pak liší tím, jak široká základna je obsažena v čitateli. Zatímco likvidita je relativní (podílový) ukazatel, lze sem řadit i její absolutní (rozdílové) vyjádření označované jako **pracovní kapitál**. Pro účely analýzy byly použity následující vzorce:

- *Likvidita 1. stupně (okamžitá likvidita) = Peněžní prostředky / Krátkodobý cizí kapitál*

⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 105. ISBN 978-80-86929-67-5.

- *Likvidita 2. stupně (pohotová likvidita) = (Oběžná aktiva – Zásoby) / Krátkodobý cizí kapitál*
- *Likvidita 3. stupně (běžná likvidita) = Oběžná aktiva / Krátkodobý cizí kapitál*
- *Pracovní kapitál = Oběžná aktiva – Krátkodobý cizí kapitál*

Poznámka: Oběžná aktiva zde zahrnují zásoby, krátkodobé pohledávky a peněžní prostředky – nepatří do nich dlouhodobé pohledávky, které však účetní položka oběžná aktiva v rozvaze obsahuje.

Tabulka 9: Ukazatele likvidity oceňovaného podniku

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Likvidita 1. stupně (okamžitá)	0,001	0,001	0,001	0,002	0,001	0,004
Likvidita 2. stupně (pohotová)	0,094	0,074	0,026	0,101	0,101	0,218
Likvidita 3. stupně (běžná)	0,824	0,703	0,613	0,654	0,667	1,087
Pracovní kapitál - v tis. Kč	-23 423	-42 060	-57 220	-58 105	-57 782	9 492

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Při hodnocení vypočtených ukazatelů budou východiskem obecně **doporučované hodnoty** (v závislosti na strategii řízení) uvedené v tabulce:

Tabulka 10: Strategie řízení ukazatelů likvidity

Strategie	Běžná likvidita	Pohotová likvidita	Pracovní kapitál / Aktiva
Konzervativní	nad 2,5	nad 1,5	nad 0,3
Průměrná	mezi 1,5 a 2,5	mezi 1 a 1,5	mezi 0,1 a 0,3
Agresivní	pod 1,5	pod 1	pod 0,1

Zdroj: MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, 2006, s. 274-287. ISBN 80-86119-37-8.

vlastní zpracování

Společnost disponovala velice **nízkou likviditou** po celé zkoumané období. Hodnoty pohotové i běžné likvidity jsou zasazeny hluboko pod intervalem průměrné strategie, Společnost tak preferuje strategii vysoce agresivní. Přesto však lze v poslední době vyzorovat určité zlepšení – v roce 2016 došlo k výraznému nárůstu všech tří stupňů likvidity, a to z důvodu poklesu krátkodobých závazků.

U **okamžité likvidity** se někdy uvádí hodnota 0,2 za minimální přijatelnou. Ve skutečnosti ale může být dostatečnou i hodnota nula; to platí v situaci, kdy firma využívá kontokorentního úvěru (což dělá právě TOS, který čerpá hned dva takové

úvěry). Pokud má totiž firma možnost jít kdykoli na svém účtu do debetu, pak nemá důvod držet rezervní prostředky pro případ nouze. Naopak, za právo jít do debetu musí bance platit. Vysoké stavy peněžních prostředků přináší jen velmi nízké výnosy, a proto jejich nadměrná výše vede ke vzniku nákladů obětované příležitosti. Je tedy iracionální, aby firma současně držela nadbytečný objem peněz a zároveň využívala kontokorent. Tímto je možné vysvětlit nízký stav peněžních prostředků Společnosti, který do značné míry ovlivňuje ukazatele likvidity.

Jelikož je běžná likvidita po většinu menší než jedna, musí nepřímý ukazatel likvidity – **pracovní kapitál** – vycházet záporný. Výjimku tvoří poslední rok 2016, kdy lze z jeho kladné hodnoty vyvodit, že část krátkodobého majetku je financována dlouhodobými zdroji. Do té doby byla naopak část dlouhodobého majetku financována krátkodobými zdroji, což není optimální, jak bylo komentováno v předchozí subkapitole. Pro určení strategie nemá smysl záporný pracovní kapitál vztahovat k aktivům; v roce 2016 je tento poměr 0,05, čímž je potvrzena agresivní strategie řízení likvidity.

2.3.4 Ukazatele aktivity

V rámci aktivity se provádí analýza obratovosti aktiv a pasiv (či jejich dílčích složek). Z technického hlediska se dané ukazatele vyskytují ve dvou podobách: buď jako **počet obrátek neboli rychlost obratu** aktiva/pasiva za určité období (obvykle jeden rok), nebo jako **doba obratu** aktiva/pasiva v časových jednotkách (obvykle ve dnech). Počet obrátek se vypočítá jako poměr hodnoty obratové veličiny (zpravidla výnosové či nákladové) za období k průměrné hodnotě příslušných aktivních/pasivních položek ve stejném období. Doba obratu (DO) je pak ve vztahu k počtu obrátek jeho převrácenou hodnotou, nebo při známé DO je rychlost obratu = $365/DO$. Při rozboru se upřednostňují ukazatele DO ve dnech. Proto byly pro účely analýzy použity následující vzorce:

- $Doba\ obratu\ zásob = Zásoby / (Tržby / 365)$
- $Doba\ obratu\ (splatnosti)\ pohledávek = Pohledávky\ z\ obchodních\ vztahů / (Tržby / 365)$
- $Doba\ obratu\ (splatnosti)\ závazků = Závazky\ z\ obchodních\ vztahů / (Tržby / 365)$
- $Obchodní\ deficit = Doba\ obratu\ pohledávek - Doba\ obratu\ závazků$

Tabulka 11: Ukazatele aktivity oceňovaného podniku (ve dnech)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DO zásob	273	259	273	215	204	204
DO pohledávek	31	26	9	34	32	46
DO závazků	122	149	157	127	123	62
Obchodní deficit	-91	-122	-148	-93	-92	-15

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

DO zásob převyšující 200 dní se na první pohled může zdát poměrně dlouhá, ale jedná se o podnik z oblasti strojírenské výroby, kde to může být odpovídající. Jisté potíže by to indikovalo například u maloobchodního podniku prodávajícího potraviny denní spotřeby. Navíc Společnost tuto dobu od roku 2011 zkrátila o téměř 70 dní.

DO (též doba splatnosti) pohledávek z obchodních vztahů charakterizuje, za kolik dní v průměru Společnost inkasuje platby od svých odběratelů. Není zde stanovena žádná optimální doba, jelikož v případě spolehlivých odběratelů, kterým jsou dodávány výrobky např. na pololetní směnku a ušlé úroky za daný půlrok se přičtou k vyfakturované částce, může být výhodná vysoká hodnota ukazatele (když lze tímto způsobem získat další a další zákazníky). Ta však současně vede k vyšším kapitálovým nákladům, zvýšené administrativě a hrozí i větší nebezpečí změny finanční situace odběratele z dobré na špatnou, a tudíž možného vzniku pohledávek po lhůtě splatnosti. Průměrná splatnost se u Společnosti pohybuje kolem jednoho měsíce, což (v porovnání s následnými závazky) signalizuje relativně pohotovou úhradu pohledávek.

Doba splatnosti závazků vypovídá o platební morálce firmy, tedy o tom, za jak dlouho v průměru splácí své závazky. Ani zde se nedá určit optimální hodnota – vyšší ukazatel většinou evokuje problémy s platební schopností, ačkoli se může jednat i o důsledek velmi výhodných podmínek obchodních úvěrů od dodavatelů. Nižší hodnota naopak znamená buď horší dodavatelské podmínky, nebo splácení faktur před datem splatnosti, nedokáže-li podnik využít prostředky jiným, lepším způsobem. Kromě posledního roku se splatnost závazků pohybovala mezi čtyřmi až pěti měsíci, což značně přesahuje průměrnou dobu splatnosti pohledávek.

Částečně pozitivní jsou znovu ukazatele v roce 2016. Nůžky mezi DO závazků a pohledávek se výrazně přivřely a výsledný **obchodní deficit** se oproti hodnotám

z předešlých let přiblížil nule. V takovém případě by byl zajištěn ideální časový soulad plateb, neboť inkaso z pohledávek od odběratelů by akorát pokrývalo období úhrady závazků dodavatelům. Společnost dosahovala celé minulé období obchodního přebytku, což je pozitivní z hlediska likvidity. Pro výpočet obchodního deficitu (přebytku) je přitom z metodického hlediska důležité, aby byl jmenovatel u obou výchozích členů stejný – proto jsou obě doby obratu vztaženy k tržbám, ačkoli se u závazků někdy preferuje např. výkonová spotřeba.

Užitečné je také srovnání s **běžnou platební podmínkou**. Pro představu lze uvést některé údaje o platební morálce Společnosti z databáze MagnusWeb, podle níž v prosinci 2016 spadalo 65 faktur v celkovém objemu 561 381 Kč od 8 dodavatelů do skupiny 29 dní po splatnosti (popis tohoto intervalu zní „platí uspokojivě“). Došlo tak k odmazání několika dnů po splatnosti z předchozích měsíců a k posunu z horšího intervalu „platí pozdě“.

Na závěr subkapitoly věnované aktivitě provedl odhadce ještě **rozdělení pohledávek a závazků podle data splatnosti**. Využil k tomu detailní rozbor ve výročních zprávách, kde akorát za rok 2016 (předběžně poskytnutá závěrka) chybí jakékoli potřebné členění a v roce 2015 je uvedeno pouze souhrnné číslo za krátkodobé pohledávky po splatnosti (bez podrobnějšího rozpisu termínů po splatnosti). Veškeré dlouhodobé pohledávky a závazky jsou zařazené do skupiny od 1 do 5 let do splatnosti. Problémy však byly spatřeny u krátkodobých položek, především pohledávek. Jak struktura odhalila, většina těchto pohledávek se po celé období nacházela ve stavu po splatnosti. V roce 2013 to bylo až 86 % brutto hodnoty, poté jejich podíl klesl lehce nad 60 %. Přitom nejvíce pohledávek bylo v termínu přes 18 měsíců po splatnosti a nezanedbatelnou část tvořily i pohledávky za dlužníky v konkursu. Společnost samozřejmě vytváří opravné položky v patřičné výši, ale při úplném odpisu pohledávky se jedná o zbytečně zatěžující nákladovou položku, jež se negativně odráží na ziskovosti celého provozu.

Příznivější obrázek podávají závazky, kde se podíl závazků po splatnosti na celkových krátkodobých závazcích v brutto hodnotě pohyboval v průměru pod 30 %. Jejich hlavní složka navíc byla po splatnosti „jen“ do 6 měsíců (coby nejkratší měřená a vykazovaná lhůta).

Z výše uvedeného vyplývá, že Společnost má problémy s **pohledávkami po splatnosti** v důsledku nízké platební schopnosti odběratelů, což se patrně promítá do dalších ukazatelů. Přestože z časového hlediska není s pohledávkami dle doby jejich obratu takový problém, tvorba opravných položek a neobdržení plateb v plné výši se spolupodílí na nízké likviditě, která se zase přenáší do příliš vysokých dob obratu závazků z obchodních vztahů. To pro Společnost z pohledu finanční analýzy představuje zřejmé riziko.

2.3.5 Ukazatele s cash flow

Mezi nejčastěji používané dynamické ukazatele zadluženosti z této kategorie patří teoretická **dobu splácení dluhů** v letech. Ta dává odpověď na otázku, za jak dlouho by bylo teoreticky možné splatit své závazky a úvěry z čistého provozního peněžního toku. Dalším ukazatelem operujícím s CF je **modifikovaný ukazatel rentability tržeb**, kde je určitá forma zisku nahrazena peněžním tokem. Pro účely analýzy byly použity následující vzorce:

- $\text{Doba splácení dluhů} = (\text{Cizí kapitál} - \text{Peněžní prostředky}) / \text{Cash flow z provozní činnosti}$
- $\text{CF v \% z tržeb (provozní CF marže)} = \text{Cash flow z provozní činnosti} / \text{Tržby za výroby a zboží}$

Tabulka 12: Ukazatele s CF oceňovaného podniku

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doba splácení dluhů (v letech)	356,96	-156,11	15,62	89,98	26,55	-3,79
CF v % z tržeb	0,32%	-0,79%	8,32%	1,20%	3,71%	-23,92%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Vysoký objem cizích zdrojů, nízká úroveň peněžních prostředků a slabý peněžní tok z provozní činnosti – to vše se negativně podepsalo na extrémně dlouhých dobách splácení dluhů. Záporné hodnoty z důvodu záporného CF nejsou interpretovatelné. Za pozitivní lze označit alespoň převažující zastoupení v krátkodobých dluzích.

Druhý z ukazatelů byl také poznamenán slabým či záporným peněžním tokem. Přestože tržby představují pro Společnost jasný generátor hodnoty a od roku 2011 narostly

o 40 mil. Kč, nebyly (s výjimkou roku 2013) dostatečně transformovány do čistých peněžních prostředků. Například v roce 2014 se tržby meziročně zvýšily o cca 36 %, ale čisté provozní příjmy byly velmi nízké (oproti 2013 dokonce pětinasobně poklesly). To opět souvisí s problematickým inkasem pohledávek z obchodních vztahů.

2.3.6 Výkonové ukazatele

Ve skupině výkonových ukazatelů lze uvést některé klíčové položky z výsledovky přepočtené v průměru **na jednoho zaměstnance**. Pro potřeby finanční analýzy byly vybrány následující výkonové ukazatele (PPZ = průměrný počet zaměstnanců za rok):

- *Produktivita práce z výnosů (tržeb) = Tržby za výrobky a zboží / PPZ*
- *Přidaná hodnota na zaměstnance = Přidaná hodnota / PPZ*
- *Roční osobní náklady na zaměstnance = Osobní náklady / PPZ*
- *Zisk na zaměstnance = VH za účetní období / PPZ*

Tabulka 13: Výkonové ukazatele (v tis. Kč) vztažené k průměrnému počtu zaměstnanců oceňovaného podniku

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Průměrný počet zaměstnanců za rok	160	169	163	162	165	165
Produktivita práce z výnosů (tržeb)	811	742	714	976	1067	1028
Přidaná hodnota na zaměstnance	226	270	318	411	429	430
Roční osobní náklady na zaměstnance	336	333	329	332	358	363
Zisk na zaměstnance	-58	-224	-86	6	13	8

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Průměrný počet zaměstnanců se příliš neměnil, pohyboval se nad úrovní 160, přičemž v posledních dvou letech se ustálil na 165. Výraznější skokový nárůst nastal těsně před sledovaným obdobím, kdy bylo v roce 2010 zaměstnáno v průměru 139 pracovníků, tedy o 21 méně než v roce nadcházejícím. Při relativně stabilním počtu zaměstnanců tak byly výkonové ukazatele ovlivněny zejména vývojem položek v čitateli. Produktivita práce se napříč obdobím zlepšila, přidaná hodnota na zaměstnance rostla každým rokem. Průměrné osobní náklady se zvýšily v roce 2015 z důvodu růstu především mzdových nákladů. Zisk na zaměstnance nebyl nijak vysoký, dostal se však alespoň z červených čísel.

2.3.7 Srovnání s konkurencí

Před závěrečným vyhodnocením finanční analýzy bude oceňovaný podnik podroben srovnání s konkurencí v hlavních oblastech hospodaření, aby vedle analýzy časového vývoje došlo k zasazení i do prostoru, a byl tak ucelen obrázek o podniku jakožto subjektu působícím na trhu. Vedení Společnosti odhadci poskytlo seznam hlavních konkurentů. Vzhledem k tomu, že TOS více než polovinu své výroby exportuje do jiných zemí, se s výjimkou jediné české firmy jedná o **zahraniční konkurenci**. Této skutečnosti je nutno přizpůsobit také způsob provedení prostorového srovnání (vyčleněného do samostatné subkapitoly), a to zejména s ohledem na dostupné zdroje dat.

Odhadce bude vycházet z **databáze evropských firem s názvem Amadeus**, kde jsou výkazy v jednotném stručném formátu (nikoli českém). Výhodou je, že Amadeus nabízí celou řadu již spočtených poměrových ukazatelů. Některé hodnoty v databázi se však pro oceňovaný podnik mohou lišit od výše uváděných, a to z důvodu rozdílné metodiky výpočtu či vykazování. Pro zachování konzistence a srovnatelnosti se zde objeví jen kompletně převzaté údaje z Amadea (po jejich řádném zpracování). Aktuální dostupnost výkazů o konkurentech je do konce roku 2015 – to je také důvod, proč ve výše prováděných analýzách bylo sledováno období již od roku 2011, tedy období šestileté (s poslední neauditovanou závěrkou). Zde bude možné provést srovnání za obvyklých pět let, tj. **2011 až 2015**.

S dostupností dat v Amadeu souvisí také výběr konkurentů ke komparaci. Vedení TOS uvedlo následující společnosti (první 4 pro dřevobráběcí stroje, další 4 pro sklíčovadla)⁵:

- Raimann ze skupiny Weinig Group – Německo
- **CML Engineering – Itálie**
- **A.Costa-Righi – Itálie**
- **Dřevostroj Čkyně – Česká republika**
- **Bison-Bial – Polsko**
- Röhm – Německo

⁵ Podrobnější popis konkurence bude předmětem strategické analýzy.

- Schunk – Německo
- Kitagawa – Japonsko

První konkurent Raimann Holzoptimierung GmbH & Co. KG vyrábějící rozmítací pily nemá v databázi žádné údaje (jediné tržby za 2009 a 2012). Německý výrobce Röhmm má složitou koncernovou strukturu a cílový podnik s hledanou činností nebyl k nalezení, případně chyběly patřičné údaje. Kitagawa z Japonska není v evropské databázi vůbec. Ostatní firmy byly dohledatelné; všechny spadají pod stejný primární NACE 2849 – Manufacture of other machine tools (pouze Dřevostroj Čkyně má obor příbuzný), poskytují dostatek potřebných informací, a lze je proto zahrnout do srovnávací analýzy.

Obrat, zisk, cash flow, aktiva

Před rozbořem poměrových ukazatelů je dobré si vytvořit prvotní představu o konkurenci prostřednictvím základních položek účetních výkazů.

Tabulka 14: Srovnání s konkurenty - obrat, zisk, cash flow, aktiva (v tis. EUR)

tis. EUR	TOS SVITAVY, A.S.					DŘEVOSTROJ ČKYNĚ, A.S.				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Obrat	7 412	6 525	6 104	5 903	6 278	7 255	5 329	3 762	3 480	3 250
Z/Z	81	37	-513	-1 504	-362	205	71	-53	-14	44
CF	354	282	-257	-1 090	47	262	194	84	174	249
Aktiva	7 906	6 868	6 262	7 389	8 447	8 049	8 016	5 815	4 922	5 038
tis. EUR	C.M.L. ENGINEERING S.R.L.					A.COSTA-RIGHI SRL				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Obrat	2 031	1 159	852	1 105	1 168	3 060	3 052	2 016	2 290	3 488
Z/Z	244	85	21	35	21	54	248	44	-28	-9
CF	301	63	18	21	n.a.	38	48	47	52	88
Aktiva	2 268	788	433	366	207	3 853	3 155	3 153	2 813	3 506
tis. EUR	FABRYKA PRZYRZĄDÓW I UCHWYTÓW BISON-BIAL S.A.					HEINZ-DIETER SCHUNK GMBH & CO. SPANNTTECHNIK KG				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Obrat	19 270	24 323	24 082	29 618	19 457	n.a.	n.a.	48 800	47 622	38 622
Z/Z	41	1 921	1 558	2 908	3 433	n.a.	n.a.	9 065	7 564	5 585
CF	2 135	4 297	3 788	2 897	3 388	n.a.	n.a.	10 696	9 218	6 743
Aktiva	25 751	27 819	29 554	28 722	22 254	n.a.	n.a.	34 051	27 357	19 901

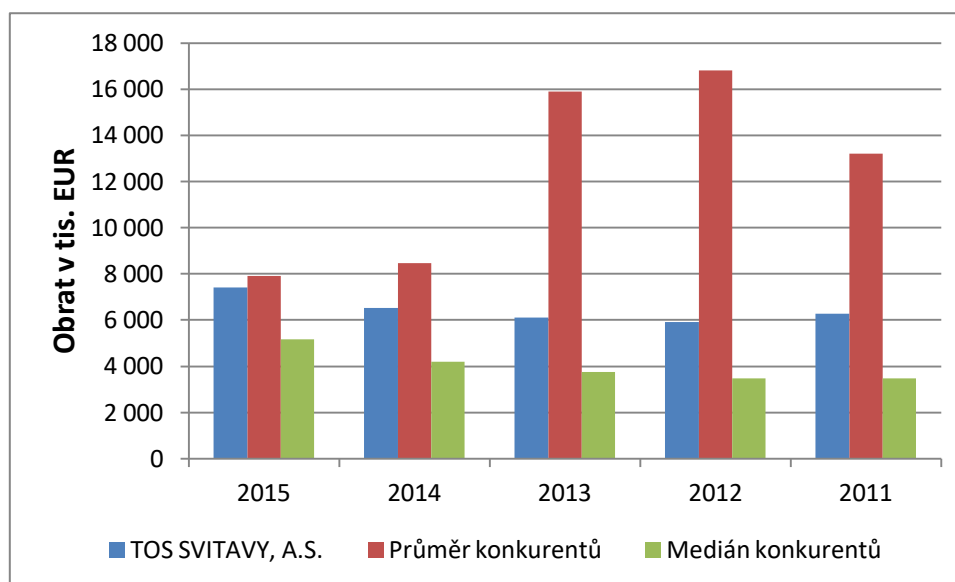
Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Poznámka: zisk/ztráta jsou před zdaněním a bez mimořádného VH (jen provozní + finanční), Schunk nemá zveřejněny žádné výkazy ani údaje za 2014 a 2015

Z hlediska velikosti **obratu** na tom není TOS vůbec špatně. Dosahuje vyšších tržeb než český i oba italské konkurenti, pouze polská firma je na tom výrazně lépe a německý Schunk se všeobecně vymyká ostatním hráčům na trhu. V absolutním vyjádření výsledku hospodaření je sledován **zisk před zdaněním**, aby se zamezilo případným odlišnostem ve zdaňování mezi různými zeměmi. Všechny firmy jsou v posledních letech ziskové; pokud někdy vykázaly ztrátu, bylo to starší roku 2013.

Na rozdíl od Společnosti byl u všech konkurentů zaznamenán kladný **peněžní tok** po celé sledované období – je zde tedy silnější vazba na VH, který se i přes ztrátu promítl do čistého přílivu peněz. Z pohledu **bilanční sumy** je situace podobná jako u obrátu. V posledním roce byl objem aktiv TOS a Dřevostroje Čkyně srovnatelný a převyšující Italy, ačkoli v případě CML Engineering došlo k výraznému navýšení aktiv oproti předchozím rokům. Na druhé straně velikostní struktury je polský Bison-Bial bilanční sumou srovnatelný s německým Schunkem.

Graf 6: Srovnání obrátu s konkurenty (v tis. EUR)



Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Vybraná klíčová položka **tržeb** ilustruje, jaký byl vývoj oceňovaného podniku v komparaci s mediánem a průměrem za konkurenty, reprezentujícími příslušné odvětví. Medián zde přitom bude mít lepší vypovídací schopnost, neboť není tolik

ovlivněn neúměrnou výší tržeb firmy Schunk, jež průměr v prvních letech „vystřeluje“ nahoru. Následný pokles (2014 a 2015) lze vysvětlit nedostupností dat a vynecháním Schunku z průměrování. Jak je z grafu zřejmé, medián stabilně narůstal, přičemž Společnost se po celou dobu udržovala poměrně s rezervou nad jeho hodnotami. V posledním roce navíc došlo téměř k vyrovnání i s průměrem.

U následujících poměrových ukazatelů bude zachováno jejich členění dle databáze Amadeus (pro výkonové ukazatele nejsou kompletní údaje o počtech zaměstnanců).

Profitability ratios

Jedná se o ukazatele rentability při různých úrovních kapitálu. Patří sem i ziskové marže a CF v procentech z tržeb. Celkový přehled udává tabulka.

Tabulka 15: Srovnání s konkurenty - profitability ratios (v %)

%	TOS SVITAVY, A.S.					DŘEVOSTROJ ČKYNĚ, A.S.				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
ROE	5,47	4,64	-77,59	-114,11	-13,37	4,32	1,61	-1,27	-0,29	0,97
ROCE	13,52	19,88	-48,89	-76,76	-6,08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROA	1,03	0,54	-8,19	-20,35	-4,29	2,54	0,88	-0,92	-0,28	0,87
Profit m.	1,09	0,57	-8,40	-25,48	-5,77	2,82	1,32	-1,42	-0,39	1,35
EBIT m.	1,91	2,85	-4,81	-23,00	-16,04	2,92	1,82	-2,82	-0,24	1,86
CF/tržby	4,77	4,32	-4,21	-18,47	0,75	3,61	3,64	2,24	5,00	7,65
%	C.M.L. ENGINEERING S.R.L.					A.COSTA-RIGHI SRL				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
ROE	87,54	60,89	23,48	44,69	35,88	127,60	616,99	124,26	-84,92	-29,06
ROCE	23,30	62,81	25,37	45,89	38,76	20,45	37,52	11,89	6,80	8,99
ROA	10,76	10,75	4,82	9,56	10,03	1,39	7,86	1,38	-0,99	-0,25
Profit m.	12,02	7,30	2,45	3,17	1,77	1,75	8,13	2,16	-1,22	-0,25
EBIT m.	13,00	7,53	2,66	3,25	1,92	5,03	9,29	4,10	1,65	2,03
CF/tržby	14,81	5,42	2,07	1,92	n.a.	1,24	1,59	2,34	2,29	2,53
%	FABRYKA PRZYRZĄDÓW I UCHWYTÓW BISON-BIAL S.A.					HEINZ-DIETER SCHUNK GMBH & CO. SPANNTÉCHNIK KG				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
ROE	0,27	12,59	11,71	24,78	36,43	n.a.	n.a.	36,28	41,41	43,61
ROCE	2,29	12,72	10,50	16,00	24,44	n.a.	n.a.	27,05	28,26	28,95
ROA	0,16	6,91	5,27	10,12	15,42	n.a.	n.a.	26,62	27,65	28,07
Profit m.	0,21	7,90	6,47	9,82	17,64	n.a.	n.a.	18,58	15,88	14,46
EBIT m.	-5,43	7,59	9,03	20,46	18,70	n.a.	n.a.	18,85	16,21	14,91
CF/tržby	11,08	17,67	15,73	9,78	17,41	n.a.	n.a.	21,92	19,36	17,46

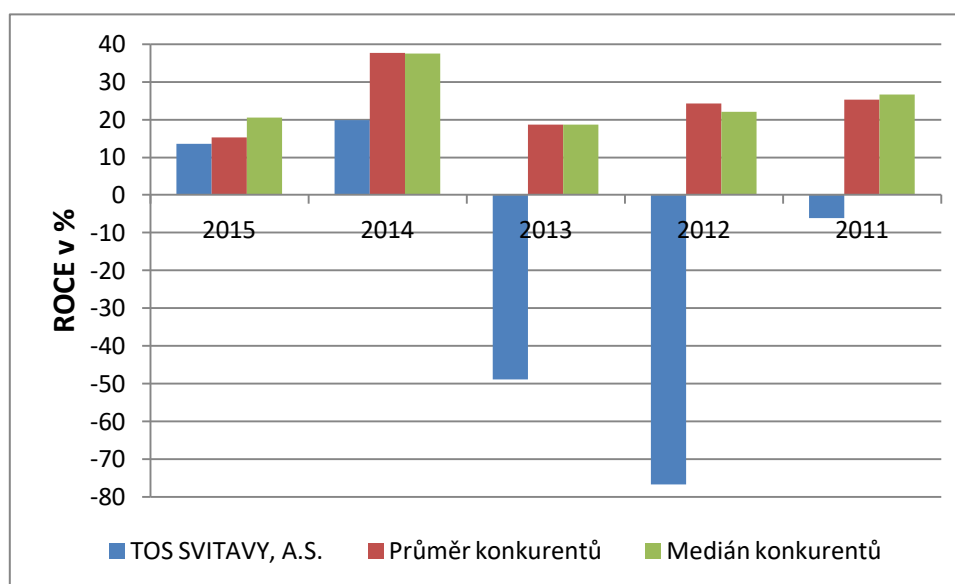
Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Poznámka: ROCE = rentabilita investovaného kapitálu (Return On Capital Employed), ukazatele ROE, ROCE a ROA jsou vypočteny ze Z/Z před zdaněním (definovaného v předchozí tabulce)

Rentabilita je spíše slabou stránkou oceňovaného podniku, i když v posledních letech nastalo jisté zlepšení. Pomineme-li negativní hodnoty z důvodu záporného VH, jsou ukazatele rentabilit českých podniků vesměs podobné. Ziskovost zahraničních subjektů se však po většinu období pohybovala v daleko vyšších rádech. Nejrentabilnější se zdá být Schunk a CML Engineering, u něhož se ukazatele zlepšily hlavně v posledních dvou letech. Naopak Bison-Bial byl velmi ziskový v prvních sledovaných letech a pak začal v čase postupně ztrácet (v roce 2015 již zaostává i za TOS). Zajímavá situace je viditelná u A.Costa-Righi, jenž v letech 2013 – 2015 dosahoval enormně vysoké rentability vlastního kapitálu. To však bylo způsobeno minimálním podílem VK (neuvěřitelné 1 %, viz dále), proto je z matematického hlediska jeho rentabilita taková.

Také je třeba zmínit, že popisované ukazatele vycházejí ze **zisku před zdaněním**, což je zde na úkor Společnosti. Podíl daně na VH je totiž u všech konkurentů v mnoha letech dosti významný, zatímco u TOS je čistý zisk roven zisku před zdaněním. Rentability počítané z čistého zisku by tak u konkurence byly o něco nižší, v případě TOS zůstávají stále stejné, což by pro interpretaci vzájemného vztahu bylo samozřejmě pozitivnější.

Graf 7: Srovnání rentability investovaného kapitálu s konkurenty (v %)



Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Pro grafické vyjádření byl vybrán ukazatel **ROCE**, který má dle odhadce nejlepší vypovídací schopnost, neboť reflektuje využití celkového investovaného kapitálu (tedy ne pouze vlastního, ale všech aktiv), podílejícího se na dosažení VH. Medián i průměr zde mají podobný průběh. Společnost se v roce 2014 dokázala vymanit ze záporných hodnot a v roce 2015 se velmi přiblížila průměru s mediánem. Je zde tedy znovu potvrzen pozitivní signál pro vývoj TOS v poslední době. Na konci období činila průměrná ROCE v odvětví okolo 15-20 %.

Operational ratios

Do této skupiny ukazatelů jsou v databázi Amadeus zařazeny úrokové krytí a doba obratu pohledávek a závazků.

Tabulka 16: Srovnání s konkurenty - operational ratios (DO ve dnech)

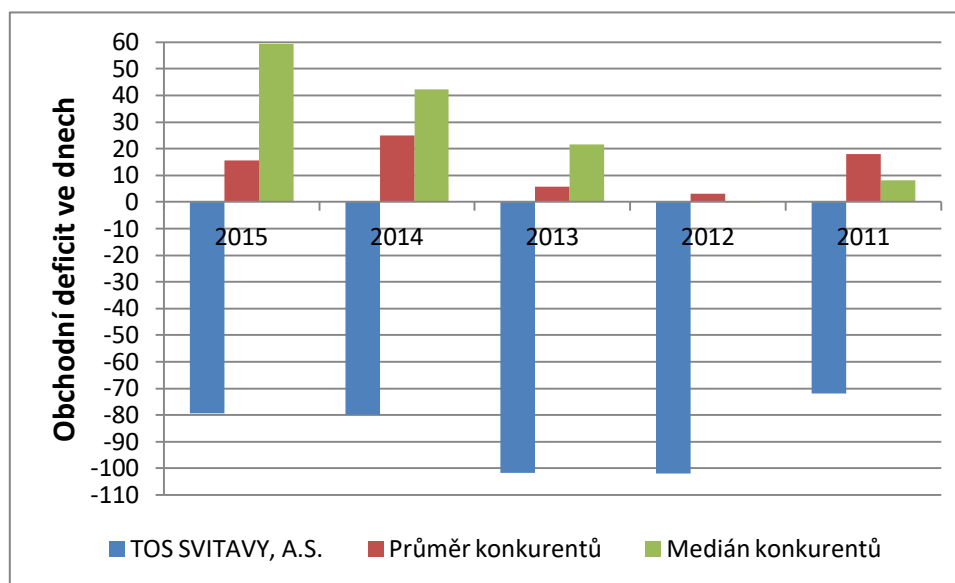
DO ve dnech	TOS SVITAVY, A.S.					DŘEVOSTROJ ČKYNĚ, A.S.				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Úr. krytí	1,18	1,52	-2,15	-8,68	-6,20	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
DO pohl.	28	29	6	22	25	6	14	17	41	48
DO záv.	107	109	108	124	97	25	34	17	6	14
DO ve dnech	C.M.L. ENGINEERING S.R.L.					A.COSTA-RIGHI SRL				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Úr. krytí	13,13	32,72	12,44	38,38	13,44	1,54	7,96	2,11	0,58	0,88
DO pohl.	119	186	70	52	43	120	58	78	68	63
DO záv.	158	154	106	87	43	74	34	60	82	98
DO ve dnech	FABRYKA PRZYRZĄDÓW I UCHWYTÓW BISON-BIAL S.A.					HEINZ-DIETER SCHUNK GMBH & CO. SPANNTTECHNIK KG				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Úr. krytí	-2,93	4,10	4,29	10,89	13,24	n.a.	n.a.	63,07	45,94	32,78
DO pohl.	110	95	72	70	135	n.a.	n.a.	66	31	39
DO záv.	37	31	37	22	36	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Ukazatel **úrokového krytí** není pro Dřevostroj Čkyně k dispozici, jinak všichni konkurenti dosahují v každém roce mnohem vyšších, a tím pádem i lepších hodnot (vyjma Bison-Bial 2015 kvůli zápornému EBIT). Většinou je zahraniční konkurence schopna krýt své nákladové úroky provozním ziskem až v několikanásobné výši.

Co se týče **aktivit**, oba české podniky mají DO pohledávek výrazně nižší než je tomu v zahraničí. To lze z ryze finančního hlediska považovat za pozitivní jev, neboť jim odběratelé splácejí své závazky v průměru za kratší dobu. Dřevostroj Čkyně má navíc i rychlý obrát závazků, což už se o TOS říct nedá. Zcela opačná situace od TOS se projevuje v polské firmě, jež má dlouhou DO pohledávek a krátkou DO závazků. Nejdelší doby obrátu jsou v poslední době pozorovány u CML Engineering. Graficky bude vhodné znázornit obchodní deficit.

Graf 8: Srovnání obchodního deficitu s konkurenty (ve dnech)



Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Obchodní deficit zde má inverzní podobu. Zatímco Společnost vykazuje silně záporný stav, konkurence ho drží v kladných číslech (s výjimkou roku 2012, kdy byl medián roven právě nule). Záporný rozdíl mezi DO pohledávek a závazků (tj. obchodní přebytek) však neznamena nežádoucí věc, ale lze ho shledat pozitivním. Podnik tak vlastně čerpá bezplatný obchodní úvěr od dodavatelů. Naopak kladná hodnota vede k rychlejšímu nárůstu pohledávek oproti nárůstu závazků, což se může projevit poklesem peněžních prostředků. V takovém případě podnik jako by poskytoval úvěr svým odběratelům. Pro načasování inkasa a úhrady by sice byl optimální obchodní deficit blízký nule, nicméně pro Společnost to může být takto výhodné, pokud se kvůli dlouhé době splatnosti závazků nedostane do problémů s bonitou.

Structure ratios

Poslední poměrové ukazatele, které budou v rámci konkurence porovnány, se týkají likvidity a kvóty vlastního kapitálu.

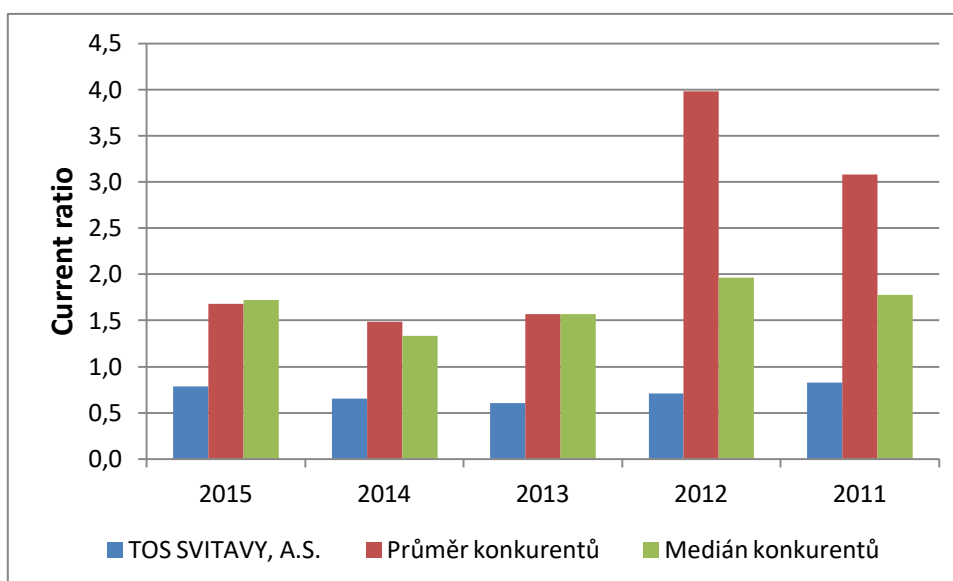
Tabulka 17: Srovnání s konkurenty - structure ratios (kvóta VK v %)

	TOS SVITAVY, A.S.					DŘEVOSTROJ ČKYNĚ, A.S.				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Běžná likv. (3.st.)	0,79	0,66	0,60	0,71	0,83	2,08	1,41	1,93	10,83	7,57
Pohotová likv. (2.st.)	0,22	0,10	0,03	0,08	0,10	1,27	0,98	1,09	7,41	6,56
Kvóta VK (%)	18,73	11,70	10,55	17,84	32,08	58,94	54,78	72,20	94,27	90,04
	C.M.L. ENGINEERING S.R.L.					A.COSTA-RIGHI SRL				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Běžná likv. (3.st.)	1,45	1,16	1,12	1,25	1,39	1,21	1,26	1,21	1,15	1,20
Pohotová likv. (2.st.)	1,09	1,12	1,12	1,25	1,39	0,52	0,46	0,45	0,33	0,45
Kvóta VK (%)	12,29	17,65	20,54	21,38	27,96	1,09	1,27	1,11	1,17	0,87
	FABRYKA PRZYRZĄDÓW I UCHWYTÓW BISON-BIAL S.A.					HEINZ-DIETER SCHUNK GMBH & CO. SPANNTTECHNIK KG				
	2015	2014	2013	2012	2011	2015	2014	2013	2012	2011
Běžná likv. (3.st.)	2,00	2,10	2,00	2,68	2,17	n.a.	n.a.	n.s.	n.s.	n.s.
Pohotová likv. (2.st.)	0,72	0,82	0,69	1,07	1,08	n.a.	n.a.	n.s.	n.s.	n.s.
Kvóta VK (%)	59,67	54,84	45,02	40,85	42,34	n.a.	n.a.	73,37	66,77	64,35

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Likvidita je další slabinou oceňovaného podniku. Ze všech uvažovaných společností (kromě Schunku, který ji nemá v databázi specifikovánu) dosahovala u TOS vůbec nejnižších hodnot, a to v každém sledovaném roce. Běžná likvidita se u něj trvale pohybovala pod hodnotou 1 (agresivní strategie), obě italské firmy ji měly velmi podobně nad jedničkou (méně agresivní) a polský Bison-Bial okolo hodnoty 2 (průměrná). V pohotové likviditě, tj. po odečtení zásob, se A.Costa-Righi a Bison-Bial ještě propadly, TOS evidoval také pokles až na extrémně nízkou úroveň. Druhý český podnik Dřevostroj Čkyně udržoval po většinu dostatečnou výši likvidních prostředků.

Graf 9: Srovnání likvidity 3. stupně (běžná likvidita) s konkurenty



Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Medián **běžné likvidity** se s výjimkou roku 2014 pohyboval mezi hodnotami 1,5 – 2,0; tedy v pásmu průměrné strategie řízení. Na rozdíl od konkurence udržuje Společnost výrazně nižší stav likvidních prostředků, což lze v bezprostředním relativním srovnání hodnotit negativně s možnými rizikovými následky. Ukazatel je však razantně ovlivněn i držbou peněžních prostředků, jejichž nedostatek Společnost řeší prostřednictvím dvou kontokorentních úvěrů, které jí v případě potřeby zajistí přísun peněz.

Podíl VK na celkových pasivech je v případě TOS podprůměrný. Pohyb mezi cca 10 % a 20 % za poslední čtyři roky zaznamenal spolu s CML Engineering, zatímco průměr i medián byly spíše nad 40 %. V posledních dvou letech klesla i průměrná (mediánová) kvóta VK, stále však činila přes 30 %. Nejvyšších, zpravidla nadpolovičních podílů dosahovaly Dřevostroj Čkyně, Bison-Bial a Schunk. Naopak alarmujícím, pouhým jedním procentem vlastního kapitálu byl po celé období financován A.Costa-Righi; zbytek připadal převážně na krátkodobé závazky.

2.4 Vyhodnocení finanční analýzy

2.4.1 Rychlý test

Pro posouzení finančního zdraví podniku z komplexního hlediska lze použít tzv. rychlý test. V rámci něj jsou vybrány **čtyři ukazatele** z různých oblastí finanční analýzy, které jsou obecně považovány za nejdůležitější. Hodnotám zjištěným pro oceňovaný podnik se přiřadí známky od 1 do 5 dle předem definované stupnice, kde 1 je nejlepším hodnocením a 5 značí hrozbu insolvence. Výsledná známka se vypočítá jako prostý aritmetický průměr známek za uvedené čtyři ukazatele v jednotlivých letech, jak uvádějí následující tabulky.

Tabulka 18: Stupnice hodnocení rychlého testu

UKAZATEL	STUPNICE HODNOCENÍ (ZNÁMKY)				
	Velmi dobrý 1	Dobrá 2	Střední 3	Špatný 4	Hrozba insolvence 5
Kvóta vlastního kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	záporné
CF v % z tržeb	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	záporné
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	záporné
Doba splácení dluhů	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

Zdroj: MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 110. ISBN 978-80-86929-67-5.

Tabulka 19: Dosažené hodnoty rychlého testu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kvóta vlastního kapitálu	31,98%	17,16%	10,37%	9,90%	18,63%	21,05%
CF v % z tržeb	0,32%	-0,79%	8,32%	1,20%	3,71%	-23,92%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	-2,37%	-18,24%	-6,01%	2,33%	2,53%	2,35%
Doba splácení dluhů (v letech)	356,96	-156,11	15,62	89,98	26,55	-3,79

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

Tabulka 20: Přiřazení známek rychlého testu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kvóta vlastního kapitálu	1	3	3	4	3	2
CF v % z tržeb	4	5	3	4	4	5
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	5	5	5	4	4	4
Doba splácení dluhů (v letech)	5	-	4	5	4	-
PRŮMĚRNÁ ZNÁMKA	3,75	4,33	3,75	4,25	3,75	3,67

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

V letech 2012 a 2016 byly vykázány **záporné hodnoty doby splácení dluhů**. Stupnice rychlého testu tomu nepřiznává žádnou známku. Matematicky by sice bylo možné provést zařazení do kategorie „méně než 3 roky“ a ohodnotit známkou 1, což by pro podnik bylo žádoucí. Ekonomicky by to však postrádalo jakýkoli význam, neboť záporná výše tohoto ukazatele pramení ze záporného provozního cash flow, což je věcí negativní. Proto se odhadce rozhodl oba údaje z průměrování vynechat a předejít tak výslednému zkreslení.

Výsledky rychlého testu nesvědčí o přívětivé finanční situaci ve Společnosti. Nejlepších známek dosáhla kvóta vlastního kapitálu, ale i ta byla na úrovni spíše průměru. Ostatní dílčí ukazatele byly silně poznamenány zápornou či velmi nízkou výší výsledku hospodaření a provozního CF. Výsledné průměrné známky se pohybují okolo hodnoty 4, přičemž třikrát bylo dosaženo známky 3,75. Na základě rychlého testu tak lze označit finanční zdraví společnosti TOS Svitavy za podprůměrné.

2.4.2 Test tvorby hodnoty

Dalším způsobem vyhodnocení finanční analýzy je test tvorby hodnoty. Ten je založen na metodě **ekonomické přidané hodnoty** (EVA) a dává odpověď na otázku, zda je podnik schopen tvořit novou hodnotu pro majitele a věřitele. Ve své podstatě poměřuje rentabilitu investovaného kapitálu s náklady na tento kapitál, a to při dané velikosti investovaného kapitálu:

$$EVA = \left(\frac{EBIT * (1 - d)}{IK} - WACC \right) * IK$$

kde *IK... investovaný kapitál*

EBIT(1 - d) / IK... rentabilita investovaného kapitálu (po dani)*

WACC... průměrné vážené náklady kapitálu (po dani)

Investovaný kapitál zahrnuje vlastní kapitál a úročený cizí kapitál – tedy pouze takový kapitál, u něhož lze explicitně stanovit jeho cenu (náklady). V případě TOS tam z cizích zdrojů patří bankovní úvěry, dlouhodobé závazky a část závazků krátkodobých. Vlastní kapitál představuje implicitně úročenou položku jakožto náklady obětované příležitosti.

Jen takovou strukturou IK je zajištěno symetrické a technicky správné poměření s WACC.

Průměrné vážené náklady kapitálu byly určeny dle stránek prof. Damodarana⁶. Bohužel pro Evropu není dostupná dostatečně dlouhá časová řada, jež by pokrývala celé sledované období. Z tohoto důvodu odhadce přistoupil k náhradnímu řešení, kdy jsou převzata data z amerického trhu a k nim zohledněna riziková premie země (RPZ) pro Českou republiku. Náklady kapitálu byly v jednotlivých letech stanoveny pro odvětví Machinery (tj. strojírenství), RPZ bývá odvozena dle ratingu ČR v daném roce.

Poslední úprava se týká **zdanění**. Ve vzorci výše podléhá EBIT daňové sazbě; Společnost však byla v prvních letech ztrátová a poté uplatňovala daňovou ztrátu. Proto nedává smysl provozní zisk zdaňovat. Aby byl výpočet vnitřně konzistentní, je nutné provést úpravu WACC, který je prof. Damodaranem zveřejňován s náklady cizího kapitálu po zdanění. Odhadce tak tento vstupní údaj přepočítal na WACC bez vlivu daní.

Tabulka 21: Tvorba hodnoty (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	-25 980	-34 126	-8 047	5 151	3 815	5 008
Investovaný kapitál	166 365	118 141	107 212	120 970	144 736	158 840
Rentabilita IK	-15,62%	-28,89%	-7,51%	4,26%	2,64%	3,15%
WACC USA (nezd.)	8,19%	8,14%	7,78%	8,20%	9,29%	7,60%
RPZ ČR	1,28%	1,28%	1,05%	1,05%	1,11%	1,00%
WACC ČR (nezd.)	9,47%	9,42%	8,83%	9,25%	10,40%	8,60%
EVA	-41 735	-45 255	-17 514	-6 039	-11 238	-8 652

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s. a stránek prof. Damodarana

Ani druhý provedený test nepřinesl dobré informace. Ze záporné ekonomické přidané hodnoty lze usuzovat, že Společnost v každém roce sledovaného období tzv. **ničila hodnotu**. Příčina je opět spatřována především ve ztrátovosti provozní činnosti během prvních tří let. Následně již Společnost dokázala z daného objemu investovaného kapitálu vytěžit provoz ziskový, přestože náklady kapitálu WACC stále převyšovaly

⁶ Damodaran online: Data [online]. [cit. 2017-05-12]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

rentabilitu IK. I kdyby WACC převzatý z amerického trhu a modifikovaný o prémii země byl ve skutečnosti třeba jen poloviční, pořád by to vedlo k negativní hodnotě ukazatele EVA (náklady kapitálu kolem 9-10 % však lze považovat za odpovídající). Odhadce nicméně vidí ničení hodnoty v čase s postupně klesající tendencí, a proto není vyloučena tvorba nové hodnoty do budoucna.

2.4.3 Index IN05

Možnou variantu algoritmu pro formulaci závěru ohledně finančního zdraví představují **bankrotní a bonitní modely** (například známý Altmanův model). Jedná se o metody založené na sledování statistických dat z ekonomické praxe a jejich diskriminační analýze. Problém u nich spočívá v tom, jak moc spolehlivě fungují v českém prostředí.

Manželé Inka a Ivan Neumaierovi v modifikaci pro naše podmínky odvodili tzv. **souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN⁷**. První z této „rodiny“ byl vytvořen v roce 1995, další v roce 1999. Spojením IN95 a IN99 následně vznikl IN01, který byl později aktualizován na index IN05. Právě ten je českými ekonomy dlouhodobě považován pro hodnocení českých podniků za nejvhodnější. Proto byl jako hodnotící nástroj také zvolen. Tvar a struktura indexu:

$$IN05 = 0,13 * \frac{A}{CZ} + 0,04 * \frac{EBIT}{Ú} + 3,97 * \frac{EBIT}{A} + 0,21 * \frac{T}{A} + 0,09 * \frac{OA}{KZ + KBÚ}$$

kde *A... aktiva resp. pasiva*
CZ... cizí zdroje
EBIT... zisk před úroky a zdaněním
Ú... nákladové úroky
T... tržby za výrobky a zboží
OA... oběžná aktiva
KZ... krátkodobé závazky
KBÚ... krátkodobé bankovní úvěry

Dle dosažených výsledků jsou podniky rozděleny do **tří pásem** (střední pásmo je tzv. šedá zóna):

⁷ NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, ČERVÍNEK, Petr, ed. *Evropské finanční systémy: Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference* [online]. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005, s. 143-148 [cit. 2017-05-12]. ISBN 80-210-3753-9. Dostupné z: <https://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>

Tabulka 22: Pásma indexu IN05

Hranice indexu IN05	Pravděpodobnost bankrotu	Pravděpodobnost tvorby hodnoty
IN05 < 0,9	97%	24%
0,9 < IN05 < 1,6	50%	70%
IN05 > 1,6	8%	95%

Zdroj: NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, ČERVÍNEK, Petr, ed. Evropské finanční systémy: Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference [online]. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005, s. 143-148 [cit. 2017-05-12]. ISBN 80-210-3753-9. Dostupné z: <https://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf> vlastní zpracování

Výhodou indexu je jeho konstrukce, neboť v sobě spojuje jak **věřitelský** (hrozba bankrotu), tak **vlastnický** (tvorba hodnoty) pohled.

Tabulka 23: Výpočet indexu IN05

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0,13*A/CZ	0,19	0,16	0,15	0,14	0,16	0,16
0,04*EBIT/Ú	-0,25	-0,35	-0,09	0,06	0,05	0,06
3,97*EBIT/A	-0,47	-0,73	-0,19	0,11	0,07	0,10
0,21*T/A	0,13	0,14	0,14	0,17	0,17	0,18
0,09*OA/(KZ+KBÚ)	0,07	0,06	0,06	0,06	0,06	0,10
IN05	-0,33	-0,71	0,07	0,55	0,51	0,61

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s. a metodiky manželů Neumaierových

Na základě **spočtených hodnot indexu IN05** nepřesahujících v žádném roce hranici alespoň 0,9 lze také konstatovat ničení hodnoty. Na první pohled je však zřejmý pozitivní trend od roku 2012, trvající zatím do data ocenění. Pokud by TOS v důsledku správného hospodaření zaznamenal obdobné zlepšení jako mezi lety 2012 a 2013 nebo 2013 a 2014, mohl by se v blízké době posunout do šedé zóny, kde je dle metodiky manželů Neumaierových již 70 % pravděpodobnost tvorby hodnoty.

2.4.4 Hodnocení finanční analýzy

Z analýzy **účetní politiky** TOS Svitavy, a.s. vyplynulo, že data obsažená v účetních výkazech lze považovat za úplná, průkazná a spolehlivá. Pouze poslední rok 2016 zatím neprošel auditem, neboť byl odhadci poskytnut vedením Společnosti (před zveřejněním), aby bylo ocenění aktuálnější.

Bilanční suma ve sledovaném období 2011 – 2016 kolísala. Poměr dlouhodobého majetku a oběžných aktiv byl vyrovnaný, i když postupně začala převládat oběžná aktiva. Hlavní složku OA tvoří zásoby, u DM jsou to stavby. V roce 2014 byla ze základního kapitálu uhrazena kumulovaná ztráta z minulých let, v dalším roce došlo k navýšení ZK upsáním nových akcií. Struktura pasív je v přibližném poměru 80:20 ve prospěch cizích zdrojů nad VK.

Výsledovce dominují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb coby klíčový hodnototvorný faktor. Za celé období došlo k jejich 30 % nárůstu. Na straně nákladů jsou hlavními položkami výkonová spotřeba a osobní náklady. VH byl v letech 2011 – 2013 záporný, za poslední tři roky se již Společnost drží v zisku, na který navíc uplatňuje daňovou ztrátu. Provozní CF ne vždy kopírovalo VH – i při ztrátě bylo někdy kladné (a naopak). Společnost nevyplácí dividendy a v poslední době se snaží významně investovat.

Pro **srovnání poměrových ukazatelů s evropskou konkurencí** (do r. 2015) byla využita databáze Amadeus. Rentabilita konkurentů převyšovala TOS, ačkoli v posledním roce se již tento rozdíl u ROCE téměř setřel. V ukazatelích aktivity byla oproti konkurenci zjištěna relativně krátká doba obratu pohledávek z obchodních vztahů a naopak dlouhá doba splatnosti závazků, což vedlo k zápornému obchodnímu deficitu. Za jistých podmínek to bylo hodnoceno pozitivně. Společnost se však potýká s velkým množstvím pohledávek po splatnosti, vůči kterým musí tvořit opravné položky.

Velkou slabinou oceňovaného podniku je likvidita a záporný pracovní kapitál, dle nichž se TOS řídí velmi agresivní strategií. Konkurence udržuje spíše průměrnou výši likvidity. V roce 2016 došlo k určitému zlepšení, a přestože má Společnost k dispozici dva kontokorentní úvěry, je zde prostor pro další zlepšení. Podíl VK na celkových pasívech je podprůměrný, u konkurence asi 2-3x vyšší.

K vyhodnocení finanční analýzy posloužily celkem **tři testy**. Rychlý test s průměrnými známkami blízkými hodnotě 4 poukázal na spíše špatné zdraví. Test tvorby hodnoty a index IN05 vypověděly o ničení hodnoty, ačkoli je v posledních letech patrné zlepšení.

Přestože tedy provedené testy nesvědčí o dobrém finančním zdraví Společnosti, domnívá se odhadce, že je třeba vidět situaci trošku s nadhledem a v širší souvislosti. Řada ukazatelů byla ovlivněna záporným VH v prvních letech, nicméně v poslední době je v mnoha oblastech pozorováno zlepšení. Podnik generoval poměrně vysoké tržby, které i přes nepříznivou situaci dokázal výrazně navýšit; to znamená, že nějakým způsobem dovede fungovat a hospodařit. **Z dosavadního vývoje se tak v dlouhodobém horizontu zatím nelze jednoznačně vyjádřit k předpokladu budoucího – nekonečného trvání podniku.** Společnost musí zapracovat na svých slabých stránkách a navázat na vývoj z nedávné minulosti. Konečný výrok o perspektivě podniku bude možné sdělit až po provedení strategické analýzy.

3 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy (dále SA) při oceňování podniku je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Ten je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. **Vnější potenciál** lze charakterizovat šancemi a riziky, které nabízí tržní prostředí (odvětví), v němž se podnik pohybuje. Při analýze **vnitřního potenciálu** je snadou zjistit, jaké jsou silné a slabé stránky oceňovaného podniku, jeho konkurenční pozice a konkurenční výhody. Účel SA by měl být spatřován ve zodpovězení stěžejních otázek ohledně dlouhodobých perspektiv podniku, vývoje podnikových tržeb a rizik spojených s podnikem.

V kapitole věnované SA bude nejprve vymezen a analyzován **relevantní trh** a následně vytvořena jeho prognóza. V rámci analýzy **konkurenční síly** bude sledován a prognózován tržní podíl oceňovaného podniku. Syntézou předchozích dvou kroků pak bude možné získat **prognózu tržeb**, což lze považovat za vyústění celé SA.

Při zpracování třetí kapitoly bude odhadce vycházet zejména z provedeného místního šetření v prostorách podniku ve Svitavách, komunikace s vedením Společnosti a veřejných (internetových) zdrojů.

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

3.1.1 Charakteristika trhu

Trh pro výrobu **dřevoobráběcích strojů** (dále DOS) je nutno pojmut z hlediska účelu těchto produktů. Za DOS lze obecně považovat stroje, které obrábějí dřevo. Tam, kde dochází ke zpracování dřeva, je také poptávka po strojích k tomu užívaných. Proto je třeba se dále zaměřit na **lesnictví a dřevozpracující průmysl**.

Česká republika patří k zemím s **vysokou lesnatostí a bohatou lesnickou tradicí**. Lesní pozemky pokrývají **2 666 376 ha**, což představuje 33,9 % z celkového území státu. Výměra lesů se od druhé poloviny 20. století soustavně zvyšuje.

Rozhodující podíl lesů v ČR je ve vlastnictví **státu** (59,62 %). Obce a jejich lesní družstva se na vlastnictví lesů podílejí 18,09 % a soukromí vlastníci 22,24 %. Z celkové výměry lesů ve vlastnictví ČR (1 551,4 tis. ha) je 1 305,3 tis. ha ve správě s.p. Lesy ČR, 123,9 tis. ha ve správě s.p. Vojenské lesy a statky ČR a 95 tis. ha obhospodařují Správy národních parků.

Podle údajů lesních hospodářských plánů, které jsou rozhodující pro stanovení výše těžebních možností, dosahují celkové zásoby dřeva **689 mil. m³**. Průměrná zásoba na 1 ha lesních pozemků je 265 m³. Nárůst celkových zásob dříví v lesích v ČR stále pokračuje. Oproti roku 1930 se údaj o celkové zásobě v našich lesích zvětšil na více než dvojnásobek. ČR v zásobě dřeva na 1 ha a v ročním přírůstku dřevní hmoty na 1 ha zaujímá přední místa v Evropě. To vypovídá o ohromném produkčním kapitálu lesů v ČR (při zachování plnění všech ostatních funkcí lesů), což je výsledkem dlouhodobého uplatňování principu trvalosti a vyrovnanosti hospodaření.

V Evropské unii se lesy rozprostírají na ploše **161 mil. ha** (4 % celkové rozlohy světových lesů), což tvoří 38 % povrchu EU. Výskyt lesů však není rovnoměrný – šest členských států (**Německo, Španělsko, Finsko, Francie, Polsko a Švédsko**) představuje dvě třetiny celkové rozlohy evropských lesů. Rozsah lesních ploch se navíc výrazně liší i v rámci jednotlivých států – zatímco Finsko, Švédsko a Slovinsko jsou z 60 % pokryty lesy, v Nizozemsku a ve Spojeném království dosahuje podíl lesních ploch pouhých 11 %.

Na rozdíl od mnoha oblastí světa, kde odlesňování představuje závažný problém, v EU lesů **zatím přibývá**. V období mezi lety 1990 a 2010 se rozloha lesů zvětšila přibližně o 11 mil. ha, a to zejména díky přirozené expanzi i snahám o zalesňování.

Množství druhů lesů v EU svědčí o její **geoklimatické rozmanitosti**. Rozmístění lesních ploch je totiž ovlivněno klimatickými a půdními podmínkami, nadmořskou výškou a topografií. Jen 4 % lesů nebyla pozměněna člověkem, 8 % lesů bylo uměle vysázeno a zbytek patří do kategorie lesů „polopřirozených“ (tj. lesů, do nichž zasahuje člověk). Ostatně většina evropských lesů (60 %) je vlastněna soukromými majiteli, zbylých 40 % vlastní stát.

Tabulka 24: Základní číselné údaje o lesích v EU

Členský stát EU-28	Lesní plocha[1] (v tisících ha, 2015)	Jiná zalesněná plocha[2] (v tisících ha, 2015)	Ostatní plochy (v tisících ha, 2015)	Vlastnictví lesní ploch: státní lesy (v tisících ha, 2010)	Lesní plocha a jiné zalesněné plochy na obyvatele (v ha, 2015)	Objem celkové těžby dřeva (v tisících m³, 2010)
Rakousko	3 869	153	4 221,5	878,5	0,47	18 614
Belgie	683,4	35,7	2 308,7	317,2	0,06	3 690,9
Bulharsko	3 823	22	7 011	3 286	0,53	5 863,6
Chorvatsko	(v tisících ha, 1 922)	569	3 105	1 376	0,59	5 714
Kypr	172,7	213,5	538	118,9	0,34	—
Česká republika	2 667,4	0	5 054,2	2 036,7	0,25	15 773,4
Dánsko	612,2	45,5	3 585,3	139,4	0,12	2 621,5
Estonsko	2 232	223,6	2 067,2	922,8	1,85	5 889
Finsko	22 218	801	7 370	6 744	4,23	48 801,8
Francie	16 989	590	37 187	4 064	0,27	54 020
Německo	11 419	0	23 442	5 932	0,14	53 267,7
Řecko	3 903	2 636	6 351	2 907	0,59	1 238,6
Maďarsko	2 069,1	121,3	7 113,2	1 178	0,22	5 709,5
Irsko	754	47,2	6 087,8	386,2	0,17	2 476,4
Itálie	9 297	1 813	18 304	3 032	0,19	—
Lotyšsko	3 356	112	2 750	1 755	1,72	11 429
Litva	2 180	104	3 983,5	1 333	0,77	6 415,2
Lucembursko	86,8	1,4	170,9	41	0,16	284,9
Malta	0,3	0	31,7	0,3	0,00	—
Nizozemsko	376	0	2 999	181,3	0,02	1 030,2
Polsko	9 435	0	21 187	7 643	0,24	36 746,6
Portugalsko	3 182,1	1 725,1	4 118,3	98,3	0,47	10 210,7
Rumunsko	6 861	90	16 051	4 363	0,35	13 923
Slovensko	1 940	0	2 870	973,9	0,36	9 073,8
Slovinsko	1 248	23	743	315,4	0,62	3 063,4
Španělsko	18 417,9	9 208,8	22 253,3	5 332,8	0,59	15 610,3
Švédsko	28 073	2 432	10 528	6 822	3,18	69 700
Spojené království	3 144	20	21 029	868	0,05	9 379,6
EU-28	160 931	29 987	242 461	64 372	0,36	410 547,1

Zdroj: Stav evropských lesů 2015. Ministerská konference o ochraně lesů v Evropě [online]. [cit. 2017-06-06]. Dostupné z: http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/cs/displayFtu.html?ftuId=FTU_5.2.10.html [1], „Lesní plocha“: půda o rozloze nejméně 0,5 hektaru se stromy, jejichž výška přesahuje 5 metrů a porost koruny tvoří nejméně 10 %, nebo se stromy schopnými dosáhnout těchto limitů in situ. [2], „Jiná zalesněná plocha“: půda o rozloze nejméně 0,5 hektaru se stromy, jejichž výška přesahuje 5 metrů a porost koruny tvoří nejméně 5-10%, nebo se stromy schopnými dosáhnout těchto limitů in situ, nebo s kombinovaným porostem zákrsků, keřů a stromů nad 10 %.

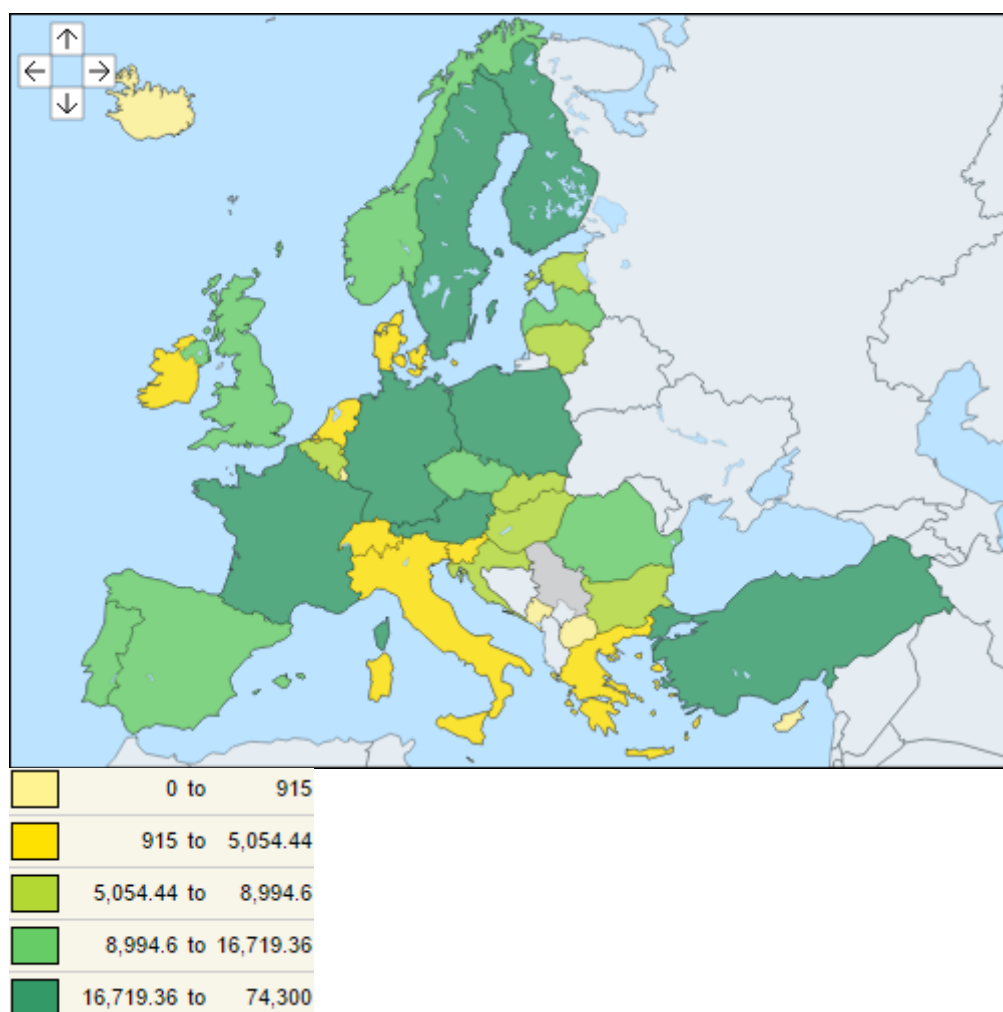
Údaje obsažené v tabulce pocházejí ze zatím poslední **Ministerské konference o ochraně lesů v Evropě** (MCPFE), konané v Madridu 2015. Co se lesní plochy týče, zaujímala ČR 15. místo z celkem 28 členských států EU (bez evidence jiných zalesněných ploch). Lesů ve vlastnictví státu bylo nejvíce pozorováno v Polsku, Švédsku a Finsku. V přepočtu zalesněných ploch na obyvatele jasně vévodí Finsko se Švédskem. Důležitý je údaj o celkovém objemu těžby dřeva, kde jsou na tom nejlépe Švédsko, Francie, Německo a Finsko. ČR v objemu těžby s necelými 16 mil. m³ z roku 2010 udržela slušnou sedmou pozici (těsně před Španělskem).

3.1.2 Vymezení relevantního trhu

Kvalitativně je relevantní trh vymezen z hlediska **věcného (tj. produktu), území, zákazníků a konkurentů**. Za produkty lze označit dřevoobráběcí stroje a sklíčidla. Pozornost bude věnována především DOS, jejichž výroba a prodej závisí na výskytu lesů, a proto lze tento trh aproximovat **trhu se zpracováním dřeva**. Územím se zde rozumí nejen oblast **ČR**, ale vzhledem k přibližně polovičnímu vývozu také další státy Evropy. Jedná se zejména o **Slovensko, Polsko, Maďarsko, Rakousko, Německo**, Ukrajinu, Bělorusko, částečně Rusko a nově také **Rumunsko**. Zákazníky jsou uživatelé DOS a sklíčidel. DOS poptávají firmy, které se zaměřují na prvotní zpracování dřeva (nikoli výrobci nábytku). Za konkurenty se považují ostatní producenti DOS a sklíčidel, jež jsou situováni převážně v zahraničí.

Kvantitativně bude nutné vymezit relevantní trh (s ohledem na dostupnost dat) ve fyzických jednotkách jako **objem těžby dřeva** a sledovat vývoj v čase, přičemž je třeba uvažovat jak domácí těžbu, tak i zahraniční. Odhadce vychází z údajů **Eurostatu**, kde jsou publikovány dostatečně dlouhé časové řady. Pro větší přehlednost bude napřed uvedena souhrnná mapa za Evropu z téhož zdroje.

Obrázek 1: Těžba dřeva v Evropě (poslední dostupné údaje, zpravidla rok 2015)



Zdroj: Roundwood production. Eurostat [online]. [cit. 2017-06-07]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/mapToolClosed.do?tab=map&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tag00072&toolbox=types#>

Poznámka: údaje o objemu těžby pod mapou v tis. m³ (bez kůry)

Z mapy výše plyne, že největší objem dřeva byl získán v zemích Francie, Německa, Rakouska, Polska, Švédska a Finska (mimo Evropu také Turecka). Ne do všech těchto zemí však Společnost soustředí svůj export. Proto budou pro určení **relevantního trhu** využity informace od vedení TOS ohledně konkrétních států, kam Společnost své stroje (za účelem zpracování vytěženého dřeva) vyváží. Uvažovány nebudou Ukrajina a Bělorusko, které nejsou členy EU a nejsou o nich dostupné srovnatelné údaje (což však nevadí, neboť představují jen zanedbatelný podíl). Dále je ze zkoumaného vzorku vypuštěno Rusko, kde větší export zatím chybí a započtením jeho nadměrného objemu těžby dřeva by došlo ke značnému zkreslení výsledného trhu. Údaje za ostatních sedm

evropských zemí (viz následující tabulka) je možné sečíst a získat tak číselnou představu o relevantním trhu.

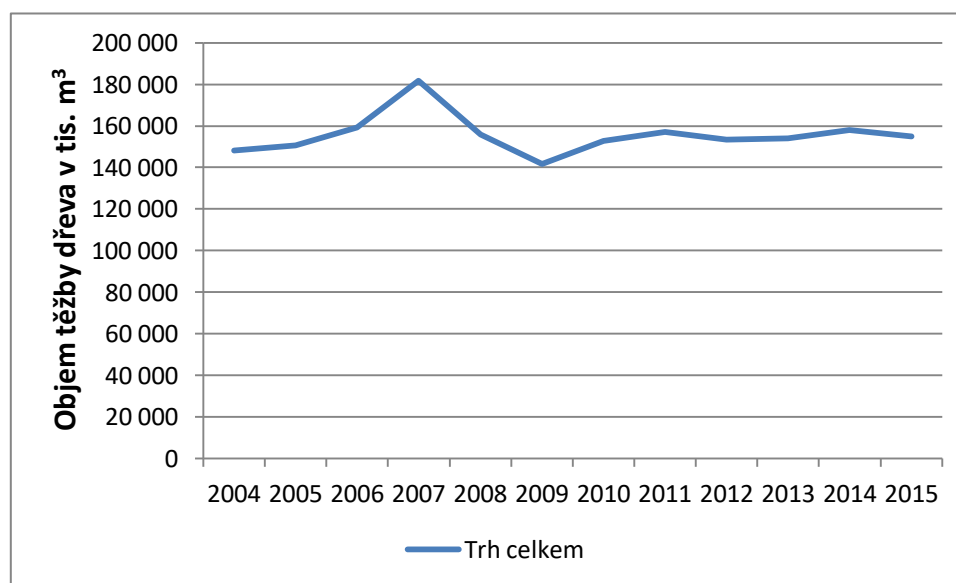
Tabulka 25: Kvantitativní vymezení relevantního trhu (objem těžby dřeva v tis. m³)

tis. m ³	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ČR	15 601	15 510	17 678	18 508	16 187	15 502	16 736	15 381	15 061	15 331	15 476	16 163
Německo	54 504	56 946	62 290	76 728	55 367	48 073	54 418	56 142	52 338	53 207	54 356	55 613
Maďarsko	5 660	5 940	5 913	5 640	5 276	5 244	5 740	6 232	5 946	6 027	5 798	-
Rakousko	16 483	16 471	19 135	21 317	21 795	16 727	17 831	18 696	18 021	17 390	17 089	17 550
Polsko	32 733	31 945	32 384	35 935	34 273	34 629	35 467	37 180	38 015	38 940	40 862	41 375
Rumunsko	15 809	14 501	13 970	15 341	13 667	12 557	13 112	14 359	16 088	15 195	15 330	15 315
Slovensko	7 240	9 302	7 869	8 131	9 269	9 087	9 599	9 213	8 063	8 063	9 168	8 995
Celkem	148 030	150 615	159 239	181 600	155 834	141 819	152 904	157 202	153 532	154 153	158 079	155 010

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Eurostat

Na takto vymezeném relevantním trhu zaujímá největší podíl Německo, následované Polskem. Česká republika, Rakousko a Rumunsko vykazují podobné objemy, naopak nejméně dřeva se těží v Maďarsku a na Slovensku. Celkový objem dřeva za uvedené státy tvoří dlouhodobě okolo 36 % těžby v Evropské unii. Důležité je, zda lze v daném vývoji pozorovat nějaký trend.

Graf 10: Vývoj relevantního trhu DOS v letech 2004 - 2015



Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Eurostat

Z grafu vyplývá, že objem těžby dřeva je v čase poměrně stabilní. V prvních letech sledovaného období docházelo k postupnému nárůstu (v souvislosti s přehříváním ekonomiky, jelikož se jedná o procyklické odvětví), který byl vzápětí vystřídán

propadem během krizového roku 2008. K oživení došlo v roce 2010; od té doby se trh téměř nemění.

Zajímavý může být údaj o těžbě dřeva **podle druhů dřevin**. Ze stránek Českého statistického úřadu lze odvodit, že drtivá většina (kolem 90 %) v ČR pochází z **jehličnatých stromů**. V rámci nich mají výsostní postavení smrk, jedle a douglaska. Listnatých lesů u nás sice není tolik, zato jsou však mnohem rozmanitější. Těžebně jsou nejvíce využívány buk a dub, o něco méně pak bříza. Od poloviny devadesátých let až do roku 2007 byl v ČR zaznamenán trvalý nárůst vytěženého dřeva; v posledních letech se již tento růst (podobně jako na evropském trhu) ustálil.

3.1.3 Analýza atraktivity trhu

Pro hlubší posouzení relevantního trhu je možné přistoupit k analýze atraktivity trhu. V rámci ní je zvoleno několik **kritérií**, která jsou důležitá z hlediska poptávky a možností prodeje. Na atraktivitu trhu by mělo být nahlíženo jako na jeden z faktorů perspektivnosti oceňovaného podniku a s tím spojenou možnost dosáhnout určitého růstu tržeb.

Jako nástroj pro zpracování analýzy lze použít tabulku, kde je uvažováno 9 různých kritérií. Každému z nich je přiřazena váha od 1 do 3 a body od 0 do 6 (čím více bodů, tím pozitivnější hodnocení). Následně se váhy vynásobí počtem bodů a sečtou, což v relaci k maximálnímu možnému počtu bodů poskytne informaci o celkové atraktivitě trhu v procentuálním vyjádření.

Tabulka 26: Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní			Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3					x			4	12
Velikost trhu	2					x			4	8
Intenzita konkurence	3				x				3	9
Průměrná rentabilita	2						x		5	10
Bariéry vstupu	1				x				3	3
Možnosti substituce	1					x			4	4
Citlivost na konjunkturu	1		x						1	1
Struktura zákazníků	2			x					2	4
Vlivy prostředí	1				x				3	3
Celkem	16									54
Maximální počet bodů:				96						
Dosažený počet bodů:				54						
Hodnocení:				56%						

Zdroj: MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 66. ISBN 978-80-86929-67-5.

Růst trhu (4 body z 6)

Z předchozí subkapitoly vyplynulo, že vývoj trhu je v poslední době relativně stabilní. V blízké budoucnosti se však očekává expanze do Rumunska (již započatá) a dále otevření nových trhů ve Slovinsku a severním Chorvatsku.

Velikost trhu (4 body z 6)

Velikost trhu lze považovat za mírně nadprůměrnou, jelikož je kromě území České republiky pokryta také značná část Evropy.

Intenzita konkurence (3 body z 6)

Na jednu stranu je konkurence vzhledem k mezinárodnímu kontextu poměrně silná, na druhou stranu bylo na celém trhu identifikováno jen několik hlavních výrobců.

Průměrná rentabilita (5 bodů z 6)

Posouzení průměrné rentability proběhlo na základě závěrů z finanční analýzy a také studie Ministerstva průmyslu a obchodu⁸. Jak se ukázalo, rentabilita (např. ROCE 15-20 %) je v daném odvětví vysoce nadprůměrná.

Bariéry vstupu (3 body z 6)

Strojní výroba podléhá určitým technickým normám a musí splňovat požadavky na bezpečnost práce. Jinak nebyly zjištěny specifické překážky vstupu na trh, které by hodnocení vychýlily pozitivně nad průměr.

Možnosti substituce (4 body z 6)

Možnosti substituce jsou u dřevoobráběcích strojů omezené, byla identifikována pouze tzv. agregátní technologie, používaná pro vysoké objemy (120-130 tis. m³ na jednu pilu, 250-300 tis. m³ za rok).

Citlivost na konjunkturu (1 bod z 6)

Odvětví je velmi citlivé na hospodářský cyklus, což se projevilo např. v krizových letech 2007 – 2008, kdy Společnost zaznamenala 30 % pokles objemu. Jedná se o faktor snižující atraktivitu trhu.

Struktura zákazníků (2 body z 6)

Zákazníci nejsou příliš rozmanití, asi 80 % dodávek směřuje do pilnic, kde probíhá prvotní zpracování dřeva (stroje nejsou určeny pro výrobu nábytku). Dá se také očekávat, že poptávající firmy budou citlivější na cenu a mohou se při výběru rozhodovat mezi více výrobci (to neplatí v případě, kdy jsou spokojeny s výslednou kvalitou).

⁸ Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. c2005-2017 [cit. 2017-06-09]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>

Vlivy prostředí (3 body z 6)

Za vlivy prostředí lze označit výskyt lesů či jejich tradici, což je obecnou charakteristikou daného trhu. Opačným (negativním) směrem však působí především politika státu – státem kladené podmínky pro těžbu a zpracování dřeva.

Výsledná hodnota **56 %** poukazuje na trh, který je vzhledem k hodnoceným faktorům mírně nadprůměrně atraktivní. Mezi **příležitostmi** trhu patří zejména expanze do dalších zalesněných oblastí či orientace i na nábytkářskou a truhlářskou výrobu. Hlavní **hrozba** je v dlouhodobém horizontu spatřována v klesajícím zastoupení jehličnatých stromů, které jsou pro DOS vhodnější, a s tím související pokles obchodních případů (viz dále).

3.1.4 Hlavní faktory ovlivňující vývoj trhu

Jak již bylo uvedeno, z **kvalitativních faktorů** je důležitým zejména **výskyt jehličnatých lesů**, které pro zpracování pomocí DOS poskytují vhodnější měkké dřevo. Právě smrky a borovice jsou však velmi náchylné na sucho, což se jeví jako značné riziko v souvislosti s aktuálním problémem globálního oteplování. Málo kvalitní (tj. uschlé) stromy jsou napadány kůrovcem, a jejich výskyt do budoucna je tak silně ohrožen. Dle některých studií se již do 30 až 50 let očekává vymizení smrků v ČR. K dispozici by tak bylo jen tvrdé dřevo z listnatých stromů, čemuž bude nutné přizpůsobit i potřebné stroje (již během následujících 3 až 10 let se předpokládá hromadnější zavádění linek na duby a buky). Výhodou pro ČR zůstává, že je v oblasti listnatého řeziva největším zpracovatelem v Evropě. Naznačený vývoj zřejmě povede k větší globalizaci, centralizaci a vymizení malých dřevařských firem. Určitým řešením by mohla být orientace na další druhy výroby (nábytek, truhlářství), kde je však větší konkurence a nižší marže.

Významnou roli v oblasti lesního hospodářství a zpracování dřeva hraje **stát** (vlastník asi 60 % lesů v ČR a 40 % lesů v Evropě). Jedná se především o různé **dotační programy**. Například od roku 2015 Podpůrný a garanční rolnický a lesnický fond (PGRLF) nabízí držitelům lesů i podnikatelům v dané oblasti řadu finančních nástrojů spočívajících v podpoře úroků z komerčních úvěrů, v zajištění komerčních úvěrů, v podpoře pojištění i v přímém poskytování investičních a provozních úvěrů. Jiné dotace od téhož roku směřují na zalesňování zemědělské půdy.

Z pohledu legislativy lze zmínit tzv. **Nařízení EU o dřevě**⁹, které je převedeno také do českého právního řádu (s platností od března 2013). Jeho cílem je zabránit uvádění nezákonně vytěženého dříví na trhy EU. Každému, kdo dřevo a dřevařské výrobky na trhy EU uvádí, ukládá nařízení jako hlavní povinnost mít a pravidelně aktualizovat tzv. **systém náležité péče**, obsahující tři prvky:

- **přístup k informacím**, které se týkají dodávek dříví na trh,
- **posouzení rizik** uvedení nezákonně vytěženého dříví nebo dřevařských výrobků z tohoto dřeva na trh,
- **zmírnění zjištěného rizika** v případě, že zjištěné riziko uvedení nezákonně vytěženého dříví nebo dřevařských výrobků z tohoto dřeva na trh není zanedbatelné.

Za další kvalitativní faktor lze považovat **obchodování se dřevem (coby komoditou) na burzách**. Umožnění nákupu dřeva touto cestou vytváří poptávku po něm, a tím i po DOS. V neposlední řadě lze uvést **církevní restituce**, tedy vrácení části majetku, který byl znárodněn některým církvím předchozím režimem. Po druhé světové válce a únoru 1948 přišly církve na území Československa asi o 175 tisíc hektarů lesa. Aktuálně je situace taková, že po různých politických peripetiích byly církevní restituce nakonec schváleny a zákon je účinný od roku 2013.

Z **faktorů kvantitativních**, které by s jistou pravděpodobností mohly ovlivňovat vývoj relevantního trhu, jsou vybrány národohospodářské ukazatele **hrubý domácí produkt a inflace**. Z obecných faktorů poptávky je zvolen **počet obyvatel**. Odhadce bude v této části strategické analýzy vycházet z placené **databáze Passport**, jež poskytuje celou řadu jak minulých, tak prognózovaných číselných údajů, mapujících celý svět.

Pro zachování konzistence s vymezeným relevantním trhem bude analogicky přistoupeno také k uvedeným kvantitativním faktorům – tedy bude nutné uvažovat nejen ČR, ale i další státy Evropy, kam směřuje export. Celkový HDP lze získat prostým součtem za jednotlivé země, to samé platí pro počet obyvatel. U inflace

⁹ Nařízení o dřevě. *Ústav pro hospodářskou úpravu lesů* [online]. c2017 [cit. 2017-06-10]. Dostupné z: <http://www.uhul.cz/nase-cinnost/narizeni-o-dreve/uvod>

vykazované v % nedává součet smysl, proto bude vhodnější ji za relevantní trh vyjádřit jako průměr jednotlivých zemí. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty za celý trh, podrobnější rozpis je součástí přílohy.

Tabulka 27: Kvantitativní faktory vztažené k relevantnímu trhu

Rok	HDP (v mil. mezinárodních dolarů*)	Inflace (v %)	Počet obyvatel (v tis.)
2004	4 254 274	5,17	175 642
2005	4 480 837	3,30	175 290
2006	4 832 789	3,11	174 945
2007	5 172 482	3,64	174 513
2008	5 378 486	5,00	174 215
2009	5 179 518	2,43	173 814
2010	5 414 285	2,71	173 482
2011	5 719 103	3,59	173 301
2012	5 864 075	3,43	173 212
2013	6 011 723	1,86	173 365
2014	6 245 539	0,54	173 523
2015	6 455 767	-0,07	173 938
2016	6 684 298	-0,03	174 873
2017	6 975 204	1,91	175 228
2018	7 274 100	2,16	175 409
2019	7 586 658	2,06	175 468
2020	7 892 328	2,09	175 456
2021	8 180 045	2,09	175 373

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Passport

*Poznámka: prognózy jsou zvýrazněny červeně, *mezinárodní dolar je použit kvůli srovnatelnosti – jedná se o měnu, za níž by bylo možné koupit v různých zemích stejné množství zboží a služeb, jako za americký dolar ve Spojených státech (HDP je zde měřeno v paritě kupní síly)*

Zahrnuté země jsou opět ČR, Maďarsko, Polsko, Rumunsko, Slovensko, Rakousko a Německo. **HDP** za všechny země (s výjimkou roku 2009) neustále roste, v posledních letech tempem mírně pod 4 %, do budoucna se očekává překročení této hranice. Největší podíl na HDP zaujímá suverénně Německo, následované Polskem (ČR je pátá).

Inflace byla napříč zeměmi proměnlivá, společným jmenovatelem je však velmi nízká inflace v posledních letech, někde dokonce deflace. Právě kvůli záporným hodnotám nebylo možné použít geometrický průměr (nýbrž aritmetický), který jinak odhadce považuje za vhodnější při počítání s přírůstkovými hodnotami v podobě temp růstu cenové hladiny. Do budoucna se dle Passportu předpokládá určitá konvergence a přiblížení ke 2 % ve všech zemích.

Populace až do roku 2012 mírně klesala, poté opět nepatrně vzrostla. V poslední době je známý evropský trend tzv. stárnutí populace, což se potvrzuje i v prognóze, kde jsou plánovány pouze minimální přírůstky a od roku 2020 znovu pokles. Nejlidnatější jsou Německo a Polsko, ČR je v tomto srovnání s 10,5 miliony obyvatel čtvrtá.

3.1.5 Prognóza relevantního trhu

K prognóze relevantního trhu bude použit **program EViews**, který nabízí hlubší a širší možnosti pro analýzu časových řad. Nejprve je nutné najít vhodný model, jenž by splňoval základní požadavky na tzv. **neautokorelaci, normalitu a homoskedasticitu**. Jedná se o termíny z oblasti ekonometrie, pro které se používají nejrůznější statistické testy. Jakmile bude zvolen odpovídající model, je možné na jeho základě vytvořit predikci budoucího vývoje.

Odhady modelů budou vycházet z tzv. metody nejmenších čtverců. Postupně bude testována závislost vysvětlované (endogenní) proměnné – **těžby dřeva** – na jednotlivých vysvětlujících (exogenních) proměnných či jejich kombinacích. Zajímá nás bude, jak těžbu ovlivňuje **časový trend, HDP, HDP s inflací a populace**. Přehled a výsledky modelování jsou znázorněny v tabulce.

Tabulka 28: Testování jednotlivých modelů

Model	Rovnice	Koeficient determinace	Významnost	D-W statistika
Deterministický časový trend - lineární funkce	$y = 145046.082143 + 2257.85119048 \cdot T$	74%	Model i jeho proměnné jsou významné	1,63
Deterministický časový trend - polynomická funkce	$y = 141345.376786 + 4478.27440476 \cdot T - 246.713690476 \cdot T^2$	77%	Model a konstanta jsou významné, časové proměnné T a T ² významné nejsou	1,62
Lineární regrese na HDP	$y = 88766.1169192 + 0.0111724665474 \cdot \text{HDP}$	79%	Model i jeho proměnné jsou významné	1,70
Vícenásobná regrese na HDP a inflaci	$y = 65814.2105311 + 0.014579722229 \cdot \text{HDP} + 1488.35908216 \cdot \text{INFLACE}$	83%	Model, konstanta a HDP jsou významné, proměnná inflace významná není	2,00
Lineární regrese na populaci	$y = -582609.591339 + 4.24792723777 \cdot \text{POPULACE}$	13%	Model ani jeho proměnné nejsou významné	0,85

Zdroj: vlastní zpracování na základě softwaru EViews

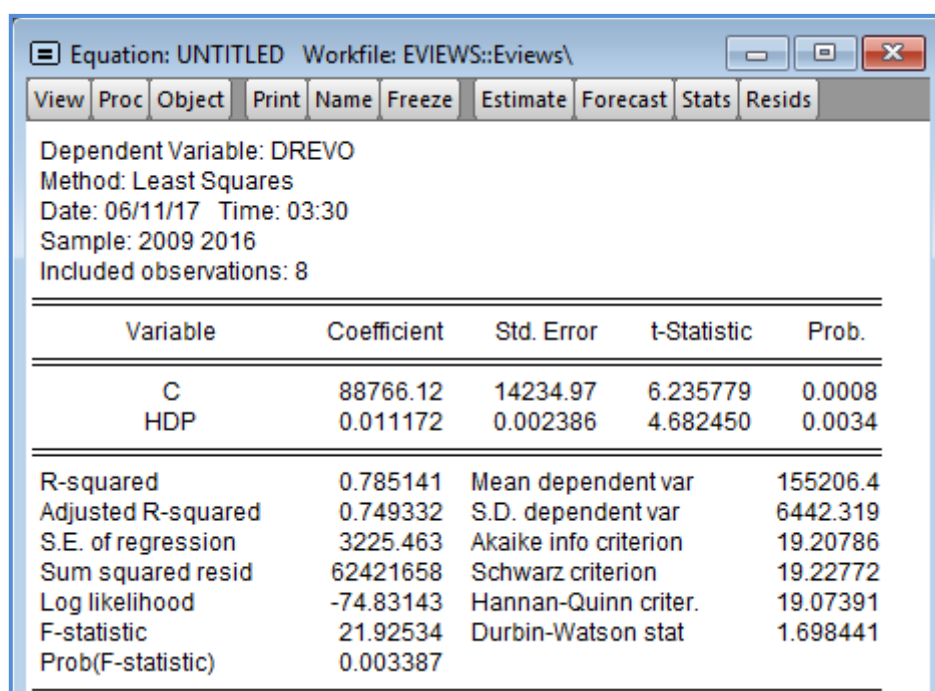
Pro účely modelování bylo nutné upravit původní časovou řadu zachycující těžbu dřeva ve fyzických jednotkách na relevantním trhu (viz příslušná subkapitola). Pro EViews bylo třeba tuto řadu zkrátit, neboť roky 2007 a 2008 byly poznamenány světovou krizí a jakékoli náhlé výkyvy znesnadňují analýzu trendu a znemožňují nalezení optimálního modelu. Na druhou stranu však bylo možné přidat údaje za rok 2016, které Eurostat ještě nezveřejnil, ale byly dodatečně získány z Passportu. Analyzovaná řada tak pokrývá období **od roku 2009 do 2016**, na což lze později navázat s prognózou (ideální s ohledem na datum ocenění 1. 1. 2017).

Z uvedených modelů vyšly nejlépe **lineární časový trend a regresní závislost na HDP**. Oba modely jsou jako jediné statisticky významné včetně všech proměnných. Koeficient determinace (udávající, kolik % variability endogenní proměnné se podařilo modelem vysvětlit) by sice mohl být vyšší, nicméně i necelých 80 % je uspokojivých. Durbin-Watsonova (D-W) statistika předběžně vypovídá o přítomnosti nežádoucí autokorelace. Hodnota okolo 2 znamená, že se autokorelace nevyskytuje. Čím je D-W vzdálenější od hodnoty 2, tím je existence autokorelace pravděpodobnější. Hodnoty 1,63 (funkce času) resp. 1,7 (regrese na HDP) zatím jednoznačně neprokazují danou vlastnost, poslouží k tomu další testy.

Jak bude dále demonstrováno na jednom vybraném modelu, tak oba modely s nejlepšími výsledky obstály v tzv. **diagnostické kontrole** (tj. testování, že rezidua nejsou autokorelovaná, nejsou heteroskedastická a jsou normálně rozdělená). Proto je možné už nyní zvolit model, který je pro zkoumaný trh vhodnější. Odhadce se rozhodl pro **lineární regresi na HDP**, a to ze dvou důvodů. Za prvé má tento model oproti deterministickému časovému trendu s lineární funkcí vyšší koeficient determinace. A za druhé (hlavní důvod) bylo již v předchozím textu zmíněno, že se jedná o silně procyklické odvětví; proto by vazbou na HDP měl být trh lépe vysvětlen než v případě časového trendu.

Výstup zvoleného modelu vypadá v programu EViews následovně:

Obrázek 2: Regresní výstup závislosti těžby dřeva na HDP



Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	88766.12	14234.97	6.235779	0.0008
HDP	0.011172	0.002386	4.682450	0.0034

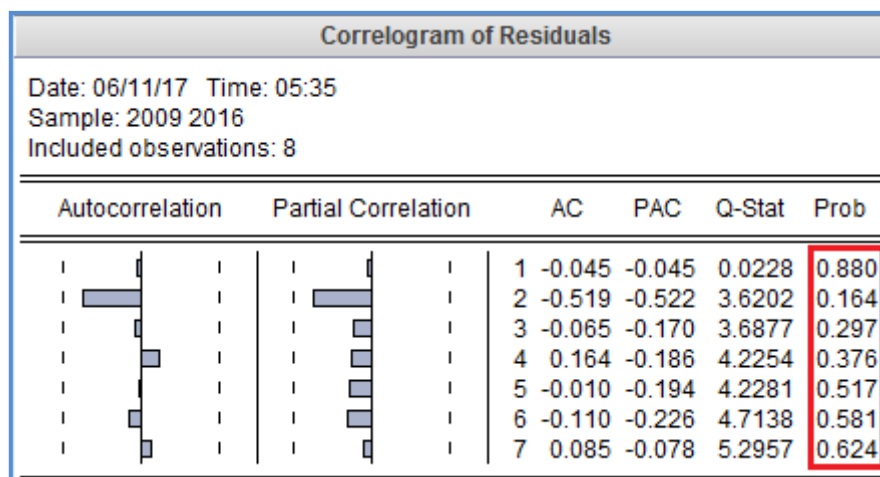
R-squared	0.785141	Mean dependent var	155206.4
Adjusted R-squared	0.749332	S.D. dependent var	6442.319
S.E. of regression	3225.463	Akaike info criterion	19.20786
Sum squared resid	62421658	Schwarz criterion	19.22772
Log likelihood	-74.83143	Hannan-Quinn criter.	19.07391
F-statistic	21.92534	Durbin-Watson stat	1.698441
Prob(F-statistic)	0.003387		

Zdroj: EViews

Na základě těchto výstupů (při zahrnutí různých exogenních proměnných) bylo možné si vytvořit představu o kvalitě každého modelu a sestavit tabulku v úvodu subkapitoly. Vidíme závislou proměnnou „DREVO“ (tj. těžba dřeva), metodu nejmenších čtverců, vzorek časové řady 2009 – 2016, počet pozorování 8. V samotném výstupu nás zajímá **„Prob.“**, což je **p hodnota známá ze statistiky, která se porovnává s hladinou významnosti α (obvykle 5 %)**. Konstanta i HDP zde mají p hodnotu menší než α , takže můžeme (dokonce i na 1 % hladině významnosti) zamítnout testovanou hypotézu o statistické nevýznamnosti obou proměnných a přijmout alternativní hypotézu, že jsou významné. Analogicky lze interpretovat p hodnotu u „F-statistiky“, vypovídající o kvalitě modelu jako celku. „R-squared“ je kýžený koeficient determinace a „Durbin-Watson stat“ můžeme vidět na konci.

Nyní přistoupíme k diagnostické kontrole modelu, spočívající v testování tří základních vlastností: (ne)autokorelace, (ne)normalita, hetero/homoskedasticita.

Obrázek 3: Korelogram reziduí



Zdroj: EViews, vlastní úprava

Autokorelaci (= vzájemnou závislost reziduí) lze testovat pomocí korelogramu reziduí, vycházejícího z metodologie Ljung-Boxe. Na první pohled lze usuzovat na nepřítomnost autokorelace, pokud jsou sloupčky uvnitř tolerančních mezí (levá část obrázku). Přesnější a spolehlivější je však učinit rozhodnutí podle p hodnoty (červeně vyznačeno). Protože $p > \alpha$, tak na 5 % hladině významnosti nezamítáme nulovou hypotézu a rezidua v tomto případě nejsou autokorelovaná.

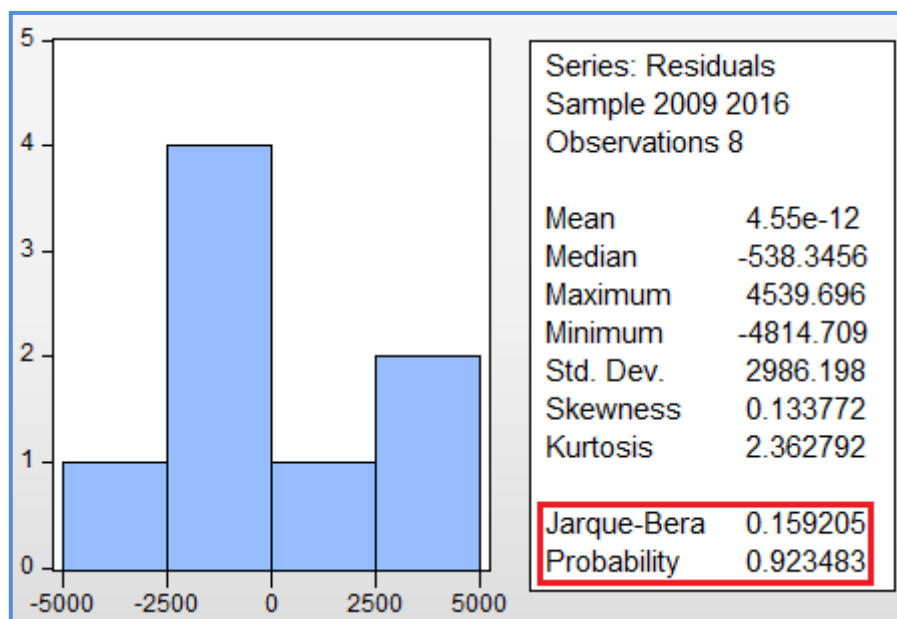
Obrázek 4: Breusch-Godfreyův LM test sériové závislosti reziduí

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.782358	Prob. F(2,4)	0.5167
Obs*R-squared	2.249482	Prob. Chi-Square(2)	0.3247

Zdroj: EViews, vlastní úprava, oříznuto

O neautokorelaci se můžeme přesvědčit také Breusch-Godfreyovým LM testem sériové závislosti reziduí. Uvedena je pouze podstatná část celého testu, kde opět platí, že $p > \alpha$, takže autokorelace se v modelu nevyskytuje.

Obrázek 5: Jarque-Bera test normality



Zdroj: EViews, vlastní úprava

Normalita se nejčastěji zjišťuje prostřednictvím Jarque-Bera testu. Nalevo se nachází histogram rozdělení četností (tj. sloupcový graf, kde sloupce na sebe těsně navazují), na jehož základě si lze vytvořit určitou prvotní představu. Červeně jsou vyznačeny zásadní údaje pro vyhodnocení (ne)normality rozdělení. Pokud je hodnota Jarque-Bera rovna přibližně 6,25 a méně, pak již je normalita zpravidla splněna na 5 % hladině významnosti. Tomu odpovídající vysoká p hodnota (blížíci se jedné) potvrzuje, že na dané hladině významnosti α nelze zamítnout testovanou hypotézu, a rezidua tak pocházejí z normálního rozdělení.

Obrázek 6: ARCH test heteroskedasticity

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	1.732136	Prob. F(1,5)	0.2452
Obs*R-squared	1.801055	Prob. Chi-Square(1)	0.1796

Zdroj: EViews, vlastní úprava, oříznuto

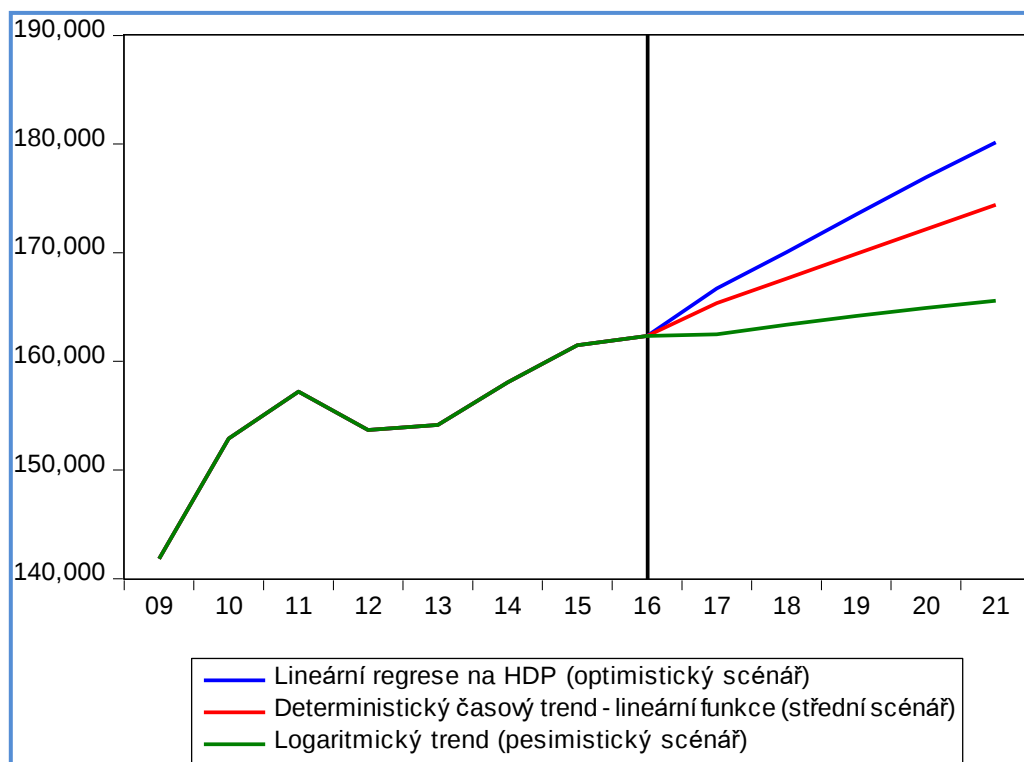
Poslední požadavek kladený na rezidua se týká jejich **homoskedasticity**, tedy aby měla konstantní a konečný rozptyl (v opačném případě mluvíme o heteroskedasticitě). Ověření lze provést pomocí tzv. ARCH testu, opět je uvedena pouze část celého

výstupu s klíčovými p hodnotami. I zde p hodnota převyšuje danou hladinu významnosti α , takže je prokázána testovaná hypotéza o žádoucí homoskedasticitě.

Diagnostická kontrola prověřila, že máme vhodný model bez autokorelace, s normalitou a homoskedasticitou. Nic nám proto nebrání použít ho k vytvoření predikce relevantního trhu. Prognózu však bude nutné zpracovat ve třech různých **variantních scénářích**. Jak se ukázalo, testovaný **model s HDP** má velmi pozitivní vyhlídky do budoucna, a proto bude použit jako **optimistická** varianta. Pro **střední** variantu lze využít **model deterministického časového trendu s lineární funkcí**, který byl zmíněn výše a také prošel diagnostickou kontrolou. Obě varianty pracují se solidním budoucím růstem, což odpovídá i provedené analýze atraktivity trhu s mírně nadprůměrným výsledkem (56 %).

V rámci **pesimistické** varianty je nutno počítat s daleko pomalejším tempem růstu. Při pohledu na dosavadní vývoj trhu (viz následující graf) by mohl průběh časové řady celkem dobře vystihnout **logaritmický trend**, jenž by dále předpovídal mnohem stabilnější průběh. V EViewsu byl tento přístup namodelován vytvořením inverzní funkce k funkci mocninné (s polynomem druhého stupně). Získaný model s logaritmickým trendem vykazuje statistickou významnost, a to i ve svých proměnných. Jeho koeficient determinace činí 83 % a diagnostická kontrola na základní vlastnosti proběhla v pořádku. Lze ho proto spolehlivě použít pro pesimistický scénář. Všechny tři variantní prognózy trhu jsou znázorněny graficky.

Graf 11: Prognóza relevantního trhu ve variantních scénářích



Zdroj: EViews, vlastní úprava

Černá vertikála je **práh predikce** jako poslední známá hodnota, která odděluje **horizont predikce** napravo od ní. Tři různé scénáře vývoje v letech 2017 až 2021 jsou barevně rozlišeny. Všechny navazují na rostoucí trend z minulosti, ale do budoucna předpokládají rozdílné tempo růstu. Číselné údaje jsou zaneseny do další tabulky.

Tabulka 29: Prognóza relevantního trhu ve variantních scénářích

Rok	Pesimistický scénář		Střední scénář		Optimistický scénář	
	Relevantní trh (v tis. m ³)	Tempo růstu	Relevantní trh (v tis. m ³)	Tempo růstu	Relevantní trh (v tis. m ³)	Tempo růstu
2009	141 819	-	141 819	-	141 819	-
2010	152 904	7,82%	152 904	7,82%	152 904	7,82%
2011	157 202	2,81%	157 202	2,81%	157 202	2,81%
2012	153 671	-2,25%	153 671	-2,25%	153 671	-2,25%
2013	154 151	0,31%	154 151	0,31%	154 151	0,31%
2014	158 079	2,55%	158 079	2,55%	158 079	2,55%
2015	161 484	2,15%	161 484	2,15%	161 484	2,15%
2016	162 341	0,53%	162 341	0,53%	162 341	0,53%
2017	162 497	0,10%	165 367	1,86%	166 696	2,68%
2018	163 378	0,54%	167 625	1,37%	170 036	2,00%
2019	164 175	0,49%	169 882	1,35%	173 528	2,05%
2020	164 903	0,44%	172 140	1,33%	176 943	1,97%
2021	165 573	0,41%	174 398	1,31%	180 157	1,82%
dále	x	0,40%	x	1,30%	x	1,80%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

Poznámka: údaje o objemu těžby dřeva převzaté z Passportu se v roce 2015 u některých zemí (tvořících relevantní trh) liší oproti Eurostatu, kde zřejmě ještě neproběhla dodatečná korekce skutečného stavu

Zde je důležité si uvědomit několik věcí. Relevantní trh byl vymezen ve **fyzických**, nikoli peněžních jednotkách. Vzhledem ke specifičnosti trhu nebylo možné zjistit cenové údaje, které by navíc (v mezinárodním prostředí) musely být přepočteny na společnou bázi. Absolutní hodnoty za trh tak vyjadřují objem těžby dřeva v tis. m³. Protože se však nejedná například o tržby, není v takto vymezeném trhu zachycen cenový růst. Uvedená tempa růstu tedy odrážejí jakýsi reálný růst, a proto se odhadce domnívá, že je nemá smysl srovnávat s inflací (která je zde většinou nad růstem trhu). Neměla by tedy nastat situace, že trh bude v čase pohlcen cenovým růstem – k tomu by bylo nutné zahrnout inflaci do růstu trhu v tabulce a pak tento nominální růst porovnat se samotnou inflací. Protože však trh (s výjimkou roku 2012) po celou dobu včetně prognózy reálně roste, měla by stačit prostá úvaha.

Trendem poslední doby je navíc všeobecně **velmi nízká míra inflace**, za relevantní trh dokonce deflace v posledních dvou letech. To znamená, že v současnosti lze nominální růst prakticky ztotožnit s reálným růstem. Je zajímavé, že inflační prognózy se k průměrné hranici 2 % upínají již od roku 2017 – v tom případě by totiž inflace musela skokově vzrůst přibližně o 2 procentní body z roku na rok. Dále se očekává setrvání na této úrovni, ačkoli minulé výkyvy tomu nenasvědčují. Ani jedno odhadce nepovažuje za

reálně vyplnitelné, proto není inflaci v této souvislosti přikládána větší váha. Je možné uvést příklad za Českou republiku, kde má ČNB stanoven inflační cíl ve výši 2 % (+/- 1 p. b.) od ledna 2010 a od té doby splnila toleranční pásmo pouze třikrát (v roce 2012 to bylo nad 3 % a v posledních třech letech pod 1 %).

Poslední poznámka se týká **růstu trhu**. Budoucí vývoj byl více či méně odvozen z vývoje minulého (časový lineární a logaritmický trend, HDP). Soudě z grafu byl růst v minulosti poměrně slušný, i když v % tempu to tak nevypadá. Časová řada je jistě poznamenána malým počtem pozorování a také krizí, jež jí předcházela. Největší růst byl zaznamenán hned v roce 2010 (7,82 %), pak již byl průběh mírnější. Z dostupných dat a kvalitních modelů by tedy prognózy měly být sestaveny reálným způsobem. Návaznost na předchozí roky je značná, následně se v predikovaném období postupně snižují tempa růstu až k hranici, z níž je vytvořen odhad od roku 2022 dále.

3.2 Analýza konkurenční síly

3.2.1 Identifikace hlavních konkurentů a analýza tržních podílů

Hlavní konkurenti byli již vyjmenováni a představeni ve finanční analýze, kde proběhl rozbor jejich účetních výkazů. Seznam konkurence dodalo odhadci vedení podniku. Jedná se o:

- Raimann ze skupiny Weinig Group – Německo
- **CML Engineering – Itálie**
- **A.Costa-Righi – Itálie**
- **Dřevostroj Čkyně – Česká republika**
- **Bison-Bial – Polsko**
- Röhm – Německo
- **Schunk – Německo**
- Kitagawa – Japonsko

Tučně zvýrazněné společnosti mají v databázi evropských firem Amadeus dostupné údaje, a proto mohly být předmětem finanční analýzy. Pro vymezení a analýzu tržních podílů by však na tomto místě bylo vhodné zahrnout i německé výrobce **Raimann**

a **Röhm**, neboť se jedná o významné hráče na evropském trhu a jejich vynecháním by došlo k jistému zkreslení tržních podílů.

Raimann má v Amadeu shodou okolností zveřejněné právě tržby za roky 2009 a 2012, které lze použít pro alespoň orientační představu o jeho velikosti. V případě **Röhm** není kvůli složité koncernové struktuře dohledatelný cílový podnik s odpovídající činností, nicméně velikost obrátu je možné alespoň orientačně odhadnout na základě jedné dceřiné společnosti ve Francii. Jinou dceru má Röhm i na Slovensku, ale vzhledem k velikosti bude lepší srovnání Německa s Francií. Tímto způsobem budou započteny všechny uvedené společnosti (vyjma japonské Kitagawy), čímž se odhadce pokusí alespoň minimalizovat případnou chybovost kvůli omezeným datům a zpřesnit informaci o tržních podílech.

Tabulka 30: Srovnání tržeb Společnosti s konkurencí (v tis. EUR) pro účely vymezení tržních podílů

tis. EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	4 212	4 845	6 278	5 903	6 104	6 525	7 412
CML Engineering	265	1 404	1 168	1 105	852	1 159	2 031
A.Costa-Righi	3 153	2 478	3 488	2 290	2 016	3 052	3 060
Dřevostroj Čkyně	5 674	3 526	3 250	3 480	3 762	5 329	7 255
Bison-Bial	12 819	25 844	19 457	29 618	24 082	24 323	19 270
Schunk	*25 877	25 877	38 622	47 622	48 800	*48 800	*48 800
Raimann	12 500	*12 500	*12 500	15 300	*15 300	*15 300	*15 300
Röhm	4 446	6 058	6 771	6 781	6 448	6 385	6 563
Celkem	68 946	82 533	91 534	112 100	107 365	110 872	109 690

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Poznámka: údaje označené hvězdičkou () nebyly v databázi k dispozici a byly odvozeny podle sousedních let, aby údaj za celý trh zůstal napříč obdobím konzistentní; Röhm byl orientačně určen dle dceřiné společnosti ve Francii*

Pro zachování konzistence s relevantním trhem byly oproti finanční analýze přidány první dva roky 2009 a 2010, na druhou stranu však v databázi chybí údaje za poslední rok 2016, kde má odhadce známy tržby pouze za oceňovaný podnik. V dalším kroku jsou tržní podíly určeny jako poměry tržeb jednotlivých podniků k celkovému součtu na posledním řádku.

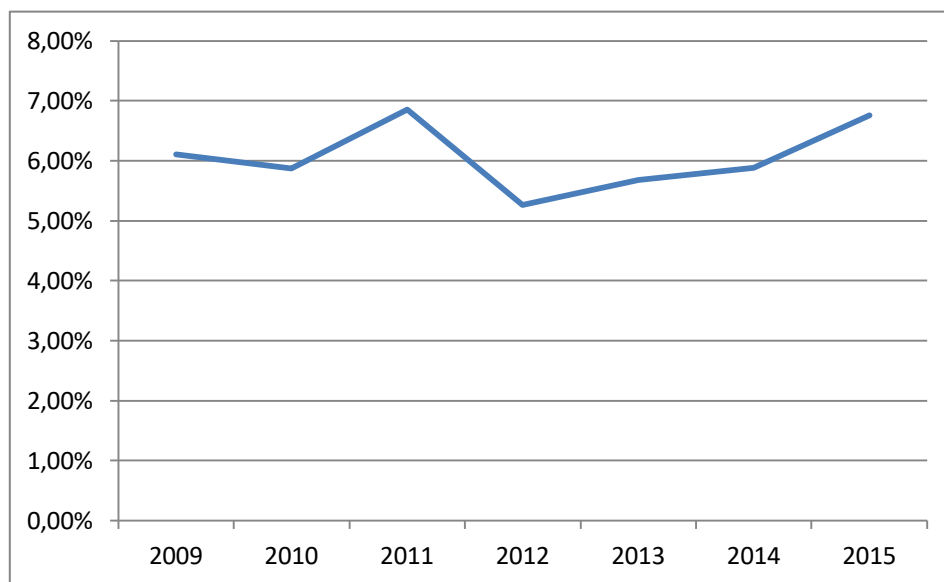
Tabulka 31: Tržní podíly Společnosti a konkurence

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	6,11%	5,87%	6,86%	5,27%	5,69%	5,89%	6,76%
CML Engineering	0,38%	1,70%	1,28%	0,99%	0,79%	1,05%	1,85%
A.Costa-Righi	4,57%	3,00%	3,81%	2,04%	1,88%	2,75%	2,79%
Dřevostroj Čkyně	8,23%	4,27%	3,55%	3,10%	3,50%	4,81%	6,61%
Bison-Bial	18,59%	31,31%	21,26%	26,42%	22,43%	21,94%	17,57%
Schunk	37,53%	31,35%	42,19%	42,48%	45,45%	44,01%	44,49%
Ostatní (Raimann, Röhm)	24,58%	22,49%	21,05%	19,70%	20,26%	19,56%	19,93%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Tržní podíl TOS se pohybuje okolo 6 %. Na jednu stranu převyšuje podíly obou italských i českého konkurenta, na druhou stranu však nestačí na soupeře z Polska a Německa. Největší tržní podíl si udržuje Schunk. Prvních šest firem, kde jsou z Amadea víceméně známy údaje, tvoří asi 80 % trhu. Zbýlých 20 % připadá na Raimann a Röhm, kde bylo třeba zapojit vlastní odhady a zjednodušení. Pokud bychom uvažovali veškerou konkurenci (tj. hlavně malé výrobce, což však nelze zcela podchytit), pak by se uvedené tržní podíly ještě o něco snížily.

Graf 12: Vývoj tržního podílu Společnosti v letech 2009 - 2015



Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedené analýzy

Vývoj tržního podílu Společnosti byl v minulém období vesměs stabilní, příliš se neodchýlil od hranice 6 %. Pozitivně však lze hodnotit rostoucí trend v posledních letech, započatý rokem 2012. I když tržby za celý trh příliš nerostly či dokonce

poklesly, Společnost dokázala generovat stále vyšší obrát. Tento stav ostatně koresponduje s kladným vývojem v poslední době, jenž vyplynul ze závěrů finanční analýzy.

3.2.2 Analýza faktorů konkurenční pozice

Konkurenční síla podniku by měla odrážet jeho schopnost udržovat, případně zvyšovat podíl na trhu. Tato schopnost je dána zejména tím, do jaké míry je podnik silný v těch stránkách své činnosti, jež jsou pro rozdělení tržních podílů rozhodující. Základní metodou by měla být **analýza hlavních faktorů ovlivňujících tržní podíly**. Faktory je možné rozdělit na **přímé**, které působí bezprostředně a jsou přímo vnímány zákazníkem, a **nepřímé** (podpůrné), které působí zprostředkovaně a vytvářejí určité zázemí. Výběr faktorů a jejich hodnocení lze podobně jako u analýzy atraktivity trhu zaznamenat do tabulky.

Tabulka 32: Analýza faktorů konkurenční pozice

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body	
			Negativní			Průměr		Pozitivní				
			0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1	Kvalita výrobků	3					x			4	12
	2	Šíře sortimentu	2		x						1	2
	3	Cenová úroveň	3					x			4	12
	4	Intenzita reklamy	2		x						1	2
	5	Výhody místa	1				x				3	3
	6	Výhody distribuce	1					x			4	4
	7	Image firmy	1						x		5	5
	8	Servis a služby	1					x			4	4
Nepřímé faktory	9	Kvalita managementu	3						x		5	15
	10	Výkonný personál	1		x						1	1
	11	Výzkum a vývoj	1				x				3	3
	12	Majetek a investice	2			x					2	4
	13	Finanční situace	1		x						1	1
Celkem		22									68	
Maximální počet bodů:		132										
Dosažený počet bodů:		68										
Hodnocení:		52%										

Zdroj: MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 89-90. ISBN 978-80-86929-67-5.

Kvalita výrobků (4 body z 6)

V roce 1996 byl ve Společnosti zaveden systém řízení jakosti na základě normy ISO 9001. Poté byla Společnost úspěšně recertifikována na základě mezinárodní normy ČSN EN ISO 9001:2008. Certifikát systému managementu jakosti byl vydán

renomovanou certifikační organizací TÜV NORD a vztahuje se na procesy vývoj, výroba a servis dřevoobráběcích strojů a vývoj a výroba sklíčidel. Tím by měla být zajištěna vysoká úroveň kvality výrobků, nicméně i ostatní konkurenti využívají certifikaci dle normy ISO.

Co je však velkou konkurenční výhodou Společnosti v rámci technického provedení DOS, to jsou poháněné horní válce. Ty umožňují posun i tvrdého či zmrzlého dřeva strojem ve velmi nízkých teplotách (od -20°C), takže je možné s nimi pracovat i v zimě.

Šíře sortimentu (1 bod z 6)

Sortiment byl původně (ve druhé polovině dvacátého století, kdy byl TOS ještě státním podnikem) poměrně široký. Postupně však docházelo k jeho zúžení, a to především po krizi 2007 – 2008, kdy již nebylo možné rozsáhlejší výrobu udržet. Výroba se tak selektuje a centralizuje, v rámci DOS se omezila na rozmítací, krátící a omítací pily; sklíčidla se zase vyrábějí pouze do klasických soustruhů s ručním upínáním (na rozdíl od např. Röhmu, který je nabízí i do moderních soustruhů s pneumatickým upínáním). Konkurence obecně disponuje mnohem širším sortimentem.

Cenová úroveň (4 body z 6)

Co se týče cenové úrovně, je oceňovaný podnik asi o 10-12 % levnější oproti špičce (tj. Raimannu – silnému soupeři v Německu a Rakousku), oproti dalším konkurentům je však dražší.

Intenzita reklamy (1 bod z 6)

Reklama a propagace obecně je slabinou Společnosti. V Evropě se v daném oboru každoročně konají tři velké výstavy: WOOD-TEC v Brně, DREMA v polské Poznani a prestižní LIGNA v německém Hannoveru. Společnost však nemá dostatek peněžních prostředků pro účast právě na německé výstavě (pro představu náklady na účast v Hannoveru jsou 1 mil. Kč, v Brně 350 tis. Kč), kde přitom dochází k přímému srovnání s konkurencí, je možné se veřejně prezentovat a navázat důležitou spoluprací s obchodními partnery. Například na jedné brněnské výstavě Společnost podnikla podstatný krok k obchodu za 4,5 mil. Kč. Absencí na výstavě v Hannoveru od roku 1997, kam jinak konkurence má přístup a může si účast dovolit, tak Společnost přichází

o spoustu potenciálních benefitů. Reklama jinou cestou (z důvodu nedostatku financí) neprobíhá.

Výhody místa (3 body z 6)

Z geografického hlediska je určitou výhodou poloha České republiky v centrální části Evropy, jež nabízí přístup na trhy po celé Evropě. V rámci ČR leží Svitavy na severozápadní Moravě v Pardubickém kraji, 59 km severozápadně od Olomouce. Se 17 tisíci obyvateli se nejedná o příliš velké město, aby ze své velikosti či vnitrostátní polohy mohlo výrazněji profitovat. TOS navíc nemá žádnou pobočku v zahraničí, z níž by plynula výhoda vymykající se průměrnému hodnocení.

Výhody distribuce (4 body z 6)

Distribuční síť je dobře organizovaná. Prodej DOS je zajišťován v tuzemsku jak přímo z akciové společnosti, tak i prostřednictvím obchodních zástupců. Prodej do zahraničí je zajišťován prostřednictvím zástupců v jednotlivých teritoriích. Prodej rotačního upínacího nářadí je v tuzemsku zajišťován převážně velkoobchodními organizacemi. Export je prováděn prostřednictvím obchodních firem působících na trhu s nářadím. Část exportu (cca 1/3) je realizována přímo z akciové společnosti. Prodej obchodního zboží je zaměřen na doplňující sortiment k obráběcím strojům tak, aby byla firma schopna dodávat kompletní technologické linky. Vzhledem k tomu, že jsou DOS vyráběny na zakázku, není potřeba žádný e-shop.

Image firmy (5 bodů z 6)

Image oceňovaného podniku lze vnímat pozitivně. TOS má u nás téměř 70letou tradici ve strojírenské výrobě a je zárukou vysoké kvality. Například v Polsku se pro Společnost vžilo úsměvné označení „Pila Switava“, která tam díky spokojenosti zákazníků začala v poslední době vytlačovat slovinského výrobce Mebor.

Trvalá pozornost je věnována ekologii a životnímu prostředí. Likvidace odpadů je prováděna v souladu s platnou legislativou péčí autorizovaných firem. Pozornost je dále věnována konstrukci a výrobě DOS, sklíčidel a kooperační výrobě z pohledu dodržování předpisů a norem EU v oblasti ekologických požadavků. Povinnosti dané právními předpisy byly v minulých letech vždy plněny.

Servis a služby (4 body z 6)

Společnost se nepotýká s mnoha reklamami. Náklady na ně činí zhruba 0,5-1 % z objemu prodeje. Co je třeba na tomto místě vyzdvihnout je celková koncepce dodávek DOS, kdy jednotlivé stroje tvoří tzv. uzly. Společnost totiž vyrábí komplexní linky s veškerým obslužným zařízením, což zákazníkovi usnadňuje manipulaci a vede k jisté automatizaci a poklesu souvisejících nákladů. Výsledným efektem je pak růst produktivity. Díky komplexnímu řešení prostřednictvím uzlů se daří prodávat o 40-100 % více technologií (v přepočtu na peněžní jednotky se místo obchodu za 1,5 mil. Kč uskuteční prodej za 5 mil. Kč).

Kvalita managementu (5 bodů z 6)

Management lze částečně hodnotit subjektivně, odhadcem je považován za jednu ze silných stránek. V minulosti byl vývoj TOS velmi nejistý, dokonce byl ohrožen i konkurzem, nicméně za (k datu ocenění stále ještě současného) generálního ředitele se podařilo vytvořit životaschopný systém, který odolal a přečkal těžké období (viz vazba na finanční analýzu). Právě zásluhou schopného managementu se Společnost dokázala vypořádat s následky hospodářské krize po roce 2008 a být znovu konkurenceschopnou v poslední době.

Kvalitu managementu je možné posoudit i na základě plnění plánu ohledně předpokládaných tržeb (dostupné z výročních zpráv, s výjimkou předběžně poskytnuté závěrky za 2016, kde tento údaj ještě chybí). Zatímco v letech 2012 a 2013 byl management příliš optimistický a skutečnost nenaplnila očekávání, v letech 2014 a 2015 už tomu bylo naopak a realita předčila plán. V roce 2015 byl navíc rozdíl mezi plánem a skutečností relativně malý. To svědčí o faktu, že se management dokázal poučit z nadmíry optimistických cílů a také zpřesnit své odhady.

Co však zůstává otázkou do budoucna, to je nejistý vývoj po výměně na postu generálního ředitele, k níž má dojít v roce 2017.

Výkonný personál (1 bod z 6)

Situace se zaměstnanci je pro oceňovaný podnik naopak tíživá. V provozní oblasti se vyskytují dva protipóly – na jedné straně staří a zkušení pracovníci před odchodem do důchodu, kteří se stroji umějí zacházet, na straně druhé mladí a nezkušení, kteří

v podniku dlouho nevydrží. Zapracování mladých zaměstnanců staršími kolegy v současnosti chybí, protože je nutné využívat pracovníky se zkušenostmi k naplnění kapacit, aby podnik vyráběl a fungoval. Pracovní podmínky jsou na nízké úrovni.

Typická je vysoká fluktuace (u zaměstnanců do 40 let). Společnost při výběru a přípravě nových zaměstnanců spolupracuje s odbornými učilišti a středními školami, jakož i s Úřadem práce ve Svitavách. Značná část pracovní síly je tak ve výrobních halách jen na praxi. Přestože se Společnost alespoň nějakým způsobem snaží pořádat kurzy a školení, jedná se o negativní aspekt její činnosti.

Výzkum a vývoj (3 body z 6)

Z výročních zpráv Společnosti plyne, že v každém roce byla výzkumu a vývoji věnována patřičná pozornost. Nedá se však předpokládat, že by evropská konkurence v této oblasti zaostávala, když je ostatně v úvodu každé výroční zprávy uvedena poznámka, že „výzkum a vývoj reaguje na světové trendy“.

Majetek a investice (2 body z 6)

Technologie používané při kusové výrobě DOS a sériové specializované výrobě sklíčidel jsou velmi zastaralé a nepřesné (stáří dosahuje i několika desítek let). Stroje jsou tak v případě TOS významně podinvestovány, kdežto konkurence disponuje modernějším vybavením. Do budoucna je žádoucí vybudovat zkušebnu na testování strojů.

Za pozitivní lze na druhou stranu shledat investice do softwaru, které začaly v roce 2014 a o dva roky později byly dokoupeny dvě licence. Jedná se o speciální software pro konstruktéra, který pomáhá odhalit nedostatky strojů a zpřesňovat jejich parametry. K tomu má i široké publikační možnosti. Tento software je důležitou konkurenční výhodou, přesto však zřejmě převažuje faktor starých technologií, proto je celkové hodnocení mírně podprůměrné.

Finanční situace (1 bod z 6)

Finanční situace byla kompletně posouzena v kapitole věnované finanční analýze. Jejím vyústěním byla informace spíše o špatném zdraví podniku, které však bylo do jisté míry

ovlivněno nepřívětivými výsledky v minulosti. Jak se ukázalo, v poslední době je v mnoha ohledech pozorováno patrné zlepšení.

Souhrnné hodnocení konkurenční síly ve výši 52 % vypovídá o tom, že oceňovaný podnik se nachází jen velmi lehce nad průměrem, spíše se mu blíží. S tím by měl také korespondovat vývoj tržního podílu. Za faktory, kde má Společnost určitou výhodu oproti konkurenci, byly shledány management, image firmy, kvalita výrobků, servis a služby, distribuce a ceny. Naopak výrazně hůře je na tom v oblastech širší sortimentu, reklamy, zaměstnanců, finanční situace a stavu majetku s investicemi.

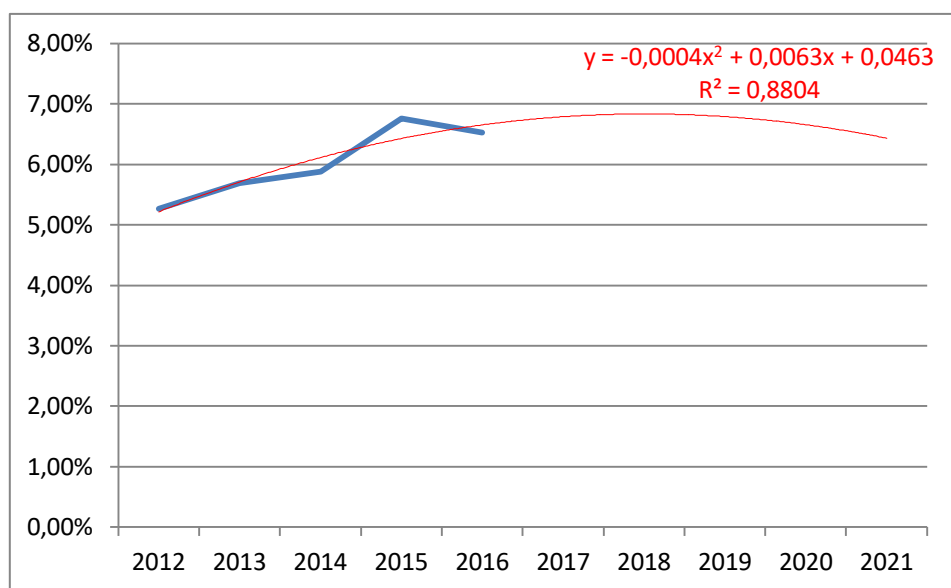
3.2.3 Prognóza vývoje tržního podílu

Pro prognózu vývoje tržního podílu budou využity informace o jeho průběhu v minulosti a závěr plynoucí z analýzy konkurenční síly. Hodnocení na úrovni 52 % znamená, že Společnost by měla být schopna si svůj podíl na trhu **udržovat** a do budoucna ho příliš neměnit. Prognóza bude tentokrát provedena jednodušším způsobem v programu **MS Excel**. Aby však byla nějakým způsobem statisticky podložená, je nejprve nutné učinit několik úprav.

K nalezení vhodného **časového trendu** bude minulá časová řada zkrácena o první tři roky a uvažována až od roku 2012, kdy po předchozích výkyvech začal být vývoj průkaznější. Zároveň považuje odhadce za správné zahrnout i rok 2016, k němuž má dostupné údaje o tržbách oceňovaného podniku, a samotnou prognózu navázat až od roku 2017. Tržby za 2016 budou kvůli srovnatelnosti přepočteny na eura podle kurzu ČNB¹⁰ k 30. 12. 2016 (k poslednímu dni není kurz zveřejněn), což zhruba odpovídá kurzům v databázi Amadeus pro předchozí roky. K tomu je třeba tyto tržby z výkazů poměrově (trojčlenkou) přepočítat, aby byly konzistentní s metodikou v Amadeu, kde kromě prodeje vlastních výrobků a zboží zahrnují ještě některé další položky. Poslední neznámou pro stanovení tržního podílu v roce 2016 zůstávají tržby konkurenčních podniků – ty budou ponechány na úrovni z roku 2015.

¹⁰ Kurzy devizového trhu. *Česká národní banka* [online]. c2003-2017 [cit. 2017-06-15]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp

Graf 13: Prognóza tržního podílu Společnosti – polynomický trend



Zdroj: vlastní zpracování v MS Excel

Aby tržní podíl TOS setrval na současné úrovni, měl by se každopádně pohybovat mezi 6 a 7 %. Tomu z nabízených funkcí nejlépe odpovídá **polynomický trend druhého stupně**, který navíc vykazuje vysoký koeficient determinace (88 %). Na tomto základě lze kvantifikovat budoucí tržní podíl, kdy zpočátku dochází ještě k mírnému nárůstu v důsledku pozitivního vývoje v minulých letech. Poté však odhadce provedl **korekci**, neboť v letech 2020 a 2021 není důvod očekávat pokles, který výrazně ovlivňuje následnou prognózu tržeb. K úplné stabilizaci by tak mělo dojít již v roce 2020, jak ukazuje následující tabulka.

Tabulka 33: Prognóza tržního podílu Společnosti

Rok	Tržní podíl	Tempo růstu
2009	6,11%	-
2010	5,87%	-3,90%
2011	6,86%	16,83%
2012	5,27%	-23,23%
2013	5,69%	7,97%
2014	5,89%	3,51%
2015	6,76%	14,81%
2016	6,53%	-3,40%
2017	6,79%	4,01%
2018	6,83%	0,67%
2019	6,79%	-0,64%
2020	6,80%	0,15%
2021	6,80%	0,00%
dále	6,80%	0,00%

Zdroj: vlastní zpracování

3.3 Perspektivnost podniku, dílčí prognóza tržeb a volba délky první fáze

Perspektivnost podniku je dána atraktivitou trhu, na kterém se pohybuje, a konkurenční silou, kterou se vyznačuje. V konkrétním případě předchozího zkoumání dospěla analýza atraktivity trhu k hodnotě 56 % a analýza konkurenční síly k 52 %. Obě hodnoty poukazují na průměrnou konkurenční pozici Společnosti na průměrně atraktivním trhu. Tento typ podniku lze označit za „**podnik s přijatelnou perspektivou**“¹¹. Na základě provedených analýz je tak možné považovat předpoklad going concern za splněný.

Dílčí prognóza tržeb vychází z propojení prognózy relevantního trhu a tržního podílu. Na tomto místě však již bude nutné udělat drobnou úpravu avizovanou u relevantního trhu, aby obě veličiny byly poměřitelné a výsledná prognóza konzistentní (i s ohledem na druhou fázi). Poněvadž tržní podíl byl odvozen z tržeb a jejich nominálního růstu, je

¹¹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, s. 93. ISBN 978-80-86929-67-5.

třeba cenový růst nějakým způsobem promítnout také do relevantního trhu vyjádřeného ve fyzických jednotkách. To bude zjednodušeně provedeno tak, že k predikovaným tempům růstu trhu bude přičtena prognózovaná inflace, jež byla zjištěna a vztažena k relevantnímu trhu v rámci hlavních faktorů ovlivňujících trh. Následně je možné dopočítat **tempa růstu tržeb** podle vztahu:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} * \text{Index změny tržního podílu}) - 1$$

Získaná tempa růstu jsou pak v časové řadě navázána na minulý vývoj tržeb, čímž dostaneme výslednou prognózu tržeb pro obor DOS, a to opět ve třech variantních scénářích (viz tabulka níže).

Po zralé úvaze se odhadce na tomto místě rozhodl provést ještě drobnou **úpravu**. S ohledem na minulý vývoj a zároveň dlouhodobý nominální růst HDP se nezdá být reálně udržitelné tempo růstu tržeb ve druhé fázi středního a optimistického scénáře na úrovni 3,40 %, resp. 3,90 %. Jako teoreticky nejsprávnější se zde jeví přidat za první fázi ještě **dvouletou mezifázi**, během níž dojde k dalšímu poklesu tempa růstu až na dlouhodobě přijatelnou úroveň. Tím bude zajištěna návaznost druhé fáze na poslední rok fáze první (resp. na vloženou mezifázi), kdy by již Společnost měla být po sedmi letech stabilizovaná.

Tabulka 34: Dílčí prognóza tržeb pro obor DOS ve variantních scénářích

DOS	Pesimistický scénář		Střední scénář		Optimistický scénář	
	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu
2011	37 435	-	37 435	-	37 435	-
2012	33 523	-10,45%	33 523	-10,45%	33 523	-10,45%
2013	33 490	-0,10%	33 490	-0,10%	33 490	-0,10%
2014	43 588	30,15%	43 588	30,15%	43 588	30,15%
2015	42 237	-3,10%	42 237	-3,10%	42 237	-3,10%
2016	45 530	7,80%	45 530	7,80%	45 530	7,80%
2017	48 306	6,10%	49 144	7,94%	49 531	8,79%
2018	49 944	3,39%	51 217	4,22%	51 939	4,86%
2019	50 885	1,88%	52 619	2,74%	53 726	3,44%
2020	52 249	2,68%	54 497	3,57%	55 987	4,21%
2021	53 551	2,49%	56 348	3,40%	58 171	3,90%
2022	54 890	2,50%	58 151	3,20%	60 324	3,70%
2023	56 262	2,50%	59 896	3,00%	62 435	3,50%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

Poznámka: žlutě je vyznačena vložená mezifáze

Délka první fáze hraje stěžejní roli při tvorbě finančního plánu. Na základě analýzy relevantního trhu a odhadu vývoje oceňovaného podniku byla napřed stanovena na pět let od data ocenění. S ohledem na získaná tempa růstu tržeb v roce 2021 však byla odhadcem modifikována, takže její délka **včetně vložené mezifáze činí sedm let¹²**. Protože se nejedná o mladý, začínající podnik, nýbrž o podnik ve **fázi zralosti s dlouholetou tradicí**, měla by tato doba stačit na jeho stabilizaci. V tzv. **druhé fázi** (tj. od roku 2024 až teoreticky do nekonečna) je pracováno s předpokladem neměnného tržního podílu – to znamená, že Společnost resp. její tržby porostou stejným tempem jako trh.

3.4 Prognóza ostatních složek a celkových tržeb

Způsob prognózování tržeb, který byl výše aplikován na obor DOS, vychází z učebnicového postupu uváděného odbornou literaturou¹³. Bylo možné ho použít, jelikož byly k dispozici potřebné informace, získané především z místního šetření provozovny podniku ve Svitavách. Protože se však jedná pouze o část celkových tržeb, je třeba prognózovat i další složky, které k obratu přispívají a byly stručně představeny v úvodní kapitole. Jedná se o obory **sklíčidla, kooperace (resp. nové kooperační výroby)** a skupinu **ostatních tržeb** souvisejících zejména se službami a obchodním zbožím.

Prognóza těchto složek bude provedena jednodušším způsobem, a to s využitím minulého vývoje jednotlivých dílčích tržeb a proložením **spojnice trendu** v programu MS Excel. Zvolené trendy s vyčíslením temp růstu ve variantních scénářích za všechny tři složky jsou součástí přílohy. Na tomto místě budou uvedeny veškeré dílčí tržby v absolutním vyjádření v rámci středního scénáře a dále pak výsledná prognóza tržeb

¹² Obecně je první fáze pokryta finančním plánem; vzhledem k tomu, že v této práci bude plán sestaven i na období mezifáze, jsou tyto dva roky pro zjednodušení terminologie řazeny k první fázi (avšak budou v tabulkách dále barevně odlišeny).

¹³ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

Společnosti ve variantních scénářích za celou svou činnost, jež vznikla prostým součtem dílčích složek.

Tabulka 35: Prognóza jednotlivých složek tržeb ve středním scénáři (v tis. Kč)

Rok	DOS + ND	Sklícidla	Kooperace	Ostatní (služby, obchodní zboží)	Tržby celkem
2011	37 435	62 187	14 519	15 693	129 834
2012	33 523	66 954	14 716	10 197	125 390
2013	33 490	61 961	11 048	9 826	116 325
2014	43 588	70 401	32 205	11 854	158 048
2015	42 237	74 481	50 998	8 338	176 054
2016	45 530	73 225	43 420	7 430	169 605
2017	49 144	76 823	44 778	7 656	178 400
2018	51 217	79 286	47 445	7 313	185 260
2019	52 619	81 749	49 797	7 024	191 188
2020	54 497	84 212	51 900	6 775	197 384
2021	56 348	86 675	53 804	6 557	203 384
2022	58 151	89 138	55 541	6 364	209 195
2023	59 896	91 602	57 139	6 192	214 829

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Poznámka: ND = náhradní díly, ve výročních zprávách řazeny k DOS

Tabulka 36: Prognóza celkových tržeb ve variantních scénářích

CELK.	Pesimistický scénář		Střední scénář		Optimistický scénář	
	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu
2011	129 834	-	129 834	-	129 834	-
2012	125 390	-3,42%	125 390	-3,42%	125 390	-3,42%
2013	116 325	-7,23%	116 325	-7,23%	116 325	-7,23%
2014	158 048	35,87%	158 048	35,87%	158 048	35,87%
2015	176 054	11,39%	176 054	11,39%	176 054	11,39%
2016	169 605	-3,66%	169 605	-3,66%	169 605	-3,66%
2017	176 942	4,33%	178 400	5,19%	179 408	5,78%
2018	182 701	3,25%	185 260	3,85%	187 275	4,38%
2019	187 461	2,61%	191 188	3,20%	194 308	3,76%
2020	192 399	2,63%	197 384	3,24%	201 652	3,78%
2021	197 069	2,43%	203 384	3,04%	208 794	3,54%
2022	201 603	2,30%	209 195	2,86%	215 804	3,36%
2023	206 020	2,19%	214 829	2,69%	222 696	3,19%
dále	x	2,20%	x	2,70%	x	3,20%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz a prognóz

Pro druhou fázi s neměnným tržním podílem, a tedy růstem na úrovni trhu jsou predikována tempa růstu **2,70 % ve střední, 2,20 % v pesimistické a 3,20 % v optimistické variantě**. Všechny tři hodnoty současně splňují zasazení do intervalu, jehož spodní hranicí je prognóza inflace (cca 2 %) a hranici pro maximální odhad tvoří dlouhodobý nominální růst HDP (cca 4 %).

3.5 SWOT analýza

Na závěr strategické analýzy bude ještě v krátkosti provedena tzv. SWOT analýza. Jedná se o nástroj používaný ke komplexnímu shrnutí a vyhodnocení faktorů působících na podnik. Zahrnuje **silné a slabé stránky** samotného podniku a dále **příležitosti a hrozby**, které se týkají příslušného trhu. Uvedené faktory byly výše diskutovány.

Tabulka 37: SWOT analýza Společnosti

Vnitřní faktory	Silné stránky	Slabé stránky
	Management	Staré technologie
	Image firmy	Nedostatek zaměstnanců
	Pozitivní vývoj v poslední době	Podniková kultura
Vnější faktory	Příležitosti	Hrozby
	Nové teritoriální trhy	Úbytek jehličnatých lesů v budoucnu
	Nové segmenty výroby	Nepříznivý hospodářský vývoj

Zdroj: vlastní zpracování

3.6 Vyhodnocení strategické analýzy

V rámci strategické analýzy byl nejprve charakterizován a vymezen **relevantní trh**, který byl pojat z hlediska dřevoobráběcích strojů. Z diskuze s vedením Společnosti vyplynulo, že při pohledu na mapu je poptávka v podstatě všude tam, kde jsou lesy a současně peníze. Proto bylo možné daný trh uchopit jako trh s těžbou a zpracováním dřeva. Kvůli značnému vývozu musel být trh geograficky vymezen jako část Evropy, z dostupných zdrojů k tomu posloužily údaje o objemu těžby ve fyzických jednotkách.

Analýza atraktivitu trhu dospěla jen k mírně nadprůměrnému výsledku (56 %). Pozitivní je nadprůměrná rentabilita odvětví, negativní jeho citlivost na konjunkturu. Za hlavní faktory ovlivňující vývoj trhu byly shledány výskyt jehličnatých lesů (zároveň i budoucí riziko) a dotační programy státu. Při **prognóze trhu**, jež byla kompletně zpracována v programu EViews, byla spatřena závislost na HDP. Softwarem ověřené modely byly použity k vytvoření různých prognóz ve třech variantních scénářích.

Při **analýze konkurenční síly** byly nejprve (v návaznosti na finanční analýzu) identifikováni hlavní konkurenti a jejich tržní podíly. Jedná se převážně o zahraniční konkurenci. Podíl tržeb TOS na celkovém „koláči“ dosahoval v minulosti okolo 6 %. **Analýza konkurenční pozice** odhalila některé pozitivní faktory (kvalita managementu, image firmy), ale i řadu negativ (širší sortimentu, reklama, zaměstnanci). Celkové hodnocení této analýzy bylo na úrovni 52 %, což vypovídá o průměrné pozici TOS na trhu. Tomu byla přizpůsobena také **prognóza tržního podílu**, kde bylo potřeba skloubit statistický výstup s vlastními úvahami.

Prognóza trhu a tržního podílu byla následně vstupem pro výslednou **prognózu tržeb**, přičemž byla nakonec zvolena sedmiletá délka první fáze (zahrnující dva roky mezifáze). Predikovány byly nejen tržby DOS, ale také sklíčidel, kooperací a ostatních činností. Celkové tržby pak byly dány součtem těchto skupin. Oceňovanému podniku byla připsána přijatelná perspektiva. Do budoucna je predikován růst tržeb s postupně klesajícími přírůstky, který by se měl nakonec ustálit a ztotožnit s vývojem trhu, neboť druhá fáze počítá se zcela stabilním tržním podílem.

Určitým rizikem pro budoucí vývoj může být volba **nového generálního ředitele** v roce 2017. Může se však jednat i o změnu, jež bude kladným impulsem a pomůže Společnosti eliminovat slabé stránky a využít příležitosti (přestože současný ředitel se v minulosti výraznou měrou zasloužil o to, že se TOS na trhu udržel). Do budoucna bude nutné významně **investovat**, zejména do obnovy výrobních zařízení a jejich modernizace. Výhodou pro Společnost může být větší připravenost linek na listnaté řezivo oproti konkurenci.

Ačkoli se na základě finanční analýzy nebylo možné jednoznačně vyjádřit k nepřetržitému trvání podniku, po provedení strategické analýzy lze tento výrok

modifikovat a **předpoklad going concern považovat za splněný**. Trh disponuje určitým růstovým potenciálem a oceňovaný podnik se ukázal být konkurenceschopným, musí však pokračovat v kladných výsledcích posledních let. Za tohoto předpokladu bude možné pro ocenění použít některou z **výnosových metod**. K tomu je nezbytné mít sestavený finanční plán, pokrývající období první fáze.

4 Rozdělení majetku na provozně nutný a neprovozní

Před přistoupením k analýze a prognóze generátorů hodnoty a následnému sestavení finančního plánu je nezbytným krokem rozdělit podnikový majetek na provozně nutný a neprovozní.

Dlouhodobý nehmotný majetek je tvořen softwarem, do něhož bylo v letech 2014 a 2016 významně investováno. Jedná se o provozně nutnou položku.

Dlouhodobý hmotný majetek je tvořen především stavbami, v menší míře pak pozemky, samostatně movitými věcmi a některými dalšími položkami. Společnost eviduje malou výši nedokončeného DHM, u něhož se očekává, že bude v budoucnu dokončen a bude generovat peněžní toky v rámci hlavní činnosti podniku. Odhadce obdržel od vedení Společnosti informaci o pozemcích, které jsou předmětem prodeje, v tržní ceně 4,8 mil. Kč a zůstatkové ceně 0,7 mil. Kč. Další pozemky nevyužitelné pro podnikání mají tržní cenu 4,5 mil. Kč a zůstatkovou cenu 0,6 mil. Kč. **Proto lze do neprovozního majetku zařadit zmíněné pozemky v celkové tržní ceně 9,3 mil. Kč a zůstatkové ceně 1,3 mil. Kč.**

Dlouhodobý finanční majetek je nulový, a nemusí tak být uvažován.

Zásoby jsou v celé výši započteny do provozně nutných aktiv, neboť vedení Společnosti neuvedlo, že by jejich část považovalo za nepotřebnou.

Veškeré **dlouhodobé i krátkodobé pohledávky** jsou rovněž pokládány za provozně nutné.

Krátkodobý finanční majetek tvořený jen penězi v pokladně a na účtech v bankách je vzhledem k velmi nízké likviditě vypočtené ve finanční analýze řazen mezi provozně nutná aktiva.

4.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Propočet **provozně nutného investovaného kapitálu** vychází z účetní rozvahy, kterou je třeba mírně upravit. Na straně aktiv je vyloučen majetek považovaný za provozně nenutný a dále jsou oběžná aktiva snížena o závazky, u nichž nelze explicitně určit náklady. Provozně nutný investovaný kapitál pak získáme jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu.

Tabulka 38: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)

tis. Kč	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
DM prov. nutný	106 423	84 511	79 436	78 827	96 234	73 986
PK prov. nutný upr.	58 862	33 581	26 790	44 279	47 422	84 424
IK prov. nutný	165 285	118 092	106 226	123 106	143 656	158 410

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Provozně nutný dlouhodobý majetek byl odvozen na základě celkového DM v účetní rozvaze, od něhož se odečetly neprovozní pozemky v hodnotě 1,3 mil. Kč. K tomu byly ještě přičteny pohledávky za upsaný základní kapitál (viz rok 2015), což je svým způsobem neobvyklá položka, nicméně by zde měla být zohledněna a promítnuta, neboť se jedná o zvýšení vlastního kapitálu na opačné straně pasiv.

Provozně nutný upravený pracovní kapitál si žádal poněkud více úprav. Nejprve se vzala (provozně nutná) oběžná aktiva a sečetla se s časovým rozlišením aktiv. Od toho bylo třeba odečíst neúročené závazky. Dlouhodobé závazky jsou v podniku úročeny, takže šlo jen o krátkodobé. Z těch však nelze všechny označit za neúročené – vedle obvykle neúročených (jako jsou závazky vůči státu, zaměstnancům apod.) má podnik značnou část závazků z titulu ovládané/ovládající osoby, které jsou dle výročních zpráv úročeny. Proto bylo nutné tyto krátkodobé půjčky vyčlenit zvlášť a odečíst pouze skutečně neúročené krátkodobé závazky. Nakonec bylo odečteno ještě časové rozlišení pasiv. Rezervy jsou ponechány, neboť mají povahu závazku pouze účetně, ale reálně patří spíše do vlastního kapitálu.

4.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pro další postup je nezbytné vymezit tzv. **korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)**. Ten získáme, pokud provozní výsledek hospodaření očistíme o výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem a naopak k němu přidáme finanční výnosy a náklady související s provozně nutnými aktivy. KPVH je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.

Tabulka 39: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní VH	-25 980	-34 126	-8 047	5 151	3 815	5 008
Tržby z prodeje DM a mat. (-)	1 240	3 279	1 824	1 237	511	3 386
ZC prodaného DM a mat. (+)	570	857	797	471	237	490
Ostatní finanční výnosy (+)	2 924	2 329	1 642	481	2 513	75
Ostatní finanční náklady (-)	4 338	2 097	4 030	1 201	916	484
KPVH před daní	-28 064	-36 316	-11 462	3 665	5 138	1 703

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Vzhledem k tomu, že za neprovozní byly označeny pouze určité pozemky, není třeba činit úpravu s jejich odpisy (neboť pozemky se neodepisují). Provozní VH je však typicky očištěn o zisk z prodeje DM a materiálu – lze vycházet z předpokladu, že podnik odprodal majetek, který ke svému hlavnímu provozu zkrátka nepotřeboval. Co se týče položek vstupujících do finančního VH, byl o ně provozní VH při transformaci na KPVH též upraven (vyjma odpočtu nákladů na cizí kapitál, tj. nákladových úroků, které v této fázi ještě odečítat nebudeme). Ostatní finanční výnosy a náklady nejsou ve výročních zprávách blíže specifikovány, pouze v roce 2011 vykázala Společnost výnos ve výši 22 235 tis. Kč díky odpisu závazků vůči firmě Sporten, a.s. – protože šlo o **jednorázovou událost, jsou o ni ostatní finanční výnosy v tabulce již sníženy**. Jelikož Společnost nevlastní žádné cenné papíry coby prostředek k uložení volných peněz, lze se domnívat, že tyto výnosy a náklady jsou spjatý s provozním majetkem.

5 Generátory hodnoty

Pod pojmem generátory hodnoty se v oceňovací praxi rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Jedná se zejména o:

- tržby a jejich růst,
- ziskovou marži,
- investice do provozně nutného pracovního kapitálu,
- investice do provozně nutného dlouhodobého majetku.

Uvedené generátory hodnoty budou v dalším textu analyzovány a prognózovány (zpravidla relativně i absolutně). Projekce generátorů hodnoty je základem pro sestavení finančního plánu. Jelikož byly predikovány tržby ve třech variantních scénářích, musí být také sestavené plány ve třech scénářích. Rozdíly ve variantách jsou dány v podstatě jen odlišnými prognózami tržeb, neboť generátory hodnoty se povětšinou plánují v relativním vyjádření k tržbám. V textu bude dále rozvedena a komentována pouze **střední varianta, tj. nejrealističtější prognóza tržeb a s tím související další položky**. Optimistická a pesimistická varianta generátorů hodnoty promítnutých do finančního plánu jsou k dispozici v příloze.

Generátorům hodnoty a následnému sestavení finančního plánu musí odhadce věnovat patřičnou pozornost, neboť v době zpracování ocenění **nemá k dispozici plán od vedení Společnosti**. Důvodem je, že v relativně nedávné minulosti byl podnik v nedobré situaci a přednostně se řešila restrukturalizace bankovního úvěru a celková stabilizace. Odhadce obdržel pouze výhled na nejbližší tři roky v několika hlavních ukazatelích, který se na určitých místech pokusí alespoň skloubit s vlastními úvahami, analýzami a prognózami. Sestavení kompletního finančního plánu ve formě výkazů pak bude vyústěním těchto snah (kapitola 6).

5.1 Tempo růstu tržeb

Projekce budoucích tržeb a jejich meziročního růstu byla výsledkem strategické analýzy. Vývoj ve třech variantních scénářích včetně minulosti připomene tabulka.

Tabulka 40: Tržby a tempo růstu tržeb - minulost a prognóza ve variantních scénářích

CELK.	Pesimistický scénář		Střední scénář		Optimistický scénář	
	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu
2011	129 834	-	129 834	-	129 834	-
2012	125 390	-3,42%	125 390	-3,42%	125 390	-3,42%
2013	116 325	-7,23%	116 325	-7,23%	116 325	-7,23%
2014	158 048	35,87%	158 048	35,87%	158 048	35,87%
2015	176 054	11,39%	176 054	11,39%	176 054	11,39%
2016	169 605	-3,66%	169 605	-3,66%	169 605	-3,66%
2017	176 942	4,33%	178 400	5,19%	179 408	5,78%
2018	182 701	3,25%	185 260	3,85%	187 275	4,38%
2019	187 461	2,61%	191 188	3,20%	194 308	3,76%
2020	192 399	2,63%	197 384	3,24%	201 652	3,78%
2021	197 069	2,43%	203 384	3,04%	208 794	3,54%
2022	201 603	2,30%	209 195	2,86%	215 804	3,36%
2023	206 020	2,19%	214 829	2,69%	222 696	3,19%
dále	x	2,20%	x	2,70%	x	3,20%

Zdroj: vlastní zpracování

Tržby za výrobky a zboží razantně vzrostly v roce 2014 a v dalším roce dosáhly prozatímního maxima. Prognóza tržeb v první fázi je souhrnem jejích dílčích částí. Pro DOS vznikla syntézou prognózy trhu a tržního podílu, pro sklíčidla, kooperace a ostatní tržby byly využity spojnice trendu; vše bylo opřeno o statistické funkce. Výhled pro druhou fázi vychází z odhadovaného tempa růstu v posledním roce první fáze (tj. druhý rok žlutě vyznačené mezifáze).

5.2 Zisková marže

Tzv. provozní zisková marže je definována jako poměr KPVH před daní a tržeb. Z praktických důvodů se přitom doporučuje používat **KPVH před odpočtem odpisů**, jelikož odpisy je vhodné analyzovat a prognózovat v souvislosti s investicemi do dlouhodobého majetku. Až poté bude možné dopočítat ziskovou marži po odpisech a po dani.

Pro naplňování ziskové marže existují dva způsoby: shora a zdola. **Prognóza shora** je považována za základní; je založena na principu, že velikost marže dlouhodobě závisí na konkurenčním postavení podniku. Vychází tedy z vývoje marže za minulost a na něj navazujícího zdůvodněného vývoje do budoucnosti. Při **prognóze zdola** vycházejí

propočty ziskové marže z analýzy a prognózy nákladových a výnosových položek. Jakmile získáme tyto dvě konstrukčně odlišné prognózy ziskové marže, bude nutné je mezi sebou porovnat a postupně sladovat, dokud nebudou shodné.

5.2.1 Prognóza shora

Konkrétní postup prognózy shora je takový, že za minulé roky vypočítáme KPVH před odpisy a daní a z něho odvodíme ziskovou marži v procentním vyjádření. Ta je následně podrobena analýze v souladu s **faktory konkurenční pozice podniku**, které na ni působí a mohou ji dále ovlivňovat. Poté je učiněn odhad budoucích hodnot ziskové marže v procentním vyjádření a nakonec dopočítán absolutní KPVH v budoucích letech (s využitím již dříve naprognózovaných tržeb).

Tabulka 41: Analýza ziskové marže před odpisy a daní (KPVH a tržby v tis. Kč)

tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KPVH před odpisy a daní	-17 506	-25 914	-4 450	10 442	12 508	9 527
Tržby za výrobky a zboží	129 834	125 390	116 325	158 048	176 054	169 605
Zisková marže	-13,48%	-20,67%	-3,83%	6,61%	7,10%	5,62%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

KPVH se v prvních třech letech ani po zpětném přičtení odpisů nedostal ze záporných hodnot, což se podepsalo i na záporné ziskové marži (ukazatel tak ztrácí vypovídací schopnost). V roce 2014 se situace výrazně zlepšila a marže brzy přesáhla 7 %, s mírným poklesem v posledním roce.

Podrobná analýza konkurenční síly a pozice TOS již byla provedena v rámci strategické analýzy, proto na tomto místě budou pouze shrnuty **hlavní faktory**, které ziskovou marži ovlivňují. Pozitivní vliv má např. image firmy a celková koncepce dodávek DOS, kdy jednotlivé stroje tvoří tzv. manipulační uzly (komplexní linky s veškerým obslužným zařízením). Mezi důležité konkurenční výhody Společnosti patří poháněné horní válce v rámci technického provedení DOS a také speciální konstruktérský software. Naopak negativně bude působit úzký sortiment, zastaralé výrobní technologie, nedostatečná reklama či stav zaměstnanců.

Co se týče **celého trhu**, hovoří ve prospěch vyšší ziskovosti růst a teritoriální velikost trhu, jen několik hlavních konkurentů, existence určitých bariér vstupu a omezené

možnosti substituce. Za faktory významně ovlivňující ziskové marže v odvětví byly shledány výskyt jehličnatých lesů, citlivost na hospodářský vývoj a dotační programy státu. U jehličnatých lesů hrozí v budoucnu úbytek, což by Společnost řešila zaváděním linek na listnaté řezivo či orientací na nové segmenty výroby (nábytek, truhlářství), kde je však větší konkurence a nižší marže. V souvislosti s hospodářským vývojem se jedná o silně procyklický obor – tedy ve fázi konjunktury marže rostou a naopak. Dotační programy státu obecně působí pozitivně (ať už přes pokles nákladů či jinou podporu).

Hodnocení oceňovaného podniku se ve srovnání s konkurencí v rámci SA příliš nevymykalo průměru a příslušný trh se ocitl jen velmi mírně nad průměrem, nicméně určitým růstovým potenciálem stále disponuje. To znamená, že Společnost by měla být schopna (s ohledem na uvedené faktory) do budoucna pokračovat v pozitivním trendu posledních let a ziskovou marží se příliš neodchylovat od hlavních konkurentů. Proto bude užitečné podívat se ještě na jimi vykázané hodnoty. K tomu poslouží ukazatel **EBITDA marže**, který se od uvažované provozní ziskové marže před odpisy a daní téměř neliší. Výhodou je jeho snadná dohledatelnost v databázi Amadeus a možnost srovnání napříč podniky obdobného zaměření.

Tabulka 42: Srovnání ukazatele EBITDA marže s konkurenty

	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	-9,52%	-15,99%	-0,62%	6,59%	5,58%
Dřevostroj Čkyně	8,60%	5,11%	0,73%	4,43%	5,18%
CML Engineering	n.a.	3,31%	3,48%	8,63%	20,93%
A.Costa-Righi	4,42%	3,83%	6,32%	10,71%	6,21%
Bison-Bial	21,88%	25,02%	17,47%	15,89%	5,30%
Schunk	19,70%	21,62%	24,44%	n.a.	n.a.
Průměr konkurentů	13,65%	11,78%	10,49%	9,92%	9,41%
Medián konkurentů	14,15%	5,11%	6,32%	9,67%	5,76%

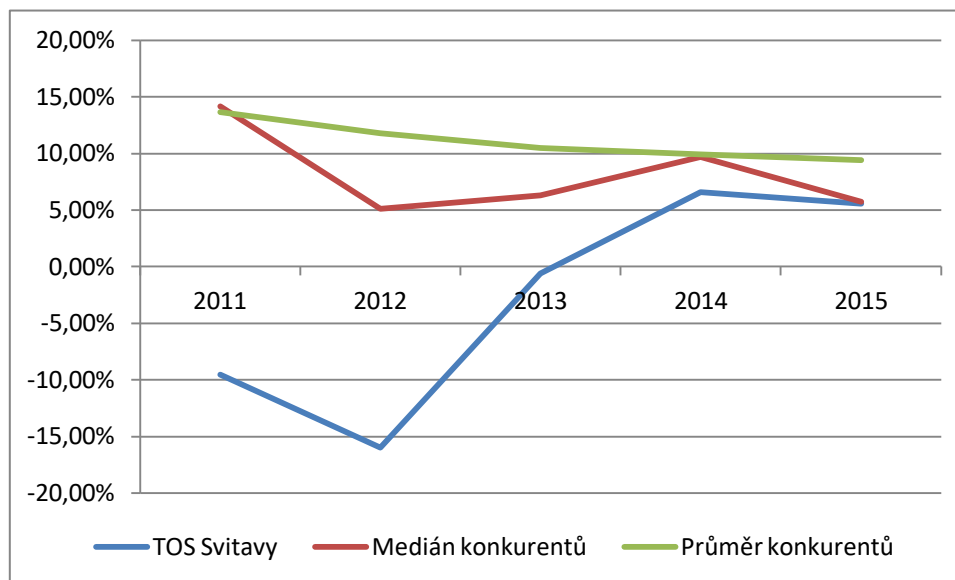
Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Poznámka: v případě TOS je odlišnost EBITDA marže od výše spočtené provozní ziskové marže (z KPVH před odpisy a daní) způsobena odlišnou metodikou výpočtu v databázi Amadeus, zřejmě z důvodu neočištění o prodej DM a materiálu

Kvůli srovnatelnosti byly z Amadea převzaty údaje o EBITDA marži za dostupné roky 2011 – 2015. Spíše podprůměrných výsledků dosahovali v minulosti oba čeští výrobci. Naopak vysoké marže byly k vidění u polské a německé firmy. Italští konkurenti se pohybovali někde mezi oběma uvedenými dvojicemi. Zajímavý je poslední rok 2015,

kdy se vzájemné rozdíly (s výjimkou CML) téměř setřely. Pro komparaci s oceňovaným podnikem bude použito grafické znázornění vývoje průměru a mediánu ve zkoumaném vzorku.

Graf 14: Srovnání EBITDA marže s konkurenty



Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Medián konkurentů se většinu času pohyboval mezi 5 % a 10 %, průměr za konkurenty průběžně klesal až k hranici 10 %. Přestože se Společnost nacházela celou dobu pod těmito hodnotami, postupně se dokázala vymanit ze záporných čísel a v posledních dvou letech výrazně přiblížit své konkurenci. Výše v textu byla navíc odvozena zisková marže i za rok 2016, jež zůstala na podobné úrovni. Společnost patrně nebude nikdy dosahovat takové marže jako špička v daném odvětví (cca 20 % Schunk, Bison-Bial). Z provedené analýzy a konkurenční pozice však vyplývá, že by měla svou ziskovou marži před odpisy a daní (z KPVH) ještě **mírně zvýšit a udržet ji na úrovni 8-9 %**.

Do úvahy bude na tomto místě vzat také plán klíčových položek poskytnutý vedením Společnosti, dle něhož by (po vlastním dopočtu) měla zisková marže v následujících letech **dále růst**, což neodporuje výše provedené analýze. Je tedy možné postavit výslednou prognózu na syntéze obou plánů, tj. vlastní analýzy a představ oceňovaného podniku. Tím je v rámci prognózy shora dán základní směr vývoje ziskové marže do budoucna. Její konkrétní hodnoty jsou pak stanoveny na základě nákladovosti

(viz následující subkapitola). Zde je v tabulce uvedena již výsledná prognóza ziskové marže, tedy po vzájemném sladění prognózy shora a zdola.

Tabulka 43: Prognóza ziskové marže shora (tržby a KPVH v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zisková marže	7,56%	8,46%	8,21%	8,84%	8,49%	9,12%	8,65%
Tržby za výrobky a zboží	178 400	185 260	191 188	197 384	203 384	209 195	214 829
KPVH před odpisy a daní	13 487	15 680	15 690	17 444	17 269	19 068	18 584

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedené analýzy

Takto plánovaná provozní zisková marže před odpisy a daní odpovídá **konkurenční pozici podniku, prognóze nákladových a výnosových položek** (viz dále) a zároveň **představám vedení Společnosti**. Je však třeba zdůraznit, že její plánování bylo potřeba přizpůsobit dalším okolnostem, které vyvstaly až při tvorbě finančního plánu (tak, aby vše bylo ve vzájemném souladu). Predikované tržby ve středním scénáři po třech letech odpovídají výhledu Společnosti – jejich naplnění je reálné, jelikož práce technického týmu umožnila získat na konci roku 2016 řadu zakázek. Zisk před odpisy a z toho plynoucí ziskovou marží bylo nutné mírně upravit; základní směr vývoje byl však zachován.

5.2.2 Prognóza zdola

Při tomto postupu nejprve sestavíme prognózu hlavních **provozních nákladových položek**; ty mohou být analyzovány a prognózovány ve formě **podílu z tržeb**. Prognózu doplníme o méně významné provozní nákladové položky (případně i výnosy). Dopočítáme KPVH jako rozdíl provozních výnosů a nákladů. Z tohoto zisku a tržeb pak můžeme dopočítat ziskovou marži.

V tabulce na následujících dvou stranách je uvedena souhrnná prognóza nákladových a výnosových položek v návaznosti na minulý vývoj. Údaje jsou uvedeny jednak ve formě podílu z tržeb, jednak v absolutním vyjádření (po přepočtu). Z rozdílu výnosů a nákladů je dopočítán KPVH před odpisy a daní a při známých tržbách následně i zisková marže.

Tabulka 44: Prognóza ziskové marže zdola (položky v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby za výrobky a zboží	129 834	125 390	116 325	158 048	176 054	169 605	178 400	185 260	191 188	197 384	203 384	209 195	214 829
Podíl na tržbách	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tržby za prodej zboží	7 518	2 467	2 566	2 699	1 623	3 222	3 033	3 149	3 250	3 356	3 458	3 556	3 652
Podíl na tržbách	5,8%	2,0%	2,2%	1,7%	0,9%	1,9%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Náklady na prodané zboží	8 944	2 130	1 979	2 006	1 017	2 369	2 141	2 223	2 294	2 369	2 441	2 510	2 578
Podíl na tržbách	6,9%	1,7%	1,7%	1,3%	0,6%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Obchodní marže	-1 426	337	587	693	606	853	892	926	956	987	1 017	1 046	1 074
Podíl na tržbách	-1,1%	0,3%	0,5%	0,4%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Výkony	105 563	117 678	116 654	151 825	178 614	164 579	171 728	180 006	185 274	192 326	197 263	204 206	208 707
Podíl na tržbách	81,3%	93,8%	100,3%	96,1%	101,5%	97,0%	96,3%	97,2%	96,9%	97,4%	97,0%	97,6%	97,2%
Tržby za prodej výrobků	122 316	122 923	113 759	155 349	174 431	166 383	175 367	182 111	187 938	194 028	199 926	205 639	211 177
Podíl na tržbách	94,2%	98,0%	97,8%	98,3%	99,1%	98,1%	98,3%	98,3%	98,3%	98,3%	98,3%	98,3%	98,3%
ZS zásob vlastní činnosti	-17 603	-5 578	2 421	-4 102	3 678	-1 804	-3 639	-2 105	-2 664	-1 702	-2 663	-1 433	-2 470
Podíl na tržbách	-13,6%	-4,4%	2,1%	-2,6%	2,1%	-1,1%	-2,0%	-1,1%	-1,4%	-0,9%	-1,3%	-0,7%	-1,1%
Aktivace	850	333	474	578	505	0	0	0	0	0	0	0	0
Podíl na tržbách	0,7%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výkonová spotřeba	68 036	72 426	65 440	85 996	108 411	94 560	98 120	101 893	105 153	108 561	111 861	115 057	118 156
Podíl na tržbách	52,4%	57,8%	56,3%	54,4%	61,6%	55,8%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Přidaná hodnota	36 101	45 589	51 801	66 522	70 809	70 872	74 500	79 039	81 077	84 752	86 419	90 194	91 625
Podíl na tržbách	27,8%	36,4%	44,5%	42,1%	40,2%	41,8%	41,8%	42,7%	42,4%	42,9%	42,5%	43,1%	42,7%
Osobní náklady	53 709	56 338	53 588	53 724	59 098	59 903	61 191	63 544	65 578	67 703	69 761	71 754	73 686

<i>Podíl na tržbách</i>	41,4%	44,9%	46,1%	34,0%	33,6%	35,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
Daně a poplatky	607	577	525	539	543	646	714	741	765	790	814	837	859
<i>Podíl na tržbách</i>	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
ZS rezerv, OP, kompl. NPO	-4 639	14 235	-5 646	-5 067	-6 046	-494	0	0	0	0	0	0	0
<i>Podíl na tržbách</i>	-3,6%	11,4%	-4,9%	-3,2%	-3,4%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní provozní výnosy	43 016	24 980	40 780	20 063	13 509	13 225	13 915	14 080	14 148	14 409	14 644	14 853	15 038
<i>Podíl na tržbách</i>	33,1%	19,9%	35,1%	12,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,6%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%
Ostatní provozní náklady	45 532	25 565	46 176	26 227	19 812	14 106	14 272	14 450	14 530	14 606	14 644	14 853	15 038
<i>Podíl na tržbách</i>	35,1%	20,4%	39,7%	16,6%	11,3%	8,3%	8,0%	7,8%	7,6%	7,4%	7,2%	7,1%	7,0%
Ostatní finanční výnosy	2 924	2 329	1 642	481	2 513	75	2 141	2 223	2 294	2 369	2 441	2 510	2 578
<i>Podíl na tržbách</i>	2,3%	1,9%	1,4%	0,3%	1,4%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Ostatní finanční náklady	4 338	2 097	4 030	1 201	916	484	892	926	956	987	1 017	1 046	1 074
<i>Podíl na tržbách</i>	3,3%	1,7%	3,5%	0,8%	0,5%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
KPVH zjištěný dopočtem	-17 506	-25 914	-4 450	10 442	12 508	9 527	13 487	15 680	15 690	17 444	17 269	19 068	18 584
Zisková marže dopočítaná	-13,48%	-20,67%	-3,83%	6,61%	7,10%	5,62%	7,56%	8,46%	8,21%	8,84%	8,49%	9,12%	8,65%

Zdroj: vlastní zpracování

Podíl **obchodní marže** na tržbách byl v posledních letech stabilní, proto je možné pokračovat v prognóze na úrovni 0,5 %. Tomu musejí odpovídat příslušné položky tržeb za prodej zboží a nákladů na prodané zboží. Podíl tržeb za prodej zboží je stanoven jako průměr za posledních pět let (rok 2011 byl výjimečný), což činí 1,7 %. Následně je dopočítána absolutní hodnota této položky a náklady na prodané zboží pak získáme jako prostý rozdíl příslušných tržeb a obchodní marže (odpovídající podíl na celkových tržbách je vyčíslen na 1,2 %).

Položka **výkony** je dána součtem tržeb za prodej výrobků, změny stavu zásob vlastní činnosti a aktivace. Podíl tržeb za prodej výrobků na celkových tržbách je doplňkem k podílu tržeb za prodej zboží do 100 % (tj. 98,3 %). Změna stavu zásob vlastní činnosti byla v absolutních číslech kompletně převzata z prognózy pracovního kapitálu (důkladný rozbor viz další subkapitola) – jedná se o změnu stavu nedokončené výroby, polotovarů a výrobků. Aktivace byla v minulosti minimální a v roce 2016 dokonce nulová, proto dále není uvažována.

Výkonovou spotřebu tvoří spotřeba materiálu, energie a služby. Její podíl byl v minulosti okolo 55 %, což bude u dominantní nákladové položky zachováno. **Přidaná hodnota** vznikla dopočtem z obchodní marže (+), výkonů (+) a výkonové spotřeby (-). Její podíl na tržbách navazuje na vývoj z posledních let a do budoucna by měl setrvat nad 40 %.

Osobní náklady jsou tvořeny převážně mzdovými náklady na zaměstnance (včetně řídicích pracovníků), v menší míře náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a okrajově odměnami členům orgánů a sociálními náklady. V letech 2011 až 2013 byl podíl osobních nákladů cca o 10 procentních bodů vyšší než v letech nedávných. Přestože je z poslední doby znám tlak na růst minimální a průměrné mzdy, podíl 35 % na tržbách je už tak při nějakých 165 zaměstnancích docela značný. Lze se tedy domnívat, že pokud se tyto náklady zvýší, porostou s nimi úměrně i tržby, takže výsledný podíl zůstane neměnný. Z toho důvodu vychází odhadce z průměru posledních tří let vykazujících stabilnější vývoj, a to na úrovni 34,3 %.

Daně a poplatky jsou zanedbatelnou položkou, navíc jejich vývoj byl napříč obdobím v téměř stálém poměru k tržbám. Průměr za minulost i poslední rok poukazuje na 0,4 %,

což je použito jako podklad pro budoucí roky. **Změny stavu rezerv, opravných položek** a komplexních nákladů příštích období se v oceňování běžně neplánují, neboť se jedná pouze o účetní operace, které neovlivňují hodnotu podniku založenou na peněžních tocích.

Do **ostatních provozních výnosů** se řadí především výnosy z postoupených pohledávek, do **ostatních provozních nákladů** patří hlavně náklady na postoupené a odepsané pohledávky. Obě položky měly na začátku sledovaného období značný význam (asi třetina z celkových tržeb). Postupně se však jejich podíl snižoval a v roce 2016 představovaly už jen 8 % z tržeb. Zajímavé je, že v rámci této skupiny byly náklady celou dobu objemově nad výnosy, přičemž v posledním roce se tento rozdíl téměř setřel. Klesající podíl i vzájemné sblížování obou položek byly zohledněny při tvorbě prognózy. Podle ní by měly oba podíly v budoucí časové řadě ještě mírně klesnout a ustálit se shodně zhruba na 7 %. Zároveň platí, že pokles v případě výnosů bude pozvolnější (v meziročním srovnání 2015 a 2016 se jejich podíl na rozdíl od nákladů téměř nezměnil).

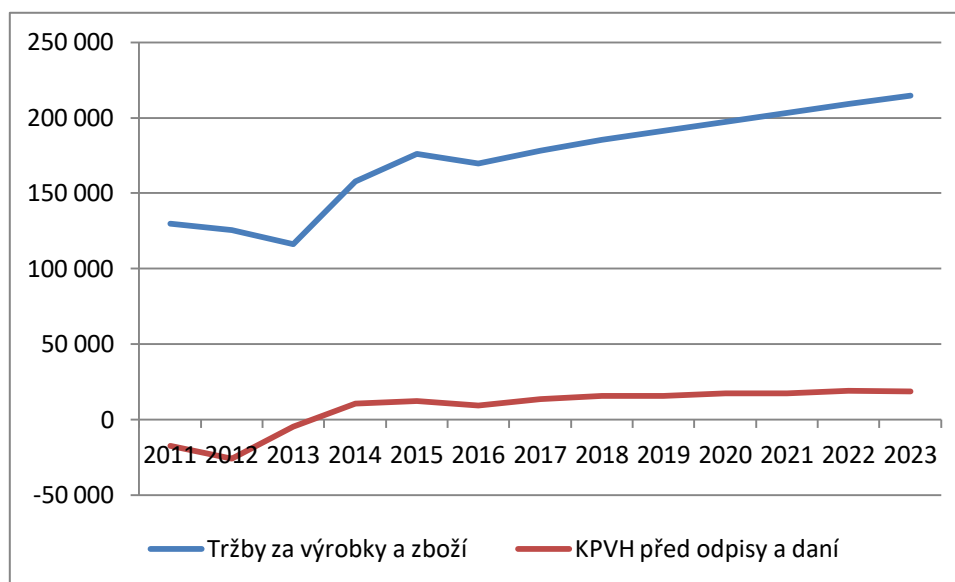
Ostatní finanční výnosy a náklady hrají mnohem menší roli v porovnání se svými provozními protějšky. Nemáme informaci o tom, čím jsou tvořeny (kromě objemově významnějšího odpisu závazků v roce 2011, který byl pro svou jednorázovou povahu z KPVH vyloučen). V roce 2016 byl podíl těchto výnosů takřka nulový, avšak v roce předchozím ještě relativní význam měly – proto je zvolen průměr za celé období 1,2 %. Ostatní finanční náklady vykazují od roku 2013 klesající trend, ale jejich podíl na tržbách se drží pod 1 % až v posledních třech letech; z toho důvodu je započteno pouze toto období s průměrem 0,5 %.

Výsledná prognóza ziskové marže se v budoucích letech **pohybuje nad 8 %**. S ohledem na pozitivní vývoj posledních tří let (včetně překročení 7 % v roce 2015) a některé konkurenční výhody se zdá být její dosažení a dlouhodobé udržení reálné. Při záporných maržích v minulosti navíc Společnost dokázala vylepšit tento ukazatel i o 17 či 9 procentních bodů „z roku na rok“ – takovým skokovým změnám se prognóza vyhýbá a předpokládá zpočátku jen mírné zlepšení a následné ustálení až do konce první fáze. V mnoha aspektech bylo (a dále bude) spatřeno určité přibližování oceňovaného podniku ke svým konkurentům, což by v delším časovém horizontu mělo

pozitivně působit a přispívat k celkové stabilizaci ziskových marží a výsledků hospodaření.

Na závěr této subkapitoly je pro ilustraci připojen graf s právě odvozeným KPVH a tržbami od roku 2011 do roku 2023.

Graf 15: Vývoj KPVH před odpisy a daní a tržeb za výrobky a zboží (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz a prognóz

Průběh KPVH je stabilnější, tržby zde rostou rychleji než zisk. S tím však souvisí i růst nákladových položek, proto dopad do zisku není takový. Na konci roku 2023, tj. se vstupem do druhé fáze, by mělo dojít ke stabilizaci vývoje uvažovaných veličin.

5.3 Investice do provozně nutného upraveného pracovního kapitálu

Pojem pracovní kapitál (PK) je znám z finanční analýzy. Pro účely ocenění je však vhodné tento ukazatel poněkud modifikovat a pro odlišení hovořit o tzv. **provozně nutném upraveném PK**. Jak z názvu vyplývá, všechny položky jsou v něm zahrnuty pouze v provozně nutné výši. Druhá odlišnost je vyjádřena slovem „upravený“, kdy se od oběžných aktiv odečítá neúročený cizí kapitál (nikoli krátkodobý cizí kapitál) – tzn. jen takový, na který nejsme schopni explicitně stanovit náklady. Výpočet vypadá následovně:

- (+) Zásoby
- (+) Pohledávky
- (+) Krátkodobý finanční majetek
- (+) Časové rozlišení aktiv
- (-) Neúročené závazky
- (-) Časové rozlišení pasiv

Investicemi do provozně nutného upraveného pracovního kapitálu rozumíme jeho meziroční změny.

Před plánováním jednotlivých dílčích složek PK je třeba zmínit, že zde bude omezená možnost srovnání s konkurencí, která je převážně zahraničního původu. Nedostupnost výročních zpráv s účetními výkazy v plné a srozumitelné formě byla ve finanční analýze řešena čerpáním z **databáze Amadeus**, odkud byly převzaty údaje o dobách obratu pohledávek a závazků. Amadeus používá svou metodiku výpočtů, proto odhadce považuje za jistější vycházet jen z přímo uváděných ukazatelů a ostatní potřebné hodnoty (jemnější členění) si spočítat sám pouze pro oceňovaný podnik. Na jejich základě pak bude možné činit budoucí odhady (plán položek PK bohužel není součástí krátkodobého výhledu Společnosti).

Na úvod lze uvést souhrnnou výši pracovního kapitálu s odvozenými investicemi do PK, a vytvořit si tak prvotní představu o mezipodnikovém srovnání.

Tabulka 45: Srovnání pracovního kapitálu a investic do PK s konkurenty (v Kč)

PRACOVNÍ KAPITÁL	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	64 758 000	46 962 000	39 755 000	52 915 000	54 159 000
Dřevostroj Čkyně	18 879 000	25 434 000	35 487 000	34 115 000	59 931 000
CML Engineering	-22 833	-2 731 361	-2 370 372	3 644 574	4 997 844
A.Costa-Righi	43 322 918	44 460 768	54 444 619	58 674 196	68 858 317
Bison-Bial	338 788 626	388 132 800	419 583 766	445 696 598	395 856 616
INVESTICE DO PK	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	x	-17 796 000	-7 207 000	13 160 000	1 244 000
Dřevostroj Čkyně	x	6 555 000	10 053 000	-1 372 000	25 816 000
CML Engineering	x	-2 708 528	360 989	6 014 946	1 353 270
A.Costa-Righi	x	1 137 850	9 983 851	4 229 577	10 184 121
Bison-Bial	x	49 344 174	31 450 966	26 112 832	-49 839 982
Průměr konkurentů	x	13 582 124	12 962 202	8 746 339	-3 121 648
Medián konkurentů	x	3 846 425	10 018 426	5 122 262	5 768 696

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Poznámka: Schunk nemá údaje zveřejněny, pracovní kapitál zde spočten metodikou Amadea (zřejmě pojetí finanční analýzy)

Průměr a medián za konkurenci je uveden spíše pro úplnost, neboť v tomto případě patrně nemá ekonomicky hlubší smysl. Přesto lze vysledovat, že v průměru docházelo v oblasti PK k postupnému snižování investic až k celkovým dezinvesticím v roce 2015. Naopak TOS v minulosti do pracovního kapitálu stále více investoval a v posledním roce zůstal nad nulou. Jelikož TOS byl (v daném ukazateli) na začátku sledovaného období výrazně záporný, zatímco průměr naopak kladný, vypovídá to o určitém **sblížování investic do PK** napříč celým obdobím. Jinak nelze vypořádat nějaký trend u jednotlivých firem – snad jen u polského Bison-Bial, kde investice postupně klesaly, až v posledním roce dosáhly úrovně roku 2012 s opačným znaménkem.

Zásoby

Při rozdělení majetku na provozně nutný a neprovozní byly všechny zásoby označeny za provozní. V dobách obratu jednotlivých složek, které se promítají do doby obratu celkových zásob, lze spatřit rozdíl mezi prvními třemi lety (2011 – 2013) a dalšími třemi lety (2014 – 2016). Zkrácení doby obratu za celé sledované období o zhruba 70 dní lze u zásob hodnotit pozitivně. Dominantní položku představuje **nedokončená výroba a polotovary**, následovaná výrobky a materiálem. V tabulkách je uvedena analýza vývoje za minulost s budoucí prognózou, komentář lze najít níže.

Tabulka 46: Analýza zásob (v tis. Kč) podle dob obratu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	97 117	89 011	87 034	93 075	98 307	95 010
<i>DO ve dnech</i>	<i>273,02</i>	<i>259,10</i>	<i>273,09</i>	<i>214,95</i>	<i>203,81</i>	<i>204,47</i>
Materiál	8 451	7 170	5 565	12 819	15 885	14 432
<i>DO ve dnech</i>	<i>23,76</i>	<i>20,87</i>	<i>17,46</i>	<i>29,60</i>	<i>32,93</i>	<i>31,06</i>
Nedok. výroba a polotovary	64 251	60 643	56 583	57 361	62 081	57 392
<i>DO ve dnech</i>	<i>180,63</i>	<i>176,53</i>	<i>177,54</i>	<i>132,47</i>	<i>128,71</i>	<i>123,51</i>
Výrobky	18 386	17 000	21 747	18 468	17 268	20 104
<i>DO ve dnech</i>	<i>51,69</i>	<i>49,49</i>	<i>68,24</i>	<i>42,65</i>	<i>35,80</i>	<i>43,26</i>
Zboží	5 162	3 509	3 131	3 251	3 033	3 048
<i>DO ve dnech</i>	<i>14,51</i>	<i>10,21</i>	<i>9,82</i>	<i>7,51</i>	<i>6,29</i>	<i>6,56</i>
Posk. zálohy na zásoby	867	689	8	1 176	40	34
<i>DO ve dnech</i>	<i>2,44</i>	<i>2,01</i>	<i>0,03</i>	<i>2,72</i>	<i>0,08</i>	<i>0,07</i>

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 47: Prognóza zásob (v tis. Kč) podle dob obratu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby	100 060	102 842	105 557	107 842	111 064	112 461	115 490
<i>DO ve dnech</i>	<i>204,72</i>	<i>202,62</i>	<i>201,52</i>	<i>199,42</i>	<i>199,32</i>	<i>196,22</i>	<i>196,22</i>
Materiál	15 152	15 734	15 714	16 223	16 716	16 621	17 069
<i>DO ve dnech</i>	<i>31</i>	<i>31</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>30</i>	<i>29</i>	<i>29</i>
Nedok. výroba a polotovary	60 118	61 923	63 904	65 434	67 423	68 776	70 629
<i>DO ve dnech</i>	<i>123</i>	<i>122</i>	<i>122</i>	<i>121</i>	<i>121</i>	<i>120</i>	<i>120</i>
Výrobky	21 017	21 318	22 000	22 172	22 846	22 925	23 543
<i>DO ve dnech</i>	<i>43</i>	<i>42</i>	<i>42</i>	<i>41</i>	<i>41</i>	<i>40</i>	<i>40</i>
Zboží	3 177	3 248	3 300	3 353	3 399	3 439	3 531
<i>DO ve dnech</i>	<i>6,5</i>	<i>6,4</i>	<i>6,3</i>	<i>6,2</i>	<i>6,1</i>	<i>6</i>	<i>6</i>
Posk. zálohy na zásoby	596	619	639	660	680	699	718
<i>DO ve dnech</i>	<i>1,22</i>	<i>1,22</i>	<i>1,22</i>	<i>1,22</i>	<i>1,22</i>	<i>1,22</i>	<i>1,22</i>

Zdroj: vlastní zpracování

U **materiálu** se na rozdíl od ostatních položek doba obratu v posledních třech letech mírně prodloužila, do budoucna je plánováno ustálení kolem 30 dní. **DO nedokončené výroby a polotovarů** vykazuje jasně klesající trend, dále se počítá ještě s mírným poklesem na úroveň 120 dní. **DO výrobků** se stabilizuje na 40 dnech, což odpovídá hodnotám z posledních let. U **zboží a záloh poskytnutých na zásoby** jsou doby obratu plánovány v desetinných číslech, poněvadž se řádově pohybují v pouhých dnech. Co se týče zboží, doba obratu už zřejmě narazila na své dno a není zde příliš prostoru pro pokles pod 6 dní (obzvláště u výrobního podniku). Poslední položka je plánována na úrovni průměru za analyzované období, jelikož je objemově nevýznamná a v minulosti se její doba obratu měnila oběma směry. Při známých dobách obratu a tržbách bylo

možné dopočítat absolutní velikost jednotlivých složek i agregovaných zásob v korunovém vyjádření.

Východiskem pro prognózu zásob bylo také **srovnání s konkurencí**. V Amadeu je přímo dostupný ukazatel obratu zásob, z něhož byl jednoduše odvozen ukazatel doby obratu zásob (viz tabulka).

Tabulka 48: Srovnání doby obratu zásob s konkurenty (ve dnech)

	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	218,56	218,56	190,10	188,14	178,92
Dřevostroj Čkyně	47,65	70,74	125,00	104,58	130,36
CML Engineering	n.s.	n.s.	n.s.	8,67	72,85
A.Costa-Righi	209,77	296,75	341,12	228,13	257,04
Bison-Bial	146,00	140,93	196,24	177,18	202,78
Schunk	39,63	38,22	49,13	n.a.	n.a.
Průměr konkurentů	110,76	136,66	177,87	129,64	165,76
Medián konkurentů	96,83	105,83	160,62	140,88	166,57

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Doby obratu zásob se zde v případě TOS liší od výše uvedených z důvodu rozdílné metodiky výpočtu a vykazování v databázi. Kvůli srovnatelnosti s konkurencí je však nutné převzít a vycházet právě z těchto údajů. Jak je vidět, ukazatel má u oceňovaného podniku opravdu klesající tendenci. Naopak průměr i medián konkurentů v čase spíše rostl. Výsledkem je tak postupné **přibližování Společnosti k ostatním firmám**. Z této tabulky by tomu odpovídal ještě nepatrný pokles (o cca 8 dní) a ustálení okolo 170 dní. To bylo při prognóze zohledněno, neboť výchozí dobou obratu zásob bylo 204 dní v roce 2016 a na konci první fáze (resp. mezifáze) by mělo dojít ke stabilizaci na úrovni 196 dní.

Pohledávky

Všechny pohledávky byly při rozdělení majetku označeny také jako provozní. Při výpočtu pracovního kapitálu se vychází z oběžných aktiv, kam účetně spadají nejen krátkodobé pohledávky, ale i dlouhodobé. Jak však dále uvidíme, dlouhodobé pohledávky tvoří marginální položku a výslednou prognózu vůbec neovlivní. Téměř

výlučnou položkou jsou v této souvislosti **pohledávky z obchodních vztahů**, které budou opět predikovány dle doby obratu.

Tabulka 49: Analýza pohledávek (v tis. Kč) podle dob obratu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobé pohledávky	373	291	224	156	119	0
<i>DO ve dnech</i>	1,05	0,85	0,70	0,36	0,25	0,00
Jiné pohledávky	373	291	224	156	119	0
<i>DO ve dnech</i>	1,05	0,85	0,70	0,36	0,25	0,00
Krátkodobé pohledávky	12 432	10 446	3 630	16 622	17 297	23 340
<i>DO ve dnech</i>	34,95	30,41	11,39	38,39	35,86	50,23
Pohl. z obchodních vztahů	11 145	8 971	2 822	14 657	15 406	21 588
<i>DO ve dnech</i>	31,33	26,11	8,85	33,85	31,94	46,46
Stát - daňové pohledávky	382	505	8	1 094	772	794
<i>DO ve dnech</i>	1,07	1,47	0,03	2,53	1,60	1,71
Ostatní poskytnuté zálohy	285	361	375	144	379	295
<i>DO ve dnech</i>	0,80	1,05	1,18	0,33	0,79	0,63
Dohadné účty aktivní	0	0	0	174	0	0
<i>DO ve dnech</i>	0,00	0,00	0,00	0,40	0,00	0,00
Jiné pohledávky	620	609	425	553	740	663
<i>DO ve dnech</i>	1,74	1,77	1,33	1,28	1,53	1,43

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 50: Prognóza pohledávek (v tis. Kč) podle dob obratu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0
<i>DO ve dnech</i>	0	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0
<i>DO ve dnech</i>	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	23 427	23 312	23 011	22 675	22 807	22 885	22 913
<i>DO ve dnech</i>	47,93	45,93	43,93	41,93	40,93	39,93	38,93
Pohl. z obchodních vztahů	21 506	21 318	20 952	20 550	20 617	20 633	20 600
<i>DO ve dnech</i>	44	42	40	38	37	36	35
Stát - daňové pohledávky	831	863	890	919	947	974	1 001
<i>DO ve dnech</i>	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Ostatní poskytnuté zálohy	391	406	419	433	446	459	471
<i>DO ve dnech</i>	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0
<i>DO ve dnech</i>	0	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	699	726	749	773	797	820	842
<i>DO ve dnech</i>	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43	1,43

Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobé pohledávky tvořené skupinou jiných pohledávek se v minulosti každým rokem snižovaly a stejně tak jejich doba obratu. V roce 2016 byly již nulové, proto se nabízí ponechat je v této výši i nadále. **DO pohledávek z obchodních vztahů** byla

v komparaci s konkurencí podrobně rozebrána ve finanční analýze. Minulý vývoj byl u Společnosti většinou kolem 30 dní, s nárůstem na 46 dní v roce 2016. V dalších letech je očekáván postupný pokles o několik dní z důvodu přiblížení se minulým rokům.

Ostatní krátkodobé pohledávky jsou zanedbatelné. Dohadné účty aktivní byly s výjimkou roku 2014 nulové, a nebudou tak predikovány. Daňové pohledávky za státem a jiné pohledávky jsou ponechány na úrovni roku 2016, jelikož jejich doby obratu byly v posledních letech mírně odlišné oproti předchozím a celkovým zprůměrováním by došlo k započtení vlivu i dávější minulosti. DO ostatních poskytnutých záloh byla napříč obdobím proměnlivá, takže je možné vycházet z průměru, jenž prognózu nezkreslí z titulu starších dat.

Krátkodobý finanční majetek

Tento majetek zahrnuje jen **peněžní prostředky** a s ohledem na nedostatečnou, extrémně nízkou hodnotu ukazatelů likvidity je považován za provozně nutný. Prognóza zde bude postavena na ukazateli **likvidity prvního stupně**, který počítá výši peněžních prostředků při uvažování krátkodobých závazků.

Tabulka 51: Analýza krátkodobého finančního majetku (v tis. Kč) podle likvidity prvního stupně

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Krátkodobý finanční majetek	103	104	145	272	207	436
Likvidita 1. stupně	0,001	0,001	0,001	0,002	0,001	0,004
Peníze	101	95	80	118	96	57
Likvidita 1. stupně	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Účty v bankách	2	9	65	154	111	379
Likvidita 1. stupně	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,003

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 52: Prognóza krátkodobého finančního majetku (v tis. Kč) podle likvidity prvního stupně

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Krátkodobý finanční majetek	486	1 212	2 033	3 015	4 023	4 281	4 397
Likvidita 1. stupně	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05	0,05	0,05
Peníze	49	61	68	75	80	86	88
Likvidita 1. stupně	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Účty v bankách	437	1 151	1 966	2 940	3 943	4 196	4 309
Likvidita 1. stupně	0,009	0,019	0,029	0,039	0,049	0,049	0,049

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost udržuje nízkou úroveň peněžních prostředků vzhledem k možnosti čerpání **kontokorentního úvěru**. Z tohoto pohledu má v případě potřeby zajištěn přísun peněz. V minulosti dosahovala likvidita prvního stupně pouhých 0,1 % (0,4 % v roce 2016), přičemž žádoucí hodnota by měla činit alespoň 20 %. Vzhledem k tomu, že to v podniku takto dlouhodobě funguje, se nezdá být reálné předpokládat navýšení „z nuly“ na oněch 20 %. Na druhou stranu je však třeba při plánování dbát na aspekt **opatrnosti**, navíc je v posledním roce patrná snaha o zlepšení. Z toho důvodu byl zvolen určitý kompromis v podobě jednocentního ročního růstu daného ukazatele až na hladinu 5 %. Peněžní prostředky se přitom budou střídat zejména na bankovních účtech, což plyne z minulého vývoje, kde byl podíl hotovostních peněz v roce 2016 minimální a naopak v čase rostl význam právě peněz na účtech. Podívejme se ještě na situaci u konkurence.

Tabulka 53: Srovnání likvidity prvního stupně s konkurenty

	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	0,001	0,001	0,001	0,002	0,001
Dřevostroj Čkyně	5,392	4,847	0,424	0,222	0,756
CML Engineering	0,262	0,239	0,358	0,170	0,308
A.Costa-Righi	0,047	0,012	0,131	0,114	0,081
Bison-Bial	0,009	0,029	0,067	0,007	0,001
Průměr konkurentů	1,427	1,282	0,245	0,128	0,286
Medián konkurentů	0,155	0,134	0,244	0,142	0,194

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Poznámka: Schunk nemá zveřejněny údaje o krátkodobých závazcích (potřebné pro výpočet likvidity prvního stupně)

V rámci finanční analýzy byly uvedeny ukazatele likvidity druhého a třetího stupně, které byly přímo převzaty z Amadea. Likvidita prvního stupně zveřejněna není, nicméně je možné ji z dostupných údajů ručně dopočítat. Hodnoty u TOS jsou zde totožné s vlastním výpočtem z účetních výkazů. Průměr v prvních dvou letech je ovlivněn likviditou Dřevostroje Čkyně, kde byla extrémně nízká hodnota krátkodobých závazků. **Medián** se většinou pohyboval **kolem 15 %**, z čehož lze usuzovat, že konkurenti také balancují na hranici dostatečné likvidity. V případě A.Costa-Righi je ukazatel řádově v procentech a Bison-Bial je v tomto ohledu ještě blíže oceňovanému podniku. To znamená, že nízká likvidita měřená peněžními prostředky není v daném odvětví nic neobvyklého.

Co je třeba si ještě uvědomit, je samotná **konstrukce ukazatele** a rozdíl mezi analýzou minulosti a prognózou do budoucna. Ukazatel za minulost totiž standardně vychází z krátkodobých závazků (tj. úročených i neúročených), zatímco prognóza pracuje pouze s neúročenými krátkodobými závazky, které již máme pro účely výpočtu pracovního kapitálu v této fázi naplánovány (viz následující položka). Kdybychom teoreticky správně použili totožnou položku (tj. pouze neúročené krátkodobé závazky) pro výpočet likvidity prvního stupně i za minulost, byl by ukazatel o něco vyšší a v roce 2016 dokonce překročí 1 %. Na to je pak možné krásně navázat prognózu růstu o jeden procentní bod ročně, jak bylo pro Společnost avizováno.

S ohledem na uvedené skutečnosti se zdá být **dosažení 5 % zkoumaného ukazatele (a zároveň přiblížení konkurentům) pro hladký chod podniku přiměřené**. Držba více peněžních prostředků není nutná – důvodem je čerpání kontokorentního úvěru a také **účast mateřské společnosti** a majoritního vlastníka B.G.M. Holding, a.s., jenž v rámci konsolidačního celku při problémech s likviditou aktivně poskytuje TOS půjčky.

Neúročené závazky (krátkodobé)

Jelikož dlouhodobé závazky jsou ve Společnosti úročeny, budou uvažovány pouze závazky krátkodobé. Z těch je nutno vyloučit značnou část úročených závazků, kam dle výročních zpráv patří závazky vůči ovládané/ovládající osobě a většina jiných závazků. Z položek zahrnutých do krátkodobých neúročených závazků jsou nejvýznamnější **závazky z obchodních vztahů**. Celkový přehled včetně dob obratu udávají tabulky.

Tabulka 54: Analýza krátkodobých neúročených závazků (v tis. Kč) podle dob obratu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Krátkodobé závazky neúročené	51 348	66 364	61 633	65 953	68 655	35 586
<i>DO ve dnech</i>	<i>144,35</i>	<i>193,18</i>	<i>193,39</i>	<i>152,31</i>	<i>142,34</i>	<i>76,58</i>
Závazky z obchodních vztahů	35 039	51 020	50 101	54 817	59 554	28 733
<i>DO ve dnech</i>	<i>98,50</i>	<i>148,52</i>	<i>157,20</i>	<i>126,60</i>	<i>123,47</i>	<i>61,84</i>
Závazky k zaměstnancům	2 842	2 582	3 912	2 610	2 705	2 709
<i>DO ve dnech</i>	<i>7,99</i>	<i>7,52</i>	<i>12,27</i>	<i>6,03</i>	<i>5,61</i>	<i>5,83</i>
Závazky ze SZ a ZP	10 301	6 225	4 983	1 897	1 666	1 660
<i>DO ve dnech</i>	<i>28,96</i>	<i>18,12</i>	<i>15,64</i>	<i>4,38</i>	<i>3,45</i>	<i>3,57</i>
Stát - daňové závazky a dotace	850	512	1 202	309	353	459
<i>DO ve dnech</i>	<i>2,39</i>	<i>1,49</i>	<i>3,77</i>	<i>0,71</i>	<i>0,73</i>	<i>0,99</i>
Přijaté zálohy	2 253	5 739	1 117	5 124	4 122	1 755
<i>DO ve dnech</i>	<i>6,33</i>	<i>16,71</i>	<i>3,50</i>	<i>11,83</i>	<i>8,55</i>	<i>3,78</i>
Dohadné účty pasivní	63	56	0	970	0	0
<i>DO ve dnech</i>	<i>0,18</i>	<i>0,16</i>	<i>0,00</i>	<i>2,24</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Jiné závazky	0	230	318	226	255	270
<i>DO ve dnech</i>	<i>0,00</i>	<i>0,67</i>	<i>1,00</i>	<i>0,52</i>	<i>0,53</i>	<i>0,58</i>

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 55: Prognóza krátkodobých neúročených závazků (v tis. Kč) podle dob obratu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Krátkodobé závazky neúročené	48 583	60 603	67 780	75 384	80 462	85 627	87 933
<i>DO ve dnech</i>	<i>99,4</i>	<i>119,4</i>	<i>129,4</i>	<i>139,4</i>	<i>144,4</i>	<i>149,4</i>	<i>149,4</i>
Závazky z obchodních vztahů	39 101	50 756	57 618	64 893	69 652	74 508	76 514
<i>DO ve dnech</i>	<i>80</i>	<i>100</i>	<i>110</i>	<i>120</i>	<i>125</i>	<i>130</i>	<i>130</i>
Závazky k zaměstnancům	2 850	2 959	3 054	3 153	3 249	3 341	3 431
<i>DO ve dnech</i>	<i>5,83</i>	<i>5,83</i>	<i>5,83</i>	<i>5,83</i>	<i>5,83</i>	<i>5,83</i>	<i>5,83</i>
Závazky ze SZ a ZP	1 745	1 812	1 870	1 931	1 989	2 046	2 101
<i>DO ve dnech</i>	<i>3,57</i>	<i>3,57</i>	<i>3,57</i>	<i>3,57</i>	<i>3,57</i>	<i>3,57</i>	<i>3,57</i>
Stát - daňové závazky a dotace	489	508	524	541	557	573	589
<i>DO ve dnech</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>
Přijaté zálohy	4 130	4 289	4 426	4 570	4 708	4 843	4 973
<i>DO ve dnech</i>	<i>8,45</i>	<i>8,45</i>	<i>8,45</i>	<i>8,45</i>	<i>8,45</i>	<i>8,45</i>	<i>8,45</i>
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0
<i>DO ve dnech</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Jiné závazky	269	279	288	297	306	315	324
<i>DO ve dnech</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>

Zdroj: vlastní zpracování

Doba obratu závazků z obchodních vztahů včetně vazby na konkurenci byla předmětem finanční analýzy. V minulosti byla velmi dlouhá a převyšovala dobu u konkurentů. V roce 2016 došlo k poklesu těchto závazků a s tím i doby obratu přibližně o polovinu. Vzhledem k hodnotám převažujícím v minulosti je plánován postupný nárůst ke 130 dnům.

Situace pozorovaná v posledním roce (zvýšení DO pohledávek a snížení DO závazků z obchodních vztahů) má dopad na **obchodní deficit**. V minulosti byla Společnost výrazně přebytková, což bylo ve finanční analýze komentováno pozitivně ve smyslu čerpání bezplatného obchodního úvěru. Pokud by se pokračovalo v číslech z roku 2016, tento přebytek se sníží, až by se Společnost mohla v delším období přehoupnout do deficitu. Pro zachování značného obchodního přebytku (typického v minulém období) je tak třeba i nadále počítat s výrazně vyšší DO závazků oproti DO pohledávek.

Ostatní krátkodobé závazky mají minimální význam. Dohadné účty pasivní byly v posledních dvou letech nulové, proto nejsou plánovány. Předpověď dalších položek je opět založena buď na průměru za celé období, nebo ponechána na úrovni roku 2016. U těch, kde byly doby obratu výrazněji vyšší v letech 2011 – 2013 než v letech 2014 – 2016 (závazky k zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňové vůči státu), je rozumnější navázat prognózu na poslední známý rok. Zbylé závazky s kolísajícími dobami obratu (přijaté zálohy, jiné závazky) je možné predikovat dle průměrné doby obratu.

Časové rozlišení aktiv a pasiv

Časové rozlišení aktiv se skládá z nákladů příštích období, příjmů příštích období a komplexních nákladů příštích období. Časové rozlišení pasiv tvoří pouze výnosy příštích období. Z výročních zpráv bohužel nelze zjistit bližší specifikaci těchto položek.

Tabulka 56: Analýza časového rozlišení aktiv a pasiv (v tis. Kč) podle dob obratu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Časové rozlišení aktiv	185	93	40	151	191	1 290
<i>DO ve dnech</i>	<i>0,52</i>	<i>0,27</i>	<i>0,13</i>	<i>0,35</i>	<i>0,40</i>	<i>2,78</i>
Časové rozlišení pasiv	0	0	2 650	44	44	66
<i>DO ve dnech</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>8,32</i>	<i>0,10</i>	<i>0,09</i>	<i>0,14</i>

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 57: Prognóza časového rozlišení aktiv a pasiv (v tis. Kč) podle dob obratu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Časové rozlišení aktiv	362	376	388	400	412	424	436
<i>DO ve dnech</i>	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Časové rozlišení pasiv	68	71	73	76	78	80	82
<i>DO ve dnech</i>	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14

Zdroj: vlastní zpracování

Časové rozlišení aktiv bylo v roce 2016 výrazně navýšeno zejména komplexními náklady příštích období. Jelikož se jedná spíše o mimořádnou událost, byla by prognóza dle poslední doby obratu zkreslující. Na druhou stranu se jedná o nejnovější údaj, který by měl být zohledněn. Z toho důvodu vychází odhadce při plánování z průměru za celé období (včetně poslední hodnoty). Naproti tomu **časové rozlišení pasiv** mělo jednu extrémní hodnotu již v roce 2013, což by zahrnutím do průměru ovlivnilo vypovídací schopnost. Proto plán vychází z poslední známé doby obratu.

Celkový provozně nutný upravený pracovní kapitál

V tabulkách výše byly již přímo vyčísleny absolutní hodnoty jednotlivých složek upraveného pracovního kapitálu. Na jejich základě je možné sestavit prognózu provozně nutného pracovního kapitálu. Pro úplnost a zachování konzistence v rámci celé subkapitoly je níže uvedena také analýza minulého vývoje této veličiny. K tomu je připojen údaj o tzv. **koefficientu náročnosti tržeb na pracovní kapitál**.

Tabulka 58: Analýza celkového provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby (+)	97 117	89 011	87 034	93 075	98 307	95 010
Pohledávky (+)	12 805	10 737	3 854	16 778	17 416	23 340
Kr. finanční majetek (+)	103	104	145	272	207	436
Časové rozlišení aktiv (+)	185	93	40	151	191	1 290
Kr. závazky neúročené (-)	51 348	66 364	61 633	65 953	68 655	35 586
Časové rozlišení pasiv (-)	0	0	2 650	44	44	66
Provozně nutný upravený PK	58 862	33 581	26 790	44 279	47 422	84 424
<i>Koef. náročnosti tržeb na PK</i>	45,34%	26,78%	23,03%	28,02%	26,94%	49,78%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

Tabulka 59: Prognóza celkového provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby (+)	100 060	102 842	105 557	107 842	111 064	112 461	115 490
Pohledávky (+)	23 427	23 312	23 011	22 675	22 807	22 885	22 913
Kr. finanční majetek (+)	486	1 212	2 033	3 015	4 023	4 281	4 397
Časové rozlišení aktiv (+)	362	376	388	400	412	424	436
Kr. závazky neúročené (-)	48 583	60 603	67 780	75 384	80 462	85 627	87 933
Časové rozlišení pasiv (-)	68	71	73	76	78	80	82
Provozně nutný upravený PK	75 683	67 068	63 135	58 472	57 767	54 345	55 220
Koef. náročnosti tržeb na PK	42,42%	36,20%	33,02%	29,62%	28,40%	25,98%	25,70%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených prognóz

V analyzovaném období PK napřed klesal, od roku 2013 se zatím zvyšuje, s razantním nárůstem v posledním roce. Otázkou je, do jaké míry je tento nárůst trvalý. V prognózovaném období se očekává spíše pozvolné snížení tohoto ukazatele, aby tak více odpovídal minulým rokům. Pro posouzení přiměřenosti výsledné prognózy je vypočítán a v tabulce uveden již zmíněný **koeficient**. Ten poměruje veličiny pracovní kapitál a tržby, a to buď jejich meziroční absolutní změny v časové řadě, nebo jen prostým podílem obou hodnot v daném roce¹⁴. Koeficient s meziročními změnami zde za minulost postrádá vypovídací schopnost z důvodu kombinace záporných čísel (pokles tržeb i PK). Proto je zvolen druhý přístup, podle něhož byla náročnost tržeb na PK v letech 2012 až 2015 pod 30 % a v prvním a posledním roce minulosti pod 50 %. Budoucí vývoj by měl být plánován v návaznosti na rok 2016, proto se prognóza vyhýbá meziroční skokové změně a koeficient se na svých (pro Společnost obvyklých) **cca 26 %** dostane až v průběhu několika let. Zkusme tento koeficient ještě porovnat s konkurencí.

¹⁴ V tabulce je uveden koeficient náročnosti tržeb na PK, z čehož je zřejmé, že se jedná o podíl hodnot v daném roce. Při poměření meziročních absolutních změn by šlo o koeficient náročnosti „růstu“ tržeb na PK.

Tabulka 60: Srovnání koeficientu náročnosti tržeb na pracovní kapitál s konkurenty

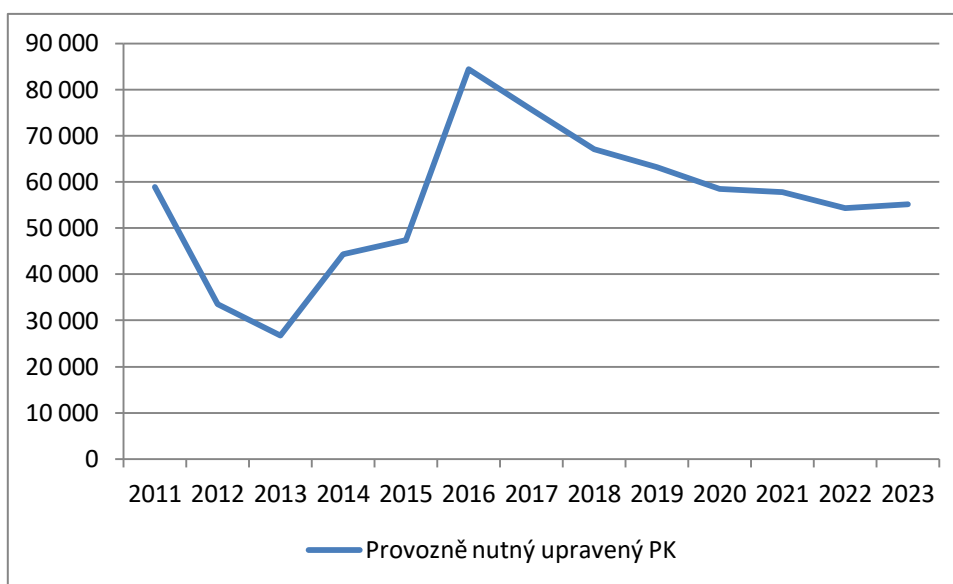
	2011	2012	2013	2014	2015
TOS Svitavy	39,98%	31,64%	23,74%	29,25%	27,04%
Dřevostroj Čkyně	22,52%	29,07%	34,38%	23,09%	30,57%
CML Engineering	-0,08%	-9,83%	-10,13%	11,34%	9,11%
A.Costa-Righi	48,14%	77,23%	98,43%	69,34%	83,27%
Bison-Bial	67,49%	52,12%	63,50%	66,10%	76,01%
Průměr konkurentů	34,52%	37,15%	46,54%	42,47%	49,74%
Medián konkurentů	35,33%	40,60%	48,94%	44,60%	53,29%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Amadeus

Poznámka: Schunk nemá zveřejněny údaje o pracovním kapitálu (potřebné pro výpočet koeficientu náročnosti tržeb na pracovní kapitál)

Koeficient sice není v databázi přímo publikován, ale jsou dostupné údaje o PK a tržbách, takže je možné ho pro konkurenty dopočítat (přesto však znovu v metodice Amadea – u TOS se zde příliš neliší). Z tabulky vyplývá, že dle průměru i mediánu docházelo u konkurentů v minulosti k růstu koeficientu. Zatímco CML vykazuje nízké až záporné hodnoty (záporný PK), v případě A.Costa-Righi a Bison-Bial je koeficient silně nadpoloviční. Souhrnně za konkurenty je příslušná hodnota v posledním roce **blízká 50 %**. Jak již bylo zmíněno, takto vysoký poměr není pro TOS charakteristický a zřejmě ani trvale udržitelný. V našich podmínkách však Dřevostroj Čkyně vykazuje srovnatelné hodnoty kolem 30 %, takže se s plánem pracovního kapitálu lze spokojit. Na závěr je uveden už jen vývoj studovaného generátoru hodnoty za celé třináctileté období.

Graf 16: Vývoj provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz a prognóz

5.4 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Plánování investiční činnosti je pravděpodobně nejobtížnější částí analýzy generátorů hodnoty. Také zde bude vhodným východiskem **minulý vývoj**, jelikož odhadce nemá k dispozici žádné podklady potřebné pro sestavení detailního plánu na budoucí období. Jedinou informací je, že se Společnost v blízkých letech chystá nějaké investice podniknout, ale v delším časovém horizontu zatím růst příliš neplánuje.

Přístup, který zde bude uplatněn, bývá označován jako **globální**. Vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Na tomto základě je vypočtena a zkoumána sada tzv. **koefficientů investiční náročnosti**, které je vhodné (v určité podobě) porovnat i s konkurenčními podniky. Doporučuje se přitom zohlednit co nejdelší minulé období a koeficienty spočítat jak pro jednotlivé roky, tak jako průměrné za celé období.

Volba délky časové řady je prvním částečným omezením. Pro oceňovaný podnik jsou samozřejmě dostupné údaje z výročních zpráv daleko do minulosti. V případě konkurenčních podniků je čerpáno z databáze Amadeus, kde jsou zveřejněny výkazy „jen“ za posledních deset let (tj. od roku 2006), což bohužel ani neplatí pro všechny. Schunk má dostupné údaje pouze za roky 2010 – 2013 a na tomto místě je problém také

s CML Engineering, jenž nemá data do roku 2011 zveřejněná vůbec, a v dalších letech jsou v oblasti dlouhodobého majetku vysoce irelevantní. Přesto je alespoň orientační porovnání se třemi přímými konkurenty (Dřevostroj Čkyně, A.Costa-Righi a Bison-Bial) v desetileté časové řadě pro tyto účely dostačující.

Další omezení se vztahuje na jemnost **členění položek dlouhodobého majetku**. V Amadeu je uváděna jejich agregovaná forma, tedy vždy souhrnně za skupinu majetku (nehmotný DM, hmotný DM, ostatní DM). V případě oceňovaného podniku je zase jiný problém. Z rozvahy totiž zjistíme hodnotu jednotlivých druhů majetku netto, z čehož odvodíme netto investice. Při převodu na investice brutto potřebujeme znát také odpisy jednotlivých druhů majetku, které jsou však u TOS nezjistitelné. Ve výsledovce existuje pouze souhrnná položka odpisů DNM a DHM. Ve výroční zprávě v části věnované rozboru majetku je zase uveden vývoj opravek a opravných položek dohromady, takže nelze oddělit vliv pouze odpisů. Z těchto důvodů bude nutné analyzovat DM Společnosti i konkurence v agregované výši. Při prognózování jednotlivých složek DM a odpisů bude později přistoupeno k náhradnímu řešení.

V následující tabulce jsou uvedeny údaje o DM, investicích netto a brutto a hodnotách koeficientů investiční náročnosti, a to v časové řadě i v rámci prostorového srovnání.

Tabulka 61: Srovnání koeficientů investiční náročnosti s konkurenty (položky v tis. Kč)

TOS Svitavy	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Za období
Provozně nutný DM	156 577	154 821	140 464	127 133	115 982	106 423	84 511	79 436	78 827	76 103	73 986	
Investice netto	x	-1 756	-14 357	-13 331	-11 151	-9 559	-21 912	-5 075	-609	-2 724	-2 117	
Investice brutto	x	10 642	-855	-735	977	999	-11 510	1 937	6 168	4 646	5 707	
Investice brutto / Tržby	x	4,3%	-0,4%	-0,7%	0,9%	0,8%	-9,2%	1,7%	3,9%	2,6%	3,4%	1,2%
Provozně nutný DM / Tržby	67,4%	62,1%	67,9%	129,1%	112,7%	82,0%	67,4%	68,3%	49,9%	43,2%	43,6%	67,7%
Investice netto / Δ tržeb	x	-10,3%	33,9%	12,3%	-251,5%	-35,5%	493,1%	56,0%	-1,5%	-15,1%	32,8%	
Dřevostroj Čkyňe	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Za období
Dlouhodobý majetek	64 746	74 470	59 706	59 108	62 369	48 186	70 028	77 985	83 400	36 574	-	
Investice netto	x	9 724	-14 764	-598	3 261	-14 183	21 842	7 957	5 415	-46 826	-	
Investice brutto	x	17 058	-6 698	7 046	9 983	-8 534	26 518	11 620	9 266	-42 386	-	
Investice brutto / Tržby	x	5,8%	-2,1%	4,7%	11,3%	-10,2%	30,3%	11,3%	6,3%	-21,6%	-	1,6%
Dlouhodobý majetek / Tržby	24,9%	25,3%	18,4%	39,4%	70,6%	57,5%	80,0%	75,6%	56,5%	18,7%	-	36,7%
Investice netto / Δ tržeb	x	27,9%	-48,9%	0,3%	-5,3%	311,9%	597,6%	50,6%	12,2%	-96,9%	-	
A.Costa-Righi	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Za období
Dlouhodobý majetek	24 257	18 544	15 446	11 635	8 791	6 958	5 523	4 797	3 696	2 692	-	
Investice netto	x	-5 714	-3 097	-3 811	-2 844	-1 833	-1 435	-727	-1 100	-1 004	-	
Investice brutto	x	301	928	-169	-612	319	-178	504	100	-25	-	
Investice brutto / Tržby	x	0,2%	0,4%	-0,2%	-1,0%	0,4%	-0,3%	0,9%	0,1%	0,0%	-	0,1%
Dlouhodobý majetek / Tržby	9,5%	9,6%	6,8%	13,9%	14,2%	7,7%	9,6%	8,7%	4,4%	3,3%	-	8,6%
Investice netto / Δ tržeb	x	9,3%	-9,3%	2,7%	13,3%	-6,6%	4,4%	32,2%	-3,8%	52,0%	-	
Bison-Bial	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Za období
Dlouhodobý majetek	173 254	201 902	171 304	145 994	120 724	177 187	245 417	268 661	237 006	244 524	-	
Investice netto	x	28 648	-30 598	-25 310	-25 270	56 463	68 230	23 244	-31 656	7 518	-	
Investice brutto	x	45 983	-13 276	-7 556	-9 157	72 439	102 220	79 023	24 335	63 376	-	
Investice brutto / Tržby	x	6,6%	-2,0%	-2,2%	-1,4%	14,4%	13,7%	12,0%	3,6%	12,2%	-	6,6%
Dlouhodobý majetek / Tržby	25,5%	28,9%	25,9%	43,0%	18,6%	35,3%	33,0%	40,7%	35,1%	47,0%	-	32,4%
Investice netto / Δ tržeb	x	152,8%	85,9%	7,8%	-8,2%	-38,7%	28,1%	-27,7%	-233,3%	-4,9%	-	

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s. a databáze Amadeus

V případě TOS odhadce vychází z „vlastních“ účetních výkazů, kde z dlouhodobého majetku již vyčlenil nepotřebné pozemky. Jejich výše je však relativně marginální, takže orientační srovnání s konkurenty, u nichž nelze hodnotu neprovozních aktiv určit, to prakticky neovlivní. Ve Společnosti se pravidelně od roku 2006 každým rokem **snižuje stav DM**, který byl v roce 2016 asi poloviční oproti roku 2008. Stejný trend je pozorovatelný u A.Costa-Righi. V absolutních číslech (vše je uvedeno v tis. Kč) to však s TOS není tak špatné, neboť za posledních pět let se DM snížil jen o 10 mil. Kč a více majetku drží pouze Bison-Bial, který vykazuje všeobecně lepší výsledky.

S poklesem DM souvisí **záporné investice netto**. Investice brutto (přičtením odpisů) jsou odrazem skutečných investičních výdajů do DM a jejich statistika je pro TOS v posledních letech přívětivá. Naopak u Dřevostroje Čkyně došlo v roce 2015 k významným dezinvesticím. Investice brutto u A.Costa-Righi v celém sledovaném období oscilovaly kolem nuly. Značný objem prostředků investuje zejména v posledních letech Bison-Bial.

Co se týče samotných koeficientů, hlavní důraz bude kladen na první uvedený – **koeficient náročnosti tržeb na investice brutto**. Ten má mezi podniky vysokou míru srovnatelnosti, protože není poznamenán dopadem odpisů a možnou různou odpisovou politikou firem. Jeho průměrná hodnota je počítána ze součtu investic a tržeb za celé období (nikoliv tedy jako průměr z jednotlivých ročních koeficientů). Průměrná výše 1,2 % se na první pohled zdá být velmi nízká, ale u konkurence je situace obdobná. Medián (byť z malého vzorku) je na úrovni 1,6 % a průměr 2,8 % - oběma hodnotám se TOS v posledních čtyřech letech blíží, nebo je překročil.

Koeficient **prostého podílu DM na tržbách** je u Společnosti vysoce nadprůměrný. Při hlubším pohledu do minulosti lze vidět, že to bylo způsobeno hlavně starším vývojem (roky 2009 a 2010 přes 100 % hodnota ukazatele). V posledních třech letech se tento podíl v důsledku poklesu dlouhodobého majetku¹⁵ a růstu tržeb výrazně snížil a hodnota nad 40 % je mnohem blíže konkurenčním podnikům.

¹⁵ Za současného růstu oběžných aktiv – stále je třeba mít na paměti, že nedocházelo ke snižování celkové bilanční sumy.

Poslední **koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto** je použit pouze jako doplňkový. V prostoru je daleko méně porovnatelný, protože firmy mohou uplatňovat již zmíněnou různou odpisovou politiku, a navíc neposkytuje dobré výsledky, pokud tržby v minulém období příliš nerostly. Z toho důvodu není počítán ani průměr za celé období – všechny firmy totiž po krizi zaznamenaly více než padesátiprocentní propad tržeb v roce 2009 a velmi pozvolna se stále teprve vracejí na úroveň svých předkrizových obrátů. Srovnávat tržby ze začátku a konce tohoto období proto není směřodonné.

K analýze poslouží ještě **studie paní Maříkové¹⁶**, která je aplikována na vzorek firem reprezentujících různá odvětví v České republice a může poskytnout užitečnou dodatečnou informaci (přestože již není zcela aktuální). Podle ní lze zkoumané odvětví zařadit pod „výrobu a opravy strojů a zařízení jinde neuvedených“. Z dostupných údajů nás budou zajímat především **podíl dlouhodobého majetku na aktivech a podíl brutto investic na tržbách**.

První údaj byl v roce 1993 na úrovni **39,7 %** a v roce 2001 činil **35,0 %**. To je v naprostém souladu s vývojem Společnosti, kdy **podíl DM na aktivech** v čase klesl a v posledních dvou letech dosáhl 36,2 % resp. 38,5 %. Také u přímých konkurentů byl historicky podobný. Za předpokladu dlouhodobě stálého poměru je možné při prognóze vycházet z predikované výše oběžných aktiv (viz předchozí generátor hodnoty pracovní kapitál), které tvoří doplněk do 100 %, a prostým přepočtem získat alespoň orientačně budoucí hodnoty DM.

Druhý ukazatel – **koeficient náročnosti tržeb na investice brutto** – dosahoval v odvětví hodnoty **4,2 %**. To je na jednu stranu více než dlouhodobý průměr spočtený pro oceňovaný podnik včetně mediánu a průměru za přímé konkurenty (viz výše), na druhou stranu je v řadě dalších odvětví tento koeficient ještě vyšší. Společnost se navíc dokázala v posledních třech letech k hranici 4 % výrazně přiblížit. Odchylku je možné

¹⁶ MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Investiční náročnost jednotlivých odvětví národního hospodářství v souvislosti s tempem jejich rozvoje* [online]. Praha, Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, 2003. [cit. 2017-10-03]. Dostupné z: <http://nb.vse.cz/~marik/publik/investice/investice.htm>

vysvětlit tím, že výroba obráběcích strojů představuje pouhý zlomek činností zahrnutých do výroby a opravy strojů v rámci provedené studie.

Po všech zváženích východiscích nyní přistupme ke kvantifikaci parametrů potřebných pro sestavení prognózy dlouhodobého majetku. Jako první bude určeno **procento odpisů**. Postup zachycuje tabulka.

Tabulka 62: Stanovení podílu odpisů na dlouhodobém majetku (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozně nutný DM (netto, stav na konci roku)	156 577	154 821	140 464	127 133	115 982	106 423	84 511	79 436	78 827	76 103	73 986
Odpisy prov. nutného DM	13 073	12 398	13 502	12 596	12 128	10 558	10 402	7 012	6 777	7 370	7 824
Podíl odpisů na netto hodnotě DM	x	7,9%	8,7%	9,0%	9,5%	9,1%	9,8%	8,3%	8,5%	9,3%	10,3%
Průměrný podíl odpisů	9,0%										

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

V historické časové řadě byla u odpisů zjištěna poměrně **stabilní závislost na dlouhodobém majetku v netto hodnotě**. Odpisy coby toková veličina jsou počítány vždy ze stavu majetku na konci předchozího roku. Průměrný podíl na úrovni **9 %** lze vcelku bezpečně použít při plánování budoucích odpisů.

Ještě před plánováním konkrétní výše investic, odpisů a dlouhodobého majetku si můžeme vytvořit prvotní představu o budoucích číslech na základě **stálého poměru oběžných aktiv a k nim dopočítaného DM**, jak bylo avizováno o pár odstavců výše. Postup je zanesen opět do tabulky.

Tabulka 63: Alternativní způsob odhadu dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
OA + ČRA	124 335	127 742	130 988	133 932	138 307	140 052	143 235
(OA + ČRA) / A	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
DM / A	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
DM netto	66 949	68 784	70 532	72 117	74 473	75 412	77 126
Aktiva	191 284	196 526	201 521	206 050	212 779	215 464	220 361

Zdroj: vlastní zpracování na základě vlastních úvah

Poznámka: OA = oběžná aktiva, ČRA = časové rozlišení aktiv, A = aktiva, DM = dlouhodobý majetek (provozně nutný)

Prognóza oběžných aktiv a časového rozlišení aktiv byla převzata z prognózy provozně nutného upraveného pracovního kapitálu. Již ve finanční analýze byl v rámci vertikální a horizontální analýzy odhalen trend postupného **zvyšování OA na úkor DM**. V této

části navíc studie paní Maříkové poukázala na **35 % podíl DM** na celkových aktivech typický pro dané odvětví, což je ostatně i hodnota, k níž Společnost jednoznačně směřuje. Proto je přijat předpoklad, že zbylé položky (které již máme absolutně vyčíslené) tvoří **zbylých 65 %** a z toho je možné odvodit vývoj dlouhodobého majetku. Bilanční suma pak odráží souhrnný vliv růstu oběžných aktiv a dlouhodobého majetku. Ačkoli by bylo možné již určit investice a dopočítat odpisy, je tento přístup velmi zjednodušený a výslednou prognózu bude nutné podepřít dalšími úvahami.

V následující tabulce je zachycen postup spíše v opačném sledu – s využitím **tržeb** a znalosti **koefficientu investiční náročnosti** se přes investice a odpisy dostaneme ke konečné netto hodnotě dlouhodobého majetku v jednotlivých letech finančního plánu.

Tabulka 64: Prognóza provozně nutného dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby za výrobky a zboží	178 400	185 260	191 188	197 384	203 384	209 195	214 829
Investice brutto / Tržby	8,4%	4,2%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
Investice brutto	14 986	7 781	7 648	7 501	7 525	7 531	7 519
Podíl odpisů na DM netto	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Odpisy DM netto (ze stavu na konci předchozího roku)	6 694	7 445	7 475	7 491	7 492	7 495	7 498
Investice netto	8 291	336	172	10	34	36	21
DM netto (stav na konci roku)	82 277	82 613	82 786	82 796	82 829	82 866	82 887
Podíl DM na aktivech	39,8%	39,3%	38,7%	38,2%	37,5%	37,2%	36,7%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedené analýzy

Stěžejním krokem této prognózy je **stanovení poměru investic brutto k tržbám**. Další položky jsou už vzájemně provázané – z tohoto poměru a predikovaných tržeb dopočteme (součinem) investice brutto. Z výše odvozeného podílu odpisů 9 % a známého stavu majetku v netto hodnotě na konci roku 2016 můžeme dopočítat odpisy v roce 2017. Jejich odečtením od brutto investic získáme investice netto. A nakonec přičtením těchto investic k majetku na konci 2016 dostaneme prognózu dlouhodobého majetku v netto hodnotě na konci roku 2017. Analogickým způsobem se pokračuje v každém dalším plánovaném roce.

Určení klíčového podílu brutto investic na tržbách je **výsledkem sladění tří různých okolností: konkurenční analýzy odvětví, vývoje podniku v poslední době a představ vedení Společnosti**. Představy vedení jsou promítnuty v prvním roce plánu

a rovněž v dlouhodobém budoucím vývoji. Z krátkodobého výhledu Společnosti vyplývá, že se v roce 2017 chystá uskutečnit investice za **15 mil. Kč**, čemuž odpovídá hodnota koeficientu 8,4 % (rozšíření kapacit umožní i dosažení vyšších tržeb). Zároveň však v delším časovém horizontu zatím **další růst neplánuje**, takže koeficient je nutné nastavit tak, aby netto investice zůstaly maximálně mírně nad nulou.

Konkrétní hodnoty koeficientu musí respektovat také **závěry odvětvové analýzy** a nevybočovat z **vývoje v nedávné minulosti**. Hodnota 4,2 % v roce 2018 vychází z průměru v českých podmínkách (viz studie paní Maříkové). Pro oceňovaný podnik je však i toto procento dlouhodobě sotva udržitelné, proto dále ještě mírně poklesne, až se investice ustálí zhruba ve výši potřebné v podstatě jen na prostou obnovu majetku. Prognózované hodnoty koeficientu mezi 3 % a 4 % též navazují na nedávný vývoj v letech 2014 (3,9 %) a 2016 (3,4 %).

Na tomto místě můžeme ještě provést **srovnání s náhradním způsobem odhadu DM** podle stálého podílu oběžných aktiv na celkových aktivech (viz výše). V tabulce č. 64 je na posledním řádku uveden skutečně plánovaný podíl DM na aktivech, který v prvním roce plánu činí 39,8 % a během první fáze (opět navazujíc na minulý vývoj) postupně klesá. Výchozí hodnoty původního odhadu 35 % by dosáhl až v horizontu přesahujícím mezifázi. V tomto případě bychom se tedy určité odchylky při použití obou prognóz dopustili. Zjednodušený odhad uvažuje postupné navyšování DM, zatímco propracovanější predikce má značný investiční výdaj již v roce 2017 a poté počítá se stabilizací. S ohledem na dostupné údaje se druhý způsob zdá být reálnější.

Odhadce se domnívá, že takto konstruovaná prognóza, která dává do souladu několik působících hledisek, může být považována za teoreticky nejsprávnější.

Na závěr je naprognózovaný provozně nutný dlouhodobý majetek v netto hodnotách rozčleněn na jednotlivé položky rozvahy.

Tabulka 65: Plán rozčlenění prognózovaného dlouhodobého majetku na položky rozvahy (v tis. Kč)

(v tis. Kč, stavy ke konci roku)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dlouhodobý majetek	82 277	82 613	82 786	82 796	82 829	82 866	82 887
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 010	1 029	1 038	1 039	1 041	1 043	1 044
Software	1 010	1 029	1 038	1 039	1 041	1 043	1 044
Dlouhodobý hmotný majetek	81 267	81 585	81 748	81 757	81 789	81 823	81 843
Pozemky - provozní	3 671	3 671	3 671	3 671	3 671	3 671	3 671
Stavby	64 365	64 530	64 615	64 620	64 637	64 655	64 665
Samostatné movité věci	9 275	9 427	9 505	9 510	9 525	9 542	9 551
Jiný DHM	165	165	165	165	165	165	165
Nedokončený DHM	1 391	1 391	1 391	1 391	1 391	1 391	1 391
Poskytnuté zálohy na DHM	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400	2 400
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedené analýzy

Provozní pozemky, jiný DHM, nedokončený DHM, poskytnuté zálohy na DHM a nulový dlouhodobý finanční majetek jsou ponechány ve výši z konce roku 2016. Netto investice se tak rozdělí mezi položky **software, stavby a samostatné movité věci**. Jelikož chybí informace o tom, do čeho konkrétně budou investice směřovat, vychází odhadce z údajů ve výroční zprávě 2016. Podle ní bylo v posledních čtyřech letech investováno do technologií, staveb, výpočetní a dopravní techniky. Snahou bylo jejich zařazení pod rozvahové položky a přiřazení váhy dle objemu realizovaných investic. Na základě těchto podílů (5,5 % software, 49,2 % stavby, 45,3 % samostatné movité věci) je možné alespoň orientačně a zjednodušeně odhadnout investiční záměry a vyčíslit jednotlivé složky dlouhodobého majetku, což bude podkladem i pro plánovanou rozvahu.

5.5 Vyhodnocení generátorů hodnoty

Kapitola věnovaná generátorům hodnoty podala obraz o analýze a prognóze tržeb, ziskové marže, investic do provozně nutného upraveného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku. Tržby byly výstupem strategické analýzy; z toho důvodu jim zde byl vymezen nejmenší prostor. Nedalo se však bez nich obejít při práci s ostatními generátory. Zisková marže před odpisy a daní byla prognózována shora i zdola a dlouhodobě by se neměla příliš odchýlit od 8,5 %. V rámci pracovního kapitálu byly analyzovány a prognózovány jeho jednotlivé složky. Při prognóze dlouhodobého majetku bylo třeba uvážit více úhlů pohledu.

V celé kapitole bylo nutné na mnoha místech skloubit dohromady provedené analýzy, vlastní úvahy a představy vedení Společnosti. Vedle zkoumání vývoje v čase byla pozornost zaměřena také na situaci u konkurentů a mezipodnikové srovnání. Analýzou generátorů hodnoty byl získán zasvěcenější pohled na minulost podniku. Jejich prognózy budou zase tvořit základní kostru finančního plánu. Ten by měl být jen jakýmsi rozvedením projekce generátorů hodnoty s posouzením reálnosti této projekce. Správně sestavený finanční plán je stavebním kamenem pro výnosové ocenění.

6 Finanční plán

Kompletní finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů: **výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků**. Tyto výkazy bude žádoucí členit na **provozně nutnou a neprovozní část**, přičemž jádrem plánu vážícího se na provozní majetek je projekce generátorů hodnoty. Plán bude pokrývat nejbližších sedm let a můžeme v něm pracovat s agregovanými položkami. Vlastnoruční sestavení finančního plánu navíc plně odpovídá hledané bázi hodnoty (tj. tržní hodnota).

Kromě položek plynoucích z předchozí kapitoly o generátorech hodnoty bude nutné doplnit finanční plán ještě o některé další údaje. Jedná se zejména o úvěry, půjčky a nákladové úroky v rámci **plánu financování**. Je třeba přidat také další, méně významné položky, případně položky nesouvisející s hlavním provozem podniku. Při plánování je vhodné uvážit i možnou výplatu dividend.

Po zpracování všech potřebných položek do jednotlivých výkazů bude provedena stručná **finanční analýza plánu**. Poté bude vymezena velikost **provozně nutného investovaného kapitálu a jeho rentabilita**. Závěrem kapitoly bude celkové vyhodnocení finančního plánu včetně zhodnocení perspektiv oceňovaného podniku a jeho schopnosti tvořit novou hodnotu v první i druhé fázi.

6.1 Plán financování

Plán financování zahrnuje předpokládané **splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů**, eventuálně potřebné **navýšení vlastního kapitálu**. Tento dílčí plán je nezbytný k ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty. Uplatněn bude také při určování diskontní míry, neboť jsou v rámci něho plánovány **nákladové úroky** coby vstupní údaj pro odhad nákladů cizího kapitálu.

Předem je třeba říct, že tento plán je úzce propojen s **plánovaným výkazem cash flow**. Výkaz CF totiž ukáže peněžní toky související s provozní a investiční činností a tyto dvě sféry by mělo vyvažovat správně nastavené financování. Pokud si podnik svým provozem nedokáže vydělat na investice, bude potřeba čerpání dodatečných úvěrů. A naopak, pokud peníze plynoucí z hlavního provozu bezpečně pokrývají investiční

výdaje a ještě nějaké zbudou, je z nich možné splácet dříve nabyté úvěry. V následující tabulce je uveden plán financování již ve své finální podobě, tedy tak, aby byl v souladu s plánovaným výkazem CF a potřebami z něho plynoucími.

Tabulka 66: Plán financování (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Úročené cizí zdroje celkem	117 708	111 208	98 708	91 208	80 708	74 208	63 208	61 708
Dlouhodobé závazky	44 000	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	44 000	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Krátkodobé závazky (půjčky)	25 000	24 000	24 000	24 000	24 000	13 000	13 000	13 000
Krátkodobá část dlouhodobých závazků	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Jiné závazky	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Bankovní úvěry a výpomoci	48 708	54 208	52 708	56 208	56 708	61 208	50 208	48 708
Splácení kr. části půjčky (z předch. roku)	-	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0
Převod z dl. závazků na kr. část	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0	0
Čerpání kr. bankovního úvěru	-	5 500	-1 500	3 500	500	4 500	-11 000	-1 500

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

V roce 2016 byla **mateřskou společností poskytnuta půjčka** na profinancování nárůstu zakázek a dalších investic (viz dlouhodobé závazky). Jedná se o prozatímní řešení za současného jednání s financující bankou, která by do budoucna měla těmto potřebám vyhovět. Dle poslední výroční zprávy má tato půjčka svoji krátkodobou část a celá by měla být splacena do roku 2021. Z toho důvodu je naplánováno její rozložení v čase, kdy se každým rokem převede **11 000 tis. Kč** do krátkodobých závazků a ve stejném roce je splacena krátkodobá část z předchozího roku. V roce 2021 dojde k poslední splátce a související zůstatky budou již nulové.

Kromě toho Společnost eviduje další úročené **krátkodobé závazky vůči své matce**. Jejich výše byla v minulosti proměnlivá s výrazným poklesem na **8 000 tis. Kč** v posledním roce. Předpokládá se, že tyto závazky bude v určité výši držet i nadále. **Jiné závazky** vůči nespecifikované právnické osobě jsou od roku 2013 vykazovány v konstantní výši **5 000 tis. Kč** (stálá obnova), proto je uvažováno zachování stavu i do dalších let.

Poslední řádek v tabulce byl určen na základě **možností a potřeb z plánu CF** (viz dále). Jak se ukázalo, provozní CF v prvních letech nebude stačit na krytí investic, úhradu úroků a nutnou splátku dlouhodobé půjčky. Nabízí se tedy dva způsoby – externí navýšení vlastního kapitálu nebo **čerpání bankovního úvěru**. Vzhledem

k tomu, že je období poměrně levných úvěrů a podnik již jedná s bankou o možnosti financování, je zvolena druhá varianta. Potřeba úvěrů bude v čase proměnlivá, nicméně ke konci první fáze (mezifáze) bude již podnik generovat dostatečné provozní CF, aby získané úvěry plně splatil.

Nedílnou součástí plánu financování je **plán nákladových úroků**. Ten vychází z naplánovaných úročených cizích zdrojů, přičemž úroky je nutno počítat vždy ze stavu na konci předchozího roku. V následující tabulce jsou úroky spočteny a rozčleněny v absolutním vyjádření dle příslušných **úrokových sazeb**. Sazby vycházejí z výročních zpráv, nebo byly odvozeny vlastním způsobem, jak bude vysvětleno níže.

Tabulka 67: Plán nákladových úroků (v tis. Kč)

	Sazba	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dlouhodobé závazky	-	1 540	1 155	770	385	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	3,5%	1 540	1 155	770	385	0	0	0
Krátkodobé závazky (půjčky)	-	1 050	1 015	1 015	1 015	1 015	630	630
Krátkodobá část dlouhodobých závazků	3,5%	420	385	385	385	385	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	3,5%	280	280	280	280	280	280	280
Jiné závazky	7,0%	350	350	350	350	350	350	350
Bankovní úvěry a výpomoci	-	1 129	1 401	1 459	1 544	1 556	1 665	1 399
- kontokorent 1M PRIBOR + 2,45 % p.a.	*	393	506	506	506	506	506	506
- kontokorent 1M EURIBOR + 2,45 % p.a.	**	736	896	953	1 038	1 050	1 159	893
Nákladové úroky - celkem	-	3 719	3 571	3 244	2 944	2 571	2 295	2 029
	*	2,95%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
	**	2,08%	2,19%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Úrokové sazby z **krátkodobých závazků k ovládající osobě** jsou ve výročních zprávách přesně vyčísleny jen ve starších letech. Za poslední dva roky je uveden pouze interval, nicméně je zřejmé, že sazba požadovaná matkou se v čase snižovala. V posledním roce je tak učiněn odhad na hranici tohoto intervalu ve výši **3,5 %** (což alespoň orientačním dopočtem k celkovým nákladovým úrokům zhruba odpovídá). Sazba **dlouhodobé půjčky** je stanovena stejně, neboť se lze domnívat, že mateřská společnost úvěrovala za obdobných podmínek (navíc byla zvolena horní hranice intervalu, pokud by dlouhodobý úvěr byl o něco dražší). **Jiné závazky** jsou úročeny fixní sazbou **7 %**, což plyne přímo z výročních zpráv.

S **bankovními úvěry** je to poněkud složitější, neboť čerpané kontokorenty jsou úročeny pohyblivou sazbou **1M PRIBOR resp. 1M EURIBOR plus bankou požadovaná**

marže. Plánování je navíc znesnadněno tím, že měnovými institucemi jsou prognózovány pouze obvyklejší **tříměsíční** mezibankovní sazby, nikoli však 1M. Bude proto nutné analyzovat minulý vývoj sazeb 1M a 3M, najít mezi nimi nějaký vztah a na jeho základě (za dané prognózy 3M) určit budoucí vývoj jednoměsíčních sazeb.

Historický vývoj PRIBOR byl převzat ze serveru kurzy.cz¹⁷, vývoj EURIBOR pak z databáze Evropské centrální banky¹⁸. Měsíční údaje za analyzované období od ledna 2012 do prosince 2016 prokázaly **velmi silnou závislost** mezi jednoměsíční a tříměsíční sazbou v obou případech (korelační koeficient u PRIBOR 99,5 %, u EURIBOR 98 %). Obecně platí, že **3M sazba je větší než 1M**. Avšak najít jakýsi pevný a stálý vztah mezi oběma sazbami není navzdory vysokému KK prakticky možné. Problém je v tom, že při velmi nízkých hodnotách jsou obě sazby blíže k sobě, při vyšších se rozpětí zvětšuje a při překročení určité meze se sazby opět sbližují. EURIBOR je navíc od první poloviny 2015 **záporný**, což z matematického hlediska znemožňuje využít poměrové vyjádření vztahu (v úvahu přichází jen absolutní rozdíl). Abychom se však vyhnuli zkreslení při použití průměrné hodnoty za celé období, bude lepší se nejprve podívat na predikované hodnoty 3M, najít jejich podobný vývoj v minulé časové řadě a přiřadit tomu odpovídající hodnoty 1M.

Prognóza PRIBOR je dostupná ze stránek ČNB z listopadu 2016¹⁹ (poslední před datem ocenění). Jsou prognózovány pouze dvě hodnoty tříměsíční sazby na roky 2017 a 2018 ve výši 0,7 % a 1,6 %. Poslední relevantní prognóza EURIBOR je Evropskou centrální bankou z prosince 2016²⁰. Zde jsou dostupné hodnoty -0,3 %, -0,2 % a navíc i rok 2019 na úrovni 0,0 %. **Ke všem těmto 3M sazbám byla v minulém období nalezena příslušná výše 1M sazby** (buď přímo, nebo porovnáním dvou sousedních hodnot), jež by s ohledem na extrémní závislost měla být spolehlivá. **Po přičtení marže banky**

¹⁷ Kurzy.cz: Úrokové sazby finančních trhů [online]. c2000-2017 [cit. 2017-10-09]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/tabulka-2-urokove-sazby-financnich-trhu/>

¹⁸ European Central Bank: Statistical Data Warehouse [online]. c2017 [cit. 2017-10-09]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/>

¹⁹ Česká národní banka: Měnová politika [online]. c2003-2017 [cit. 2017-10-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_16_zoi_iv.html

²⁰ European Central Bank: Research & Publications [online]. c2017 [cit. 2017-10-09]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201612.cs.pdf?53c080e998a58a7110646c0926194a64>

dostaneme výsledné sazby pro úročení obou kontokorentů. Tyto sazby jsou uvedeny na posledních dvou řádcích tabulky č. 67, přičemž v prvních letech plánu jsou diferencovány dle údajů známých z uveřejněných prognóz ČNB a ECB.

Pohyblivý EURIBOR je z důvodu úrokové výhodnosti použit také k **úročení dodatečně získaných úvěrů** od téže banky, jelikož se očekává, že banka poskytne Společnosti zdroje za podobných podmínek jako v minulosti. Navíc větší část načerpaných prostředků do roku 2016 pocházela právě z tohoto kontokorentu.

6.2 Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Tabulka 68: Plánovaný výkaz zisků a ztrát (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
a) Hlavní provoz podniku							
Tržby za výroby a zboží	178 400	185 260	191 188	197 384	203 384	209 195	214 829
Tržby za prodej zboží	3 033	3 149	3 250	3 356	3 458	3 556	3 652
Náklady na prodané zboží	2 141	2 223	2 294	2 369	2 441	2 510	2 578
Obchodní marže	892	926	956	987	1 017	1 046	1 074
Výkony	171 728	180 006	185 274	192 326	197 263	204 206	208 707
Tržby za prodej výrobků	175 367	182 111	187 938	194 028	199 926	205 639	211 177
ZS zásob vlastní činnosti	-3 639	-2 105	-2 664	-1 702	-2 663	-1 433	-2 470
Výkonová spotřeba	98 120	101 893	105 153	108 561	111 861	115 057	118 156
Přidaná hodnota	74 500	79 039	81 077	84 752	86 419	90 194	91 625
Osobní náklady	61 191	63 544	65 578	67 703	69 761	71 754	73 686
Daně a poplatky	714	741	765	790	814	837	859
Ostatní provozní výnosy	13 915	14 080	14 148	14 409	14 644	14 853	15 038
Ostatní provozní náklady	14 272	14 450	14 530	14 606	14 644	14 853	15 038
Ostatní finanční výnosy	2 141	2 223	2 294	2 369	2 441	2 510	2 578
Ostatní finanční náklady	892	926	956	987	1 017	1 046	1 074
KPVH před odpisy	13 487	15 680	15 690	17 444	17 269	19 068	18 584
Odpisy DM	6 694	7 445	7 475	7 491	7 492	7 495	7 498
VH z hlavního provozu (KPVH)	6 793	8 236	8 215	9 953	9 777	11 574	11 086
b) VH z provozně nenutného majetku							
Tržby z prodeje DM	4 800	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného DM	700	0	0	0	0	0	0
VH z neprovozního majetku	4 100	0	0	0	0	0	0
c) Náklady na cizí kapitál, daň							
Nákladové úroky	3 719	3 571	3 244	2 944	2 571	2 295	2 029
Daň z příjmů	1 363	886	945	1 332	1 369	1 763	1 721
d) Celkový VH							
VH za účetní období	5 811	3 778	4 027	5 678	5 837	7 516	7 336

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaná výsledovka je členěna na provozně nutnou a neprovozní část, zvláště jsou uvedeny také náklady na cizí kapitál a zdanění. **Provozní část** vychází prakticky celá z prognózy ziskové marže zdola. Kvůli úspornosti v ní nejsou uvedeny položky v nulové výši (aktivace, změna stavu rezerv a opravných položek). **Odpisy** byly převzaty z prognózy investic do provozně nutného dlouhodobého majetku.

V **neprovozní části** je uvažován odprodej provozně nepotřebných pozemků v prvním roce plánu, jelikož jsou tyto pozemky aktuálně předmětem prodeje. Jejich tržní a zůstatkovou cenu odhadci dodalo vedení Společnosti. V další části byly **nákladové úroky** převzaty z plánu financování. Vypočtená **daň z příjmů** vychází z očekávané neměnné daňové sazby ve výši **19 %** po celé plánované období a vztahuje se na KPVH spolu se ziskem z provozně nenutného majetku, ponížených o nákladové úroky.

6.3 Plánovaná rozvaha

Tabulka 69: Plánovaná rozvaha (v tis. Kč)

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
AKTIVA CELKEM	207 673	210 973	214 679	217 463	221 880	223 562	231 707
Dlouhodobý majetek	82 877	83 213	83 386	83 396	83 429	83 466	83 487
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 010	1 029	1 038	1 039	1 041	1 043	1 044
Dlouhodobý hmotný majetek	81 867	82 185	82 348	82 357	82 389	82 423	82 443
z toho: - provozně nutný	81 267	81 585	81 748	81 757	81 789	81 823	81 843
- neprovozní	600	600	600	600	600	600	600
Oběžná aktiva	124 434	127 384	130 905	133 667	138 038	139 673	147 784
Zásoby	100 060	102 842	105 557	107 842	111 064	112 461	115 490
Krátkodobé pohledávky	23 427	23 312	23 011	22 675	22 807	22 885	22 913
Krátkodobý finanční majetek	947	1 229	2 338	3 150	4 167	4 326	9 382
z toho: - provozně nutný	486	1 212	2 033	3 015	4 023	4 281	4 397
- neprovozní	461	17	304	135	144	45	4 985
Časové rozlišení aktivní	362	376	388	400	412	424	436
	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
PASIVA CELKEM	207 673	210 973	214 679	217 463	221 880	223 562	231 707
Vlastní kapitál	46 943	50 721	54 747	60 425	66 262	73 778	81 114
Základní kapitál	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600
VH minulých let	4 532	10 343	14 121	18 147	23 825	29 662	37 178
VH běžného účetního období	5 811	3 778	4 027	5 678	5 837	7 516	7 336
Cizí zdroje	160 661	160 181	159 858	156 962	155 540	149 705	150 511
Rezervy	870	870	870	870	870	870	870
Dlouhodobé závazky	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	72 583	84 603	91 780	99 384	93 462	98 627	100 933
Bankovní úvěry a výpomoci	54 208	52 708	56 208	56 708	61 208	50 208	48 708
Časové rozlišení pasivní	68	71	73	76	78	80	82

Zdroj: vlastní zpracování

Na straně **aktiv** byl **dlouhodobý majetek** převzat z prognózy investic do provozně nutného DM. V dlouhodobém hmotném majetku jsou navíc zahrnuty i **neprovozní pozemky** v zůstatkové ceně, ovšem pouze ty, které v podniku dále zůstávají jako nevyužitelné (jsou z nich již odečteny pozemky prodané během roku 2017). Dlouhodobý finanční majetek i pohledávky za upsaný základní kapitál byly na konci roku 2016 nulové, proto nejsou ani dále plánovány. Položky **oběžných aktiv** a časové rozlišení aktiv byly převzaty z prognózy investic do provozně nutného upraveného pracovního kapitálu. Provozně nutná část krátkodobého finančního majetku byla stanovena na základě ukazatele likvidity, neprovozní peněžní prostředky vznikly dopočtem v rámci výkazu CF (viz dále).

Na straně **pasiv** byly z dříve provedených prognóz generátorů hodnoty převzaty údaje o **krátkodobých neúročených závazcích** a časového rozlišení pasiv. Zbylá část krátkodobých závazků (tj. úročené) spolu s **bankovními úvěry** a dlouhodobými závazky byly převzaty z plánu financování. Rezervy zůstávají ve výši z konce roku 2016. Neměnný je také základní kapitál v rámci **vlastního kapitálu**. VH minulých let se kumuluje a je tvořen minulými výsledky hospodaření zvýšenými o zisk z předchozího roku. VH běžného účetního období získáme odkazem do plánované výsledovky. Fondy ze zisku nejsou pro svou nulovou výši na konci 2016 vůbec uvedeny.

6.4 Plánovaný výkaz peněžních toků

Tabulka 70: Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stav prov. nenutných peněz na začátku roku	0	461	17	304	135	144	45
a) CF z hlavního provozu podniku							
KPVH	6 793	8 236	8 215	9 953	9 777	11 574	11 086
Daň připadající na KPVH	1 291	1 565	1 561	1 891	1 858	2 199	2 106
KPVH po dani	5 502	6 671	6 654	8 062	7 919	9 375	8 979
Odpisy DM	6 694	7 445	7 475	7 491	7 492	7 495	7 498
Změna PK prov. nutného (včetně peněz)	8 741	8 614	3 933	4 663	706	3 422	-875
Provozní CF	20 938	22 730	18 063	20 216	16 116	20 291	15 602
Investice do DM prov. nutného (brutto)	-14 986	-7 781	-7 648	-7 501	-7 525	-7 531	-7 519
CF z prov. nutného majetku celkem (FCFF)	5 952	14 949	10 415	12 715	8 591	12 760	8 083
b) CF z neprovozního majetku							
Tržby z prodeje DM	4 800	0	0	0	0	0	0
CF z nenutného majetku celkem	4 800	0	0	0	0	0	0
c) Náklady na cizí kapitál, daň, financování							
Nákladové úroky	-3 719	-3 571	-3 244	-2 944	-2 571	-2 295	-2 029
Rozdíl mezi celkovou daní a daní z KPVH	-72	679	616	559	488	436	385
Čisté splátky (změna) úvěrů a půjček	-6 500	-12 500	-7 500	-10 500	-6 500	-11 000	-1 500
CF z finanční činnosti	-10 291	-15 393	-10 128	-12 885	-8 582	-12 859	-3 143
d) CF celkové							
CF celkové (změna prov. nenutných peněz)	461	-444	287	-169	9	-99	4 940
Stav prov. nenutných peněz na konci roku	461	17	304	135	144	45	4 985

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaný výkaz cash flow je při oceňování považován za nejdůležitější výkaz (na rozdíl od běžných podnikových plánů). Je zde opět členěn na provozní a neprovozní část, s odděleným vlivem financování. Jednotlivé položky byly převzaty z plánované výsledovky, plánované rozvahy a plánu financování. Je-li výkaz sestaven uvedeným způsobem, kdy **na začátku a na konci roku je stav pouze provozně nenutných peněz**, je celkové CF změnou právě těchto peněz. V takovém případě má **změna pracovního kapitálu v sobě i změnu nutných peněz**, takže je možné na řádku CF z provozně nutného majetku celkem vyčíslit rovnou **volné peněžní toky do firmy** (Free Cash Flow to Firm). Tato podoba plánu je vhodná pro ocenění metodou DCF.

V části týkající se **hlavního provozu** je obsaženo CF z provozní i investiční činnosti. Ke KPVH je třeba zpětně přičíst odpisy coby nákladovou položku, která však není peněžním výdajem. Následuje úprava o investice do provozně nutného upraveného PK a DM (již brutto) se záporným znaménkem, pokud došlo k navýšení tohoto majetku.

Výsledkem je potřebná veličina FCFF. V **neprovozní části** je cash flow tvořeno pouze peněžními příjmy z prodeje pozemků v roce 2017.

Při pokračování na nižší úroveň je dále zohledněn vliv **financování**, přičemž dopad do CF je rovnou znázorněn s patřičným znaménkem. Po celé plánované období povede generované provozní (a v prvním roce i neprovozní) CF k čistému splácení úvěrů a půjček, tj. celkovému poklesu úročených cizích zdrojů. Nižší stav úvěrů bude zároveň spojen s úhradou menšího objemu úroků, což pozitivně ovlivní zisk.

Kdybychom od FCFF odečetli zdaněné nákladové úroky a čisté splátky cizího kapitálu, tedy uspokojili věřitele, dostali bychom se na **volné peněžní toky pro vlastníky** (FCFE). Z této úrovně by bylo možné vycházet při plánování **výplaty dividend**. Oceňovaný podnik však v minulosti dividendy nevyplácel a plán CF k tomu není uzpůsoben. Stav peněz je na začátku nulový a podnik bude v prvních letech spíše čerpat úvěry za současného splácení těch dřívějších. Postupem času se v podniku peněžní prostředky sice nahromadí, ale to až v horizontu za obdobím první fáze, což není finančním plánem podchyceno (naznačuje to pouze rok 2023). Z toho důvodu zatím nelze s výplatou dividend počítat.

6.5 Finanční analýza plánu

Po sestavení finančního plánu následuje jeho stručná finanční analýza, která by měla potvrdit či změnit předpoklad o **budoucích perspektivách** podniku (učiněný v závěru kapitol FA a SA) ve vztahu k volbě **oceňovací metody**. Vedlejším účinkem této analýzy je upozornění na případná **rizika**, která by se promítla do vyšší přírážky při kalkulaci diskontní míry. V následující tabulce jsou pro TOS vypočítány ukazatele analogickým způsobem, jako tomu bylo ve druhé kapitole pojednávající o finanční analýze za minulost.

Tabulka 71: Finanční analýza plánu

RENTABILITA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROE	12,38%	7,45%	7,36%	9,40%	8,81%	10,19%	9,04%
ROA	4,59%	3,48%	3,39%	3,96%	3,79%	4,39%	4,04%
ROS	3,26%	2,04%	2,11%	2,88%	2,87%	3,59%	3,41%
EBIT marže	3,81%	4,45%	4,30%	5,04%	4,81%	5,53%	5,16%
DLOUHODOBÁ FINANČNÍ STABILITA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kvóta vlastního kapitálu	22,60%	24,04%	25,50%	27,79%	29,86%	33,00%	35,01%
Krytí DM dlouhodobým kapitálem	97,51%	88,44%	79,89%	73,50%	80,47%	89,43%	98,20%
Úrokové krytí	1,83	2,31	2,53	3,38	3,80	5,04	5,46
LIKVIDITA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Likvidita 1. stupně (okamžitá)	0,019	0,020	0,034	0,042	0,052	0,051	0,107
Likvidita 2. stupně (pohotová)	0,192	0,179	0,171	0,165	0,174	0,183	0,216
Likvidita 3. stupně (běžná)	0,981	0,928	0,885	0,856	0,892	0,938	0,988
Pracovní kapitál - v tis. Kč	-2 358	-9 927	-17 083	-22 425	-16 632	-9 162	-1 856
AKTIVITA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
DO zásob (dny)	205	203	202	199	199	196	196
DO pohledávek (dny)	44	42	40	38	37	36	35
DO závazků (dny)	80	100	110	120	125	130	130
Obchodní deficit (dny)	-36	-58	-70	-82	-88	-94	-95
UKAZATELE S CF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doba splacení dluhů (v letech)	7,63	6,99	8,72	7,61	9,39	7,16	9,05
CF v % z tržeb	11,74%	12,27%	9,45%	10,24%	7,92%	9,70%	7,26%

Zdroj: vlastní zpracování

Poznámka: likvidita prvního stupně je s ohledem na provozně nutnou výši peněz stanovenou v rámci prognózy upraveného pracovního kapitálu spočítána jen z neúročených (krátkodobých) závazků

Hodnoty všech zkoumaných ukazatelů plynule navazují na vývoj z posledních let a v průběhu první fáze dosahují přijatelné výše. Zároveň jsou také výrazně blíže historickým hodnotám vykázaným hlavními konkurenty. Trend postupného sbližování byl při mezipodnikovém srovnání spatřen v mnoha oblastech. Na tom byla ostatně založena značná část úvah při plánování budoucího vývoje. Celkové zlepšení ziskovosti a ukazatelů zadluženosti lze tedy hodnotit pozitivně. Kritickou zůstává pouze likvidita; v textu však bylo vysvětleno, že díky kontokorentu a případnému zásahu majoritního vlastníka jsou i nízké hodnoty přijatelné (navíc byla z důvodu opatrnosti určena hranice pro minimální zůstatek provozně potřebných peněz). Z uvedených skutečností tak lze usuzovat, že nebude nutné ani aplikovat další přírážky za zhoršenou finanční situaci podniku.

6.6 Provozně nutný investovaný kapitál

Na závěr šesté kapitoly je vymezen **provozně nutný investovaný kapitál** společně s jeho **rentabilitou**. Tento ukazatel bylo možné analyzovat již po prognóze generátorů hodnoty, avšak vzhledem k četným změnám a úpravám při tvorbě finančního plánu bylo lepší ho nechat k posouzení až v této fázi. Pro úplnost předchází prognózovaným hodnotám výše investovaného kapitálu v minulých letech.

Tabulka 72: Analýza provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozně nutný DM	106 423	84 511	79 436	78 827	96 234	73 986
Provozně nutný upravený PK	58 862	33 581	26 790	44 279	47 422	84 424
Provozně nutný IK	165 285	118 092	106 226	123 106	143 656	158 410

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 73: Prognóza provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Provozně nutný DM	82 277	82 613	82 786	82 796	82 829	82 866	82 887
Provozně nutný upravený PK	75 683	67 068	63 135	58 472	57 767	54 345	55 220
Provozně nutný IK	157 960	149 682	145 921	141 268	140 596	137 211	138 107

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

Provozně nutný IK je dán **součtem provozního DM a upraveného PK**, který obsahuje i nutné peníze. Veškeré analýzy a komentáře k vývoji byly již provedeny v příslušných subkapitolách. Pozornost zde bude zaměřena na odvozenou rentabilitu IK, jejíž znalost je nezbytná pro vyhodnocení schopnosti podniku tvořit hodnotu.

6.7 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Rentabilitu provozně nutného IK lze vyjádřit **poměrem KPVH po odpisech a daních k provozně nutnému IK**. Pokud nepočítáme rentabilitu účetní, nýbrž rentabilitu hlavního provozu (tento případ), je třeba ve jmenovateli vycházet ze stavu kapitálu na začátku roku nebo na konci roku předchozího. Historický i plánovaný vývoj znázorňují tabulky.

Tabulka 74: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu (KPVH a IK v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KPVH po odpisech a dani	-28 064	-36 316	-11 462	2 969	4 162	1 379
Provozně nutný IK	165 285	118 092	106 226	123 106	143 656	158 410
Rentabilita prov. nutného IK	x	-21,97%	-9,71%	2,79%	3,38%	0,96%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 75: Prognóza rentability provozně nutného investovaného kapitálu (KPVH a IK v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH po odpisech a dani	5 502	6 671	6 654	8 062	7 919	9 375	8 979
Provozně nutný IK	157 960	149 682	145 921	141 268	140 596	137 211	138 107
Rentabilita prov. nutného IK	3,47%	4,22%	4,45%	5,53%	5,61%	6,67%	6,54%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

Minulost byla negativně ovlivněna výsledky hospodaření. V posledních letech se však ukazatel zlepšil. Do budoucna je plánován pozvolný pokles IK blíže k historickým hodnotám za současného růstu KPVH, takže výsledná rentabilita se bude **zvyšovat**. Na konci prognózovaného období se již počítá s její **stabilizací**.

Posouzení adekvátnosti očekávané rentability lze provést opět **mezipodnikovým srovnáním**. Vzhledem k dostupnosti údajů z databáze Amadeus však není možné porovnat zcela identický ukazatel. Ve finanční analýze byla za konkurenční podniky uvedena **rentabilita investovaného kapitálu ze zisku před zdaněním** (v metodice Amadea) – jedná se o ukazatel, který je nejbližší námi požadovanému. Jeho hodnota byla u konkurence většinou nad 20 % (v roce 2014 dokonce 37 %), přičemž TOS se v kladných letech nacházel hrubým odhadem někde v polovině. Námi počítaná rentabilita v tabulce je řádově výrazně nižší, ale při zachování proporce z Amadea to znamená, že TOS by měl tuto rentabilitu z roku 2015 přibližně zdvojnásobit, aby se dostal na hodnoty konkurence – a tomu přesně odpovídá necelých 7 % v závěru první fáze.

Analyzovanou a prognózovanou rentabilitu provozně nutného IK je možné dále rozložit na **rentabilitu tržeb a obrátkovost provozně nutného IK**, aby byl vidět vliv těchto dílčích ukazatelů.

Tabulka 76: Rozklad analyzované rentability provozně nutného investovaného kapitálu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita tržeb z KPVH po dani	-21,62%	-28,96%	-9,85%	1,88%	2,36%	0,81%
Obrat prov. nutného IK (za rok)	x	0,76	0,99	1,49	1,43	1,18

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s.

Tabulka 77: Rozklad prognózované rentability provozně nutného investovaného kapitálu

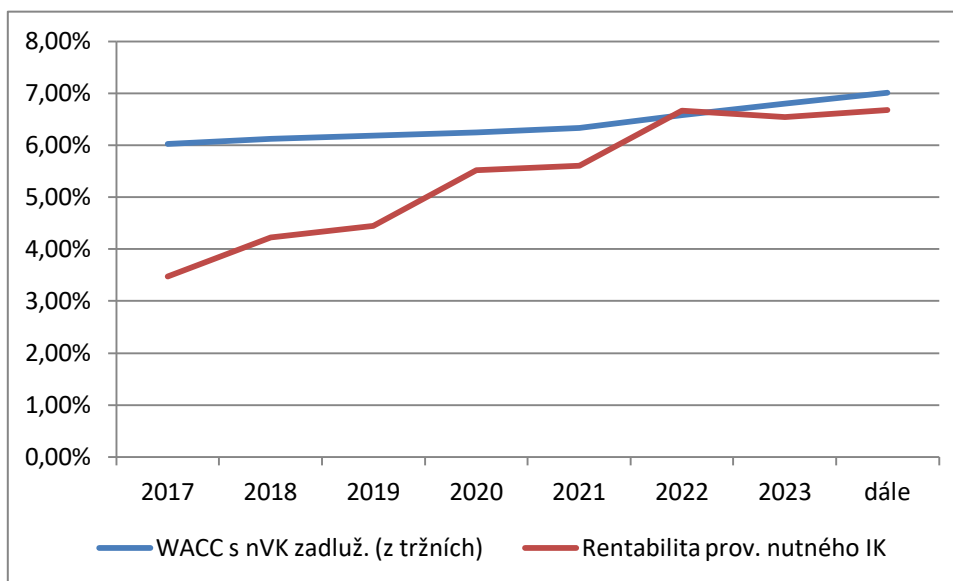
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rentabilita tržeb z KPVH po dani	3,08%	3,60%	3,48%	4,08%	3,89%	4,48%	4,18%
Obrat prov. nutného IK (za rok)	1,13	1,17	1,28	1,35	1,44	1,49	1,57

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených analýz

Součinem obou složek by zpětně vznikl vrcholový ukazatel. Rentabilita tržeb je vlastně zisková marže známá z generátorů hodnoty, akorát že zde ji máme spočtenou z KPVH, který je již po odpisech a po dani. Minulý průběh opět nelze (kvůli záporným hodnotám) příliš komentovat. V roce 2016 došlo k výraznějšímu poklesu obratu IK, jenž je dále v rámci prognózy postupně navyšován na úroveň dřívějších hodnot. V prvních letech prognózy je vidět převažující podíl rentability tržeb (v případě obratu IK rovnému jedné by rentabilita IK závisela čistě na rentabilitě tržeb).

Vyústěním subkapitoly i celé kapitoly bude **srovnání vypočítané rentability provozně nutného IK v predikovaném období s průměrnými váženými náklady kapitálu (WACC)**. Nákladům kapitálu bude bližší pozornost věnována až při kalkulaci diskontní míry pro výsledné ocenění. Zde se spokojíme s informací, že do veličiny WACC (relevantní pro toto srovnání) vstoupí náklady cizího kapitálu a náklady vlastního kapitálu zadlužené. Náklady VK zadlužené přitom budou vycházet ze zadlužené β , která by správně měla být počítána z podílu úročeného CK a VK v tržních hodnotách. Tyto hodnoty však budou známy až po stanovení výsledné hodnoty podniku, kde bude k dispozici také potřebný dopočet (viz závěrečná kapitola). Srovnání rentability a WACC je provedeno pomocí grafické ilustrace.

Graf 17: Srovnání prognózované rentability provozně nutného investovaného kapitálu s WACC



Zdroj: vlastní zpracování

Obě veličiny jsou během první fáze rostoucí. Na začátku jsou náklady kapitálu ještě výrazně nad rentabilitou (návaznost na minulý vývoj, kdy Společnost tzv. ničila hodnotu – viz finanční analýza). Rentabilita roste rychleji než náklady kapitálu, až je v roce 2022 nepatrně převyší. V dalších letech by se již měla udržet na podobné výši, zatímco náklady kapitálu ještě mírně vzrostou. **Od roku 2023 by Společnost měla trvale spíše ničit hodnotu, neboť rentabilita kapitálu nepřevyšuje náklady na něj.** Odhad tohoto rozpětí ve druhé fázi (tj. od roku 2024 dále) je založen na stejném principu. Rentabilitu IK lze dopočítat z KPVH v roce 2023 navýšeného o tempo růstu g (2,70 % ve středním scénáři – viz prognóza tržeb) a dále ze stavu IK na konci roku 2023. Hodnota **rentability IK pro druhou fázi je 6,68 % a WACC činí 7,08 %**. V této fázi by již Společnost měla být stabilizovaná včetně všech uvažovaných parametrů. S odkazem na provedené analýzy je naznačený vývoj dlouhodobě reálný, jelikož se **rentabilita provozně nutného IK nijak významně neodchyluje od WACC (rozpětí 0,4 procentního bodu).**

6.8 Vyhodnocení finančního plánu

Kompletní finanční plán byl sestaven na období celkem sedmi let. Východiskem při jeho tvorbě byly různé vlastní analýzy, vývoj Společnosti v nedávné době, srovnání

s konkurenčními podniky a v neposlední řadě krátkodobý výhled vedení TOS. Finanční analýza plánu prokázala postupně se zlepšující situaci a do budoucna očekávané celkové finanční zdraví oceňovaného podniku. Pokud se Společnost nijak zásadně neodchýlí od středního prognózovaného vývoje, měla by se časem v mnoha oblastech dostat na úroveň svých hlavních konkurentů, k čemuž má již nakročeno z nedávné minulosti. S blížícím se přechodem do druhé fáze by se měl podnik stabilizovat, a stejně tak i parametry udávající jeho vývoj. **Průměrné vážené náklady kapitálu převyšující rentabilitu investovaného kapitálu však signalizují, že by se počítaná tržní hodnota mohla nacházet pod účetní hodnotou vlastního kapitálu (viz dále).**

7 Ocenění

Závěrečným krokem v oceňovacím procesu je samotné ocenění podniku, tedy stanovení výsledné hodnoty podniku k datu ocenění. Hledanou bází hodnoty je tržní hodnota, výsledkem bude určení tzv. netto hodnoty (tržní hodnoty vlastního kapitálu) s případným navýšením o hodnotu neprovozních aktiv, a to k 1. 1. 2017. Již sestavení finančního plánu, který nevykazuje závažnější nedostatky, je jakýmsi předurčením pro výnosovou metodu. Navíc v podobě, v jaké byl plán sestaven, se přímo nabízí ocenění metodou DCF (za tímto účelem byl plán vůbec vytvořen).

Za konkrétní variantu metody diskontovaných peněžních toků je zvolena **DCF APV**, kterou se chce odhadce odlišit od běžné české i zahraniční praxe (pracující zpravidla s DCF Entity), a použít tak méně známou a rozšířenou variantu téže metody. Přitom by DCF Entity, DCF Equity (obě po iteracích, tj. sladění kapitálové struktury) i DCF APV měly při řádném zacházení vést ke stejnému výsledku. Vedle této primární metody bude doplňkově použita **metoda tržního porovnání – metoda odvětvových multiplikátorů**, jež poskytne alespoň orientační informaci o výsledném ocenění. V závěru budou obě hodnoty porovnány s **účetní hodnotou vlastního kapitálu**, což pomůže vytvořit ucelený obraz o reálné situaci oceňovaného podniku TOS Svitavy.

7.1 Metoda DCF APV

DCF APV²¹ je nejméně obvyklou variantou, proto bude vhodné ji napřed trochu osvětlit a přiblížit. Její specifická spočívá v tom, že hodnota brutto (tj. celková hodnota vlastního a úročeného cizího kapitálu) se skládá ze dvou částí:

- **hodnota nezadlužené firmy na základě FCFF** diskontovaných nezadluženými náklady vlastního kapitálu (hodnota aktiv bez vlivu financování) – předpoklad, že všechna provozní aktiva jsou plně kryta vlastním kapitálem,
- **hodnota daňového štítu** tvořená daňovými úsporami z nákladových úroků (vliv financování) – v případě částečného financování úročeným cizím kapitálem.

²¹ Adjusted Present Value („upravená současná hodnota“)

Obě dvě části hodnoty se počítají samostatně (za první i druhou fází). Celkový propočet hodnoty brutto lze vyjádřit tímto obecným vzorcem:

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

kde:	H_b	hodnota podniku brutto
	$FCFF_t$	volný peněžní tok do firmy v roce t
	$n_{VK(n)i}$	nezadlužené náklady vlastního kapitálu v roce i
	n_{CKt}	náklady cizího kapitálu v roce t
	CK_{t-1}	úročený cizí kapitál na začátku roku t
	d_t	daňová sazba v roce t
	T	délka první fáze v letech
	g	tempo růstu pro druhou fázi

Od vypočtené hodnoty brutto odečteme úročený cizí kapitál ($\rightarrow$ hodnota netto) a naopak přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění, čímž získáme výslednou výnosovou hodnotu podniku.

Hlavní výhodou metody DCF APV je omezení problémů s kapitálovou strukturou v tržních hodnotách, jelikož s takovým podílem vlastního a cizího kapitálu vůbec nepracuje (vyhýbá se tak nutnosti použití iteračního postupu). Za další **výhodu** lze označit podrobnější vhléd do hodnoty podniku, kdy je zřejmé, jakou část hodnoty tvoří samotný provoz a jakou daňový štít plynoucí ze způsobu financování tohoto provozu. Naopak určitým **problémem** může být odhad nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení a určení diskontní míry pro daňový štít.

7.1.1 Kalkulace diskontní míry

V rámci DCF APV je potřeba stanovit jednak kalkulovanou úrokovou míru v podobě **nezadlužených nákladů vlastního kapitálu** pro diskontování FCFF nezadlužené firmy (a případně také daňového štítu ve druhé fázi – viz dále), jednak **náklady cizího kapitálu**, jimiž budou diskontovány daňové štíty v jednotlivých letech první fáze.

Náklady vlastního kapitálu nezadlužené

Východiskem pro určení těchto nákladů bude **model oceňování kapitálových aktiv CAPM**. Přestože je postaven na některých nereálných předpokladech, jedná se o model teoreticky podložený, široce využívaný a uznávaný, pokud provádíme tržní ocenění a chceme dospět k tržní hodnotě. Vzhledem k malé využitelnosti a spolehlivosti dat z tuzemského kapitálového trhu se v našich podmínkách doporučuje pracovat spíše s tzv. **modelem rizika země** prof. Damodarana. Ten má následující tvar (při nulovém zadlužení):

$$n_{VK(n)} = r_f + \beta_{(n)} * RPKT + RPZ + R$$

kde:	$n_{VK(n)}$	<i>odhad nákladů vlastního kapitálu nezadlužených</i>
	r_f	<i>bezriziková výnosová míra</i>
	$\beta_{(n)}$	<i>nezadlužená odvětvová beta</i>
	$RPKT$	<i>riziková prémie kapitálového trhu</i>
	RPZ	<i>riziková prémie země</i>
	R	<i>další možné přirážky</i>

Do modelu se dosadí data za jiný, rozvinutější trh (zpravidla je uvažován americký, ale lze i evropský, např. německý – viz dále), která se převedou na české podmínky úpravou o rizikovou premii země pro Českou republiku.

Jako první je třeba stanovit **bezrizikovou výnosovou míru**. Při rozhodování je do úvahy vzat aktuální **rating**, přičemž pozornost bude zaměřena na USA a Německo. ČNB na svých stránkách publikuje srovnávací tabulku ratingového ohodnocení vybraných zemí podle jednotlivých ratingových agentur²². Agentura Moody's řadí Německo i USA do „svého“ nejvyššího investičního stupně Aaa. Také agentura Fitch řadí obě země stejně (nejvyšší stupeň AAA). Rozdíl nastává u agentury Standard & Poor's, podle níž se Německo nachází v nejvyšším stupni AAA, zatímco USA je o stupeň níže v AA+. To signalizuje, že by Německo mohlo být pro r_f jistější volbou.

Dále je porovnána **výnosnost třicetiletých státních německých a amerických dluhopisů**. Časový horizont (tj. splatnost) by měl být volen co nejdelší, aby to

²² Česká národní banka: O ČNB [online]. c2003-2017 [cit. 2017-10-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/

odpovídalo uvažované životnosti zdravého a perspektivního podniku. Dle portálu Investing.com²³ byl k 30. 12. 2016 výnos 30Y německého bondu 0,953 % a srovnatelného amerického 3,063 %. I v minulých letech byl německý výnos výrazněji nižší. Poněvadž je výnosnost přímo úměrná riziku, lze **německé dluhopisy považovat za méně rizikové** a tudíž relevantnější pro r_f .

Přestože máme jasno o použití dat z německého trhu, nebylo by vhodné automaticky přebrat výnos do doby splatnosti. Jeho aplikací se totiž nedopustíme chyby pouze za předpokladu plochých výnosových křivek. Proto bude bezriziková výnosová míra stanovena na základě **Svenssonovy metody**. Pomocí ní jsou z aktuálních tržních dat o německých státních dluhopisech odvozovány spotové míry. Pro každý den je možné dopočítat hypotetické zerobondové (bezakupónové) výnosnosti s různými splatnostmi. Praktickou výhodou je, že parametry funkce pro výpočet spotových měr uveřejňuje na svých webových stránkách Deutsche Bundesbank. Pro účely této práce však bude čerpáno ze stránek Institutu oceňování majetku (IOM) na Vysoké škole ekonomické v Praze, který spočtené spotové míry rovnou i převádí na diferencované termínové míry a ty publikuje²⁴. Odtud byly převzaty **hodnoty k 30. 12. 2016 pro prvních sedm let plánu** a následně **zprůměrovaná termínová míra pro druhou fázi od osmého roku dále** (vše je součástí tabulky propočtu nákladů vlastního kapitálu – viz níže).

Dalším parametrem je **ne zadlužená β** . Její hodnota byla převzata ze stránek prof. Damodarana²⁵. Jelikož údaje jsou aktualizovány ročně, jde o betu za rok 2016. Konkrétní výše pro odvětví „Machinery“ (strojírenství) v západní Evropě činí **0,94**.

Následuje **riziková prémie kapitálového trhu**. Zde už si nevystačíme s německým resp. evropským trhem, neboť prof. Damodaran tuto prémii uvádí pouze za americký trh. Zvolená hodnota dosahuje **4,62 %**, což odpovídá geometrickému průměru za nejdelší období před datem ocenění (1928 – 2016) u „Stocks – T. Bonds“.

²³ Investing.com: Markets [online]. c2007-2017 [cit. 2017-10-11]. Dostupné z: <https://www.investing.com/rates-bonds/>

²⁴ IOM: Odborná činnost [online]. Vysoká škola ekonomická v Praze, c2000-2017 [cit. 2017-10-11]. Dostupné z: <http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/svenssonova-metoda/>

²⁵ Damodaran online: Data [online]. [cit. 2017-10-11]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Riziková prémie země závisí na více faktorech. Základním východiskem je rating země, který stanovují ratingové agentury. Ten je třeba promítnout do určité výše rizikové přírážky nazývané riziko selhání země (country default spread). Toto riziko je však odvozeno pouze z dluhopisů, přičemž cílem je odhad přírážky vlastníka. Za rozumný postup se tak považuje ještě úprava o podíl volatility trhu akcií a volatility vládních dluhopisů v dané zemi.

Riziko selhání země lze opět přímo nalézt v datech prof. Damodarana. V roce 2016 byl rating ČR podle agentury Moody's A1, čemuž odpovídá příslušné riziko selhání **0,81 %**. **Volatilita trhu akcií a vládních dluhopisů** se obvykle vyjadřuje pomocí směrodatných odchylek výnosností. V našich podmínkách je však obtížné získávat aktuální volatility. V takovém případě lze podíl volatilit nahradit orientačním koeficientem, který pro ČR činí asi **2,12**²⁶. Součinem tohoto koeficientu a rizika selhání země získáme kýženu rizikovou premii země (viz tabulka níže).

Je-li diskontní míra kalkulována z pohledu investora na českém trhu, pak je žádoucí zvýšit rizikovou přírážku ještě o **diferenci v dlouhodobě prognózované inflaci**. Vzhledem k tomu, že se tato úprava váže k rizikové premii země, která je reakcí na použití rizikové premie amerického trhu, měl by být i rozdíl v inflaci mezi ČR a USA. Prognóza vychází ze stránek Mezinárodního měnového fondu a byla vybrána poslední dostupná před datem ocenění – říjen 2016²⁷ (hodnoty viz souhrnná tabulka).

Zbývající položkou, o níž lze rovnici nákladů vlastního kapitálu modifikovat, je nějaká další přírážka. Ty se obecně nedoporučují dávat příliš vysoké. Odhadce se rozhodl aplikovat jedinou – **prémii za sníženou likviditu (resp. neobchodovatelnost podílů) ve výši 1,5 %**. Důvodem je, že CAPM slouží k odhadu nákladů VK u běžně (tj. veřejně) obchodovaných akciových společností, což není případ oceňovaného podniku. Případný prodej akcií by tak byl obtížnější, v důsledku čehož by investor požadoval vyšší výnosnost.

²⁶ Tato hodnota zazněla na přednášce Základy oceňování podniku pana prof. Maříka na VŠE v roce 2016 (cca duben), takže ji lze považovat za aktuální a relevantní.

²⁷ *International Monetary Fund: Data: World Economic Outlook Databases* [online]. [cit. 2017-10-11]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>

Celkový přehled veličin vstupujících do výpočtu nezádlužených nákladů VK včetně vyčíslení těchto nákladů pro první i druhou fázi je shrnut v tabulce.

Tabulka 78: Výpočet nezádlužených nákladů vlastního kapitálu

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	dále
Bezriziková výnosová míra	-0,84%	-0,77%	-0,67%	-0,34%	0,08%	0,47%	0,79%	1,42%
Nezádlužená β	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Riziková prémie kap. trhu	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%	4,62%
Riziková prémie země	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%
Riziko selhání země	0,81%	0,81%	0,81%	0,81%	0,81%	0,81%	0,81%	0,81%
Poměr volatilit trhu akcií a vládních dluhopisů	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12	2,12
Rozdíl v oček. inflaci ČR a USA	-0,49%	-0,65%	-0,52%	-0,39%	-0,34%	-0,34%	-0,34%	-0,34%
Prognóza inflace ČR	1,85%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Prognóza inflace USA	2,34%	2,65%	2,52%	2,39%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%
Prémie za neobchodovatelnost	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Náklady VK nezádlužené	6,24%	6,15%	6,37%	6,83%	7,30%	7,70%	8,02%	8,64%

Zdroj: vlastní zpracování na základě stránek IOM, Damodaran, MMF

Náklady cizího kapitálu

Podkladem pro určení nákladů cizího kapitálu je plán nákladových úroků z plánu financování. V něm byly uvedeny výše sazeb pro jednotlivé druhy úročených cizích zdrojů. Výsledné náklady CK před daní pro první a druhou fázi jsou zde vypočteny jako **vážený aritmetický průměr** těchto úrokových sazeb, kde vahami jsou podíly absolutních velikostí jednotlivých složek úročeného cizího kapitálu na celkovém úročeném CK.

Tabulka 79: Výpočet nákladů cizího kapitálu před daní

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	dále
Úročení dlouhodobých závazků	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Podíl na celk. úročeném CK	29,67%	22,29%	12,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Úročení kr. části dl. závazků	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Podíl na celk. úročeném CK	9,89%	11,14%	12,06%	13,63%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Úročení kr. závazků - ovl. osoba	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Podíl na celk. úročeném CK	7,19%	8,10%	8,77%	9,91%	10,78%	12,66%	12,96%	12,96%
Úročení jiných kr. závazků	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Podíl na celk. úročeném CK	4,50%	5,07%	5,48%	6,20%	6,74%	7,91%	8,10%	8,10%
Bank. úvěr 1M PRIBOR + 2,45 %	2,95%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Podíl na celk. úročeném CK	11,97%	13,48%	14,59%	16,49%	17,93%	21,05%	21,57%	21,57%
Bank. úvěr 1M EURIBOR + 2,45 %	2,08%	2,19%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%	2,42%
Podíl na celk. úročeném CK	36,78%	39,92%	47,04%	53,77%	64,55%	58,38%	57,37%	57,37%
Náklady CK před daní	3,07%	3,19%	3,23%	3,19%	3,09%	3,21%	3,23%	3,23%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených prognóz

7.1.2 Pokračující hodnota

Důležitým krokem při ocenění metodou DCF APV je **výpočet FCFF a tzv. pokračující hodnoty (PH)**. FCFF již byly vyčísleny v plánovaném výkazu CF a navíc budou součástí závěrečné oceňovací tabulky, proto zde zaměříme pozornost na PH. Tou rozumíme jakýsi odhad dlouhodobého vývoje, který začíná prvním rokem druhé fáze a trvá teoreticky do nekonečna. PH má přitom na výsledné hodnotě podniku zpravidla rozhodující podíl.

Pokračující hodnota zde bude určena výnosovou metodou na základě tzv. **parametrického vzorce**, který má následující podobu (ve jmenovateli je uvedena konkrétní forma diskontní míry pro naše potřeby):

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{n_{VK(n)} - g}$$

kde:	<i>PH</i>	<i>pokračující hodnota</i>
	<i>KPVH_{T+1}</i>	<i>korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v prvním roce druhé fáze</i>
	<i>g</i>	<i>tempo růstu pro druhou fázi</i>
	<i>r_I</i>	<i>rentabilita investic netto pro druhou fázi</i>
	<i>n_{VK(n)}</i>	<i>nezadlužené náklady vlastního kapitálu (diskontní míra)</i>

Hlavními parametry jsou **tempo růstu a rentabilita investic** (odvozená z rentability investovaného kapitálu). Tyto ukazatele by měly dosahovat dlouhodobě udržitelných hodnot. S nimi se dále stabilizují obrat kapitálu, míra investic a zisková marže. Za dílčí parametry lze označit **KPVH a FCF**. Zmíněné veličiny jsou vzájemně provázané, např. FCF_{T+1} je v podstatě čítec parametrického vzorce (tzv. normalizované FCF). Zároveň platí, že všechny veličiny vstupující do výpočtu PH již byly přímo či nepřímo vyjádřeny v předchozích (sub)kapitolách. Následuje tedy jejich shrnutí včetně vyčíslení PH podle výše uvedeného vzorce.

Tabulka 80: Výpočet pokračující hodnoty dle parametrického vzorce (v tis. Kč)

KPVH po dani v čase T (poslední rok první fáze)	8 979
Tempo růstu g	2,70%
KPVH po dani v čase T+1 (první rok druhé fáze)	9 222
Rentabilita investic netto	6,68%
Náklady VK nezadlužené	8,64%
Pokračující hodnota	92 416

Zdroj: vlastní zpracování na základě výše uvedených prognóz

KPVH v prvním roce druhé fáze vychází z KPVH v posledním roce první fáze navýšeného o tempo růstu g. **Tempo růstu** bylo převzato ze závěrů strategické analýzy pro střední scénář (tímto tempem totiž ve druhé fázi nerostou pouze tržby, ale i další veličiny jako zisk, cizí kapitál,...). **Rentabilitu** investic netto lze aproximovat rentabilitou provozně nutného IK, jež byla komentována v závěru kapitoly o finančním plánu. **Nezadlužené náklady VK** byly kalkulovány v předchozí subkapitole analyzující diskontní míru. Dopočtem by bylo možné získat ještě parametr **míry investic** jako podíl tempa růstu g a rentability investic netto.

7.1.3 Ocenění (stanovení hodnoty podniku)

Veškeré potřebné výpočty již byly provedeny a vstupy pro závěrečné ocenění jsou k dispozici. Nezbývá tedy než stanovit výslednou výnosovou hodnotu oceňovaného podniku. V následující tabulce budou při počítání s daňovými štíty uplatněny ještě dva jednoduché vztahy:

$$\text{Roční daňový štít} = \text{náklady cizího kapitálu v daném roce} * \text{úročený cizí kapitál na konci předchozího roku} * \text{daňová sazba}$$

$$\text{Současná hodnota nekonečné řady daňových štítů} = \text{daňový štít v 1. roce 2. fáze} / (\text{diskontní míra} - \text{tempo růstu})$$

Tabulka 81: Propočet hodnoty podniku metodou DCF APV (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	dále
FCFF	5 952	14 949	10 415	12 715	8 591	12 760	8 083	5 493
SH FCFF	115 157	116 386	108 589	105 095	99 562	98 240	93 040	92 416
Roční daňový štít	686	675	605	552	474	453	388	379
SH daňových štítů	8 550	8 126	7 711	7 355	7 037	6 780	6 545	6 369
Hodnota brutto k 1. 1.	123 707	124 513	116 300	112 450	106 599	105 020	99 586	98 784
Úročený cizí kapitál k 1. 1.	117 708	111 208	98 708	91 208	80 708	74 208	63 208	61 708
Hodnota netto k 1. 1.	5 999	13 305	17 592	21 242	25 891	30 812	36 378	37 076
Neprovozní aktiva k 1. 1.	9 300	4 961	4 517	4 804	4 635	4 644	4 545	9 485
Tržní cena pozemků	9 300	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
Peněžní prostředky	0	461	17	304	135	144	45	4 985
VÝSLEDNÁ VÝNOSOVÁ HODNOTA PODNIKU K 1. 1.	15 299	18 266	22 109	26 046	30 526	35 456	40 923	46 561

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce je zachycen celkový postup určení hodnoty podniku (vzorec viz začátek kapitoly), přičemž byl zvolen postup „odzadu“, který umožňuje vyjádřit jednotlivé úrovně hodnoty vždy **k 1. 1. daného roku**. Tento způsob spočívá v tom, že současnou hodnotu FCFF a daňových štítů spočítáme nejprve pro druhou fázi a poté postupně „nabalujeme“ a diskontujeme hodnoty v každém roce od konce první fáze směrem k datu ocenění.

FCFF jsou v celém období diskontovány nezádluženými náklady VK (ve druhé fázi je vidět pokračující hodnota). **Daňové štíty** jsou v průběhu první fáze diskontovány náklady cizího kapitálu před daní, zatímco nekonečná řada ročních daňových štítů ve druhé fázi je diskontována nezádluženými náklady VK. Tento způsob je doporučován i odbornou literaturou²⁸: „...kdy v první fázi můžeme naplánované stavy dluhů a z nich plynoucí daňové úspory považovat za relativně jisté, zatímco ve druhé fázi v důsledku stabilní kapitálové struktury, a tedy závislosti na tržní hodnotě podniku, budou daňové úspory považovány za nejisté.“ Z toho důvodu je vhodnější diskontovat daňové štíty ve druhé fázi vyšší mírou než během fáze první.

²⁸ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011, s. 172. ISBN 978-80-86929-80-4.

Součtem SH FCFF a SH daňových štítů získáme **hodnotu brutto**. Odečtení úročeného cizího kapitálu vede k **hodnotě netto**, k níž musíme přičíst ještě hodnotu **neprovozních aktiv**. Ta byla z podniku vyčleněna zvlášť, jelikož jsou zatížena rozdílným rizikem, a neměla by tak být přepočtena stejnou diskontní mírou jako hlavní provoz. Jinou metodu ocenění však nebylo třeba volit, neboť údaj o tržní hodnotě pozemků poskytlo vedení Společnosti a tržní hodnotu peněžních prostředků lze s ohledem na jejich extrémní likvidnost ztotožnit s hodnotou účetní.

K výsledné hodnotě nejsou aplikovány žádné další diskonty, jelikož jediná uvažovaná premie za neobchodovatelnost byla již plně zohledněna ve výši diskontní míry.

Výsledná hodnota oceňovaného podniku TOS Svitavy, a.s. stanovená výnosovou metodou DCF APV činí k 1. 1. 2017 ve střední variantě cca 15,3 mil. Kč.

V optimistické variantě činí výsledná hodnota oceňovaného podniku TOS Svitavy, a.s. stanovená výnosovou metodou DCF APV k 1. 1. 2017 cca 17,2 mil. Kč, v pesimistické variantě cca 14,5 mil. Kč (obě viz příloha a závěrečná subkapitola Souhrnné ocenění).

7.1.4 Dopočet WACC

Přestože průměrné vážené náklady kapitálu vůbec nevstupují do výpočtu metodou DCF APV, byly v závěru šesté kapitoly (finanční plán) použity k porovnání s rentabilitou provozně nutného IK a jejímu posouzení. Do veličiny WACC by přitom měly vstupovat **náklady VK zadlužené**, které správně vycházejí z podílu úročeného CK a VK v **tržních hodnotách**. Účetní hodnotu CK lze pro zjednodušení považovat zároveň za tržní. Tržní hodnotě VK přesně odpovídá vypočtená hodnota netto (tzn. před úpravou o neprovozní aktiva). Z toho vyplývá, že hodnota brutto je tržní hodnotou provozně nutného investovaného kapitálu.

Tabulka 82: Dopočet WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	dále
Nezadlužená β	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
CK úročený - v tis. Kč	117 708	111 208	98 708	91 208	80 708	74 208	63 208	61 708
VK (tržní hodnota) - v tis. Kč	5 999	13 305	17 592	21 242	25 891	30 812	36 378	37 076
CK/VK (z tržních hodnot)	19,620	8,359	5,611	4,294	3,117	2,408	1,738	1,664
Zadlužená β	15,879	7,304	5,212	4,209	3,313	2,774	2,263	2,207
Náklady VK zadlužené	75,25%	35,55%	26,11%	21,94%	18,27%	16,17%	14,13%	14,50%
WACC s nVK zadluž. (z tržních)	6,02%	6,11%	6,17%	6,24%	6,33%	6,58%	6,82%	7,08%
WACC s nVK zadluž. (z účetních)	6,00%	5,99%	6,09%	6,21%	6,38%	6,63%	6,93%	7,41%

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet v tabulce vychází z původně nezadlužené bety, která byla upravena na zadlužení podniku. Do zadlužené bety je navíc promítnut vliv CK/VK v tržních hodnotách a následně dopočítány zadlužené náklady VK (analogicky dle modelu rizika země). Ze zadlužených nákladů VK a nákladů CK po dani je pak spočítán WACC, pocházející z tržních hodnot. Pro úplnost jsou uvedeny také původní hodnoty WACC z účetních hodnot (před přepočtem na tržní).

7.2 Metoda odvětvových multiplikátorů

Tato metoda je jednou z **metod tržního porovnání**, používaná hlavně v Německu. Již při vymezení relevantního trhu bylo přistoupeno k určité aproximaci, neboť trh je zde poměrně specifický. Jisté problémy skýtala i analýza konkurence, která je převážně zahraničního původu, což omezovalo přístup k širší a uživatelsky pohodlnější datové základně. Z těchto důvodů se jeví jako vhodnější použít namísto srovnatelných podniků právě odvětvové multiplikátory, které vycházejí z **průměrných hodnot násobitelů za odvětví v určitém regionu**.

Aplikace odvětvových multiplikátorů bude mít v našem konkrétním případě navíc **dvě výhody**. Za první, hlavní konkurenti TOS jsou situováni v Evropě, což je v souladu s použitím multiplikátorů dostupných také pro oblast Evropy. Za druhé, v rámci analýzy konkurenční pozice byl oceňovaný podnik shledán na cca průměrné úrovni, což odpovídá základnímu předpokladu této metody, že podnik se nachází uprostřed srovnávací skupiny za odvětví.

Hodnoty multiplikátorů publikuje na svých stránkách prof. Damodaran²⁹. Pro zachování konzistence v celé práci je znovu vybráno nejbližší příbuzné odvětví „Machinery“ (strojírenství), údaje se vztahují na poslední období před datem ocenění, tj. rok 2016. Je třeba mít na paměti, že porovnání se všemi firmami v široce pojatém odvětví bude mít horší vypovídací schopnost a povede k méně přesným výsledkům. Proto je tato metoda považována za podpůrnou se spíše informativním charakterem. S ohledem na propracovanost primární metody DCF (resp. analýz a prognóz, z nichž vychází) je však využití odvětvových multiplikátorů k těmto účelům dostačující.

Samotný **princip tržního porovnání** spočívá v tom, že do multiplikátorů (neboli násobitelů) se promítají skutečné tržní ceny veřejně obchodovaných společností. Pokud k tomu známe vztahovou veličinu pro oceňovaný podnik, můžeme následně dopočítat tržní cenu tohoto podniku, která je analogicky odvozená od srovnatelných společností. Schematicky (při celkové hodnotě podniku, ale lze i na akcii):

$$\text{Hodnota netto} = \text{vztahová veličina (OP)} * \text{násobitel typu „equity value“}$$

$$\text{Hodnota netto} = \text{vztahová veličina (OP)} * \text{násobitel typu „enterprise value“} - \text{úročený cizí kapitál (OP)}$$

OP značí oceňovaný podnik, pro nějž je získána i hodnota netto. **Vztahovou veličinou** může být libovolná forma zisku, tržby, účetní hodnota vlastního či investovaného kapitálu. Při použití „equity“ násobitele je výsledkem rovnou netto hodnota; v případě násobitele EV (enterprise value) dostaneme hodnotu brutto, od níž je třeba ještě odečíst úročený cizí kapitál k datu ocenění. Při volbě násobitele je nezbytné dodržovat **zásadu symetrie**, tedy aby čitatel a jmenovatel byly vyjádřeny na stejné úrovni (viz dále tabulka).

Pokud je hodnota počítána z více násobitelů, bývá vhodné jim přiřadit určité váhy a výslednou hodnotu podniku pak spočítat jako **vážený průměr**. Získaná hodnota se zpravidla ještě upravuje o **diskont za neobchodovatelnost**, případně prémii za kontrolu. Nakonec se připočte hodnota **neprovozních aktiv** k datu ocenění a výsledkem

²⁹ Damodaran online: Data [online]. [cit. 2017-10-14]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

je hledaná tržní hodnota podniku. Celkový postup pro oceňovaný podnik je shrnut v následující tabulce.

Tabulka 83: Ocenění metodou odvětvových multiplikátorů (hodnoty kromě násobitelů v tis. Kč, za rok 2016 nebo stavy k 31.12.2016)

	P/E	P/BV	EV/EBIT	EV/EBITDA	EV/S
Odvětvový multiplikátor (násobitel)	69,22	3,31	15,79	11,54	1,60
Vztahová veličina pro oceňovaný podnik	1 335	41 132	5 008	12 832	169 605
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	x	x	117 708	117 708	117 708
Dílčí ocenění (hodnota netto)	92 409	136 147	-38 632	30 373	153 660
Váhy jednotlivých multiplikátorů	10%	5%	40%	40%	5%
Vážený průměr dílčích ocenění	20 428				
Diskont za neobchodovatelnost	27,10%				
Hodnota netto po diskontu	14 892				
Neprovozní aktiva k datu ocenění	9 300				
VÝSLEDNÁ HODNOTA PODNIKU	24 192				

Zdroj: vlastní zpracování na základě stránek prof. Damodarana a výroční zprávy TOS Svitavy, a.s.

Poznámka: P = tržní hodnota VK, EV = tržní hodnota VK a CK, $E = VH$ za běžné období, BV = účetní hodnota VK, $EBIT$ = zisk před úroky a zdaněním, $EBITDA$ = zisk před úroky, zdaněním a odpisy, S = tržby za výrobky a zboží

Převzaty byly hodnoty násobitelů **P/E, P/BV, EV/EBIT, EV/EBITDA a EV/S**. Vedle posledního zmíněného je k dispozici také P/S , který však nesplňuje zásadu symetrie, neboť tržby by měly být poměřovány spíše k celkovému (nejen vlastnímu) kapitálu. Multiplikátor EV/S je násobitelem pro brutto ocenění, které mají tu výhodu, že se hodí pro podniky s rozdílnou kapitálovou strukturou. K uvedeným násobitelům byly dle jejich jmenovatele určeny **vztahové veličiny** oceňovaného podniku a podle schématu výše se propočítla **dílčí ocenění**.

Poté je třeba pro dílčí ocenění **určit váhy** na základě příslušných multiplikátorů. **Výnosovým násobitelům EV/EBIT a EV/EBITDA** je přiřazena největší váha, poněvadž zohledňují ziskovost a zároveň potlačují rozdíly v kapitálové struktuře a zdanění (druhý zmíněný též rozdíly v odpisech). **Ukazatel P/E** sice odráží ziskovost, avšak vychází čistě z výsledku hospodaření po dani, takže je ovlivněn způsobem financování a odpisovou politikou (problém může být i se srovnatelností účetních zisků). Proto je mu přiřazena mnohem nižší váha.

Majetkový násobitel P/BV se používá spíše pro podniky se značným majetkem nebo pro ocenění bank, kde dochází k častému přeceňování na reálnou hodnotu, tudíž se tržní

hodnota příliš neliší od účetní. Majetkový pohled nezohledňující výnosnost a vliv odpisové politiky (ocenění majetku) jsou důvodem pro minimální váhu. Stejnou váhu má i tzv. **obratový multiplikátor EV/S**, který sice disponuje určitými výhodami (relativní stabilita tržeb oproti zisku, menší manipulovatelnost), ale předpokládá podobnou výnosnost. Tu prof. Damodaran uvádí za srovnávací skupinu v tabulce s odvětvovými multiplikátory – z porovnání hodnot s oceňovaným podnikem vyplývá, že výnosnost v odvětví byla v roce 2016 mnohem vyšší než u Společnosti (kde je zlepšení teprve plánováno). Odchylka od tohoto předpokladu tedy omezuje význam daného násobitele a nastavení nízké váhy by mělo eliminovat případný nežádoucí dopad do ocenění (kvůli nesplnění průměrné charakteristiky).

Vážený průměr dílčích ocenění je nutno ještě upravit o **diskont za neobchodovatelnost**, jelikož Společnost není obchodována na kapitálovém trhu (na rozdíl od firem, z nichž jsou odvozeny multiplikátory), důsledkem čehož by její případný prodej byl obtížnější. Výsledky studií jsou však v této oblasti dosti rozdílné. Východiskem pro volbu diskontu bývají studie akcií s omezenou obchodovatelností „restricted stocks“³⁰. Výše průměrného diskontu byla napříč obdobím od 60. do 90. let minulého století proměnlivá (13 % až 45 %), i když novější studie prokazují spíše nižší hodnoty. Diskont ve výši **27,10 %** byl zvolen jako mediánová hodnota ze všech těchto studií. Prémie za kontrolu není uvažována, neboť nám schází informace, zda u srovnatelných podniků v odvětví došlo k prodeji za kontrolní či minoritní ceny.

Na úplný závěr je přičtena tržní hodnota **neprovozních pozemků** k datu ocenění. Jak je vidět, tato doplňková metoda pro orientační ocenění poskytla rámcově podobný výsledek jako metoda DCF. Ve prospěch její vypovídací schopnosti působí zřejmě fakt, že Společnosti odpovídá průměrné postavení na trhu a konkurence pochází převážně z Evropy. To pozitivně ovlivnilo užití odvětvových multiplikátorů. Naopak menší přesnost pramení zejména z nemožnosti užšího odvětvového zaměření.

³⁰ Pratt, Shannon P.: „Business Valuation Discounts and Premiums“, John Wiley and Sons, Inc., New York, 2001, in Mařík 2011

Výsledná hodnota oceňovaného podniku TOS Svitavy, a.s. stanovená metodou tržního porovnání za použití odvětvových multiplikátorů činí k 1. 1. 2017 cca 24,2 mil. Kč.

7.3 Účetní hodnota

Účetní hodnota je založena na principu **historických cen** a dává odpověď na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Brutto hodnota podniku je ekvivalentem bilanční sumy, od níž je třeba odečíst cizí zdroje a zpětně přičíst položky mající charakter spíše vlastních zdrojů (typicky rezervy).

Tabulka 84: Účetní hodnota (v tis. Kč)

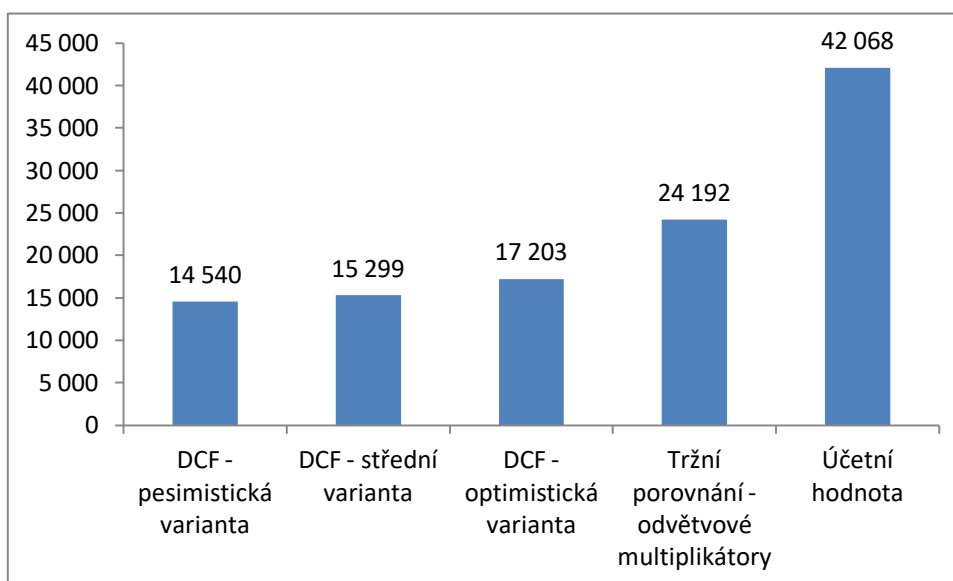
	1.1.2017
Hodnota brutto	195 362
Cizí zdroje	-154 164
Rezervy	870
VÝSLEDNÁ HODNOTA PODNIKU	42 068

Zdroj: vlastní zpracování na základě výroční zprávy TOS Svitavy, a.s.

Výsledná hodnota oceňovaného podniku TOS Svitavy, a.s. určená jako účetní hodnota činí k 1. 1. 2017 cca 42,1 mil. Kč.

7.4 Souhrnné ocenění

Graf 18: Rekapitulace výsledných ocenění (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování na základě výše provedených ocenění

Zcela klíčový význam je při tomto ocenění přikládán **metodě DCF**, a to především s ohledem na rozsah a hloubku souvisejících analýz a prognóz. **Metoda odvětvových multiplikátorů** hraje doplňkovou roli a slouží spíše k rámcovému ověření výnosové metody. Výsledky obou metod jsou **nižší než účetní hodnota**. V takovém případě by bylo vhodné zjistit ještě hodnotu likvidační, jež by mohla být vyšší než hodnota získaná metodou DCF, a tedy by mohla tvořit základ ocenění. V rámci této diplomové práce na to však již není prostor.

Vzhledem k relativně malým odchylkám pesimistické a optimistické varianty DCF od varianty střední a navazující metodě tržního porovnání je možné výsledné ocenění odhadnout jako **interval**. Spodní hranici tohoto intervalu tvoří pesimistická varianta DCF a horní hranici metoda tržního porovnání. Zároveň je však třeba vyzdvihnout **nejrealističtější** získanou **hodnotu**.

Výsledná tržní hodnota podniku TOS Svitavy, a.s. k 1. 1. 2017 je na základě použitých oceňovacích metod dána intervalem od 14 540 tis. Kč do 24 192 tis. Kč.

Pro potřeby určení bodového odhadu je nejrealističtější vyhlízející tržní hodnota podniku TOS Svitavy, a.s. k 1. 1. 2017 stanovená na základě střední varianty metody diskontovaných peněžních toků ve výši 15 299 tis. Kč.

Závěr

Cílem práce bylo ocenit společnost TOS Svitavy, a.s. prostřednictvím tržní hodnoty k 1. 1. 2017. Při ocenění bylo čerpáno z veřejných zdrojů, různých databází, ale i ze spolupráce s vedením Společnosti. Vše bylo vymezeno v úvodní kapitole podávající základní informace o ocenění a oceňovaném podniku.

Jako první byla provedena finanční analýza, která prověřila finanční zdraví podniku a vytvořila základ pro finanční plán. Minulý vývoj byl posouzen také ve vztahu k hlavním konkurentům. Protože se oceňovaný podnik ještě relativně nedávno potýkal s určitými problémy, nebyly závěry finanční analýzy příznivé. Předpoklad neomezeného trvání tak na tomto místě zatím nemohl být vysloven.

Poté následovala analýza strategická, zkoumající vnější a vnitřní potenciál. K tomu bylo nutné vymezit relevantní trh a posoudit konkurenční sílu a postavení na daném trhu. Z analýzy a prognózy vývoje trhu, tržního podílu a také analýzy minulých tržeb byly odvozeny celkové budoucí tržby, které se staly klíčovou výchozí položkou pro celou řadu dalších prognóz. Pro potřeby strategické analýzy byl podnik v místě svého provozu ve Svitavách navštíven. Po shrnutí veškerých poznatků byl předpoklad going concern již přijat.

V další části došlo k rozdělení majetku na provozní a neprovozní. Jako neprovozní byly identifikovány jen některé pozemky (později k nim přibyla ještě minimální výše peněžních prostředků). Tuto úpravu bylo nutné učinit před prací s generátory hodnoty a finančním plánem. V rámci generátorů hodnoty byly nově analyzovány a prognózovány zisková marže, položky pracovního kapitálu a dlouhodobý majetek. Kromě vlastních úvah se výsledky opíraly o krátkodobý výhled Společnosti a srovnání s konkurencí.

Za stěžejní část celého ocenění lze označit finanční plán. Ten byl sestaven podle tržeb ve třech variantních scénářích, obsahující kompletní výkazy (i s plánem financování) a členěný na provozní a neprovozní část. Plánovaný výkaz CF měl navíc rovnou vyčíslen veličinu FCFF, což bylo vhodné pro pozdější ocenění metodou DCF. Období pokryté plánem bylo nakonec zvýšeno z obvyklých pěti na sedm let, jelikož finanční

ukazatele prokázaly zlepšení teprve v posledních letech, takže Společnost bude potřebovat více času na stabilizaci. V závěru kapitoly byla provedena finanční analýza plánu s vyhodnocením rentability provozně nutného investovaného kapitálu ve vztahu k WACC a schopnosti tvorby nové hodnoty do budoucna.

Výsledné ocenění vycházelo z primární metody diskontovaných peněžních toků ve variantě APV a metody tržního porovnání s použitím odvětvových multiplikátorů (ta měla jen orientačně posoudit relevantnost hodnoty zjištěné první metodou). Výsledné hodnoty byly porovnány s účetní hodnotou vlastního kapitálu, což vedlo k závěru, že by bylo vhodné zjistit také hodnotu likvidační, na níž v rámci diplomové práce nezbývá prostor. Tržní hodnota podniku TOS Svitavy, a.s. k 1. 1. 2017 byla dána intervalem **od 14 540 tis. Kč do 24 192 tis. Kč** a v případě bodového odhadu částkou **15 299 tis. Kč**.

Použité zdroje

Knižní zdroje

1. MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-37-8.
2. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
3. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
4. PRATT, Shannon P. *Business valuation discounts and premiums*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 2001. ISBN 0471394483.
5. ŠMÍDOVÁ, Radana. *Finanční analýza a plánování podniku: sbírka neřešených příkladů*. Vyd. 3. Praha: Oeconomica, 2012. ISBN 978-80-245-1851-0.

Elektronické zdroje

1. *BusinessVize* [online]. c2010-2011 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/>
2. *Česká národní banka* [online]. c2003-2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
3. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>
4. *Damodaran online: Data* [online]. [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
5. *European Central Bank: Eurosystem* [online]. c2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
6. *Evropský parlament* [online]. [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.europarl.europa.eu/portal/cs>
7. *International Monetary Fund* [online]. [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/index.htm>
8. *Investing.com* [online]. c2007-2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <https://www.investing.com/>

9. *IOM: Odborná činnost* [online]. Vysoká škola ekonomická v Praze, c2000-2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://iom.vse.cz/odborna-cinnost/>
10. *Kurzycz* [online]. c2000-2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/>
11. MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Investiční náročnost jednotlivých odvětví národního hospodářství v souvislosti s tempem jejich rozvoje* [online]. Praha, Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, 2003. [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://nb.vse.cz/~marik/publik/investice/investice.htm>
12. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. c2005-2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/>
13. *Ministerstvo zemědělství* [online]. c2009-2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/>
14. NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, ČERVÍNEK, Petr, ed. *Evropské finanční systémy: Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference* [online]. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005. [cit. 2017-10-16]. ISBN 80-210-3753-9. Dostupné z: <https://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>
15. PLÁNIČKOVÁ, Markéta. *Vzorová případová studie Ocenění podniku Plzeňský Prazdroj, a.s.* [online]. Nám. W. Churchilla 1938/4 130 67 Praha 3, 2010 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://iom.vse.cz/denni-studium/1fp413/>. Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, Institut oceňování majetku.
16. *TOS Svitavy: Dřevoobráběcí stroje, Sklídidla* [online]. c2012 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.tossvitavy.com/index.php/o-nas>
17. *Ústav pro hospodářskou úpravu lesů Brandýs nad Labem* [online]. c2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.uhul.cz/index.php>
18. *Veřejný rejstřík a Sbirka listin* [online]. c2012-2015 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
19. *Wikipedie: Otevřená encyklopedie* [online]. [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: https://cs.wikipedia.org/wiki/Hlavn%C3%AD_strana

Databáze

1. *Albertina CZ Gold Edition. Bisnode* [elektronická databáze]. c2017.
2. *Amadeus: A database of comparable financial information for public and private companies across Europe. Bureau van Dijk* [online]. c2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <https://amadeus.bvdinfo.com/version-2017106/home.serv?product=AmadeusNeo>
3. *Eurostat: Your key to European statistics* [online]. [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>
4. *MagnusWeb: Komplexní informace o firmách v ČR a SR. Bisnode* [online]. c2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <https://magnusweb.bisnode.cz/>
5. *Passport: Euromonitor International* [online]. c2017 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.portal.euromonitor.com.zdroje.vse.cz/portal/magazine/homemain>

Ostatní zdroje

1. Informace poskytnuté vedením Společnosti (včetně účetní závěrky za rok 2016) a skutečnosti zjištěné při místním šetření provozovny podniku ve Svitavách dne 25. 5. 2017
2. Přednášky a cvičení k předmětům Základy oceňování podniku a Oceňování podniku II manželů Maříkových na Vysoké škole ekonomické v Praze, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, rok 2016
3. Software EViews
EViews: Innovative Solutions for econometric analysis, forecasting & simulation [online]. c2015 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <http://www.eviews.com/home.html>
4. Výroční zprávy společnosti TOS Svitavy, a.s. za roky 2006 – 2015
Sbírka listin: TOS Svitavy, a.s. [online]. c2012-2015 [cit. 2017-10-16]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=97863>

Seznam grafů

Graf 1: Činnosti dle druhů a struktura prodeje v letech 2013 - 2015 (v mil. Kč).....	14
Graf 2: Podíl trhu dřevoobráběcích strojů na obratu - tuzemsko a export	15
Graf 3: Trh dřevoobráběcích strojů - země exportu (rok 2015).....	16
Graf 4: Podíl trhu sklíčidel na obratu - tuzemsko a export.....	16
Graf 5: Trh sklíčidel - země exportu (rok 2015).....	17
Graf 6: Srovnání obratu s konkurenty (v tis. EUR)	41
Graf 7: Srovnání rentability investovaného kapitálu s konkurenty (v %)	43
Graf 8: Srovnání obchodního deficitu s konkurenty (ve dnech).....	45
Graf 9: Srovnání likvidity 3. stupně (běžná likvidita) s konkurenty	47
Graf 10: Vývoj relevantního trhu DOS v letech 2004 - 2015.....	60
Graf 11: Prognóza relevantního trhu ve variantních scénářích.....	73
Graf 12: Vývoj tržního podílu Společnosti v letech 2009 - 2015	77
Graf 13: Prognóza tržního podílu Společnosti – polynomický trend.....	85
Graf 14: Srovnání EBITDA marže s konkurenty.....	100
Graf 15: Vývoj KPVH před odpisy a daní a tržeb za výrobky a zboží (v tis. Kč).....	106
Graf 16: Vývoj provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (v tis. Kč).....	120
Graf 17: Srovnání prognózované rentability provozně nutného investovaného kapitálu s WACC.....	143
Graf 18: Rekapitulace výsledných ocenění (v tis. Kč)	160

Seznam obrázků

Obrázek 1: Těžba dřeva v Evropě (poslední dostupné údaje, zpravidla rok 2015)	59
Obrázek 2: Regresní výstup závislosti těžby dřeva na HDP	69
Obrázek 3: Korelogram reziduí.....	70
Obrázek 4: Breusch-Godfreyův LM test sériové závislosti reziduí.....	70
Obrázek 5: Jarque-Bera test normality	71
Obrázek 6: ARCH test heteroskedasticity	71

Seznam tabulek

Tabulka 1: Reklasifikace položek rozvahy a výsledovky od 1. 1. 2016	19
Tabulka 2: Aktiva - zkrácený přehled (v tis. Kč).....	22
Tabulka 3: Pasiva - zkrácený přehled (v tis. Kč)	24
Tabulka 4: Výkaz zisků a ztrát - zkrácený přehled (v tis. Kč).....	26
Tabulka 5: Výkaz peněžních toků - zkrácený přehled (v tis. Kč).....	28
Tabulka 6: Ukazatele rentability oceňovaného podniku	30
Tabulka 7: Ukazatele dlouhodobé finanční stability oceňovaného podniku	31
Tabulka 8: Hodnocení úrokového krytí ratingovými společnostmi.....	32
Tabulka 9: Ukazatele likvidity oceňovaného podniku	33
Tabulka 10: Strategie řízení ukazatelů likvidity	33
Tabulka 11: Ukazatele aktivity oceňovaného podniku (ve dnech)	35
Tabulka 12: Ukazatele s CF oceňovaného podniku.....	37
Tabulka 13: Výkonové ukazatele (v tis. Kč) vztažené k průměrnému počtu zaměstnanců oceňovaného podniku.....	38
Tabulka 14: Srovnání s konkurenty - obrat, zisk, cash flow, aktiva (v tis. EUR).....	40
Tabulka 15: Srovnání s konkurenty - profitability ratios (v %).....	42
Tabulka 16: Srovnání s konkurenty - operational ratios (DO ve dnech).....	44
Tabulka 17: Srovnání s konkurenty - structure ratios (kvóta VK v %).....	46
Tabulka 18: Stupnice hodnocení rychlého testu	48
Tabulka 19: Dosažené hodnoty rychlého testu	48
Tabulka 20: Přirazení známek rychlého testu.....	48
Tabulka 21: Tvorba hodnoty (v tis. Kč)	50
Tabulka 22: Pásma indexu IN05	52
Tabulka 23: Výpočet indexu IN05	52
Tabulka 24: Základní číselné údaje o lesích v EU	57
Tabulka 25: Kvantitativní vymezení relevantního trhu (objem těžby dřeva v tis. m ³) ...	60
Tabulka 26: Analýza atraktivity trhu.....	62
Tabulka 27: Kvantitativní faktory vztažené k relevantnímu trhu	66
Tabulka 28: Testování jednotlivých modelů	67
Tabulka 29: Prognóza relevantního trhu ve variantních scénářích	74

Tabulka 30: Srovnání tržeb Společnosti s konkurencí (v tis. EUR) pro účely vymezení tržních podílů	76
Tabulka 31: Tržní podíly Společnosti a konkurence.....	77
Tabulka 32: Analýza faktorů konkurenční pozice	79
Tabulka 33: Prognóza tržního podílu Společnosti	86
Tabulka 34: Dílčí prognóza tržeb pro obor DOS ve variantních scénářích.....	87
Tabulka 35: Prognóza jednotlivých složek tržeb ve středním scénáři (v tis. Kč)	89
Tabulka 36: Prognóza celkových tržeb ve variantních scénářích	89
Tabulka 37: SWOT analýza Společnosti.....	90
Tabulka 38: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč).....	94
Tabulka 39: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč).....	95
Tabulka 40: Tržby a tempo růstu tržeb - minulost a prognóza ve variantních scénářích.....	97
Tabulka 41: Analýza ziskové marže před odpisy a daní (KPVH a tržby v tis. Kč).....	98
Tabulka 42: Srovnání ukazatele EBITDA marže s konkurenty.....	99
Tabulka 43: Prognóza ziskové marže shora (tržby a KPVH v tis. Kč)	101
Tabulka 44: Prognóza ziskové marže zdola (položky v tis. Kč).....	102
Tabulka 45: Srovnání pracovního kapitálu a investic do PK s konkurenty (v Kč).....	108
Tabulka 46: Analýza zásob (v tis. Kč) podle dob obratu	109
Tabulka 47: Prognóza zásob (v tis. Kč) podle dob obratu.....	109
Tabulka 48: Srovnání doby obratu zásob s konkurenty (ve dnech)	110
Tabulka 49: Analýza pohledávek (v tis. Kč) podle dob obratu	111
Tabulka 50: Prognóza pohledávek (v tis. Kč) podle dob obratu.....	111
Tabulka 51: Analýza krátkodobého finančního majetku (v tis. Kč) podle likvidity prvního stupně.....	112
Tabulka 52: Prognóza krátkodobého finančního majetku (v tis. Kč) podle likvidity prvního stupně.....	112
Tabulka 53: Srovnání likvidity prvního stupně s konkurenty	113
Tabulka 54: Analýza krátkodobých neúročených závazků (v tis. Kč) podle dob obratu	115
Tabulka 55: Prognóza krátkodobých neúročených závazků (v tis. Kč) podle dob obratu	115
Tabulka 56: Analýza časového rozlišení aktiv a pasiv (v tis. Kč) podle dob obratu	116

Tabulka 57: Prognóza časového rozlišení aktiv a pasiv (v tis. Kč) podle dob obratu ..	117
Tabulka 58: Analýza celkového provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	117
Tabulka 59: Prognóza celkového provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (v tis. Kč)	118
Tabulka 60: Srovnání koeficientu náročnosti tržeb na pracovní kapitál s konkurenty .	119
Tabulka 61: Srovnání koeficientů investiční náročnosti s konkurenty (položky v tis. Kč)	122
Tabulka 62: Stanovení podílu odpisů na dlouhodobém majetku (v tis. Kč)	125
Tabulka 63: Alternativní způsob odhadu dlouhodobého majetku (v tis. Kč)	125
Tabulka 64: Prognóza provozně nutného dlouhodobého majetku (v tis. Kč)	126
Tabulka 65: Plán rozčlenění prognózovaného dlouhodobého majetku na položky rozvahy (v tis. Kč)	128
Tabulka 66: Plán financování (v tis. Kč)	131
Tabulka 67: Plán nákladových úroků (v tis. Kč)	132
Tabulka 68: Plánovaný výkaz zisků a ztrát (v tis. Kč)	134
Tabulka 69: Plánovaná rozvaha (v tis. Kč)	135
Tabulka 70: Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)	137
Tabulka 71: Finanční analýza plánu	139
Tabulka 72: Analýza provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)	140
Tabulka 73: Prognóza provozně nutného investovaného kapitálu (v tis. Kč)	140
Tabulka 74: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu (KPVH a IK v tis. Kč)	141
Tabulka 75: Prognóza rentability provozně nutného investovaného kapitálu (KPVH a IK v tis. Kč)	141
Tabulka 76: Rozklad analyzované rentability provozně nutného investovaného kapitálu	142
Tabulka 77: Rozklad prognózované rentability provozně nutného investovaného kapitálu	142
Tabulka 78: Výpočet nezadlužených nákladů vlastního kapitálu	150
Tabulka 79: Výpočet nákladů cizího kapitálu před daní	150
Tabulka 80: Výpočet pokračující hodnoty dle parametrického vzorce (v tis. Kč)	152

Tabulka 81: Propočet hodnoty podniku metodou DCF APV (v tis. Kč).....	153
Tabulka 82: Dopotet WACC.....	155
Tabulka 83: Ocenění metodou odvětvojých multiplikátorů (hodnoty kromě násobitelů v tis. Kč, za rok 2016 nebo stavy k 31.12.2016).....	157
Tabulka 84: Účetní hodnota (v tis. Kč)	159

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha (aktiva a pasiva) v plném rozsahu (v tis. Kč)	172
Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát v plném rozsahu (v tis. Kč)	174
Příloha 3: Výkaz peněžních toků v plném rozsahu (v tis. Kč)	175
Příloha 4: Vertikální analýza rozvahy (aktiv a pasiv)	176
Příloha 5: Horizontální analýza rozvahy (aktiv a pasiv)	176
Příloha 6: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát.....	177
Příloha 7: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát.....	178
Příloha 8: Kapitálová struktura - identifikace úročeného cizího kapitálu (v tis. Kč vyjma poměrových ukazatelů)	178
Příloha 9: Strategická analýza - kvantitativní faktory ovlivňující relevantní trh (HDP v mil. mezinárodních dolarů, inflace v %, populace v tis. obyvatel)	179
Příloha 10: Prognóza dílčích tržeb dle spojnice trendu (střední scénář, v tis. Kč)	181
Příloha 11: Prognóza dílčích tržeb ve variantních scénářích (v pořadí: sklíčidla, kooperace, ostatní)	182
Příloha 12: Optimistická varianta finančního plánu - plán financování, plánovaná výsledovka, plánovaná rozvaha, plánovaný výkaz CF (vše v tis. Kč)	184
Příloha 13: Ocenění metodou DCF APV - optimistická varianta (v tis. Kč)	186
Příloha 14: Pesimistická varianta finančního plánu - plán financování, plánovaná výsledovka, plánovaná rozvaha, plánovaný výkaz CF (vše v tis. Kč)	186
Příloha 15: Ocenění metodou DCF APV - pesimistická varianta (v tis. Kč)	189

Přílohy

Příloha 1: Rozvaha (aktiva a pasiva) v plném rozsahu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Aktiva celkem - tis. Kč	217 933	185 756	171 809	190 403	213 655	195 362
Pohledávky za upsaný základní kapitál - tis. Kč	0	0	0	0	20 131	0
Dlouhodobý majetek - tis. Kč	107 723	85 811	80 736	80 127	77 403	75 286
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek - tis. Kč</i>	<i>17</i>	<i>0</i>	<i>51</i>	<i>522</i>	<i>291</i>	<i>557</i>
Software - tis. Kč	17	0	51	446	285	557
Ocenitelná práva - tis. Kč	0	0	0	76	6	0
<i>Dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč</i>	<i>107 706</i>	<i>85 811</i>	<i>80 685</i>	<i>79 605</i>	<i>77 112</i>	<i>74 729</i>
Pozemky - tis. Kč	5 712	4 880	4 880	4 880	4 954	4 971
Stavby - tis. Kč	97 753	76 796	72 916	69 002	65 601	60 284
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí - tis. Kč	3 926	2 703	1 613	2 368	5 850	5 518
Jiný dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč	12	0	102	552	370	165
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč	303	1 432	745	2 803	337	1 391
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek - tis. Kč	0	0	429	0	0	2 400
Oběžná aktiva - tis. Kč	110 025	99 852	91 033	110 125	115 930	118 786
<i>Zásoby - tis. Kč</i>	<i>97 117</i>	<i>89 011</i>	<i>87 034</i>	<i>93 075</i>	<i>98 307</i>	<i>95 010</i>
Materiál - tis. Kč	8 451	7 170	5 565	12 819	15 885	14 432
Nedokončená výroba a polotovary - tis. Kč	64 251	60 643	56 583	57 361	62 081	57 392
Výrobky - tis. Kč	18 386	17 000	21 747	18 468	17 268	20 104
Zboží - tis. Kč	5 162	3 509	3 131	3 251	3 033	3 048
Poskytnuté zálohy na zásoby - tis. Kč	867	689	8	1 176	40	34
<i>Dlouhodobé pohledávky - tis. Kč</i>	<i>373</i>	<i>291</i>	<i>224</i>	<i>156</i>	<i>119</i>	<i>0</i>
Jiné pohledávky - tis. Kč	373	291	224	156	119	0
<i>Krátkodobé pohledávky - tis. Kč</i>	<i>12 432</i>	<i>10 446</i>	<i>3 630</i>	<i>16 622</i>	<i>17 297</i>	<i>23 340</i>
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.) - tis. Kč	11 145	8 971	2 822	14 657	15 406	21 588
Stát - daňové pohledávky - tis. Kč	382	505	8	1 094	772	794
Ostatní poskytnuté zálohy - tis. Kč	285	361	375	144	379	295
Dohadné účty aktivní (krátk.) - tis. Kč	0	0	0	174	0	0
Jiné pohledávky - tis. Kč	620	609	425	553	740	663
<i>Krátkodobý finanční majetek - tis. Kč</i>	<i>103</i>	<i>104</i>	<i>145</i>	<i>272</i>	<i>207</i>	<i>436</i>
Peníze - tis. Kč	101	95	80	118	96	57
Účty v bankách - tis. Kč	2	9	65	154	111	379
Časové rozlišení - tis. Kč	185	93	40	151	191	1 290
Náklady příštích období - tis. Kč	145	70	40	151	140	13
Příjmy příštích období - tis. Kč	40	23	0	0	51	341
Komplexní náklady příštích období - tis. Kč	0	0	0	0	0	936

Zdroj: vlastní úprava na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pasiva celkem - tis. Kč	217 933	185 756	171 809	190 403	213 655	195 362
Vlastní kapitál - tis. Kč	69 693	31 884	17 816	18 849	39 798	41 132
Základní kapitál - tis. Kč	274 477	274 477	274 477	16 469	36 600	36 600
Základní kapitál - tis. Kč	274 477	274 477	274 477	16 469	36 600	36 600
Změny základního kapitálu - tis. Kč	0	0	0	0	20 131	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku - tis. Kč	1 508	1 508	1 508	1 508	1 508	0
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond - tis. Kč	1 508	1 508	1 508	1 508	1 508	0
Výsledek hospodaření minulých let - tis. Kč	-196 945	-206 292	-244 102	-161	-499	3 197
Nerozdělený zisk minulých let - tis. Kč	0	0	0	0	873	3 197
Neuhrazená ztráta minulých let - tis. Kč	-196 945	-206 292	-244 102	-161	-1 372	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období - tis. Kč	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335
Cizí zdroje - tis. Kč	148 240	153 872	151 343	171 510	173 813	154 164
Rezervy - tis. Kč	220	1 251	314	3 436	220	870
Ostatní rezervy - tis. Kč	220	1 251	314	3 436	220	870
Dlouhodobé závazky - tis. Kč	14 945	11 000	3 000	0	0	44 000
Závazky ke společníkům, členům družst. a k účastníkům sdružení - tis. Kč	0	11 000	3 000	0	0	44 000
Jiné závazky - tis. Kč	14 945	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky - tis. Kč	81 750	93 567	98 942	116 441	122 623	60 586
Závazky z obchodních vztahů (krátk.) - tis. Kč	43 504	51 020	50 101	54 817	59 554	28 733
Závazky ke společníkům, členům druž. a k účast. sdruž. (krát.) - tis. Kč	15 936	24 225	32 309	45 488	48 968	20 000
Závazky k zaměstnancům - tis. Kč	2 842	2 582	3 912	2 610	2 705	2 709
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění - tis. Kč	10 301	6 225	4 983	1 897	1 666	1 660
Stát - daňové závazky a dotace - tis. Kč	850	512	1 202	309	353	459
Krátkodobé přijaté zálohy - tis. Kč	2 253	5 739	1 117	5 124	4 122	1 755
Dohadné účty pasivní (krátk.) - tis. Kč	63	56	0	970	0	0
Jiné závazky - tis. Kč	6 001	3 208	5 318	5 226	5 255	5 270
Bankovní úvěry a výpomoci - tis. Kč	51 325	48 054	49 087	51 633	50 970	48 708
Krátkodobé bankovní úvěry - tis. Kč	51 325	48 054	49 087	51 633	50 970	48 708
Časové rozlišení - tis. Kč	0	0	2 650	44	44	66
Výnosy příštích období - tis. Kč	0	0	2 650	44	44	66

Zdroj: vlastní úprava na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 2: Výkaz zisků a ztrát v plném rozsahu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží - tis. Kč	7 518	2 467	2 566	2 699	1 623	3 222
Náklady vynaložené na prodané zboží - tis. Kč	8 944	2 130	1 979	2 006	1 017	2 369
Obchodní marže - tis. Kč	-1 426	337	587	693	606	853
Výkony - tis. Kč	105 563	117 678	116 654	151 825	178 614	164 579
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb - tis. Kč	122 316	122 923	113 759	155 349	174 431	166 383
Změna stavu zásob vlastní činnosti - tis. Kč	-17 603	-5 578	2 421	-4 102	3 678	-1 804
Aktivace - tis. Kč	850	333	474	578	505	0
Výkonová spotřeba - tis. Kč	68 036	72 426	65 440	85 996	108 411	94 560
Spotřeba materiálu a energie - tis. Kč	50 479	53 763	49 841	71 456	94 051	79 735
Služby - tis. Kč	17 557	18 663	15 599	14 540	14 360	14 825
Přidaná hodnota - tis. Kč	36 101	45 589	51 801	66 522	70 809	70 872
Osobní náklady - tis. Kč	53 709	56 338	53 588	53 724	59 098	59 903
Mzdové náklady - tis. Kč	37 601	39 413	37 403	37 580	41 112	41 581
Odměny členům orgánů společnosti a družstva - tis. Kč	2 160	2 160	2 160	2 115	2 145	2 160
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění - tis. Kč	13 084	14 071	13 294	13 330	14 609	14 834
Sociální náklady - tis. Kč	864	694	731	699	1 232	1 328
Daně a poplatky - tis. Kč	607	577	525	539	543	646
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - tis. Kč	10 558	10 402	7 012	6 777	7 370	7 824
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu - tis. Kč	1 240	3 279	1 824	1 237	511	3 386
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku - tis. Kč	152	1 753	88	110	35	3 091
Tržby z prodeje materiálu - tis. Kč	1 088	1 526	1 736	1 127	476	295
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu - tis. Kč	570	857	797	471	237	490
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku - tis. Kč	58	78	0	0	0	318
Prodaný materiál - tis. Kč	512	779	797	471	237	172
Změna stavu rezerv, opr. pol. v prov.ob., kompl.nákladů příšt.obd - tis. Kč	-4 639	14 235	-5 646	-5 067	-6 046	-494
Ostatní provozní výnosy - tis. Kč	43 016	24 980	40 780	20 063	13 509	13 225
Ostatní provozní náklady - tis. Kč	45 532	25 565	46 176	26 227	19 812	14 106
Provozní výsledek hospodaření - tis. Kč	-25 980	-34 126	-8 047	5 151	3 815	5 008
Změna stavu rezerv a oprav. položek ve finanční oblasti (+/-) - tis. Kč	0	0	-104	0	0	0
Výnosové úroky - tis. Kč	0	17	0	0	0	0
Nákladové úroky - tis. Kč	4 188	3 932	3 736	3 398	3 223	3 264
Ostatní finanční výnosy - tis. Kč	25 159	2 329	1 642	481	2 513	75
Ostatní finanční náklady - tis. Kč	4 338	2 097	4 030	1 201	916	484
Finanční výsledek hospodaření - tis. Kč	16 633	-3 683	-6 020	-4 118	-1 626	-3 673
Výsledek hospodaření za běžnou činnost - tis. Kč	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) - tis. Kč	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) - tis. Kč	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335

Zdroj: vlastní úprava na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 3: Výkaz peněžních toků v plném rozsahu (v tis. Kč)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	392	103	104	145	272	207
Účetní zisk nebo ztráta (z běžné činnosti) před zdaněním	-9 347	-37 809	-14 067	1 033	2 189	1 335
Úpravy o nepeněžní operace	10 208	26 381	10 621	4 997	9 158	8 758
Odpisy stálých aktiv (s výjimkou ZC prodaných stálých aktiv) a dále umořování oceňovacího rozdílu k nabytému majetku a goodwillu	10 558	10 402	7 012	6 777	7 370	7 824
Změna stavu opravných položek a rezerv	-4 548	13 405	-5 750	-5 068	-6 045	443
Změna stavu opravných položek	-4 548	12 374	-4 813	-8 190	-2 829	-207
Změna stavu rezerv	0	1 031	-937	3 122	-3 216	650
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-94	-1 675	-88	-110	-35	-2 773
Vyúčtované nákladové úroky (s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění DM) a vyúčtované výnosové úroky	4 188	3 915	3 736	3 398	3 223	3 264
Vyúčtované nákladové úroky	4 188	3 932	3 736	3 398	3 223	3 264
Vyúčtované výnosové úroky	0	-17	0	0	0	0
Úpravy o ostatní nepeněžní operace	104	334	5 711	0	4 645	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami provozního kapitálu (a mimořádnými položkami)	861	-11 428	-3 446	6 030	11 347	10 093
Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	1 367	15 807	16 094	-2 423	-3 469	-43 663
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, aktivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů aktivních	5 526	1 984	7 129	-12 717	-2 954	-7 389
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, pasivních účtů časového rozlišení a dohadných účtů pasivních	-24 551	5 397	8 631	14 653	4 728	-39 902
Změna stavu zásob	20 392	8 426	334	-4 359	-5 243	3 628
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním (a mimořádnými položkami)	2 228	4 379	12 648	3 607	7 878	-33 570
Výdaje z plateb úroků s výjimkou kapitalizovaných úroků = Vyplacené úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění DM	-1 813	-5 381	-2 968	-1 704	-1 338	-6 996
Přijaté úroky	0	17	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	415	-985	9 680	1 903	6 540	-40 566
Výdaje spojené s pořízením (nabytím) stálých aktiv	-938	-850	-1 794	1 046	-5 307	-6 414
Příjmy z prodeje stálých aktiv	234	1 836	155	178	73	3 209
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-704	986	-1 639	1 224	-5 234	-3 205
Změna stavu (dopady změn) dlouhodobých, popř. krátkodobých závazků	0	0	-8 000	-3 000	0	44 000
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	0	0	0	0	-1 371	0
Přímé platby na vrub fondů	0	0	0	0	-1 371	0
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	0	0	-8 000	-3 000	-1 371	44 000
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	-289	1	41	127	-65	229
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	0	0	0	0	0	0
+ Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků - Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	0	0	0	0	0	0
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	103	104	145	272	207	436

Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv TOS Svitavy, a.s. a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 4: Vertikální analýza rozvahy (aktiv a pasiv)

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,4%	0,0%
Dlouhodobý majetek	49,4%	46,2%	47,0%	42,1%	36,2%	38,5%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,1%	0,3%
Dlouhodobý hmotný majetek	49,4%	46,2%	47,0%	41,8%	36,1%	38,3%
Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oběžná aktiva	50,5%	53,8%	53,0%	57,8%	54,3%	60,8%
Zásoby	44,6%	47,9%	50,7%	48,9%	46,0%	48,6%
Dlouhodobé pohledávky	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	5,7%	5,6%	2,1%	8,7%	8,1%	11,9%
Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Časové rozlišení aktivní	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,7%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	32,0%	17,2%	10,4%	9,9%	18,6%	21,1%
Základní kapitál	125,9%	147,8%	159,8%	8,6%	17,1%	18,7%
Fondy ze zisku	0,7%	0,8%	0,9%	0,8%	0,7%	0,0%
VH minulých let	-90,4%	-111,1%	-142,1%	-0,1%	-0,2%	1,6%
VH běžného účetního období	-4,3%	-20,4%	-8,2%	0,5%	1,0%	0,7%
Cizí zdroje	68,0%	82,8%	88,1%	90,1%	81,4%	78,9%
Rezervy	0,1%	0,7%	0,2%	1,8%	0,1%	0,4%
Dlouhodobé závazky	6,9%	5,9%	1,7%	0,0%	0,0%	22,5%
Krátkodobé závazky	37,5%	50,4%	57,6%	61,2%	57,4%	31,0%
Dlouhodobé bankovní úvěry	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé bankovní úvěry	23,6%	25,9%	28,6%	27,1%	23,9%	24,9%
Časové rozlišení pasivní	0,0%	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 5: Horizontální analýza rozvahy (aktiv a pasiv)

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
AKTIVA CELKEM	100,0%	85,2%	92,5%	110,8%	112,2%	91,4%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	-	-	-	-	-	0,0%
Dlouhodobý majetek	100,0%	79,7%	94,1%	99,2%	96,6%	97,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	100,0%	0,0%	-	1023,5%	55,7%	191,4%
Dlouhodobý hmotný majetek	100,0%	79,7%	94,0%	98,7%	96,9%	96,9%
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-	-
Oběžná aktiva	100,0%	90,8%	91,2%	121,0%	105,3%	102,5%
Zásoby	100,0%	91,7%	97,8%	106,9%	105,6%	96,6%
Dlouhodobé pohledávky	100,0%	78,0%	77,0%	69,6%	76,3%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	100,0%	84,0%	34,8%	457,9%	104,1%	134,9%
Krátkodobý finanční majetek	100,0%	101,0%	139,4%	187,6%	76,1%	210,6%
Časové rozlišení aktivní	100,0%	50,3%	43,0%	377,5%	126,5%	675,4%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
PASIVA CELKEM	100,0%	85,2%	92,5%	110,8%	112,2%	91,4%
Vlastní kapitál	100,0%	45,7%	55,9%	105,8%	211,1%	103,4%
Základní kapitál	100,0%	100,0%	100,0%	6,0%	222,2%	100,0%
Fondy ze zisku	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
VH minulých let	100,0%	104,7%	118,3%	0,1%	309,9%	-640,7%
VH běžného účetního období	100,0%	404,5%	37,2%	-7,3%	211,9%	61,0%
Cizí zdroje	100,0%	103,8%	98,4%	113,3%	101,3%	88,7%
Rezervy	100,0%	568,6%	25,1%	1094,3%	6,4%	395,5%
Dlouhodobé závazky	100,0%	73,6%	27,3%	0,0%	-	-
Krátkodobé závazky	100,0%	114,5%	105,7%	117,7%	105,3%	49,4%
Dlouhodobé bankovní úvěry	-	-	-	-	-	-
Krátkodobé bankovní úvěry	100,0%	93,6%	102,1%	105,2%	98,7%	95,6%
Časové rozlišení pasivní	-	-	-	1,7%	100,0%	150,0%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 6: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za výrobky a zboží	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tržby za prodej zboží	5,8%	2,0%	2,2%	1,7%	0,9%	1,9%
Náklady na prodané zboží	6,9%	1,7%	1,7%	1,3%	0,6%	1,4%
Obchodní marže	-1,1%	0,3%	0,5%	0,4%	0,3%	0,5%
Výkony	81,3%	93,8%	100,3%	96,1%	101,5%	97,0%
Tržby za prodej výrobků	94,2%	98,0%	97,8%	98,3%	99,1%	98,1%
ZS zásob vlastní činnosti	-13,6%	-4,4%	2,1%	-2,6%	2,1%	-1,1%
Aktivace	0,7%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,0%
Výkonová spotřeba	52,4%	57,8%	56,3%	54,4%	61,6%	55,8%
Přidaná hodnota	27,8%	36,4%	44,5%	42,1%	40,2%	41,8%
Osobní náklady	41,4%	44,9%	46,1%	34,0%	33,6%	35,3%
Daně a poplatky	0,5%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,4%
Odpisy DM	8,1%	8,3%	6,0%	4,3%	4,2%	4,6%
Tržby z prodeje DM a materiálu	1,0%	2,6%	1,6%	0,8%	0,3%	2,0%
ZC prodaného DM a materiálu	0,4%	0,7%	0,7%	0,3%	0,1%	0,3%
ZS rezerv, OP, NPO	-3,6%	11,4%	-4,9%	-3,2%	-3,4%	-0,3%
Ostatní provozní výnosy	33,1%	19,9%	35,1%	12,7%	7,7%	7,8%
Ostatní provozní náklady	35,1%	20,4%	39,7%	16,6%	11,3%	8,3%
Provozní VH	-20,0%	-27,2%	-6,9%	3,3%	2,2%	3,0%
Finanční VH	12,8%	-2,9%	-5,2%	-2,6%	-0,9%	-2,2%
VH z běžné činnosti	-7,2%	-30,2%	-12,1%	0,7%	1,2%	0,8%
Mimořádný VH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VH za účetní období	-7,2%	-30,2%	-12,1%	0,7%	1,2%	0,8%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 7: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za výrobky a zboží	100,0%	96,6%	92,8%	135,9%	111,4%	96,3%
Tržby za prodej zboží	100,0%	32,8%	104,0%	105,2%	60,1%	198,5%
Náklady na prodané zboží	100,0%	23,8%	92,9%	101,4%	50,7%	232,9%
Obchodní marže	100,0%	-23,6%	174,2%	118,1%	87,4%	140,8%
Výkony	100,0%	111,5%	99,1%	130,1%	117,6%	92,1%
Tržby za prodej výrobků	100,0%	100,5%	92,5%	136,6%	112,3%	95,4%
ZS zásob vlastní činnosti	100,0%	31,7%	-43,4%	-169,4%	-89,7%	-49,0%
Aktivace	100,0%	39,2%	142,3%	121,9%	87,4%	0,0%
Výkonová spotřeba	100,0%	106,5%	90,4%	131,4%	126,1%	87,2%
Přidaná hodnota	100,0%	126,3%	113,6%	128,4%	106,4%	100,1%
Osobní náklady	100,0%	104,9%	95,1%	100,3%	110,0%	101,4%
Daně a poplatky	100,0%	95,1%	91,0%	102,7%	100,7%	119,0%
Odpisy DM	100,0%	98,5%	67,4%	96,6%	108,8%	106,2%
Tržby z prodeje DM a materiálu	100,0%	264,4%	55,6%	67,8%	41,3%	662,6%
ZC prodaného DM a materiálu	100,0%	150,4%	93,0%	59,1%	50,3%	206,8%
ZS rezerv, OP, NPO	100,0%	-306,9%	-39,7%	89,7%	119,3%	8,2%
Ostatní provozní výnosy	100,0%	58,1%	163,3%	49,2%	67,3%	97,9%
Ostatní provozní náklady	100,0%	56,1%	180,6%	56,8%	75,5%	71,2%
Provozní VH	100,0%	131,4%	23,6%	-64,0%	74,1%	131,3%
Finanční VH	100,0%	-22,1%	163,5%	68,4%	39,5%	225,9%
VH z běžné činnosti	100,0%	404,5%	37,2%	-7,3%	211,9%	61,0%
Mimořádný VH	-	-	-	-	-	-
VH za účetní období	100,0%	404,5%	37,2%	-7,3%	211,9%	61,0%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 8: Kapitálová struktura - identifikace úročeného cizího kapitálu (v tis. Kč vyjma poměrových ukazatelů)

KAPITÁLOVÁ STRUKTURA	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
KrZáv úročené (kr. půjčky mimo bank. úvěry)	30 402	27 203	37 309	50 488	53 968	25 000
KrZáv úročené / KrZáv	37%	29%	38%	43%	44%	41%
CK úročený / Cizí zdroje	65%	56%	59%	60%	60%	76%
CK úročený	96 672	86 257	89 396	102 121	104 938	117 708
CK úročený / VK	1,39	2,71	5,02	5,42	2,64	2,86
CK úročený / K	58%	73%	83%	84%	73%	74%
VK / K	42%	27%	17%	16%	27%	26%
kde K = CK úročený + VK						

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze Albertina a závěrky 2016 od vedení Společnosti

Příloha 9: Strategická analýza - kvantitativní faktory ovlivňující relevantní trh (HDP v mil. mezinárodních dolarů, inflace v %, populace v tis. obyvatel)

Categories	Geographies	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Czech Republic	211 022	231 843	255 400	276 693	289 769	277 833	287 682	299 507	302 584
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Hungary	186 886	201 354	215 543	222 270	228 646	215 261	219 366	227 789	228 267
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Poland	541 373	578 611	633 322	696 998	738 532	763 742	801 669	859 264	889 152
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Romania	248 381	267 068	297 449	326 324	360 870	337 915	339 312	349 975	358 706
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Slovakia	86 573	95 391	106 633	121 293	130 635	124 489	132 363	138 904	143 807
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Austria	286 447	301 992	321 702	342 223	354 335	343 462	354 364	371 835	381 508
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Germany	2 693 592	2 804 578	3 002 740	3 186 681	3 275 699	3 116 816	3 279 529	3 471 829	3 560 051

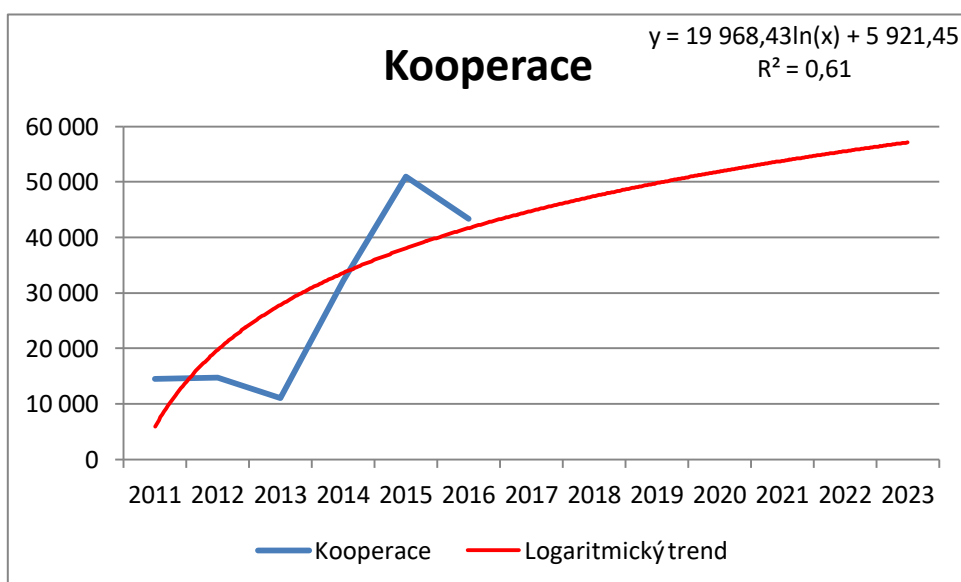
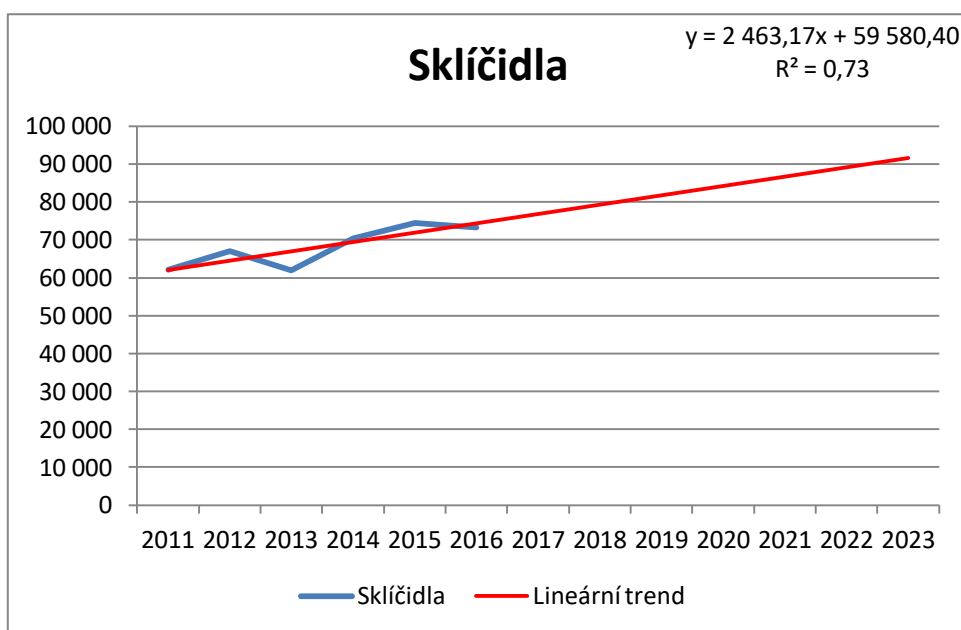
Categories	Geographies	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Czech Republic	305 984	319 919	338 027	350 720	367 498	384 221	401 266	418 509	435 462
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Hungary	236 865	250 864	261 545	270 285	284 798	299 426	313 323	327 442	341 376
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Poland	916 078	963 089	1 011 813	1 054 132	1 113 491	1 175 223	1 238 998	1 300 422	1 360 582
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Romania	377 372	395 945	415 965	441 601	467 892	494 056	522 062	549 558	577 558
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Slovakia	148 307	154 844	162 506	170 052	179 352	189 302	199 832	210 270	220 397
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Austria	388 151	397 649	405 797	417 226	434 005	450 123	466 701	483 023	498 128
GDP Measured at Purchasing Power Parity	Germany	3 638 966	3 763 229	3 860 114	3 980 282	4 128 168	4 281 749	4 444 477	4 603 104	4 746 541

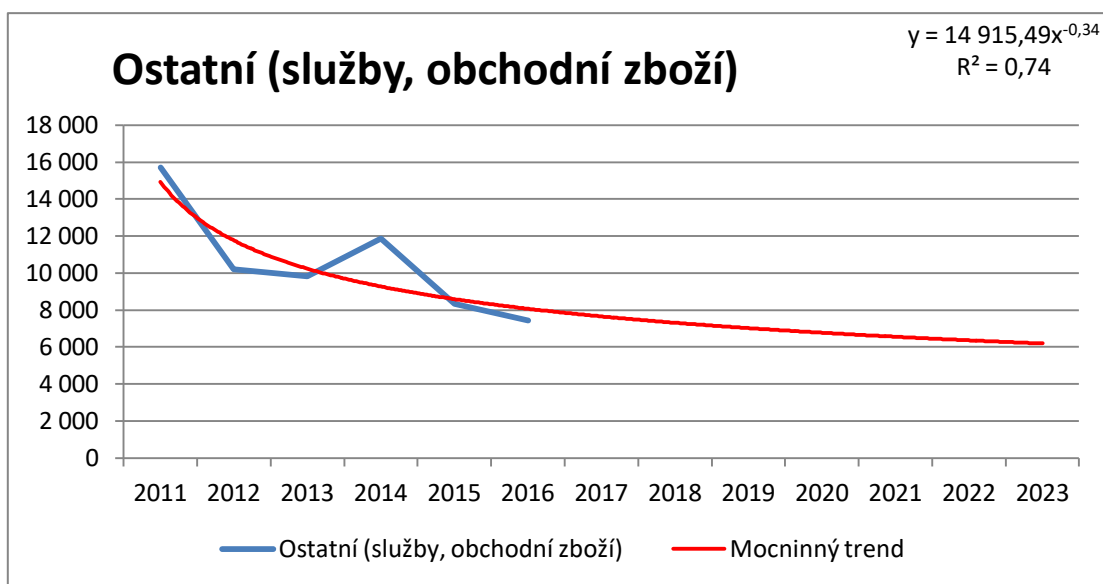
Categories	Geographies	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Inflation	Czech Republic	2,80	1,80	2,50	2,90	6,40	1,00	1,50	1,90	3,30	1,40	0,40	0,30	0,70	2,40	2,10	2,00	2,00	2,00
Inflation	Hungary	6,70	3,60	3,90	8,00	6,10	4,20	4,90	3,90	5,70	1,70	-0,20	-0,10	0,40	2,50	2,60	2,50	2,50	2,40
Inflation	Poland	3,40	2,20	1,30	2,50	4,20	3,80	2,60	4,20	3,60	1,00	0,10	-0,90	-0,70	2,50	2,10	2,10	2,20	2,20
Inflation	Romania	11,90	9,00	6,60	4,80	7,90	5,60	6,10	5,80	3,30	4,00	1,10	-0,60	-1,50	0,60	2,60	2,50	2,40	2,50
Inflation	Slovakia	7,60	2,70	4,50	2,80	4,60	1,60	1,00	3,90	3,60	1,40	-0,10	-0,30	-0,50	1,30	2,00	1,90	2,00	2,00
Inflation	Austria	2,10	2,30	1,40	2,20	3,20	0,50	1,80	3,30	2,50	2,00	1,60	0,90	0,90	2,20	1,80	1,70	1,70	1,70
Inflation	Germany	1,70	1,50	1,60	2,30	2,60	0,30	1,10	2,10	2,00	1,50	0,90	0,20	0,50	1,90	1,90	1,70	1,80	1,80

Categ. ▼	Geogr. ▼	04 ▼	05 ▼	06 ▼	07 ▼	08 ▼	09 ▼	10 ▼	11 ▼	12 ▼	13 ▼	14 ▼	15 ▼	16 ▼	17 ▼	18 ▼	19 ▼	20 ▼	21 ▼
Population	Czech Rep.	10 195	10 199	10 224	10 254	10 343	10 426	10 462	10 487	10 505	10 516	10 512	10 538	10 553	10 566	10 578	10 589	10 597	10 604
Population	Hungary	10 114	10 092	10 068	10 054	10 030	10 013	9 993	9 962	9 932	9 909	9 877	9 856	9 831	9 812	9 791	9 769	9 746	9 722
Population	Poland	38 271	38 294	38 317	38 326	38 356	38 416	38 487	38 530	38 538	38 533	38 496	38 479	38 437	38 388	38 334	38 278	38 218	38 154
Population	Romania	21 469	21 234	21 024	20 810	20 636	20 440	20 295	20 199	20 096	20 020	19 947	19 871	19 775	19 669	19 564	19 460	19 356	19 251
Population	Slovakia	5 369	5 370	5 370	5 371	5 374	5 382	5 390	5 397	5 404	5 411	5 416	5 421	5 426	5 435	5 444	5 453	5 461	5 468
Population	Austria	8 143	8 201	8 254	8 283	8 308	8 335	8 352	8 375	8 408	8 452	8 507	8 576	8 701	8 811	8 908	8 990	9 062	9 129
Population	Germany	82 082	81 901	81 688	81 415	81 168	80 802	80 502	80 352	80 328	80 524	80 768	81 198	82 151	82 546	82 790	82 930	83 015	83 045

Zdroj: databáze Passport

Příloha 10: Prognóza dílčích tržeb dle spojnice trendu (střední scénář, v tis. Kč)





Zdroj: vlastní zpracování v MS Excel

Příloha 11: Prognóza dílčích tržeb ve variantních scénářích (v pořadí: sklíčidla, kooperace, ostatní)

SKL.	Pesimistický scénář		Střední scénář		Optimistický scénář	
	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu
2011	62 187	-	62 187	-	62 187	-
2012	66 954	7,67%	66 954	7,67%	66 954	7,67%
2013	61 961	-7,46%	61 961	-7,46%	61 961	-7,46%
2014	70 401	13,62%	70 401	13,62%	70 401	13,62%
2015	74 481	5,80%	74 481	5,80%	74 481	5,80%
2016	73 225	-1,69%	73 225	-1,69%	73 225	-1,69%
2017	76 456	4,41%	76 823	4,91%	77 189	5,41%
2018	78 526	2,71%	79 286	3,21%	80 050	3,71%
2019	80 573	2,61%	81 749	3,11%	82 937	3,61%
2020	82 597	2,51%	84 212	3,01%	85 850	3,51%
2021	84 600	2,42%	86 675	2,92%	88 791	3,42%
2022	86 582	2,34%	89 138	2,84%	91 758	3,34%
2023	88 541	2,26%	91 602	2,76%	94 752	3,26%

KOOP.	Pesimistický scénář		Střední scénář		Optimistický scénář	
	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu
2011	14 519	-	14 519	-	14 519	-
2012	14 716	1,36%	14 716	1,36%	14 716	1,36%
2013	11 048	-24,93%	11 048	-24,93%	11 048	-24,93%
2014	32 205	191,50%	32 205	191,50%	32 205	191,50%
2015	50 998	58,35%	50 998	58,35%	50 998	58,35%
2016	43 420	-14,86%	43 420	-14,86%	43 420	-14,86%
2017	44 561	2,63%	44 778	3,13%	44 995	3,63%
2018	46 992	5,45%	47 445	5,95%	47 900	6,45%
2019	49 086	4,46%	49 797	4,96%	50 514	5,46%
2020	50 915	3,72%	51 900	4,22%	52 900	4,72%
2021	52 527	3,17%	53 804	3,67%	55 105	4,17%
2022	53 961	2,73%	55 541	3,23%	57 160	3,73%
2023	55 244	2,38%	57 139	2,88%	59 090	3,38%

OST.	Pesimistický scénář		Střední scénář		Optimistický scénář	
	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby (v tis. Kč)	Tempo růstu
2011	15 693	-	15 693	-	15 693	-
2012	10 197	-35,02%	10 197	-35,02%	10 197	-35,02%
2013	9 826	-3,64%	9 826	-3,64%	9 826	-3,64%
2014	11 854	20,64%	11 854	20,64%	11 854	20,64%
2015	8 338	-29,66%	8 338	-29,66%	8 338	-29,66%
2016	7 430	-10,89%	7 430	-10,89%	7 430	-10,89%
2017	7 618	2,54%	7 656	3,04%	7 693	3,54%
2018	7 240	-4,97%	7 313	-4,47%	7 387	-3,97%
2019	6 917	-4,46%	7 024	-3,96%	7 132	-3,46%
2020	6 637	-4,05%	6 775	-3,55%	6 914	-3,05%
2021	6 390	-3,71%	6 557	-3,21%	6 727	-2,71%
2022	6 171	-3,44%	6 364	-2,94%	6 563	-2,44%
2023	5 973	-3,21%	6 192	-2,71%	6 418	-2,21%

Zdroj: vlastní zpracování

Poznámka: tempa růstu v optimistickém a pesimistickém scénáři jsou všude stanovena jako +/- 0,5 p. b. od středního scénáře, což je v souladu s posledním rokem prognózy u dřevoobráběcích strojů

Příloha 12: Optimistická varianta finančního plánu - plán financování, plánovaná výsledovka, plánovaná rozvaha, plánovaný výkaz CF (vše v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Úročené cizí zdroje celkem	117 708	111 708	99 708	92 208	82 208	75 708	64 708	61 708
Dlouhodobé závazky	44 000	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	44 000	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Krátkodobé závazky (půjčky)	25 000	24 000	24 000	24 000	24 000	13 000	13 000	13 000
Krátkodobá část dlouhodobých závazků	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Jiné závazky	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Bankovní úvěry a výpomoci	48 708	54 708	53 708	57 208	58 208	62 708	51 708	48 708
Splacení kr. části půjčky (z předch. roku)	-	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0
Převod z dl. závazků na kr. část	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0	0
Čerpání kr. bankovního úvěru	-	6 000	-1 000	3 500	1 000	4 500	-11 000	-3 000

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
a) Hlavní provoz podniku							
Tržby za výrobky a zboží	179 408	187 275	194 308	201 652	208 794	215 804	222 696
Tržby za prodej zboží	3 050	3 184	3 303	3 428	3 549	3 669	3 786
Náklady na prodané zboží	2 153	2 247	2 332	2 420	2 506	2 590	2 672
Obchodní marže	897	936	972	1 008	1 044	1 079	1 113
Výkony	172 260	181 540	187 845	196 029	202 074	210 207	215 889
Tržby za prodej výrobků	176 358	184 091	191 004	198 224	205 244	212 136	218 910
ZS zásob vlastní činnosti	-4 098	-2 552	-3 160	-2 195	-3 170	-1 929	-3 021
Výkonová spotřeba	98 316	102 627	106 481	110 505	114 419	118 261	122 037
Přidaná hodnota	74 842	79 849	82 336	86 532	88 699	93 025	94 965
Osobní náklady	61 537	64 235	66 648	69 167	71 616	74 021	76 385
Daně a poplatky	718	749	777	807	835	863	891
Ostatní provozní výnosy	13 994	14 233	14 379	14 721	15 033	15 322	15 589
Ostatní provozní náklady	14 353	14 607	14 767	14 922	15 033	15 322	15 589
Ostatní finanční výnosy	2 153	2 247	2 332	2 420	2 506	2 590	2 672
Ostatní finanční náklady	897	936	972	1 008	1 044	1 079	1 113
KPVH před odpisy	13 484	15 801	15 882	17 769	17 710	19 651	19 249
Odpisy DM	6 694	7 452	7 490	7 515	7 529	7 546	7 567
VH z hlavního provozu (KPVH)	6 790	8 349	8 393	10 253	10 181	12 105	11 682
b) VH z provozně nenutného majetku							
Tržby z prodeje DM	4 800	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného DM	700	0	0	0	0	0	0
VH z neprovozního majetku	4 100	0	0	0	0	0	0
c) Náklady na cizí kapitál, daň							
Nákladové úroky	3 719	3 582	3 268	2 968	2 607	2 331	2 065
Daň z příjmů	1 362	906	974	1 384	1 439	1 857	1 827
d) Celkový VH							
VH za účetní období	5 808	3 861	4 151	5 901	6 135	7 917	7 790

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
AKTIVA CELKEM	208 445	212 713	216 991	221 023	226 248	228 897	236 510
Dlouhodobý majetek	82 962	83 375	83 658	83 805	84 002	84 224	84 452
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 015	1 038	1 053	1 061	1 072	1 084	1 097
Dlouhodobý hmotný majetek	81 947	82 337	82 605	82 744	82 930	83 140	83 356
z toho: - provozně nutný	81 347	81 737	82 005	82 144	82 330	82 540	82 756
- neprovozní	600	600	600	600	600	600	600
Oběžná aktiva	125 120	128 958	132 939	136 809	141 823	144 235	151 607
Zásoby	100 626	103 961	107 279	110 174	114 019	116 014	119 719
Krátkodobé pohledávky	23 559	23 566	23 386	23 165	23 413	23 608	23 752
Krátkodobý finanční majetek	935	1 432	2 274	3 470	4 391	4 613	8 136
z toho: - provozně nutný	489	1 225	2 067	3 081	4 130	4 417	4 558
- neprovozní	446	207	207	389	261	196	3 578
Časové rozlišení aktivní	364	380	394	409	423	438	451

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
PASIVA CELKEM	208 445	212 713	216 991	221 023	226 248	228 897	236 510
Vlastní kapitál	46 940	50 801	54 952	60 853	66 988	74 904	82 694
Základní kapitál	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600
VH minulých let	4 532	10 340	14 201	18 352	24 253	30 388	38 304
VH běžného účetního období	5 808	3 861	4 151	5 901	6 135	7 917	7 790
Cizí zdroje	161 436	161 840	161 964	160 092	159 180	153 910	153 731
Rezervy	870	870	870	870	870	870	870
Dlouhodobé závazky	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	72 858	85 262	92 886	101 014	95 602	101 332	104 153
Bankovní úvěry a výpomoci	54 708	53 708	57 208	58 208	62 708	51 708	48 708
Časové rozlišení pasivní	69	72	75	77	80	83	85

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stav prov. nenutných peněz na začátku roku	0	446	207	207	389	261	196
a) CF z hlavního provozu podniku							
KPVH	6 790	8 349	8 393	10 253	10 181	12 105	11 682
Daň připadající na KPVH	1 290	1 586	1 595	1 948	1 934	2 300	2 220
KPVH po dani	5 500	6 763	6 798	8 305	8 247	9 805	9 462
Odpisy DM	6 694	7 452	7 490	7 515	7 529	7 546	7 567
Změna PK prov. nutného (včetně peněz)	8 314	8 313	3 633	4 429	433	3 241	-1 180
Provozní CF	20 508	22 528	17 920	20 249	16 208	20 593	15 849
Investice do DM prov. nutného (brutto)	-15 070	-7 866	-7 772	-7 663	-7 725	-7 769	-7 794
CF z prov. nutného majetku celkem (FCFF)	5 437	14 662	10 148	12 586	8 483	12 824	8 054
b) CF z neprovozního majetku							
Tržby z prodeje DM	4 800	0	0	0	0	0	0
CF z nenutného majetku celkem	4 800	0	0	0	0	0	0
c) Náklady na cizí kapitál, daň, financování							
Nákladové úroky	-3 719	-3 582	-3 268	-2 968	-2 607	-2 331	-2 065
Rozdíl mezi celkovou daní a daní z KPVH	-72	681	621	564	495	443	392
Čisté splátky (změna) úvěrů a půjček	-6 000	-12 000	-7 500	-10 000	-6 500	-11 000	-3 000
CF z finanční činnosti	-9 791	-14 902	-10 147	-12 404	-8 612	-12 888	-4 673
d) CF celkové							
CF celkové (změna prov. nenutných peněz)	446	-240	1	182	-129	-64	3 382
Stav prov. nenutných peněz na konci roku	446	207	207	389	261	196	3 578

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha 13: Ocenění metodou DCF APV - optimistická varianta (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	dále
FCFF	5 437	14 662	10 148	12 586	8 483	12 824	8 054	5 250
SH FCFF	116 560	118 392	111 005	107 932	102 722	101 738	96 744	96 445
Roční daňový štít	685	676	610	556	481	459	397	379
SH daňových štítů	9 051	8 643	8 242	7 898	7 593	7 346	7 121	6 954
Hodnota brutto k 1. 1.	125 611	127 035	119 247	115 830	110 314	109 084	103 865	103 399
Úročený cizí kapitál k 1. 1.	117 708	111 708	99 708	92 208	82 208	75 708	64 708	61 708
Hodnota netto k 1. 1.	7 903	15 327	19 539	23 622	28 106	33 376	39 157	41 691
Neprovozní aktiva k 1. 1.	9 300	4 946	4 707	4 707	4 889	4 761	4 696	8 078
Tržní cena pozemků	9 300	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
Peněžní prostředky	0	446	207	207	389	261	196	3 578
VÝSLEDNÁ VÝNOSOVÁ HODNOTA PODNIKU K 1. 1.	17 203	20 273	24 246	28 329	32 996	38 136	43 853	49 769

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha 14: Pesimistická varianta finančního plánu - plán financování, plánovaná výsledovka, plánovaná rozvaha, plánovaný výkaz CF (vše v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Úročené cizí zdroje celkem	117 708	110 208	97 208	89 208	78 708	72 208	61 708	61 708
Dlouhodobé závazky	44 000	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	44 000	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Krátkodobé závazky (půjčky)	25 000	24 000	24 000	24 000	24 000	13 000	13 000	13 000
Krátkodobá část dlouhodobých závazků	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0	0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Jiné závazky	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Bankovní úvěry a výpomoci	48 708	53 208	51 208	54 208	54 708	59 208	48 708	48 708
Splácení kr. části půjčky (z předch. roku)	-	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0
Převod z dl. závazků na kr. část	12 000	11 000	11 000	11 000	11 000	0	0	0
Čerpání kr. bankovního úvěru	-	4 500	-2 000	3 000	500	4 500	-10 500	0

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
a) Hlavní provoz podniku							
Tržby za výrobky a zboží	176 942	182 701	187 461	192 399	197 069	201 603	206 020
Tržby za prodej zboží	3 008	3 106	3 187	3 271	3 350	3 427	3 502
Náklady na prodané zboží	2 123	2 192	2 250	2 309	2 365	2 419	2 472
Obchodní marže	885	914	937	962	985	1 008	1 030
Výkony	170 958	177 977	182 135	187 963	191 646	197 268	200 582
Tržby za prodej výrobků	173 934	179 595	184 274	189 128	193 719	198 176	202 518
ZS zásob vlastní činnosti	-2 976	-1 618	-2 139	-1 164	-2 073	-908	-1 936
Výkonová spotřeba	97 495	100 668	103 291	106 012	108 585	111 083	113 517
Přidaná hodnota	74 347	78 222	79 782	82 914	84 046	87 193	88 095
Osobní náklady	60 691	62 666	64 299	65 993	67 595	69 150	70 665
Daně a poplatky	708	731	750	770	788	806	824
Ostatní provozní výnosy	13 802	13 885	13 872	14 045	14 189	14 314	14 421
Ostatní provozní náklady	14 155	14 251	14 247	14 238	14 189	14 314	14 421
Ostatní finanční výnosy	2 123	2 192	2 250	2 309	2 365	2 419	2 472
Ostatní finanční náklady	885	914	937	962	985	1 008	1 030
KPVH před odpisy	13 833	15 739	15 670	17 306	17 043	18 648	18 048
Odpisy DM	6 694	7 434	7 455	7 459	7 463	7 465	7 483
VH z hlavního provozu (KPVH)	7 139	8 305	8 215	9 847	9 579	11 182	10 565
b) VH z provozně nenutného majetku							
Tržby z prodeje DM	4 800	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného DM	700	0	0	0	0	0	0
VH z neprovozního majetku	4 100	0	0	0	0	0	0
c) Náklady na cizí kapitál, daň							
Nákladové úroky	3 719	3 550	3 208	2 895	2 523	2 246	1 992
Daň z příjmů	1 429	904	951	1 321	1 341	1 698	1 629
d) Celkový VH							
VH za účetní období	6 091	3 852	4 056	5 630	5 716	7 238	6 943

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
AKTIVA CELKEM	206 555	208 989	211 739	213 893	217 595	218 890	227 643
Dlouhodobý majetek	82 755	82 995	83 038	83 082	83 108	83 303	83 443
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 004	1 017	1 019	1 022	1 023	1 034	1 041
Dlouhodobý hmotný majetek	81 751	81 978	82 019	82 060	82 085	82 269	82 401
z toho: - provozně nutný	81 151	81 378	81 419	81 460	81 485	81 669	81 801
- neprovozní	600	600	600	600	600	600	600
Oběžná aktiva	123 442	125 624	128 321	130 421	134 088	135 178	143 783
Zásoby	99 243	101 421	103 499	105 118	107 616	108 380	110 754
Krátkodobé pohledávky	23 235	22 990	22 562	22 102	22 099	22 055	21 974
Krátkodobý finanční majetek	964	1 212	2 261	3 201	4 373	4 744	11 055
z toho: - provozně nutný	482	1 195	1 994	2 939	3 898	4 126	4 216
- neprovozní	482	17	267	262	475	618	6 838
Časové rozlišení aktivní	359	370	380	390	400	409	418

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
PASIVA CELKEM	206 555	208 989	211 739	213 893	217 595	218 890	227 643
Vlastní kapitál	47 223	51 075	55 131	60 761	66 477	73 715	80 659
Základní kapitál	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600	36 600
VH minulých let	4 532	10 623	14 475	18 531	24 161	29 877	37 115
VH běžného účetního období	6 091	3 852	4 056	5 630	5 716	7 238	6 943
Cizí zdroje	159 265	157 844	156 537	153 058	151 042	145 097	146 905
Rezervy	870	870	870	870	870	870	870
Dlouhodobé závazky	33 000	22 000	11 000	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	72 187	83 766	90 459	97 480	90 964	95 519	97 327
Bankovní úvěry a výpomoci	53 208	51 208	54 208	54 708	59 208	48 708	48 708
Časové rozlišení pasivní	68	70	72	74	76	77	79

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stav prov. nenutných peněz na začátku roku	0	482	17	267	262	475	618
a) CF z hlavního provozu podniku							
KPVH	7 139	8 305	8 215	9 847	9 579	11 182	10 565
Daň připadající na KPVH	1 356	1 578	1 561	1 871	1 820	2 125	2 007
KPVH po dani	5 782	6 727	6 654	7 976	7 759	9 058	8 557
Odpisy DM	6 694	7 434	7 455	7 459	7 463	7 465	7 483
Změna PK prov. nutného (včetně peněz)	9 360	8 923	4 238	4 909	1 022	3 600	-583
Provozní CF	21 836	23 083	18 347	20 344	16 245	20 124	15 457
Investice do DM prov. nutného (brutto)	-14 863	-7 673	-7 498	-7 504	-7 489	-7 661	-7 623
CF z prov. nutného majetku celkem (FCFF)	6 973	15 410	10 848	12 840	8 756	12 463	7 835
b) CF z neprovozního majetku							
Tržby z prodeje DM	4 800	0	0	0	0	0	0
CF z nenutného majetku celkem	4 800	0	0	0	0	0	0
c) Náklady na cizí kapitál, daň, financování							
Nákladové úroky	-3 719	-3 550	-3 208	-2 895	-2 523	-2 246	-1 992
Rozdíl mezi celkovou daní a daní z KPVH	-72	674	609	550	479	427	379
Čisté splátky (změna) úvěrů a půjček	-7 500	-13 000	-8 000	-10 500	-6 500	-10 500	0
CF z finanční činnosti	-11 291	-15 875	-10 598	-12 845	-8 543	-12 320	-1 614
d) CF celkové							
CF celkové (změna prov. nenutných peněz)	482	-465	250	-5	213	143	6 221
Stav prov. nenutných peněz na konci roku	482	17	267	262	475	618	6 838

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha 15: Ocenění metodou DCF APV - pesimistická varianta (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	dále
FCFF	6 973	15 410	10 848	12 840	8 756	12 463	7 835	5 758
SH FCFF	114 838	115 026	106 684	102 635	96 809	95 121	89 979	89 357
Roční daňový štít	688	672	599	543	465	443	379	379
SH daňových štítů	8 110	7 671	7 246	6 881	6 559	6 297	6 058	5 875
Hodnota brutto k 1. 1.	122 948	122 697	113 930	109 517	103 368	101 418	96 037	95 232
Úročený cizí kapitál k 1. 1.	117 708	110 208	97 208	89 208	78 708	72 208	61 708	61 708
Hodnota netto k 1. 1.	5 240	12 489	16 722	20 309	24 660	29 210	34 329	33 524
Neprovozní aktiva k 1. 1.	9 300	4 982	4 517	4 767	4 762	4 975	5 118	11 338
Tržní cena pozemků	9 300	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
Peněžní prostředky	0	482	17	267	262	475	618	6 838
VÝSLEDNÁ VÝNOSOVÁ HODNOTA PODNIKU K 1. 1.	14 540	17 471	21 239	25 075	29 422	34 185	39 446	44 862

Zdroj: vlastní zpracování