

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Finance



Ocenění podniku Asap s.r.o. tržní hodnotou

Diplomová práce

Autor diplomové práce:

Bc. Nikola Mottlová

Vedoucí diplomové práce:

prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.

Rok obhajoby:

2019

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Ocenění podniku společnosti Asap s.r.o. tržní hodnotou“ jsem vypracovala samostatně za použití uvedené literatury a dalších pramenů, řádně označených v této práci.

V Praze dne 22. dubna 2019

Bc. Nikola Mottlová

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala především panu profesorovi Maříkovi, za jeho odbornou pomoc, trpělivost a čas, který mi věnoval.

ABSTRAKT

Hlavním cílem diplomové práce „Ocenění podniku Asap s.r.o. tržní hodnotou“ je ocenění podniku Asap s.r.o. na bázi tržní hodnoty k datu ocenění 1. 1. 2017. V první části této práce je představen Oceňovaný podnik. Druhá část práce se soustředí na strategickou analýzu a vymezení relevantního trhu. Následuje finanční analýza, vyčlenění provozně nutného majetku a analýza generátorů hodnoty, jejichž výsledkem je představení finančního plánu. Poslední částí práce je samotné ocenění a to hlavní metodou – výnosovou metodou DCF Equity a vedlejší metodou – tržní metodou odvětvových multiplikátorů. Závěrem práce je porovnání výsledných hodnot všech metod ocenění a určení finálního intervalu ocenění.

KLÍČOVÁ SLOVA

Asap, DCF Equity, tržní porovnání

ABSTRACT

The main aim of this thesis named „Business valuation of Asap Ltd“ is to analyze business valuation of Asap Ltd Company based on market value by the date of the valuation 1. 1. 2017. The second part focuses on strategic analysis and definition of the relevant market. This is followed by financial analysis, determination of operating assets and analysis of value generators, which result in the presentation of the financial plan. The last part of the thesis is the valuation - the main method - the DCF Equity method and the secondary method - the market method of sector multipliers. The conclusion of the thesis is a comparison of final values of all valuation methods and determination of final valuation interval.

KEY WORDS

Asap, DCF Equity, market comparison

Obsah

Úvod.....	4
1 Základní informace o oceňovaném podniku	7
1.1 Identifikační údaje.....	7
2 Strategická analýza.....	12
2.1 Analýza vnějšího potenciálu	12
2.1.1 Analýza makroprostředí	13
2.1.2 Vymezení relevantního trhu	15
2.1.3 Charakteristika relevantního trhu	15
2.1.4 Analýza atraktivity trhu.....	22
2.1.5 Prognóza relevantního trhu.....	25
2.2 Analýza vnitřního potenciálu	26
2.2.1 Identifikace konkurentů.....	26
2.2.2 Analýza tržních podílů	27
2.3 Závěr strategické analýzy oceňovaného podniku a predikce jeho tržeb.....	29
3 Finanční analýza.....	31
3.1 Účetní politika firmy	31
3.2 Analýza účetních výkazů.....	31
3.2.1 Analýza rozvahy.....	32
3.2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty	37
3.2.3 Analýza přehledu o finančních tocích	39
3.3 Analýza poměrových ukazatelů	40
3.3.1 Analýzy rentability	41
3.3.2 Analýza finančních rizik.....	43
3.3.3 Analýza aktivity	45
3.3.4 Analýza výkazu cash-flow	46
3.3.5 Produktivita práce.....	47
3.3.6 Rychlý test.....	48
3.3.7 Index IN 99.....	48
3.4 Závěry finanční analýzy	49
4 Generátory hodnoty, finanční plán	51
4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	51
4.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál.....	53
4.1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	53
4.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	54
4.2.1 Tržby	54

4.2.2	Zisková marže	54
4.2.3	Prognóza ziskové marže shora	54
4.2.4	Prognóza ziskové marže zdola	56
4.2.5	Sladění prognózy ziskové marže zdola a shora	57
4.2.6	Investice do pracovního kapitálu	58
4.2.7	Investice do dlouhodobého majetku	60
4.2.8	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu	63
4.2.9	Způsob financování	63
5	Finanční plán	64
5.1	Plánovaný výkaz zisku a ztrát	64
5.2	Výkaz o peněžních tocích	66
5.3	Rozvaha	66
5.4	Finanční analýza a vyhodnocení finančního plánu	68
6	Ocenění	69
6.1	Ocenění na základě metody DCF Equity	69
6.1.1	Náklady vlastního kapitálu	70
6.1.2	Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky (1. fáze)	73
6.1.3	Pokračující hodnota (2. fáze)	73
6.1.4	Výsledná hodnota pomocí metody DFC equity	74
6.2	Metoda odvětvových multiplikátorů	75
6.3	Souhrnné ocenění podniku	77
	Závěr	79
	Použitá literatura	80
	Publikace	80
	Internetové zdroje	80
	Seznam tabulek	83
	Seznam použitých grafů:	85
	Přílohy	86
	Vertikální analýza aktiv	86
	Vertikální analýza pasiv	87
	Doba obratu jednotlivých položek pracovního kapitálu, 2012 - 2016	88
	Výpočet pesimistické varianty:	88
	Výpočet optimistické varianty	90

Seznam použitých zkratk

Zkratka	Význam
AP	Asanační podnik
Cash flow, CF	Peněžní tok
CK	Celkový kapitál
CZ	Cizí zdroje
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DO	Doba obratu
EU	Evropská unie
FA	Finanční analýza
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
HB, Hbrutto	Hodnota VK brutto
HN, Hnetto	Hodnota VK netto
IK	Investovaný kapitál
IVS	International Valuation Standards
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MK	Masokostní moučka
Oceňovaný podnik, společnost	Asap s.r.o.
PK	Pracovní kapitál
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
SA	Strategická analýza
Sledované období	2012 – 2016
VH	Výsledek hospodaření
VHML	Výsledek hospodaření minulých let
VK	Vlastní kapitál
Výkaz cash flow	Výkaz o peněžních tocích
ZM	Zisková marže

Úvod

Cílem mé diplomové práce je ocenit podnik Asap s.r.o., obchodní závod zabývající se zpracováním živočišného odpadu sídlící blízko Havlíčkova Brodu.

Hlavním důvodem, proč jsem si zvolila právě toto téma diplomové práce, je ta skutečnost, že studuji obor finance a v průběhu studií mě zaujala vedlejší specializace oceňování podniku a jeho majetku. Během studia této vedlejší specializace a seznámení se s teorií, jak se podnik oceňuje, jsem se rozhodla tyto nabyté vědomosti využít právě při psaní závěrečné práce mého studia. Kafilerii či asanační podnik, jak se podnikům zabývajícím se zpracováním živočišného odpadu říká, jsem si zvolila především z toho důvodu, že toto téma je velice neobvyklé a segment tohoto podnikání pro většinu populace prakticky neznámý. Během psaní této práce jsem se teda zabývala nejenom oceněním podniku a prohlubovala si tak své znalosti získané během studií, ale zároveň jsem se zabývala druhem podnikání, se kterým se většinou během svého života nesetkáme a dozvídala se tak mnoho pro mě nových informací. I přes skutečnost neobvyklého oboru podnikání Oceňovaného podniku a omezeného množství dat, kterého jsem si vědoma, jsem se rozhodla tuto společnost ocenit. Tato práce může být určitým podnětem k diskuzi, což je dle mého názoru jedna z motivací, proč se pustit do ocenění netypické společnosti na rozdíl od ocenění zabývajících se prosperujících a všemi známou společností s jasně definovaným trhem; na druhou stranu, u prací zabývajících se známými obory je pravděpodobně menší riziko chybovosti.

Struktura práce

Diplomová práce je rozčleněna do několika kapitol, a to logicky dle postupu ocenění – po úvodu a představení oceňovaného podniku a jeho činnosti následuje strategická analýza, která je pro ocenění velice významná – právě tato kapitola by nám měla odpovědět na otázku, zdali podnik splňuje tzv. podmínku *going concern*. Následuje kapitola finanční analýzy podniku, která nám představí hladinu finančního zdraví podniku. Pomocí závěrů těchto kapitol jsem poté schopná zvolit vhodnou metodu ocenění. Další kapitola se bude zabývat prognóze generátorů hodnoty, následovat bude zpracování finančního plánu. V následující části diplomové práce bude vlastní ocenění podniku, kde dostanu odpověď na otázku hodnoty podniku dle požadované báze hodnoty. Konečnou kapitolou je poté shrnutí, které bude obsahovat stručně základní poznatky z celé práce a srovnání jednotlivých metod ocenění.

Teoretická a praktická část v ocenění bývá často velice úzce propojená. I přesto, že bývá praxí rozdělovat diplomovou práci na teoretickou a praktickou část, rozhodla jsem se, s ohledem na skutečnost, že v rámci ocenění dochází k úzkému prolínání teoretických znalostí s empirickými daty, že pro lepší srozumitelnost tyto dvě části rozdělovat nebudu.

Účel ocenění

Ocenění podniků se používá pro řadu účelů. Tato práce slouží výhradně k akademickým účelům a její využití pro komerční účely je zakázáno. Jako autorka práce se vzdávám jakékoliv odpovědnosti za

důsledky, které by mohly vzniknout právě použitím této práce, ať už například jako investiční doporučení či nástroj pro manažerské rozhodování. Výsledky této práce by neměly být použity ani v rámci běžné znalecké praxe.

Báze hodnoty

Důležitým bodem na začátku ocenění je stanovení báze hodnoty podniku. Nejprve jsem si musela vyčlenit báze hodnoty a zvážit jejich charakteristiky a zvolit tu nejvhodnější pro tento účel ocenění. Báze objektivizované hodnoty by připadala v úvahu v omezeném rozsahu – tato báze se opírá hlavně o aktuální stav podniku a současně o vysokou míru prokazatelnosti, dle definice¹ *objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby - vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“, tedy z podmínek vyplývající z typizované hodnoty a podmínky pracovat jen s daty, které by se nedaly nijak rozporovat jsem bázi nevybrala. Dále jsem zvažovala použití investiční metody, jejíž hodnotou podle Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) je „*hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle...*“² – zde logicky dochází k rychlému zamítnutí této báze, protože neznám konkrétního investora, pro kterého bych toto ocenění sepisovala. Další možností by bylo použití tzv. férové hodnoty, chybí mi zde ale opět jedna zainteresovaná strana. Poslední zvažovaná báze je tržní hodnotu, která má užší definici než férová hodnota.³

Na základě zvážení možných typůází hodnoty, jsem se rozhodla pro účely tohoto ocenění zvolit bázi tržní hodnoty. Vycházím z definice, kterou lze opět nalézt v IVS⁴ - *tržní hodnota je zde definovaná jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu a obě tyto strany by zároveň jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.* Dále se v této publikaci dozvíme, že tržní hodnota majetku by zároveň měla obsahovat *the highest and best use*⁵ - tedy maximalizovat potenciál za podmínky právní přípustnosti a finanční proveditelnosti. Nejvyšším a nejlepším užitím může být pokračování stávajícího užívání aktiva nebo některé alternativní využití – to by měla mít na mysli především strana při tvorbě ceny, kterou je schopna nabídnout za využití tohoto majetku. Výsledkem tohoto ocenění je tedy předpoklad ceny sjednané na volném a konkurenčním trhu a tato hodnota odráží právě nejlépe nabídku a poptávku na konkrétním trhu. Ocenění založená na trhu jsou

¹ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 27, ISBN 978-80-86929-67-5.

² International valuation standards 2017. London: International Valuation Standard Council, 2017, ISBN: 978-0-9931513-0-9

³ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 33, ISBN 978-80-86929-67-5.

⁴ International Valuation Standards 2017, str.18, ISBN 978-0-9931513-0-9

⁵ International Valuation Standards 2017, str.20, ISBN 978-0-9931513-0-9

také postavena na datech, která jsou specifická pro daný trh a snaží se odrážet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu.⁶

Datum ocenění

Podnik je oceňován k 1. 1. 2017. Autorkou ocenění je Bc. Nikola Mottlová.

Metoda práce

Ocenění je založeno na finanční analýze podniku a taktéž na informacích týkajících se srovnatelných podniků. Metodou práce je analýza finančních výkazů dostupných na portálu Justice a rovněž informací dostupných z dalších veřejně dostupných zdrojů. Dále jsem pro práci využila zdrojů placené databáze Albertina, Amadeus a volných zdrojů profesora Damodarana. Syntézou těchto získaných informací a informací z klasických zdrojů jako je především odborná literatura, vznikla tato práce.

⁶ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 24, ISBN 978-80-86929-67-5.v

1 Základní informace o oceňovaném podniku

Hlavním předmětem podnikání společnosti je asanační podnik, a to dle zákona o veterinární péči v úplném platném znění. Zároveň se činnost společnosti řídí „Nařízením evropského parlamentu č. 1069/2009“, který nahrazuje dřívější předpis. Toto nařízení stanovuje hygienická a veterinární pravidla, týkající se vedlejších živočišných produktů, které nejsou určeny k lidské spotřebě, ve všech zemích EU.



Obrázek 1 Sídlo společnosti ASAP s.r.o.⁷

1.1 Identifikační údaje

Název: ASAP s.r.o.
Sídlo: č.p. 145, 582 56 Věž
IČ: 45535183
Obchodní rejstřík: Krajský soud v Hradci Králové
Právní forma: společnost s ručením omezeným
Vznik: 4. února 1992
Základní kapitál: 8 100 000,- Kč
Počet zaměstnanců: cca 90⁸
Předmětem podnikání společnosti je:⁹

- Asanační podnik
- Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- Silniční motorová doprava – nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně

⁷ Zlaté stránky - katalog firem a telefonní seznam - ZlatéStránky.cz [online]. Copyright © 2019 MEDIATEL [cit. 02.03.2019]. Dostupné z: <https://www.zlatestranky.cz/profil/H1768140>

⁸ O obci: Obec Věž. Obec Věž: Titulní stránka [online]. Dostupné z: <http://www.obcevez.cz/o-obci/ds-50>

⁹ Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. [online]. Copyright © 2012 [cit. 12.11.2018]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=104996&typ=PLATNY>

Hlavním předmětem podnikání je tedy asanační podnik – dle definice uvedené na stránkách ministerstva vnitra se jedná o zařízení na určitém území (tzv. svozová oblast), jehož předmětem činnosti je shromažďování, přeprava, neškodné odstraňování a další zpracovávání vedlejších živočišných produktů.¹⁰

Podle ministerstva životního prostředí podnik spadá podnik do kategorie podnikání 6. 5.¹¹, která je dále zařazena do sekce ostatních průmyslových činností, a to konkrétně do třídy „*Zařízení na odstraňování nebo využití konfiskátů živočišného původu a živočišného odpadu o kapacitě zpracování větší než 10 t denně.*“¹²

Podle rejstříku Ares¹³ je podnik zařazen do následujících ekonomických činností:

38210:	Odstraňování odpadů, kromě nebezpečných
109:	Výroba průmyslových krmiv
20150:	Výroba hnojiv a dusíkatých sloučenin
38:	Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití
46900:	Nespecializovaný velkoobchod
4778:	Ostatní maloobchod s novým zbožím ve specializovaných prodejnách
49410:	Silniční nákladní doprava

Společnost je ve vlastnictví 5 společníků – čtyř fyzických osob, přičemž každý má rovný podíl a to 15 % a jedné právnické osoby vlastníci 40% podíl.

- Ing. JAROMÍR CHROUSTOVSKÝ
- MVDr. LUBOMÍR KŘÍKAVA
- STANISLAVA PRCHALOVÁ
- FRANTIŠEK KUČÍREK
- Sonac Brünen GmbH

Nejvyšším orgánem společnosti je jednatel Ing. Jaromír Chroustovský, který je taktéž společníkem.

Společnost působí na českém trhu již od roku 1992 a již od této doby je jejím hlavním předmětem podnikání asanační podnik dle zákona o veterinární péči v úplném platném znění. Zároveň se společnost musí řídit Nařízením evropského parlamentu č. 1069/2009. Toto nařízení stanovuje hygienická a veterinární pravidla, týkající se vedlejších živočišných produktů, které nejsou určeny k lidské spotřebě, ve všech zemích Evropské unie. Společnost trvale sleduje vývoj ve svém oboru a reaguje na změny v nařízení EU tak, aby bez problémů mohla plnit své poslání.

¹⁰ MV ČR, Dostupné z: <http://www.mvcr.cz/clanek/asanacni-podnik-kafilerie.aspx>

¹¹ Ministerstvo životního prostředí [online]. Dostupné z: <https://www.mzp.cz/www/ippc/nsf/html/MZPXXFDOVXHM.html>

¹² Kategorie zařízení. Ministerstvo životního prostředí [online]. Dostupné z: <https://www.mzp.cz/ippc/ippc-test26.nsf/b77a7a146f29c439c1256cda0034ce22/000805c0d3509a1dc1256d9d00352f55?OpenDocument>

¹³ MFČR [online]., Dostupné z: https://wwwinfo.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv_res.cgi?ico=45535183&jazyk=cz&xml=1

Společnost se od svého vzniku zabývá svozem a likvidací odpadů živočišného původu. Následně zpracováním těchto odpadů vyrábí masokostní moučku, živočišné tuky a dříve těžila kůže z kadáverů¹⁴.

Hlavním výrobkem je masokostní moučka, jejíž výroba a následný prodej musí být v souladu s výše zmíněným nařízením Evropské unie. V současné době nesmí být masokostní moučka používána jako komponent do krmiv pro hospodářská zvířata. Část výrobků je nutno likvidovat spalováním. Část je možné používat jako hnojivo či jako palivo.

Masokostní moučka je členěná do třech kategorií dle jakosti kvality a použitými vstupními surovinami. Masokostní moučku kategorie III je možno používat jako komponent do krmiv pro domácí zvířata. Jak bylo již řečeno, omezení ve využití masokostní moučky kategorie III je v případě použití do krmiv pro hospodářská zvířata – zde to legislativa přímo zakazuje. MK II se prodává dále částečně jako hnojivo a částečně firmám, které vyrábějí různé koncentráty pro zlepšení kvality půdy.

Dalším produktem je živočišný tuk – i ten se dělí do třech kategorií. Kafilerní tuk kategorie III je dodáván do podniků vyrábějících krmiva pro hospodářská zvířata. O kafilerní tuk kat. II v průběhu roku 2016 podle účetní závěrky začali projevoval zájem firmy vyrábějící pohonné hmoty.

Podnik nemá žádnou organizační složku v zahraničí a v oblasti výzkumu a vývoje nevyvíjí žádnou činnost.

Podnik se nachází v obci Věž poblíž Havlíčkova Brodu. Podle oficiálních stránek obce¹⁵ je podnik největším zaměstnavatelem v obci, zaměstnává cca 90 zaměstnanců.

Následující tabulka zobrazuje základní přehled aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztráty společnosti Asap a dává tak rychlý vhled do velikosti společnosti, jejího financování a výsledku hospodaření.

Tabulka 1 Přehled rozvahy a výsledovky (v tis. Kč)

AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
A K T I V A C E L K E M	271 122	260 159	261 167	261 356	263 755
Dlouhodobý majetek	136 000	82 549	81 101	78 441	79 062
Dlouhodobý hmotný majetek	56 067	53 451	52 003	49 343	49 964
Dlouhodobý finanční majetek	79 933	29 098	29 098	29 098	29 098
Oběžná aktiva	134 825	177 316	179 988	182 557	184 575
Zásoby	7 724	11 893	12 254	12 453	14 443
Pohledávky	27 256	26 024	29 939	29 418	34 674
Peněžní prostředky	99 845	139 399	137 795	140 686	135 458
Časové rozlišení aktiv	297	294	78	358	118

¹⁴ Termín Kadáver je odborný výraz pro tělo uhynulého, nedonošeného, mrtvě narozeného nebo utraceného zvířete. MV ČR. Úvodní strana [online]. Copyright © 2019 [cit. 04.05.2019]. Dostupné z:

<https://www.mvcr.cz/clanek/kadaver.aspx>

¹⁵ SLUŽBY, VÝROBA, SKLADY: Obec Věž. Obec Věž: Titulní stránka [online]. Dostupné z: <http://www.obecvez.cz/sluzby-vyroba-sklady/d-1020>

PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	271 122	260 159	261 167	261 356	263 755
Vlastní kapitál	259 496	247 241	246 994	248 680	249 940
Základní kapitál	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100
Fondy ze zisku	1 521	1 521	1 521	1 521	1 521
Výsledek hospodaření minulých let	187 686	176 475	183 420	193 173	194 859
Výsledek hospodaření běžného úč. obd.	62 189	61 145	53 953	45 886	45 460
Cizí zdroje	11 626	12 918	14 113	12 669	13 808
Rezervy	1 472	929	1 065	1 543	691
Závazky	10 154	11 989	13 048	11 126	13 117
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	10 154	11 989	13 048	11 126	13 117
Časové rozlišení pasiv	0	0	60	7	7

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej výrobků a služeb	239 634	248 991	254 770	244 120	232 936
Výkonová spotřeba	100 340	116 463	124 611	125 802	115 360
Provozní výsledek hospodaření	74 488	73 734	64 007	56 032	52 499
Finanční výsledek hospodaření	1 948	1 627	2 215	461	2 718
Výsledek hospodaření před zdaněním	76 436	75 361	66 222	56 493	55 217
Daň z příjmů	14 247	14 216	12 269	10 607	9 757
Výsledek hospodaření po zdanění	62 189	61 145	53 953	45 886	45 460
Čistý obrát za účetní období	242 453	253 596	258 869	247 333	238 347

Zdroj: Finanční závěrky společnosti, vlastní zpracování

Pro přiblížení a snahu zvýšit atraktivitu tohoto podnikání minimálně pro účely četby této práce dále uvádím nezvykle pro ocenění podniku pár poznatků, a to výtah ze zákona, následují poznatky z různých veřejných zdrojů. Další přiblížení problematice asanačních podniků je nastíněno v rámci další kapitoly a tou je Strategická analýza.

Výtah ze zákona č. 166/1999 Sb., o veterinární péči a o změně některých souvisejících zákonů, ve znění pozdějších předpisů:

Odborná veterinární činnost

(1) Odbornou veterinární činností je

- a) veterinární preventivní činnost,
- b) vyšetřování, stanovení diagnózy a léčení zvířat a chirurgické zákroky na zvířatech,
- c) předepisování léčiv, veterinárních přípravků a veterinárních technických prostředků, podávání léčiv a veterinárních přípravků, jejichž prodej a výdej jsou vázány na předpis veterinárního lékaře,
- d) prohlídka jatečných zvířat a masa a vyšetřování ostatních živočišných produktů,

e) diagnostika zdravotního stavu zvířat, včetně veterinární laboratorní diagnostiky,

f) **veterinární asanační činnost,**

g) další odborné činnosti, k nimž je třeba odpovídající kvalifikace získané studiem a praxí ve veterinárním, popřípadě i jiném oboru.

§ 41

(1) Osoba, již byl povolen výkon veterinární asanační činnosti, je povinna vykonávat ji tak, aby nedocházelo k ohrožení zdraví lidí a zvířat, k týrání zvířat nebo k poškození životního prostředí. Osoba, jejímž předmětem činnosti je shromažďování, přeprava, neškodné odstraňování a další zpracovávání vedlejších živočišných produktů (dále jen "asanační podnik"), je povinna dále

a) zajistit nepřetržitý příjem hlášení o výskytu vedlejších živočišných produktů a svážet je do 24 hodin poté, kdy byla o jejich výskytu uvědomena, v případech veřejného zájmu neprodleně,

b) svážet a neškodně odstraňovat nebo dále zpracovávat veškeré vedlejší živočišné produkty z určeného územního obvodu (svozové oblasti) vždy, pokud tyto produkty nebyly v souladu s tímto zákonem a předpisy Evropské unie neškodně odstraněny nebo dále zpracovány jinak, a požadovat za to úhradu ve výši ceny sjednané podle zvláštního právního předpisu, ...

Další skutečnosti:¹⁶

Uhynulá zvířata se v historii (na některých místech planety dodnes) vhazovala do toků řek. V řekách či v lesích pak byla rozkládána bakteriemi.

V 16. století vznikaly v Praze tzv. „*sanytrníky*“ (podle ulice Sanytrova), kde se mrtvá těla zvířat shromažďovala a následně vařila s přídavkem vápna.

První kafilerie vznikla v Antverpách v roce 1892, kdy veterinář de la Croix zkonstruoval tzv. kafildezinfektor. Tento stroj mrtvá těla vystavil vysokému tlaku par.

V České republice se datuje počátek veterinární asanace do roku 1899, kdy byl v Praze zaveden první kafil-dezinfektor.

Jeden z výrobků kafilérií, masokostní moučku, lze objednat např. i ze specializovaných e-shopů, např. pro sportovní rybolov.¹⁷

Masokostní moučku používají třeba i cementárny – jako palivo pro výrobu cementu.¹⁸

¹⁶ První čtyři odrážky mají stejný zdroj: Diplomová práce, Karel Vobr, 2009, Mendelova zemědělská a lesnická univerzita v Brně

¹⁷ MASOVÁ MOUČKA 1 kg - Krmivahulin.cz - nejlepší e-shop s krmivy v ČR. Krmiva Hulín [online]. Dostupné z: <https://www.krmivahulin.cz/krmiva-a-smesi-pro-rybolov/suroviny-pro-vyrobu/moucky-zivocisne/masova-moucka-1-kg.html>

¹⁸ Regionální odpadové centrum Pardubického kraje, [online]. Dostupné z: <http://www.odpadyprk.cz/index.php/projekt-op-vk-sp-1777499714/komunikace-zpsob-vyuiti-a-znekodnni-odpad/236-cementarny-pouze-jako-vyrobci-cementu-omyl-dokai-i-efektivn-vyuit-odpad>

2 Strategická analýza

Strategická analýza je nezbytnou a klíčovou součástí oceňovacího procesu. Jejím hlavním účelem je vymezení celkového výnosového potenciálu daného oceňovaného podniku, jenž je závislý na *vnějším a vnitřním potenciálu podniku*.¹⁹ Hlavním cílem strategické analýzy není jen pouhé doplnění výpočtů závěrečného ocenění společnosti, ale především by mělo dojít k těmto cílům SA:

- Identifikace dlouhodobých perspektiv podniku
- Vývoj trhu, konkurence a vývoj očekávaných podnikových tržeb
- Identifikace rizik spojených s podnikáním
- Případné doložení předpokladu *going concern*

Východiskem pro identifikaci dlouhodobých perspektiv pro podnik by měla být strategická analýza, finanční analýza a z nich i následně stanovený finanční plán a volba oceňovací metody.

Stanovení vývoje očekávaných podnikových tržeb je důležité hlavně pro určení vývoje podniku do budoucna. Jedná se o jeden z důležitých hodnototvorných faktorů pro podnik a měla by mu být věnována patrná pozornost.

Posledním, ale rozhodně důležitým faktorem pro možné stanovení předpokladu *going concern* je také shrnutí a zhodnocení rizik, kterým podnik čelí a může podléhat. Jedná se především o konkurenci podniku a stabilitu daného odvětví, ale i o rizika vyplývající z dat zvolených pro oceňovací proces a způsob jejich zpracování.

Mezi základní postupy při sestavování strategické analýzy patří:

- Analýza vnějšího potenciálu (relevantní trh)
- Analýza vnitřního potenciálu
- Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Postupně tedy v následujícím textu definuji relevantní trh, analyzuji jeho situaci, makroekonomické dopady na společnost a konkurenční faktory.

V dalších částech této kapitoly se podívám na výnosový potenciál oceňovaného podniku nejenom z kvantitativního pohledu, ale i kvalitativního.

2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Analýzu vnějšího potenciálu zahájím tím, že stručně zhodnotím makroekonomickou situaci trhu ČR a vývoj české ekonomiky a trhu obecně a následně budu pokračovat tím, že si vymezím relevantní trh, na kterém podnik působí. Poté analyzuji atraktivitu daného trhu a vypracuji prognózu vývoje tohoto trhu.

¹⁹ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 56, ISBN 978-80-86929-67-5.

Výstupem analýzy vnějšího potenciálu bude v závěru kapitoly prognóza tržeb relevantního trhu a tržeb podniku.

2.1.1 Analýza makroprostředí

Protože do jisté míry je relevantní trh (a tedy i oceňovaný podnik) ovlivňován úrovní a vývojem české ekonomiky, zařadila jsem stručnou makroekonomickou analýzu do své práce. Tato kapitola si klade za úkol odpovědět na otázku, na jaké úrovni se česká ekonomika nachází k datu ocenění a také stručně nastínit její budoucí vývoj, který lze s největší pravděpodobností očekávat. V následující části strategické analýzy jsou stručně zrekapitulována aktuální makroekonomická data převzatá z veřejných zdrojů – budu zde pracovat s daty ČSÚ²⁰ a s daty z makroekonomické predikce ČR, kterou vydalo MF na podzim roku 2016²¹.

Tabulka shrnující nejdůležitější data:

Tabulka 2 Makroekonomické ukazatele

Ukazatel/Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP b.c., v mil. Kč	4 024 117	3 930 409	3 962 464	4 033 755	4 059 912	4 098 128	4 313 789	4 595 783	4 767 990
Tempo růstu - HDP b.c.		-2,3%	0,8%	1,8%	0,6%	0,9%	5,3%	6,5%	3,7%
Prům. hrubá měsíční mzda, nominální, v Kč	22 592	23 344	23 864	24 455	25 067	25 035	25 768	26 591	27 575
Tempo růstu – Prům. hrubá měsíční mzda, nominální		3,3%	2,2%	2,5%	2,5%	-0,1%	2,9%	3,2%	3,7%
Obecná míra nezaměstnanosti	4,4%	6,7%	7,3%	6,7%	7,0%	7,0%	6,1%	5,0%	4,0%
Tempo růstu - Obecná míra nezaměstnanosti		52,3%	9,0%	-8,2%	4,5%	0,0%	-12,9%	-17,2%	-20,8%

Zdroj: MF, ČSÚ, vlastní zpracování

Česká republika se poslední roky nachází v dobré ekonomické kondici – nejzřetelněji to ukazuje růst hlavního makroekonomického ukazatele – růst HDP; v posledních letech je zaznamenán velice pozitivní vývoj HDP. Dle zprávy MF je růst české ekonomiky tažen především exportem. Česká republika úspěšně překonala recesi z let 2012–2013.

Je vhodné upozornit na pokles růstu HDP v roce 2016 – v tomto roce došlo především k poklesu vlivu dotací z EU. Vývoj během roku 2016 potvrdil obavy, že rok 2016 je ve znamení snížení investic

²⁰ ČSÚ. HDP, národní účty | Český statistický úřad | ČSÚ [online]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_narodni_ucty

²¹ MFČR [online]. © [vid. 04.05.2019]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2016-Q4_Makroekonomicka-predikce-komplet-ke-stazeni.pdf

financovaných z veřejných zdrojů. To souvisí primárně s poměrně vysokou základnou předchozího roku, kdy se dočerpávaly evropské peníze z předchozího programového období. Nižší kapitálové výdaje státu se přelily do propadu stavební produkce, a to hlavně v sektoru inženýrského stavitelství. Slabé investice se projeví i v průmyslovém sektoru. Ten naopak profitoval z excelentní výkonnosti automobilového průmyslu. Postupný náběh čerpání peněz z nového programového období fondů EU bude znamenat návrat investic v roce 2017. Růst investiční aktivity bude podle predikce ale umírněný. Po letošním poklesu investic o 2,9 % očekáváme pro příští rok zlepšení o 4,3 %. Zotavení ve stavební výrobě bude slabší – po letošním propadu o 8,2 % se dá čekat v roce 2017 vzestup o pouhá dvě procenta.

V posledních letech se Česká republika potýká s nízkou inflací, nízkou nezaměstnaností a zvyšujícím se tlakem na zvyšování mezd, neboť hospodářský růst bude stále ovlivňovat situaci na trhu práce. Podle predikce bude rekordní zaměstnanost nadále růst ale ne již tak rychlým tempem. Nízká míra nezaměstnanosti začíná na druhou stranu znamenat i hranici pro některá investiční rozhodování podniků, a to z jednoduchého důvodu – nejsou lidi. Výsledkem jsou logicky rostoucí mzdy. Růst mezd podle predikce příští rok překročí čtyři procenta. Domácnosti avšak naplno nevyužívají vyšší platy ke spotřebě. Vyšší úspory se snaží přeměnit do investic v podobě nákupů do nemovitostí. K tomu je problém ale i na straně nabídky – jednoduše se nestaví tolik, kolik si žádá poptávka. Výsledkem této situace je navýšení cen nemovitostí, které přesáhlo již dvouciferní hranici růstu.

V dobré kondici se nachází i veřejné finance, které nabízejí prostor pro uvolnění fiskální politiky, pokud by bylo potřeba.

Dle zprávy MF může vývoj české ekonomiky ovlivnit oslabující čínská ekonomika, Brexit a jiné zahraniční události – především proto, že právě export táhne růst české ekonomiky.

V dalších částech strategické analýzy budu pak především analyzovat vývoj některých ukazatelů souvisejících se surovinami a zpracováním produktů kafilérií, které se s největší pravděpodobností podílejí více na vývoji tržeb relevantního trhu (viz srovnání HDP a tržeb relevantního trhu v dalších částech SA). Vliv na relevantní trh mohou mít i jiné makroukazatele – např. oceňovaný podnik má cca 90 zaměstnanců, a pokud by byl tlak na zvýšení mzdy v závislosti na vývoji mzdy průměrné, jistě by to významně mohlo ovlivnit náklady podniku. Pro podnik však v této situaci hrají důležitou roli i jiná fakta – že je největším zaměstnavatelem v obci a přilehlém okolí, kde společnost podniká. Je tedy důležité vnímat důsledek výkyvu makroukazatele z více úhlů pohledu.

2.1.2 Vymezení relevantního trhu

Jako základ strategické analýzy je vhodné si co nejpřesněji na základě dostupných dat vymezit relevantní trh z hlediska věcného (tj. z hlediska produktu), území, zákazníků a konkurentů.²²

Věcné vymezení relevantního trhu

Oceňovaný podnik se zabývá svozem a likvidací odpadů živočišného původu. Následně zpracováním těchto odpadů vyrábí masokostní moučku, živočišné tuky a těží kůže z kadáverů. Vedlejší činností bývají pro tyto podniky poskytování veterinárních pitev.

Územní vymezení

Společnost své služby a produkty nabízí na území České republiky. Sídlo a technické zázemí určené k provozování činnosti se nachází ve Věži, kraj Vysočina. Vzhledem k povaze vstupů jsou vstupy svázeny především z tohoto kraje a okolí. Produkty jsou prodávány do širší oblasti, celé ČR.

Zákazníci

Zákazníky společnosti tvoří dvě základní skupiny – první skupinou jsou zákazníci, kteří využívají společnosti k likvidaci živočišných odpadů; druhou skupinou jsou pak zákazníci, kteří vykupují již hotové produkty (masokostní moučka, kůže, tuky) ze vstupů od první skupiny zákazníků. První skupinu tvoří především zemědělská družstva, supermarkety, ale i jednotlivci (fyzické osoby, které chovají pro svou potřebu hospodářská zvířata či domácí zvířata). Druhou skupinu tvoří společnosti vyrábějící hnojiva, krmiva pro domácí zvířata, palivo či jiné. Méně důležitou skupinou zákazníků jsou poté ti, co využívají podniku k veterinárním pitvám (často to jsou ale zákazníci totožné s první skupinou).

Konkurenti

Současní konkurenti společnosti jsou na území České republiky. Vzhledem k hlavní činnosti odvětví – a tou je především zpracování kadáverů, je územní rozlišení konkurentů především lokální. Dle eAgri²³, serverem provozovaným ministerstvem zemědělství a shromažďující data o českém trhu, je v České republice kromě oceňovaného podniku dalších 7 aktivních podniků zabývajících se stejnou činností. Pokud se podíváme na jejich územní rozložení po celé republice, dojdeme k závěru, že si svou polohou výrazně nekonkurují. Při bližším zkoumání také dojdeme k závěru (vzhledem k staršímu datu poslední aktualizace na daném serveru), že konkurentů je v současné době na území České republiky šest – jeden podnik svou činnost již před lety ukončil.

2.1.3 Charakteristika relevantního trhu

V této části představím krátce proces zpracování živočišných odpadů a dále charakterizuji trh z hlediska atraktivity a čísel – tržeb.

²² MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 59, ISBN 978-80-86929-67-5

²³ eAGRI. Kontaktní adresy na asanační podniky v ČR (Voda, eAGRI). [online]. © 2009 [vid. 03.05.2019].

Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/voda/prehledy-a-statistiky/povodne/povodne-2013/kontaktne-adresy-na-asanaacni-podniky-v.html>

Asanační podnik musí splňovat přísná nařízení, jak už bylo řečeno v předchozí kapitole. Zpravidla mají vybavení, objekty a úseky všechny AP téměř totožné – a to právě především z důvodu splnění všech norem. Obecně by se dalo říct, že AP se skládá ze tří částí²⁴ – tzv. čisté části, nečisté části a pomocného provozu. AP je ohraničen nepropustným plotem – a to především v nečisté části. V nečisté části se vyskytuje vjezd vozů s živočišnými odpady (probíhá zde očista a dezinfekce) a příprava surovin – zde se krátkodobě skladuje surovina v příjmových žlabech, která je přes šnekové dopravníky svezena do drtiče surovin. Následuje čistá část, která je od nečisté oddělena neprodyšnou zdí. V čisté části se nachází hlavní technická část asanačního zařízení a tou je strojovna. Zde se nachází všechny nezbytné stroje a zařízení, které jsou potřeba pro sterilizaci, sušení, koagulaci (krev přechází z tekutého do pevného stavu), kondenzaci brýd a separaci konečných výrobků. Dále se v čisté části nachází tzv. moučkárna, které slouží k uskladnění MK v jednotlivých zásobnících. V pomocných provozovnách se nachází zpravidla kotelna, laboratoře, dílny, administrativní prostory a jiné.

Jako relevantní trh jsem si určila konkurenční podniky na území České republiky (prostorové vymezení relevantního trhu viz předcházející kapitola; podrobnější identifikace konkurentů viz kapitola 2.2.1.), jedná se o sedm aktivních podniků (včetně oceňované společnosti). K určení velikosti trhu jsem použila tržby za jednotlivé podniky, k získání těchto dat jsem využila databázi Albertinu, která obsahuje finanční data o oceňovaném podniku a konkurenčních podnicích působících právě na relevantním trhu. Obor kafilérií je velice specifický, a právě vzhledem k tomuto netypickému odvětví, rovněž malému množství podniků a omezenému množství dat jsem zvolila tento přístup na vyčíslení velikosti konkurenčního trhu. Vyčíslení relevantního trhu v tisících tržeb je uvedeno v tabulce 3.

Z přehledu tržeb v tis. Kč je zřejmé, že trh zaznamenal v roce 2014 propad o 4,1% oproti předcházejícímu roku, ke konci sledovaného období jsou však nejvyšší tržby za celé sledované období. Růst tržeb relevantního trhu byl tedy od počátku do konce sledovaného roku 4,14%.

Tabulka 3 Vývoj tržeb na relevantním trhu (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Relevantní trh	1 120 457	1 132 398	1 085 505	1 118 012	1 166 846

Zdroj: Finanční závěrky společnosti, vlastní zpracování

²⁴ Diplomová práce, Karel Vobr, 2009, Mendelova zemědělská a lesnická Univerzita v Brně

Tabulka 4 Srovnání vývoje HDP a tržeb na relevantním trhu

Ukazatel/Rok	2012	2013	2014	2015	2016
HDP b.c., v mil. Kč	4 059 912	4 098 128	4 313 789	4 595 783	4 767 990
Tempo růstu - HDP b.c.		0,9%	5,3%	6,5%	3,7%
Tržby relevantního trhu, v tis. Kč	1 120 457	1 132 398	1 085 505	1 118 012	1 166 846
Tempo růstu - tržby rel.trhu		1,1%	-4,1%	3,0%	4,4%

Zdroj: Finanční závěrky společnosti, ČSÚ, vlastní zpracování

Z tabulky srovnání HDP a tržeb na relevantním trhu lze vidět, že zatímco HDP v roce 2014 rostlo, relevantní trh zaznamenal propad v tržbách. V roce 2016 naopak tržby relevantního trhu povyrostly, HDP celé České republiky pokleslo. Lze tedy soudit, že vývoj HDP nemá patrně velký vliv na vývoj tržeb relevantního trhu.

Faktory ovlivňující relevantní trh

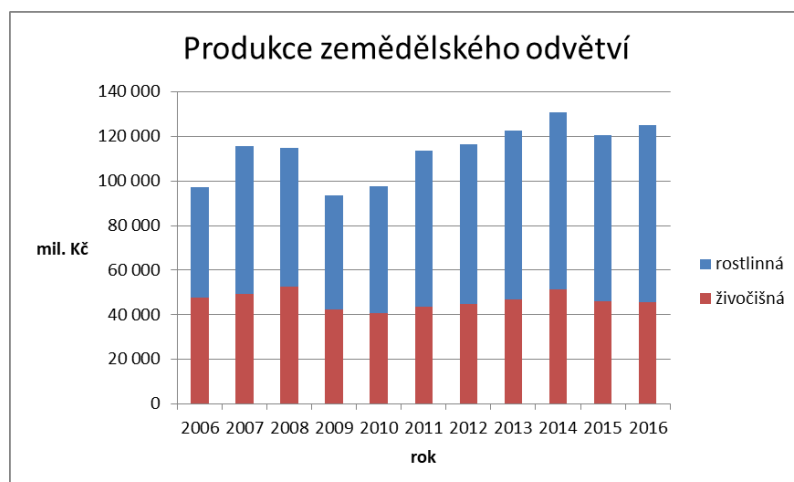
Pro vytvoření odhadu prognózy relevantního trhu pro období druhé fáze a podpoření této prognózy jsem si vymezila několik trhů souvisejících s trhem asanačních podniků. Podívala jsem se na několik ukazatelů – ať už z pohledu vstupů (jako je produkce živočišné výroby v ČR) či z hlediska následných výstupů u odběratelů (vývoj krmiv pro domácí zvířata či MK jako součást paliva v cementárnách). Analýza je doplněna pro některé ukazatele i pro trh západní Evropy, jelikož všechny společnosti na relevantním trhu se mohou kdykoliv rozhodnout vyvážet své výrobky do západní Evropy v rámci volného trhu, rovněž z důvodu, že v práci později budu dále pracovat s údaji za západní Evropu od profesora Damodarana a samozřejmě kvůli dostupnosti dat za tento region.

Strana vstupů

Živočišná produkce

Vstupní surovinou pro kafilérie jsou kadavery – a ty samozřejmě úzce souvisí s živočišnou produkcí. Vstupy jsou svázeny ze zemědělských družstev, ze supermarketů, uhynulá zvířata od soukromých osob aj. Samozřejmě nelze přesně odhadnout výsledný dopad vývoje živočišné produkce na množství vstupů přijímaných do kafilérií, protože nelze určit kolik tun se z konkrétního poraženého zvířete dostane jako vstup do kafilérie. Pokud se hospodářské zvíře chová na maso, pak se samozřejmě dostanou do kafilérií až ty kusy masa a části těl zvířat, která spotřebitelé nespotřebují, tedy kusy proslé a ta část těl, která se nevytěží na jatkách (především krev a jiné odpadní části). Lze tedy odhadnout celkový trend trhu živočišné produkce a za předpokladu úvahy, že část produkce končící v kafilériích je v čase konstantní, mohli bychom vývoj živočišné produkce brát jako relevantní ukazatel objemu produkce vstupů. Samozřejmě, ne všechna hospodářská zvířata se chovají pro maso (např. krávy dojnice), ale i ta se ve většině případů opět zužitkují ke konci svého životního cyklu pro maso.

Graf 1 Produkce zemědělství v České republice (v mil. Kč)



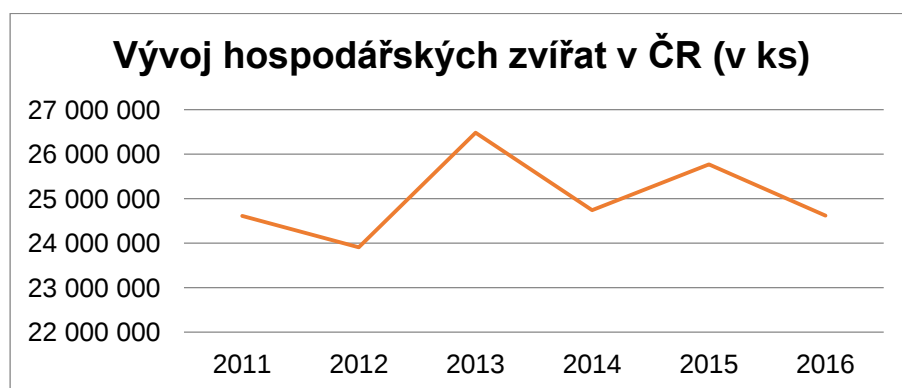
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Jedna z možností, jak rozebrat do detailu živočišnou produkci tak, abychom našli relevantnější klíč k trhu masných podniků, je tzv. jatečná výtěžnost²⁵. Odpadem, tedy část těla, která se na jatkách nevytěží a odveze do kafilérií, je například krev, na kterou byly kladeny menší nároky ohledně hygieny (často třeba krev smytá z podlah).²⁶ V úvaze, že to, co se na jatkách ze zvířat nevytěží, by bylo kompletně transportováno do kafilérií, se dostáváme k číslům, které shrnují tabulky níže. Nejdříve se zaměřím na vývoj chovu hospodářských zvířat v Čechách (v kusech, jedná se o součet chovaného skotu, koz, ovcí, koní, drůbeže a prasat), dále se pak dívám na vzorový příklad, konkrétně skot, pro který jsou v tabulce dopočteny hodnoty na základě vývoje a jatečné výtěžnosti (z pohledu podstatného zastoupení kusů a průměrné váhy jsem jako vzorový příklad vybrala právě skot). Z tabulky je patrné, že objem chovu skotu se zvyšuje, taktéž by se nám zvyšoval vstup do kafilérií při dopočtu pro skot.

²⁵ Jatečná výtěžnost vyjadřuje podíl hmotnosti jatečně opracovaného těla k živé hmotnosti před porážkou (JUT/ž.hm.*100). Zdroj: University information system MENDELU [online]. Dostupné z: https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/zobraz_cast.pl?cast=7609

²⁶ eAGRI. Metodická příručka pro porážky hovězího, [online]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/file/32298/Priruckaporazkahoveziho.doc>

Graf 2 Vývoj hospodářských zvířat v ČR (v ks, počet zahrnuje skot, kozy, ovce, koně, drůbež a prasata)²⁷



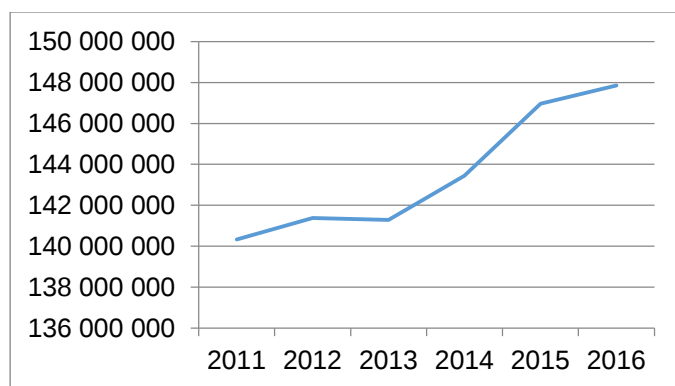
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Tabulka 5 Vývoj dopočtené hmotnosti skotu do kafilerii²⁸

Rok	Skot (ks)	Průměrná hmotnost (kg)	Jatečná výtěžnost	Dopočet (kg)
2011	1 343 686	580,2	0,82	140 329 191
2012	1 353 685			141 373 447
2013	1 352 822			141 283 318
2014	1 373 560			143 449 112
2015	1 407 132			146 955 238
2016	1 415 658			147 845 659

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 3 Vývoj dopočtené hmotnosti skotu do kafilerii



Zdroj: Vlastní výpočty

Dopočet je pouze ilustrativní a můžeme pouze předpokládat takový podíl do kafilerii. Nicméně s určitostí a logickou úvahou můžeme konstatovat, že objem vstupů bude spíše růst se zvyšující se živočišnou výrobou než naopak.

²⁷ ČSÚ [Český statistický úřad]. Výstupní objekt VDB. [online]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&pvo=ZEM06A&skupId=2299&katalog=30840&&evo=v937_!_ZEM06A-19892018_1&str=v412&kodjaz=203, vlastní zpracování

²⁸ ČSÚ a AKCR.cz [online]. Dostupné z: http://www.akcr.cz/data_ak/17/k/Stat/PHZ1612.pdf, https://www.czso.cz/documents/10180/32803966/27012716m_cz.pdf/d6283cbf-f4cf-4a08-a050-79e333794317?version=1.0, vlastní dopočty

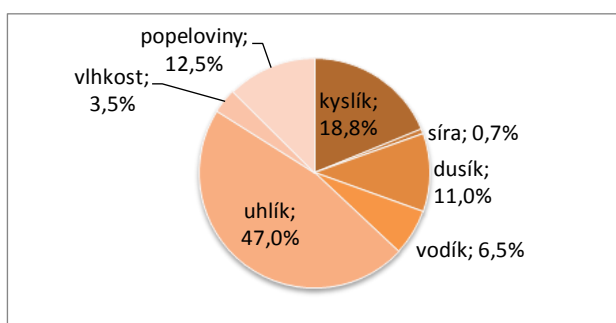
Strana výstupů

Další postup, který jsem zvolila na analýzu relevantního trhu je pohledem na druhou stranu zpracování kadáverů – analýza výstupů. Asanační podniky vyrábí MK, tuk a těží kůže z kadáverů. Následné využití produktů z kafilérií je několik – krmné směsí domácím zvířatům, organická hnojiva, prostředky na výrobu kompostu, palivo do cementáren aj.

Organická hnojiva

Jedním ze způsobů zpracování masokostní moučky je hnojivo, z pohledu výživy rostlin jsou masokostní moučky materiálem s dlouhodobým účinkem.²⁹ Tyto hnojiva se řadí do třídy organických hnojiv a používají se jako hnojivo dodávající do půdy především fosfor a dusík.³⁰

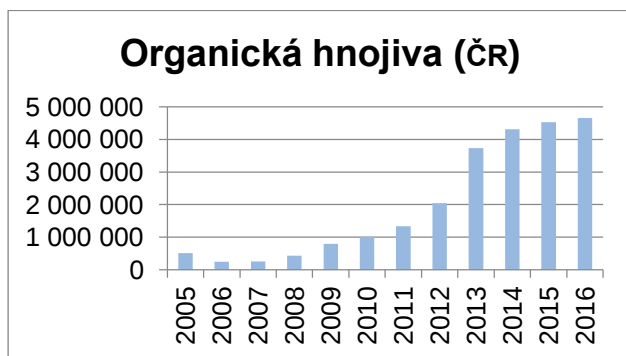
Graf 4 Složení MK (v %)



Zdroj: eAgri, vlastní zpracování

V následující tabulce lze vidět, že produkce těchto hnojiv v České republice v posledních letech značně stoupá. Data jsou uvedena v tunách. Pro širší analýzu dodávám i vývoj výnosů z prodeje vyrobených hnojiv a dusíkatých sloučenin za západní Evropu.

Graf 5 Vývoj produkce organických hnojiv v ČR (v tunách)

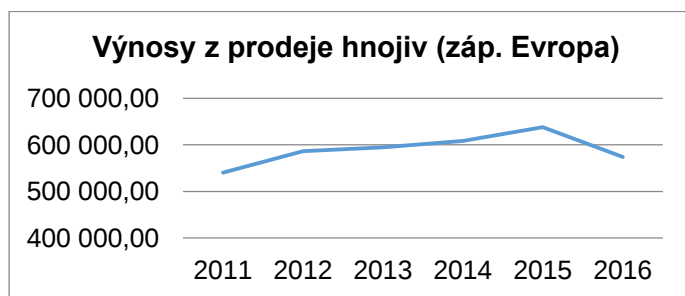


Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

²⁹ eAgri. Možnosti využití masokostního uhlí jako ekologického sorbentu a hnojiva. [online]. Dostupné z: http://eagri.cz/public/web/file/32346/Studie_FINAL.pdf

³⁰ eAgri. Masokotní moučka [online]. Dostupné z: http://eagri.cz/public/app/rhpub/etikety/etiketa_36572.pdf?id=36572

Graf 6 Prodej hnojiv a organických sloučenin, záp. Evropa (V mil. CZK)

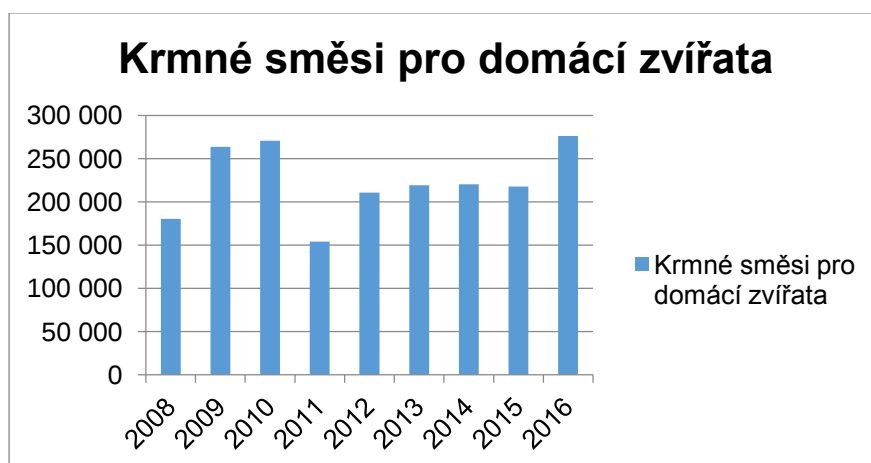


Zdroj: Amadeus, vlastní zpracování

Krmné směsi pro domácí zvířata

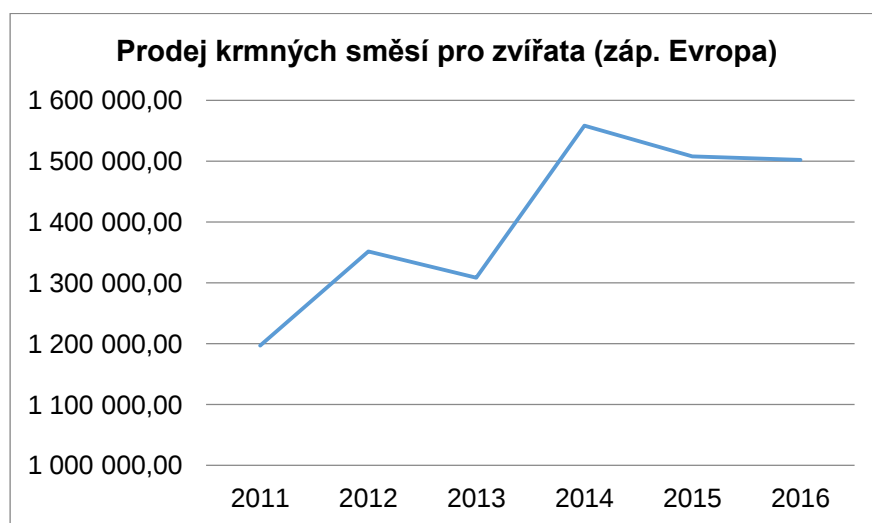
Dalším využitím masokostní moučky je přidání MK do krmiv pro domácí zvířata. I přesto, že krmné směsi pro domácí zvířata se z větších částí skládají z jiných surovin, prostor pro odbyt pro výrobce krmných směsí tu je. Vývoj krmných směsí v České republice znázorňuje následující graf, následuje graf shrnující vývoj výnosů z prodeje krmných směsí za západní Evropu. V této analytice není možné sledovat rostoucí vývoj jako v předchozích analytikách, nicméně průměr za sledované období se drží konstantních hodnot a těžko lze rozpoznat, jakým podílem se na celkové produkci krmných směsí pro domácí zvířata podílí ta část, která je vyráběná přidáním MK.

Graf 7 Vývoj krmných směsí pro domácí zvířata (v tunách)



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Graf 8 Výnosy z prodeje krmných směsí pro domácí zvířata, záp. Evropa (v mil. Kč)



Zdroj: Amadeus, vlastní zpracování

2.1.4 Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu a získání základních dat o jeho objemu produkce, respektive tržbách, mohu přistoupit k podrobnějšímu kvalitativnímu hodnocení daného relevantního trhu. Jednou z možností, jak tento trh zhodnotit, je pomocí hodnocení atraktivity trhu. Výsledky této analýzy jsou přehledně zpracovány do tabulky. Nejprve jsem si vymezila 8 faktorů, které mají zásadní vliv z hlediska poptávky a možností prodeje na vymezeném trhu. Těm jsem přiřadila váhu 1-3. Jednotlivá kritéria jsem ohodnotila body 0 až 6 dle jejich vlivu na daný trh.³¹

³¹ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 63, ISBN 978-80-86929-67-5.

Tabulka 6 Analýza atraktivity trhu

Kritérium		Váha							Bodové hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1	Růst trhu	3			X				9
2	Velikost trhu	2			X				6
3	Intenzita konkurence	3					X		15
4	Průměrná rentabilita	2				X			8
5	Bariéry vstupu	1						X	6
6	Možnosti substituce	1						X	6
7	Citlivost	1					X		5
8	Struktura zákazníků	2					X		8
Dosažený počet bodů		65							
Maximální počet bodů		90							
Hodnocení		72,2%							

Zdroj: Vlastní zpracování

Růst trhu

Trh je nasycený, na trhu již existuje dostatečný počet konkurentů stabilně několik let. Relevantní trh roste především kvůli navýšení cen vstupů a výstupů nebo případnému zvýšení odbytu do zahraničí – zde především záleží na aktuálním nařízení Evropské unie o dalším zpracování produktů – například masokostní moučky jako přísadu do krmiv hospodářských zvířat – aktuálně zakázáno, ale řeší se, zdali tento postup povolit, když se vezme v potaz problematika křížového krmení zvířat. Oceňovaný podnik v současnosti nevyváží své produkty do zahraničí, nicméně některé podniky se dle veřejných zpráv snaží o vývoz – např. společnost Asavet (západní Čechy) se snaží o vývoz do Německa, podle slov majitele pana Oulického v rozhovoru pro iDnes³² je však problém se dostat na německý trh, protože tamní jatka jsou s dodavateli solidární a kvůli dotacím nezabírá ani nižší nabízená cena. S ohledem na snižující se produkci hospodářských zvířat a rozšiřování moderních životních trendů (vegetariánství) či tlaku na kvalitnější život hospodářských zvířat vnímám vliv růstu trhu na atraktivitu trhu průměrně.

Velikost trhu

Relevantním trhem je zejména území České republiky, čili trh je relativně malý. V budoucnu se neočekávají významné změny kvůli případné konkurenci ze zahraničí a relevantní trh by se neměl změnit. Hodnotím průměrně.

Intenzita konkurence

Intenzita konkurence je vzhledem k počtu konkurentů a jejich územního rozložení v rámci České republiky dostatečná a bez dalších rizik pro fungování v odvětví. Pozitivní stránkou je také velikost podílu, kterou podnik zaujímá. Zde se přikláním k pozitivnímu hodnocení.

³² iDnes. [online]. Dostupné z: https://www.idnes.cz/ekonomika/podniky/sef-kafilerie-o-uhynula-zvirata-se-nekdo-starat-musi.A110122_092405_ekonomika_vem

Průměrná rentabilita

Vzhledem k omezenému zdroji bylo použito pro zhodnocení průměrné rentability údaje za celý zpracovatelský trh v ČR dle ČSÚ³³ - průměrná rentabilita vlastního kapitálu (ROE) byla za sledované období 2012-2016 na úrovni 14,6% ve zpracovatelském průmyslu, průměrná rentabilita tržeb (ROS) na úrovni 5,4%. Vypočtená průměrná hodnota ROE za šest podniků na relevantním trhu (oceňovaný podnik a pět konkurentů; jednoho konkurenta s hodnoty, které byly extrémní oproti ostatním, jsem vyjmula z tohoto hodnocení) je 7,4%, ROS 7,5%. Za celý průmysl ČR je průměrná hodnota ROE za období 13,2% a ROS 5,8%. Přikláním se tedy k průměrnému až mírně pozitivnímu hodnocení.

Bariéry vstupu

Pro vstup do odvětví stojí případným novým hráčům v cestě několik překážek – vysoké vstupní náklady související s výstavbou zařízení pro likvidaci kadáverů a dalších živočišných vstupů, jejich zpracování na produkty a prostory na uskladnění těchto produktů. Další překážkou jsou přísné hygienické a veterinární nařízení, a především nasycenost trhu, viz bod intenzita konkurence. Z těchto důvodů volím spíše pozitivní hodnocení.

Možnost substituce

Vzhledem k činnosti odvětví neexistuje možnost substituce, proto se přiklám k velice pozitivnímu hodnocení.

Citlivost na konjunkturu

V reakci na konjunkturu by se poptávky výrazně nezměnila, protože zpracování živočišných vstupů a jejich přeměna na produkty je potřeba neustále. Tento segment není výrazně citlivý na konjunkturu, z toho důvodu volím pozitivní hodnocení.

Struktura zákazníků

Významnými odběrateli jsou společnosti vyrábějící krmiva pro domácí zvířata, zemědělská družstva používající masokostní moučku jako hnojivo či společnosti využívající živočišný tuk. Tyto společnosti nemají výrazné substituce těchto položek, které by dokázaly konkurovat cenou a využitelností. Počet odběratelů finálních produktů je omezený a jednotlivé asanační podniky si je mohou v rámci hospodářské soutěže snažit získat na svou stranu a konkurovat cenou. Odběratelé dodávající živočišné vstupy (v praktickém slova smyslu jsou to dodavatelé, ale asanační podniky od nich dostávají peníze, za to, že tyto živočišné vstupy zpracují) jsou dány především „spádovými“ oblastmi. Přiklámám se spíše k pozitivnímu hodnocení.

Závěr hodnocení atraktivity relevantního trhu

Po zvážení pozitivních a negativních stránek na základě analýzy výše hodnotím relevantní trh patřící k oceňovanému podniku spíše nadprůměrně.

³³ ČSÚ. [Český statistický úřad]. Ekonomické výsledky průmyslu ČR - 2016 || ČSÚ [online]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ekonomicke-vysledky-prumyslu-cr-2016>

Pro doplnění analýzy atraktivity trhu bych dále stručně definovala příležitosti a hrozby relevantního trhu – příležitostí i hrozbou mohou být pro tento trh úpravy zákonů a nařízení pro činnost v tomto odvětví – jak ze strany Evropské unie, tak českých zákonů. Toto podnikání má vysoké nároky nejenom na průběh výroby, dalšího zpracování produktů či jejich skladování, ale i zajištění celého průběhu zpracování vstupů s ohledem na ekologii – například čističky odpadních vod a jiné. Toto nelze opomenout jako další náklad pro podniky s možnou přísnější legislativou. Další příležitostí by mohlo být „otevření“ německého trhu ve smyslu, že by české asanační podniky mohly konkurovat svou cenou i dotovaným cenám německých společností.

Dosažená hodnota 72,2% poukazuje na trh, který je atraktivnější více, než je průměrná atraktivita trhu vzhledem k hodnoceným faktorům.

2.1.5 Prognóza relevantního trhu

Na základě analýzy návazných trhů a vymezení samotného relevantního trhu a jeho velikosti vyhodnotím prognózu tohoto trhu. Pro tuto prognózu využiji analýzu časových řad s přihlédnutím na další faktory (živočišná produkce, hnojiva, krmné směsi).

Při výpočtu jsem použila časovou řadu za období 2012 až 2016, predikce je spočítaná na pětileté období – lineární regresí při použití faktoru času jako vysvětlující proměnné.

Níže uvedená tabulka představuje dosavadní vývoj tržeb relevantního trhu a její prognózu dle výše uvedeného postupu. Představuje také hlavní prognózu, s jejímž základem se bude v dalších částech práce pracovat. Podle zvyklostí a odborné literatury se však používá kombinace různých scénářů. Vzhledem k odvětví, jehož fungování je nutné v každé fázi (recese či konjunktura) a vzhledem ke skutečnosti, že v modelové situaci, kterou si můžeme představit pro ekonomiku v recesi: sice se v dlouhodobém horizontu může snížit produkce masa, na druhou stranu spotřebitelé například sáhnou po levnějším krmivu pro svá domácí zvířata a tím krmivo vyrobené přidáním MK (a zvyšující se poptávka po MK od výrobců krmiv by mohla zvýšit prodejní cenu MK), je vliv recese velice diskutabilní. V případě konjunktury se naopak zvýší produkce masa, zvýší se objem vstupních surovin do AP a AP se setkává se zvýšenými výnosy právě za zpracování surovin. Dalším diskutabilním bodem by mohly být trendy napříč celým spektrem stravování – tedy různé druhy stravování jako vegetariánství či veganství, kdy by se při růstajícím zastoupení těchto trendů v rámci české populace mohla snížit produkce živočišné výroby v delším časovém měřítku. Z těchto důvodů a ke specifikaci odvětví jsem se rozhodla věnovat svou práci především hlavní prognóze – pro účely této práce nazvanou jako reálnou. Pro hlavní ocenění podniku je použita tedy prognóza níže.

Tabulka 7 Historie vývoje tržeb relevantního trhu (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Relevantní trh – tržby v tis. Kč	1 120 457	1 132 398	1 085 505	1 118 012	1 166 846
Růst rel. trhu		1,066%	-4,141%	2,995%	4,368%
Počet společností	7	7	7	7	7

Zdroj: Albertina, vlastní zpracování

Tabulka 8 Prognóza tržeb relevantního trhu (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021
Relevantní trh – tržby v tis. Kč	1 192 196	1 219 855	1 249 498	1 279 361	1 307 506
Růst rel. trhu	2,17%	2,32%	2,43%	2,39%	2,21%

Zdroj: Vlastní zpracování

Dalšími doplňujícími prognózami trhu je tzv. optimistická (důraz kladen především na optimistický scénář ohledně nařízení EU o příkrmování MK hospodářským zvířatům a tím zvyšující se výkupní ceny MK a rostoucích tržeb) a pesimistická (důraz kladen na pokles chovu hospodářských zvířat a snižování výkupních cen MK a tuku a tím snižování tržeb) – pro jejich kalkulaci jsem opět zhodnotila i další vstupy – vývoj návazných trhů a k těmto faktům přiřadila i určité tempo tržního podílu. Výpočty jsou uvedeny v příloze.

2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu slouží k vymezení relevantní konkurence. Tato část SA si klade za úkol zodpovědět na otázku, zdali Oceňovaný podnik dokáže čelit rizikům, který přináší relevantní trh.

Dalším úkolem je stanovit tržní podíl oceňovaného podniku na relevantním trhu za minulost a stanovit prognózu vývoje tržního podílu do budoucnosti. Nejprve stručně vymezím konkurenty, vypočítám jejich podíly na relevantním trhu a ty poté srovnám s tržním podílem oceňovaného podniku. Dále se podívám na srovnání některých finančních ukazatelů pro doplnění obrazu konkurenčního rozložení trhu.

Na konci strategické analýzy odhadnu budoucí tržby společnosti v závislosti nejenom na velikosti tržního podílu, ale i na makroprostředí a jeho prognóze v souladu s analýzou relevantního trhu v předchozí kapitole.

Je vhodné také upozornit na skutečnost, že oceňuji bez přístupu k interním informacím o Oceňované společnosti a oproti odborné literatuře se zaměřím jen na ty kritéria, které mohu očekávat jen na základě veřejně dostupných dat (nebudu tedy například hodnotit kvalitu managementu či skladbu zaměstnanců).

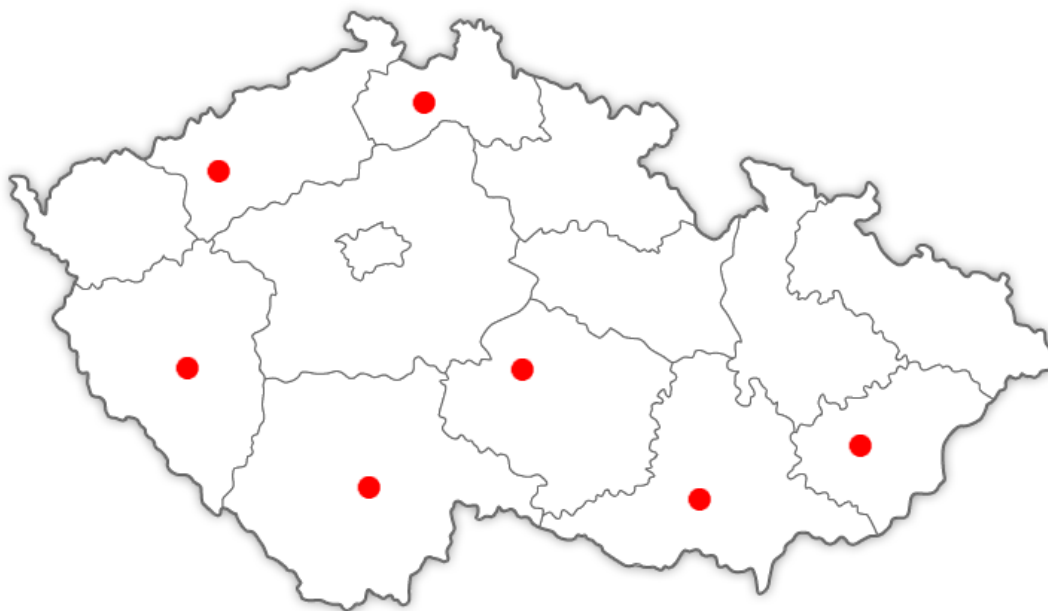
2.2.1 Identifikace konkurentů

Mezi hlavní konkurenty oceňovaného podniku jsou společnosti zabývající se stejným podnikáním – tyto společnosti mají velice podobnou strukturu odběratelů a dodavatelů z pohledu jejich činnosti. Společnosti si mezi sebou konkurují především na trhu odběratelů finálních produktů – především masokostní

moučky a tuku. Z pohledu odběratelů dodávající živočišné vstupy, za jejichž přijetí do výroby si kafilérie účtuje poplatky, (ceníky jsou dostupné online či na místě podnikání; ceny jsou uváděny za jednu tunu vstupu; někteří rozlišují i dle druhu původu kadáveru) si konkurenti mezi sebou významně nekonkurují – každá kafilérie má na sebe už napojený určitý územní celek, ze kterého zpracovává živočišný odpad a kadávery (viz mapa konkurentů) – je to logické, především z důvodu potřeby co nejrychleji kadáver zpracovat, ať už z pohledu hygieny či kvalitnějšího vstupu suroviny do následné výroby.

Společnostmi podnikající na relevantním trhu jsou Vetas s.r.o., Vapo s.r.o., Sap Mimoň s.r.o., Mat s.r.o., Asavet a.s. a Agris s.r.o. Následující mapa znázorňuje jejich sídlo podnikání a regionální rozdělení v rámci České republiky. Obecně by se dalo říct, že daná společnost pracuje především v kraji svého sídla a částečně v sousedních krajích, jedná se o tzv. svozové oblasti. Především svoz vedlejších produktů živočišného původu by měl být co nejrychleji dopraven do AP.

Obrázek 2 Přehled podniků na relevantním trhu z hlediska územního rozložení



Zdroj: Vlastní zpracování

Na mapě je velice zřetelně vidět, že podniky jsou vůči sobě ve velmi dobrém územním rozložení tak, že se jejich spádové oblasti příliš nepřekrývají a konkurují si především v odbytu finálních produktů jako tuk a MK.

2.2.2 Analýza tržních podílů

Vývoj tržeb jednotlivých konkurentů včetně vývoje tržeb oceňovaného podniku jsou uvedeny v následující tabulce. Všechny údaje odpovídají vždy stejnému časovému úseku – všechny společnosti používají hospodářský rok shodný s kalendářním. Období pro analýzu tržních podílů a jiné analýzy jsou vždy roky 2012 až 2016.

Tabulka 9 Tržby Asap s.r.o. a vybraných konkurentů v letech 2012 – 2016 (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Vetas s.r.o.	46 992	45 734	40 885	42 434	43 198
Vapo s.r.o.	37 604	40 902	35 368	30 341	28 302
Sap s.r.o.	55 191	52 858	48 300	64 581	83 635
Mat s.r.o.	16 703	21 561	27 198	25 763	42 621
Asavet a.s.	229 578	231 422	234 158	258 579	224 244
Agris s.r.o.	494 755	490 930	444 826	452 194	511 910
Asap s.r.o.	239 634	248 991	254 770	244 120	232 936
Relevantní trh	1 120 457	1 132 398	1 085 505	1 118 012	1 166 846

Zdroj: Účetní závěrky, Albertina, vlastní zpracování

Z tabulky je vidět, že největšími konkurenty je společnost Asavet a.s. a Agris s.r.o. Největší společnost, společnost Agris s.r.o. má značně rostoucí tržby v porovnání s ostatními podniky. Společnost s nejmenším podílem, Vapo s.r.o., má naopak nejvíce klesající tržby. Společnosti Sap s.r.o. a Mat s.r.o. jsou spíše malými hráči na trhu, mají však velmi rostoucí tržby; společnost Mat s.r.o. dokonce více než zdvojnásobila své tržby během sledovaného období.

Tržní podíly jednotlivých konkurentů v procentech jsou zobrazeny v další tabulce.

Tabulka 10 Tržní podíly Asap s.r.o. a vybraných konkurentů v letech 2012-2016 (v %)

	2012	2013	2014	2015	2016
Vetas s.r.o.	4,19%	4,04%	3,77%	3,80%	3,70%
Vapo s.r.o.	3,36%	3,61%	3,26%	2,71%	2,43%
Sap s.r.o.	4,93%	4,67%	4,45%	5,78%	7,17%
Mat s.r.o.	1,49%	1,90%	2,51%	2,30%	3,65%
Asavet a.s.	20,49%	20,44%	21,57%	23,13%	19,22%
Agris s.r.o.	44,16%	43,35%	40,98%	40,45%	43,87%
Asap s.r.o.	21,39%	21,99%	23,47%	21,84%	19,96%
Relevantní trh	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Zdroj: Účetní závěrky, Albertina, vlastní zpracování

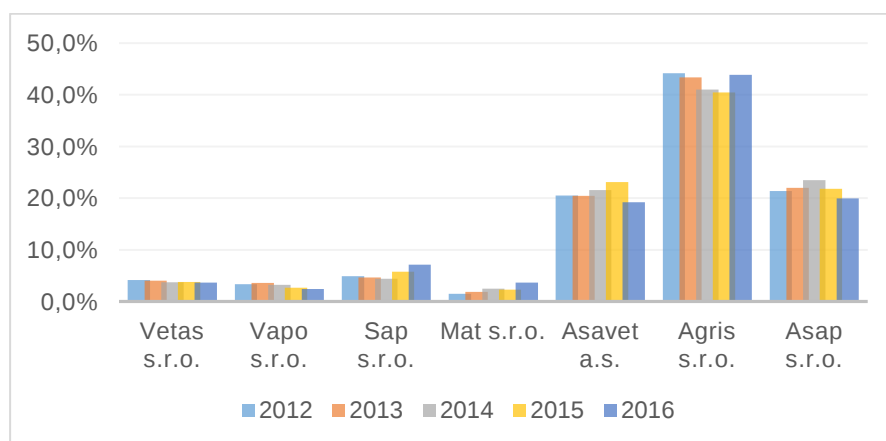
Tržní podíl oceňované společnosti během první poloviny sledovaných let rostl, v druhé polovině poté klesal. Oceňovaná společnost se v roce 2015 potýkala s problémem odbytu MK kat. II, protože vyráběné množství nebylo možné v rozhodující výši uplatnit jako hnojivo, tento problém vytrval i do roku 2016. Tento problém částečně zasáhl všechny asanační podniky v míře úměrné podílu jednotlivých položek tržeb. Tuto situaci podniky řeší s pomocí ministerstva zemědělství. V roce 2016 Společnost ztrácí tržní podíl, stejně jako společnost Asavet a.s., která je co do objemu tržeb velice blízká oceňované společnosti. Pokles tržeb je zřejmě také daný tím, jak se vyvíjí ceny za masokostní moučku, která je jedním z hlavních artiklů tvořící tržby společnosti. Cena masokostní moučky se vyvíjí především na základě nařízení Evropské unie o jejím užívání – došlo k zákazu použití masokostní moučky kategorie III do krmiv pro hospodářská zvířata, taktéž toto nařízení upravuje její použití v případě krmiv pro domácí zvířata a do hnojiv. Všechny tyto skutečnosti společně s náklady na její uchování, požadavky na dobu trvanlivosti a její případný prodej s nižší cenou při konci doby trvanlivosti má důsledek na tržby za tento produkt.

Podobně je to i s jinými produkty – tuk a kůže. Vše se poté promítá do celkových tržeb. Plánuje se však úprava těchto nařízení, především ze strany českých veterinárních zákonů, proto se nepředpokládá budoucí výrazný pokles tržeb.

Největší tržní podíl zaujímá společnost Agris s.r.o., která v posledním roce sledovaného období dosáhla téměř 44 % tržního podílu.

V následujícím grafu je přehledně znázorněn vývoj tržních podílů oceňované společnosti a jejích konkurentů ve sledovaném období.

Graf 9 Přehled vývoje tržních podílů (v %)



Zdroj: Účetní závěrky, Albertina, vlastní zpracování

2.3 Závěr strategické analýzy oceňovaného podniku a predikce jeho tržeb

Na základě provedené analýzy tržních podílů společností podnikajících na relevantním trhu se lze domnívat, že společnost díky svému značnému podílu na relevantním trhu a postavení bude svůj tržní podíl i přes pokles během posledních dvou let držet na podobné úrovni. Vzhledem k tomu, že zaujímá přibližně 20 % tržního podílu a vzhledem ke specifikaci odvětví, odhadují, že se následující období bude držet podobných čísel.

Celkově, i přes tříprocentní ztrátu tržního podílu během let 2014 a 2016, hodnotím tržní podíl oceňované společnosti pozitivně – i s tímto faktem má totiž stále druhý největší tržní podíl v daném odvětví na relevantním trhu. Podíl oceňované společnosti navíc ve třetím roce sledovaného období vzrostl, zatímco celkový trh poklesl.

Délka první fáze

Pro určení doby pro prognózu tržního podílu oceňovaného podniku je důležité si stanovit délku první fáze. Pro její určení nenalezneme v odborných publikacích jednoznačnou shodu – uvádí se dokonce relativně široké období 3 až 10 let. V čem se akademici shodují, je ale skutečnost, že ke konci první fáze by mělo dojít k co největší stabilitě oceňované společnosti.

Pro účely této práce jsem si zvolila délku první fáze na úrovni 5 let ve středním pásu doporučených hodnot, především z důvodu specifikace období (menší zdroj dat, menší počet konkurentů a „nutnosti“ tohoto podnikání). Na základě předchozích informací, analýzy trhu a tržeb společnosti lze odhadnout hlavní prognózu podniku jako následující:

Tabulka 11 Tržní podíl společnosti ASAP na relevantním trhu, v % a tis. Kč

Rok	Relevantní trh	Růst trhu	Tržní podíl ASAP	Tempo růstu tržeb ASAP	Tržby ASAP
2012	1 120 457	x	21,4%	x	239 634,0
2013	1 132 398	1,07%	22,0%	3,9%	248 991,0
2014	1 085 505	-4,14%	23,5%	2,3%	254 770,0
2015	1 118 012	2,99%	21,8%	-4,2%	244 120,0
2016	1 166 846	4,37%	20,0%	-4,6%	232 936,0
2017	1 192 196	2,17%	20,0%	2,4%	238 526,5
2018	1 219 855	2,32%	20,2%	3,3%	246 397,8
2019	1 249 498	2,43%	20,3%	2,9%	253 543,4
2020	1 279 361	2,39%	20,5%	3,4%	262 163,8
2021	1 307 506	2,21%	20,5%	2,2%	267 931,5
2.fáze		2,20%	20,5%		

Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo růstu pro druhou fázi

Odhadované tempo růstu pro druhou fázi je na úrovni 2,2% - tedy mírně nad dlouhodobým inflačním cílem ČNB³⁴ a zároveň také odráží odhadovaný vývoj první fáze, kdy ke konci první fáze dochází již ke stabilizaci vývoje a stabilizují se taktéž tržby podniku. Současně toto tempo nepřekonává očekávané tempo růstu nominálního HDP dle prognózy MFČR.³⁵

Cílem SA je určení prognózy tržeb relevantního trhu, respektive Oceňované společnosti. Tyto prognózy a zdůvodnění volby je obsaženo již výše.

Oceňovaná společnost si dle prognózy udrží svůj tržní podíl, vzhledem k rostoucím prognózovaným tržbám celého trhu budou růst i tržby Oceňovaného podniku. Tržní podíl na základě minulého vývoje prognózuji s mírným nárůstem, pro druhou fázi si společnost udrží tržní podíl ve výši 20,5%.

Na základě provedené SA zohledňující vnitřní a vnější výnosový potenciál podniku lze říct, že společnost Asap **splňuje předpoklad going concern** pro nekonečné trvání činnosti podniku.

³⁴ ČNB. Cílování inflace v ČR [vid. 20.5.2019]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>

³⁵ MFČR. Makroekonomická predikce ČR [online]. © [vid. 20.5.2019]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2016-Q4_Makroekonomicka-predikce-kompletke-stazeni.pdf

3 Finanční analýza

Hlavním cílem finanční analýzy by mělo být prověření finančního zdraví podniku, vytvoření podkladu pro sestavení finančního plánu a nalezení odpovědi na otázku, zda je či není splněn předpoklad nekonečného trvání podniku a podpoření tak závěru SA. Zároveň závěry finanční analýzy budou sloužit jako podklad pro další postup ocenění a jako základ pro stanovení rizika podniku.

3.1 Účetní politika firmy

Před zahájením samotné analýzy účetních výkazů podniku je nutné poznat účetní politiku společnosti – jaké používá účetní zásady a jakými metody oceňuje jednotlivé položky finančních výkazů. Při sestavování finanční analýzy je vycházeno z účetních závěrek společnosti za pětileté období předcházející datu ocenění. Všechny účetní závěrky jsou ověřené nezávislým auditorem – dle výroků v účetních závěrkách společnost ověřila účetnictví oceňované společnosti a všechny významné položky zobrazují věrnou skutečnost dle účetních předpisů platných v České republice. Veřejně dostupné výroční zprávy, ze kterých čerpám, obsahují rozvahu a výkaz zisku a ztráty. Protože ve výročních zprávách není přiložen výkaz peněžních toků, sestavila jsem si pro jednotlivé roky sledovaného období vlastní výkaz cash-flow.

Pro potřeby ocenění budou některé položky účetních výkazů upravovány – příkladem je rozdělení položek související s hlavním provozem nebo nikoliv. Další menší úpravy proběhly na základě změn ve vykazování účetních výkazů³⁶ tak, aby byly sjednoceny.

Oceňovaný podnik má hospodářský rok shodný s kalendářním.

3.2 Analýza účetních výkazů

Pro potřebu zjištění, zda je podnik schopen udržet svou majetkovou a finanční stabilitu, slouží analýza základních účetních výkazů, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztrát a výkaz peněžních toků.

Hlavním cílem analýzy účetních výkazů je sledování a zhodnocení trendů těchto výkazů – tyto trendy mohou být užitečné jak pro posouzení výše a vývoje jednotlivých položek, tak i pro sestavení finančního plánu. U jednotlivých výkazů je pro jejich rozbor provedena horizontální a vertikální analýza.

Oceňovaný podnik podniká ve vlastních výrobních a administrativních prostorech a je plně financován z vlastních zdrojů. Společnost nemá žádné bankovní úvěry; vlastní zdroje financování jsou obvykle nákladnější než cizí zdroje – v konečném důsledku to může mít vliv na rentabilitu - analýza rentability je součástí této kapitoly.

³⁶ Portál POHODA. Informace pro účetní a podnikatele Přehled změn v účetnictví od roku 2016 - [online]. Copyright © 2012 [cit. 05.05.2019]. Dostupné z: <https://portal.pohoda.cz/dane-ucetnictvi-mzdy/ucetnictvi/prehled-zmen-v-ucetnictvi-od-roku-2016/>

3.2.1 Analýza rozvahy

V jaké majetkové a finanční situaci se podnik během sledovaného období nacházel, nám ukáže analýza rozvahy. Rozhodující pro analýzu aktiv je schopnost těchto aktiv přinést v budoucnu ekonomický prospěch podniku.

Analýza aktiv

Tabulka 12 Rozvaha – aktiva společnosti Asap 2012-2016 (v tis. Kč)

Označ.	AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	A K T I V A C E L K E M	271 122	260 159	261 167	261 356	263 755
B.	Dlouhodobý majetek	136 000	82 549	81 101	78 441	79 062
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	56 067	53 451	52 003	49 343	49 964
1.	Pozemky a stavby	44 169	41 689	38 505	35 209	32 130
1.1.	Pozemky	2 158	2 158	2 158	2 055	2 055
1.2.	Stavby	42 011	39 531	36 347	33 154	30 075
2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	11 898	11 762	13 498	14 134	17 834
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	79 933	29 098	29 098	29 098	29 098
3.	Podíly - podstatný vliv	29 098	29 098	29 098	29 098	29 098
4.	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	50 835	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	134 825	177 316	179 988	182 557	184 575
C.I.	Zásoby	7 724	11 893	12 254	12 453	14 443
1.	Materiál	5 817	6 338	9 945	9 214	11 512
2.	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0
3.	Výrobky a zboží	1 907	5 555	2 309	3 239	2 931
3.1.	Výrobky	1 907	5 555	2 309	3 239	2 931
C.II.	Pohledávky	27 256	26 024	29 939	29 418	34 674
1.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé pohledávky	27 256	26 024	29 939	29 418	34 674
2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	22 088	20 951	22 841	22 092	26 405
2.3.	Pohledávky – podstatný vliv	1 143	360	614	570	580
2.4.	Pohledávky – ostatní	4 025	4 713	6 484	6 756	7 689
2.4.3.	Stát – daňové pohledávky	0	0	1 963	2 636	1 681
2.4.4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	202	205	202	202	2 572
2.4.5.	Dohadné účty aktivní	41	326	416	193	145
2.4.6.	Jiné pohledávky	3 782	4 182	3 903	3 725	3 291
C.III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.IV.	Peněžní prostředky	99 845	139 399	137 795	140 686	135 458
1.	Peněžní prostředky v pokladně	61	93	60	103	115
2.	Peněžní prostředky na účtech	99 784	139 306	137 735	140 583	135 343
D.	Časové rozlišení aktiv	297	294	78	358	118
1.	Náklady příštích období	258	279	64	346	106
3.	Příjmy příštích období	39	15	14	12	12

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Z pohledu horizontální analýzy aktiv je nejdůležitější položkou vývoj bilanční sumy. Bilanční suma ve sledovaném období kolísala kolem 260 mil. Kč, přičemž nejvyšší hodnoty dosáhla v roce 2012. Vývoj

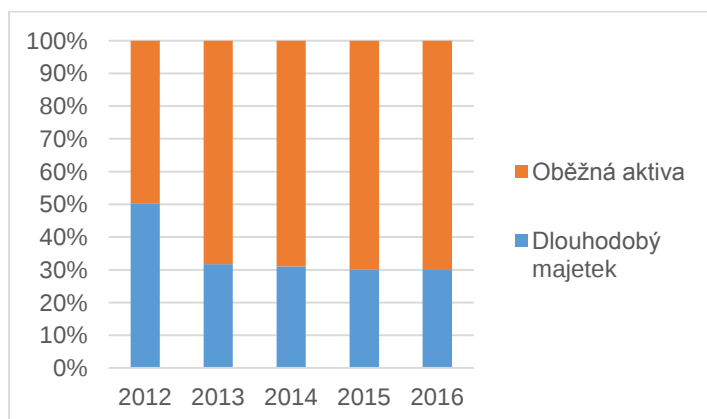
bilanční sumy se dá označit za stabilní; procentní hodnota rozdílu mezi stavem v roce 2012 a 2016 je pouhých 2,7 %, v absolutní hodnotě činí rozdíl 7 367 tis. Kč.

Společnost má dlouhodobě nulové dlouhodobé pohledávky. Celková suma pohledávek však meziročně roste – růst je zapříčiněn především růstem krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. Procentní hodnota rozdílu mezi počátkem a koncem sledovaného období činí 19,5% ve stavu krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů. Tento nárůst pohledávek však společnost nijak negativně neovlivňuje, pokud se například podíváme na stav peněžních prostředků na bankovních účtech - společnost nikterak neohrožuje růst pohledávek.

Z pohledu vertikální analýzy (v příloze) lze zhodnotit podíl jednotlivých složek aktiv na celkové sumě. Podíl dlouhodobého majetku na bilanční sumě byl v prvním sledovaném roce nejvyšší (hodnota staveb poklesla zhruba o 28% ze stavu v prvním sledovaném roce k poslednímu), poté byl značný propad a úroveň podílu dlouhodobého majetku na bilanční sumě je od druhého sledovaného roku stabilní. Při detailnější analýze vychází, že dochází především k poklesu hodnoty staveb a zároveň k nárůstu hmotných movitých věcí a jejich souborů (jak vychází z příloh účetních závěrek, jedná se především o modernizaci vybavení). Společnost by měla zvážit investici do zhodnocení staveb tak, aby jejich hodnota nadále tak výrazně neklesala. Růst hodnoty hmotných aktiv (především tedy modernizace vybavení) signalizuje efektivní nakládání se svěřenými prostředky, jelikož u výrobních společností je investice finančních prostředků do stálých aktiv pozitivní. Hodnota pozemků se výrazněji nemění.

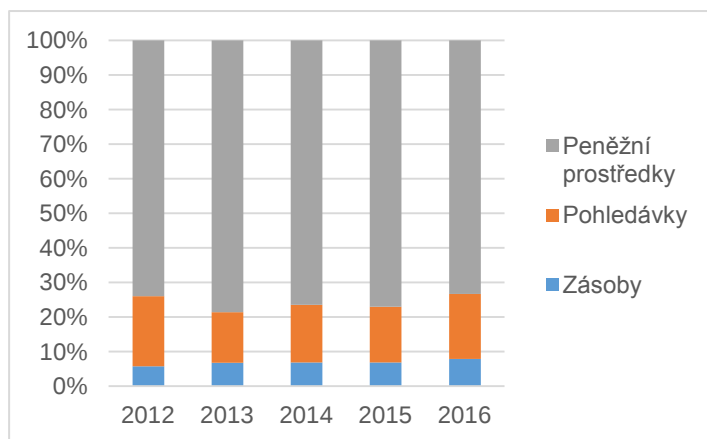
Podíl oběžných aktiv naopak roste, a to v důsledku růstu peněžních prostředků a růstu zásob – především v materiálu. Pokud se podíváme na zdůvodnění růstu této složky aktiv v dalších částech finanční analýzy, zjistíme, že růst hodnoty materiálu je z velké části přiměřený k dosaženým výkonům, které od počátku sledovaného období značně rostly, i přesto, že v posledním roce výkony poklesly, hodnota ke konci sledovaného období je vyšší než na začátku.

Graf 10 Podíl oběžných aktiv a dlouhodobého majetku (v %)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Graf 11 Struktura oběžných aktiv (v %)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Grafy výše znázorňují vývoj struktury oběžných aktiv a DM. Ze struktury oběžných aktiv lze vyčíst, že většinový podíl zaujímají peněžní prostředky – jejich podíl v průběhu kolísá, nicméně si po celou dobu držel víc jak 70% podíl. Tato skutečnost bude mít vliv v dalších částech práce na propočet likvidity, ale i na kalkulaci provozně potřebného majetku.

Analýza Pasiv

Tabulka 13 Rozvaha společnosti – strana pasiv (v tis. Kč)

Označ	PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	P A S I V A C E L K E M	271 122	260 159	261 167	261 356	263 755
A.	Vlastní kapitál	259 496	247 241	246 994	248 680	249 940
A.I.	Základní kapitál	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100
1.	Základní kapitál	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100
A.III.	Fondy ze zisku	1 521	1 521	1 521	1 521	1 521
1.	Ostatní rezervní fondy	1 521	1 521	1 521	1 521	1 521
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	187 686	176 475	183 420	193 173	194 859
1.	Nerozdělený zisk minulých let	187 686	176 475	183 420	193 173	194 859
A.V.	Výsledek hosp. běžného úč. obd.	62 189	61 145	53 953	45 886	45 460
B. + C.	Cizí zdroje	11 626	12 918	14 113	12 669	13 808
B.	Rezervy	1 472	929	1 065	1 543	691
4.	Ostatní rezervy	1 472	929	1 065	1 543	691
C.	Závazky	10 154	11 989	13 048	11 126	13 117
C.II.	Krátkodobé závazky	10 154	11 989	13 048	11 126	13 117
3.	Krátkodobé přijaté zálohy	513	628	505	635	586
4.	Závazky z obchodních vztahů	3 364	5 924	7 597	4 049	6 438
6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající os.		155	175	726	543
7.	Závazky - podstatný vliv	870	399	516	574	566
8.	Závazky – ostatní	5 407	4 883	4 255	5 142	4 984
8.1.	Závazky ke společníkům	621	545	543	544	540
8.3.	Závazky k zaměstnancům	1 834	1 905	1 843	1 948	2 004
8.4.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. poj.	1 040	1 196	1 135	1 194	1 213
8.5.	Stát - daňové závazky a dotace	1 886	1 225	717	1 448	1 219
8.6.	Dohadné účty pasivní	26	12	17	8	8
D.	Časové rozlišení pasiv			60	7	7
1.	Výdaje příštích období			60	7	7

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Společnost od počátku sledovaného období z pohledu pasiv vykazuje pokles vlastního kapitálu – dochází k poklesu výsledku hospodaření běžného účetního období. Zároveň však společnost získá z jednotlivých let z části hromadí a dosahuje velkých hodnot položky nerozděleného zisku minulých let.

Jak již bylo výše uvedeno, společnost nevykazuje žádné cizí zdroje z dlouhodobé podstaty a to během celého období, nečerpá žádné dlouhodobé bankovní úvěry.

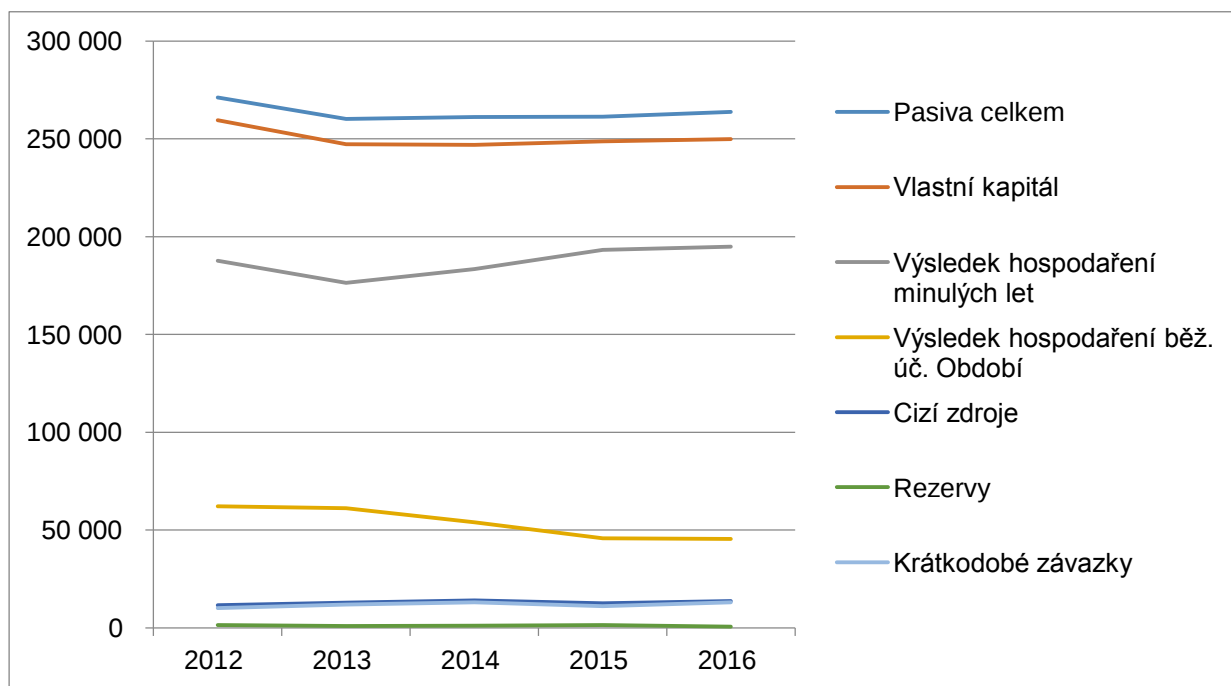
Cizí zdroje jsou tvořeny rezervami, které ve sledovaném období poklesly zhruba o 53% a krátkodobými závazky. Největší podíl na krátkodobých závazcích mají závazky z obchodních vztahů, které meziročně rostou a celkově narostly během sledovaného období o 91 %. I přes tento fakt současně hodnota závazků z obchodních vztahů v posledním roce dosahuje zhruba 24% hodnoty pohledávek z obchodních vztahů.

Vzhledem k mírnému navýšení cizích zdrojů a ke snížení vlastního jmění došlo k menšímu zhoršení finanční nezávislosti – vzhledem ke struktuře tohoto jevu (především žádné cizí dlouhodobé zdroje) je toto zhoršení nijak neohrožující podnik.

Ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv v podobě výdajů příštích období) mají nepatrný vliv na celkovou sumu a vývoj pasiv.

V příloze je k dispozici struktura pasiv (vertikální analýza).

Graf 12 Vývoj kapitálové struktury v letech 2012 - 2016 (v tis. Kč)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

3.2.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka 14 Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

Označ	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej výrobků a služeb	239 634	248 991	254 770	244 120	232 936
A.	Výkonová spotřeba	100 340	116 463	124 611	125 802	115 360
2.	Spotřeba materiálu a energie	85 802	98 191	107 096	105 708	94 708
3.	Služby	14 538	18 272	17 515	20 094	20 652
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-578	-3 648	3 246	-930	307
C.	Aktivace	-420	-388	-484	-545	-426
D.	Osobní náklady	52 491	51 475	50 646	51 319	54 203
1.	Mzdové náklady	39 742	38 594	37 983	38 542	40 630
2.	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	12 749	12 881	12 663	12 777	13 573
2.1.	Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. poj.	11 645	11 817	11 652	11 831	12 588
2.2.	Ostatní náklady	1 104	1 064	1 011	946	985
E.	Úpravy hodnot v provozní oblasti	11 473	9 765	10 567	9 546	10 426
1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	11 473	9 765	10 567	9 613	10 447
1.1.	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	11 473	9 765	10 567	9 613	10 447
3.	Úpravy hodnot pohledávek				-67	-21
III.	Ostatní provozní výnosy	2 369	2 198	1 717	2 058	2 484
1.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	1 030	569	870	810	778
2.	Tržby z prodaného materiálu	863	450	269	278	241
3.	Jiné provozní výnosy	476	1 179	578	970	1 465
F.	Ostatní provozní náklady	4 209	3 788	3 894	4 954	3 051
1.	ZC prodaného dlouhodobého majetku				209	374
2.	Zůstatková cena prodaného materiálu	129	96	94	91	154
3.	Daně a poplatky v provozní oblasti	1 258	1 340	1 644	1 744	1 683
4.	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	219	597	230	478	-852
5.	Jiné provozní náklady	2 603	1 755	1 926	2 432	2 066
*	Provozní výsledek hospodaření	74 488	73 734	64 007	56 032	52 499
IV.	Výnosy z dlouhodobého fin. majetku – podíly	48	1 778	1 880	940	2 820
2.	Ostatní výnosy z podílů	48	1 778	1 880	940	2 820
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého fin. majetku				0	0
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	377	581	307	191	101
2.	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	377	581	307	191	101
J.	Nákladové úroky a podobné náklady				0	0
VII.	Ostatní finanční výnosy	25	48	195	24	6
K.	Ostatní finanční náklady	374	194	167	694	209
*	Finanční výsledek hospodaření (+/-)	1 948	1 627	2 215	461	2 718
**	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	76 436	75 361	66 222	56 493	55 217
L.	Daň z příjmů	14 247	14 216	12 269	10 607	9 757
1.	Daň z příjmů splatná	14 247	14 216	12 269	10 607	9 757
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	62 189	61 145	53 953	45 886	45 460
*	Čistý obrát za účetní období	242 453	253 596	258 869	247 333	238 347

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Další částí finanční analýzy je analýza výkazu zisku a ztráty, kritériem je opět nejenom struktura, ale i dynamika jednotlivých položek.

Výsledek hospodaření během sledovaných let nejenom vzrostl, ale i poklesl. Od počátku sledovaného období k poslednímu roku tohoto období však výsledek hospodaření klesl celkově o 36,8 %. Tento fakt je zapříčiněn několika faktory – poklesly tržby za prodej zboží a služeb, vzrostla výkonová spotřeba a osobní náklady.

Důležité je se podívat nejenom na celkový výsledek hospodaření, ale i na dílčí výsledky hospodaření. Prvním z nich je provozní výsledek hospodaření – jeho vývoj odráží základ ekonomiky podniku. Během sledovaného období tato položka značně poklesla, meziroční pokles posledních dvou let sledovaného období je poté již stabilnější. Na druhou stranu výsledek hospodaření z finančních aktivit vzrostl, tato aktivita však není hlavní činností podniku.

Další metodu finanční analýzy představují tzv. Finanční fondy – a to jak krátkodobý neboli fond pracovního kapitálu, tak dlouhodobý, např. pro podnik zásadní dlouhodobý fond tvořený vlastním jměním; tento fond je klíčový a z pohledu vlastníků či podílníků je primárním dlouhodobým fondem. Tento fond prakticky zobrazuje vložený základní kapitál a akumulovanou účetní hodnotu hospodářských výsledků a určuje finanční nezávislost firmy představovanou tzv. vlastními zdroji. Z níže uvedené tabulky vidíme, že tento nominální ukazatel finanční výkonnosti se v posledních dvou letech pro vlastníky zvyšuje.

Tabulka 15 Finanční fond vlastního jmění (v tis. Kč a %)

	2012	2013	2014	2015	2016
Základní kapitál	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100
HV minulého úč. období-akumulovaný	187 686	176 475	183 420	193 173	194 859
HV běžného období	62 189	61 145	53 953	45 886	45 460
Celkem	257 975	245 720	245 473	247 159	248 419
Meziroční zvýšení (snížení) VK v %		-4,75%	-0,10%	0,69%	0,51%

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 13 Tržby za prodej výrobků a služeb (v tis. Kč)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Z grafu „Tržby za prodej výrobků a služeb“ je patrné, že tržby během sledovaného období měly z počátku tendenci růstu; od poloviny období poté klesaly. Více bylo již rozebráno v části SA.

Společnosti se v každém roce sledovaného období podařilo dosáhnout kladného výsledku hospodaření. Tento výsledek je tvořen především provozním výsledkem hospodaření – vliv finančního výsledku hospodaření je v této společnosti zanedbatelný.

3.2.3 Analýza přehledu o finančních tocích

Analýza výkazu peněžních toků sleduje veškerý pohyb peněžních prostředků společnosti a podává zprávu o celkovém peněžním toku za dané účetní období. Z důvodu, že tento výkaz nahlíží na hospodaření oceňovaného podniku z jiné stránky než předchozí dva výkazy a ve výročních zprávách nebyl uveden, provedla jsem vlastní sestavení výkazu peněžních toků.³⁷

Tabulka 16 Výkaz peněžních toků (k 31. 12., v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Stav PP na začátku období	99 845	139 399	137 795	140 686
VH za účetní období	61 145	53 953	45 886	45 460
Úpravy o nepeněžní operace	8 656	10 109	9 157	9 057
Odpisy	9 765	10 567	9 613	10 447
Rezervy a opravné položky	-543	136	478	-852
Čistý zisk z prodeje DM	-569	-870	-601	-778
Časové rozlišení	3	276	-333	240
Zisk + úpravy o nepeněžní operace	69 801	64 062	55 043	54 517
Změna stavu PK	-1 102	-3 217	-1 600	-5 255
ZS pohledávek	1 232	-3 915	521	-5 256
ZS krátkodobých závazků	1 835	1 059	-1 922	1 991
ZS zásob	-4 169	-361	-199	-1 990
CF z provozní činnosti	68 699	60 845	53 443	49 262
Změna stavu DM	53 451	1 448	2 660	-621
Odpisy	-9 765	-10 567	-9 613	-10 447
Čistý zisk z prodeje DM	569	870	601	778
CF z investiční činnosti	44 255	-8 249	-6 352	-10 290
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Bankovní úvěry	0	0	0	0
Změna stavu VK (podíly)	-73 400	-54 200	-44 200	-44 200
CF z finanční činnosti	-73 400	-54 200	-44 200	-44 200
CF celkem	39 554	-1 604	2 891	-5 228
Stav PP na konci období	139 399	137 795	140 686	135 458

Zdroj: Vlastní dopočty

Peněžní tok z provozní činnosti dosahoval ve sledovaném období podobného vývoje jako výsledek hospodaření, zároveň je jistě pozitivní to, že je provozní CF v každém roce kladné. Z tabulky přehledu peněžních toků lze pozorovat, že CF z provozní činnosti pokleslo – opět jako u výsledku hospodaření v první polovině sledovaného období výrazně, poté se pokles mírně zmenšil a již nedosahoval tak velkých změn. Nejnižší hodnoty dosáhl v posledním roce, tedy k 31. 12. 2016, kdy hodnota cash flow z provozní

³⁷ Výpočet celého výkazu peněžních toků je naposledy veřejně dostupný jako součást účetní závěrky Společnosti pro rok 2003, přínosem byl tento výpočet hlavně pro ověření výplaty dividend jako součást finančního CF.

činnosti dosáhla hodnoty 49 262 tis. Kč – způsobené především nižším výsledkem hospodaření a navýšení změny stavu pohledávek. Naopak nejvyšší hodnoty dosáhl tento ukazatel v prvním roce sledování, tedy k 31. 12. 2013 – hodnota CF z provozní činnosti byla tento rok vyšší téměř o 30 %, konkrétně 68 699 tis. Kč. V tomto roce dosáhla společnost výrazně vyššího výsledku hospodaření, způsobeného především vyšší tržbami za prodej zboží a služeb a nižší výkonovou spotřebou.

Peněžní tok z investiční činnosti byl záporný až na výjimku prvního roku, kdy peněžní tok z investiční činnosti dosáhl kladných hodnot – a to dokonce 44 255 tis. Kč. Společnost v tomto roce rozpustila dlouhodobou zápůjčku v hodnotě 50 835 tis. Kč.

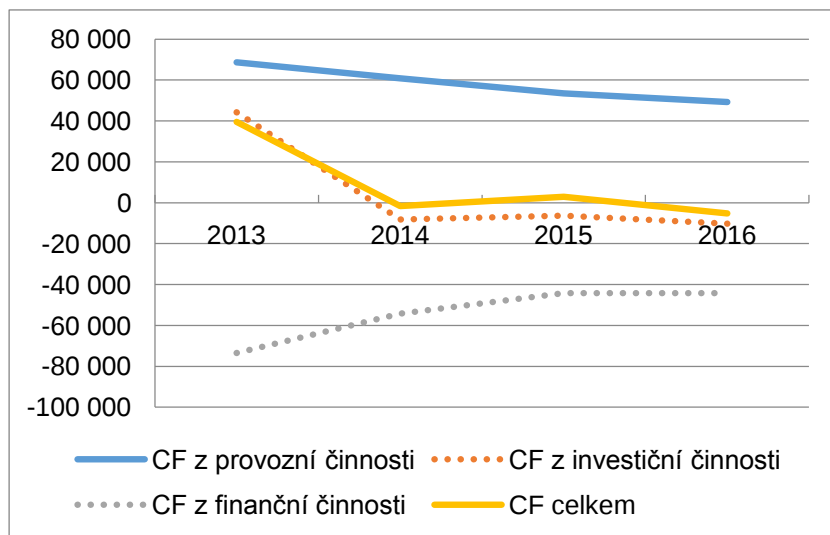
Peněžní tok z finanční činnosti dosahoval ve všech sledovaných letech záporných hodnot a je tvořen změnami vlastního kapitálu, konkrétně výplatou podílů ze zisku.

Celkový peněžní tok podniku kolísá ve sledovaném období mezi zápornými a kladnými hodnotami – velký rozdíl je především v prvním roce, kdy má podstatný vliv na celkové hodnotě peněžního toku již výše zmíněný investiční peněžní tok v témž roce.

Je nutné poznamenat, že záporné hodnoty celkového peněžního toku nemusí znamenat, že by podnik měl potíže s hospodařením. Podnik shromažďuje peněžní prostředky, nemá žádné dlouhodobé bankovní úvěry a pracuje s cizím kapitálem jen v době krátkodobého cizího kapitálu.

Pro větší přehlednost je tato analýza doplněna spojnicovým grafem.

Graf 14 Vývoj peněžních toků dle jednotlivých činností (v tis. Kč)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti, vlastní zpracování

3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Pro splnění účelu finanční analýzy pro ocenění společnosti je nezbytné zhodnotit hodnoty a vývoj jednotlivých vybraných poměrových ukazatelů. Dle docenta Grünwalda jsou poměrové ukazatele v celém

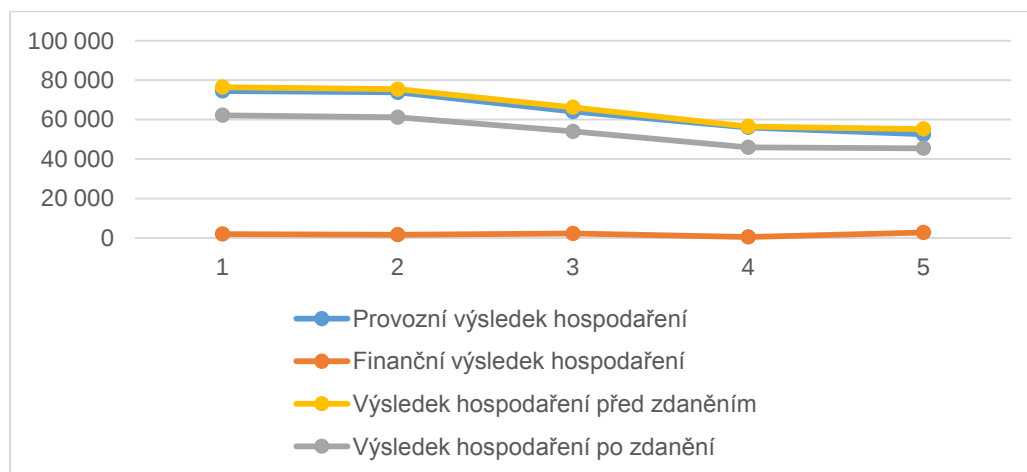
světě nejpoužívanějším nástrojem finanční analýzy.³⁸ Cílem FA je prokázat schopnost podniku pokračovat ve své činnosti a k tomu se používají základní ukazatele rentability, likvidity, aktivity a dlouhodobé finanční rovnováhy.

FA poměrových ukazatelů bude posouzena jak z hlediska času, tak i srovnáním s relevantní konkurencí. V dalších částech FA jsou tedy rozebrány jednotlivé poměrové ukazatele.

3.3.1 Analýzy rentability

Vývoj rentability podniku je úzce spjat s vývojem ziskových veličin podniku. Z následujícího grafu společně s provedenou analýzou výkazu zisku a ztrát vychází, že oceňovaný podnik vykazuje klesající výsledky hospodaření. Vliv finančního výsledku hospodaření je zanedbatelný. Jako pozitivní vývoj se dá vzít, že klesající trend provozního výsledku hospodaření a výsledku hospodaření se pomalu zastavuje a neklesá tak strmě jako na počátku sledovaného období.

Graf 15 Ziskové veličiny (v tis. Kč)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Při analýze rentability vlastního kapitálu i rentability tržeb (viz tabulka dále) je zřejmé, že oba tyto ukazatele mají klesající charakter. Důvodem snižování zisku je zapříčiněno vyššími mzdovými náklady a klesajícími tržbami. Stejně tak tomu je i u rentability tržeb. Z vývoje obou rentabilit je také zřejmé, že pokles byl mnohem výraznější během první poloviny sledovaného období – v druhé polovině tedy dochází ke stabilizaci poklesu a dá se tedy říct, že se dá předpokládat podobný vývoj do budoucna.

³⁸ GRÜNWARD, Rolf. Finanční analýza pro oceňování podniku. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000. str. 9, ISBN 80-245-0032-9.

Tabulka 17 Rentability (v %)

Rentabilita	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita vlastního kapitálu	23,97%	24,73%	21,84%	18,45%	18,19%
Rentabilita tržeb	25,95%	24,56%	21,18%	18,80%	19,52%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 18 Analýza rentabilit podniků na relevantním trhu, v %³⁹

Společnost, Rentabilita	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Vetas s.r.o.						
Rentabilita vlastního kapitálu	-6,9	4,8	1,6	7,9	4,4	2,3
Rentabilita tržeb	-10,5	7,8	2,7	14,2	7,4	4,3
Rentabilita celk. kapitálu	-6,7	4,7	1,5	7,7	4,2	2,3
Vapo s.r.o.						
Rentabilita vlastního kapitálu	5,7	7,7	2,3	0,9	-0,9	3,1
Rentabilita tržeb	9,4	11,3	3,6	1,6	-1,6	4,9
Rentabilita celk. kapitálu	5,4	7,2	2,2	0,9	-0,9	3,0
Sap s.r.o.						
Rentabilita vlastního kapitálu	0,9	1,5	3,4	5,6	4,6	3,2
Rentabilita tržeb	0,9	1,4	3,4	3,9	2,5	2,4
Rentabilita celk. kapitálu	0,8	1,4	3,1	4,8	3,9	2,8
Mat s.r.o.						
Rentabilita vlastního kapitálu	62,2	31,6	49,4	21,8	925,6	41,2 ⁴⁰
Rentabilita tržeb	6,3	3,6	8,8	5,3	-16,0	1,6
Rentabilita celk. kapitálu	14,8	7,2	24,6	10,9	-41,4	3,2
Asavet a.s.						
Rentabilita vlastního kapitálu	7,2	7,7	4,1	4,1	2,0	5,0
Rentabilita tržeb	8,7	9,0	4,5	4,4	2,3	5,8
Rentabilita celk. kapitálu	6,9	7,2	3,8	3,9	1,8	4,7
Agris s.r.o.						
Rentabilita vlastního kapitálu	13,0	16,8	6,1	4,7	4,8	9,1
Rentabilita tržeb	7,4	11,9	4,1	3,1	2,7	5,8
Rentabilita celk. kapitálu	10,7	14,5	5,2	3,9	3,7	7,6
Asap s.r.o.						
Rentabilita vlastního kapitálu	24,0	24,7	21,8	18,5	18,2	21,4
Rentabilita tržeb	26,0	24,6	21,2	18,8	19,5	22,0
Rentabilita celk. kapitálu	22,9	23,5	20,7	17,6	17,2	20,4

Zdroj: Albertina, vlastní zpracování

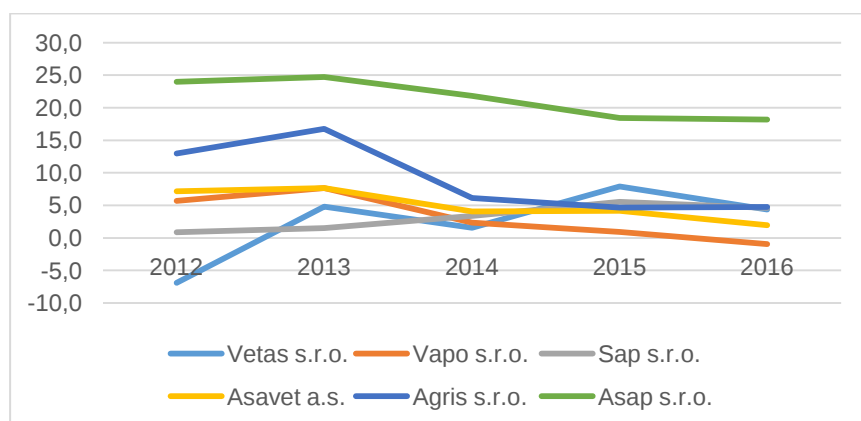
Předchozí tabulka shrnuje tři druhy rentabilit vymezené konkurence Asap za sledované období, pro doplnění jsou vypočtené průměrné hodnoty pro všechny podniky. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) Společnosti dosahuje oproti konkurenci velice příznivých hodnot, stejně tak i rentabilita tržeb a celkového kapitálu.

³⁹ Bisnode Albertina [online]. Praha: Bisnode Česká republika. Dostupné z:

<http://www.bisnode.cz/produkt/albertina/>

⁴⁰ Zde jsou pro průměr všech třech rentabilit kalkulovány jen roky 2012-2015 z důvodu extrémní hodnoty pro rok 2016

Tabulka 19 Ukazatel rentability vlastního kapitálu – prostorové srovnání



Zdroj: Databáze Amadeus, výroční zprávy, vlastní zpracování

3.3.2 Analýza finančních rizik

Opět podle citace Grünwalda a to, že „Finanční rizika platební neschopnosti pocházejí z dluhového financování“⁴¹ je zřejmé, že finanční rizika jsou převážně tvořena platební neschopností vyvolanou nedostatkem finančních prostředků. V této podkapitole bude tedy věnovaný prostor na analýzu likvidity a solventnosti oceňované společnosti.

Likvidita

Likvidita vyjadřuje schopnost jakéhokoli podniku dostát svým závazkům, a to nejenom včas, ale i v plné výši. Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá žádné bankovní úvěry ani jiné finanční pomoci, bude likvidita této společnosti ovlivněna převážně krátkodobými závazky z obchodních vztahů.

Tabulka 20 Likvidita⁴²

Likvidita	2012	2013	2014	2015	2016
Okamžitá	9,8	11,6	10,6	12,6	10,3
Pohotová	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3
Běžná	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4
Pracovní kapitál v tis. Kč	124 671	165 327	166 940	171 431	171 458

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Vývoj ukazatelů pohotové a běžné likvidity se v rámci sledovaného období téměř nemění. Vývoj okamžité likvidity nemá stálý trend, ale drží se v průměru hodnotě blízké jedenáct. Tato hodnota je však mnohem vyšší než doporučená hodnota. Tak velká hodnota tohoto ukazatele je dána tím, že oceňovaný podnik nemá žádné bankovní úvěry. Podnik tedy shromažďuje velký objem peněžních prostředků na svých bankovních účtech.

⁴¹ GRÜNWALD, Rolf. Finanční analýza pro oceňování podniku. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000. str. 15, ISBN 80-245-0032-9.

⁴² Okamžitá likvidita = Krátkodobý finanční majetek / Krátkodobé závazky
 Pohotová likvidita = (Krátkodobý finanční majetek + Krátkodobé pohledávky) / Krátkodobé závazky
 Běžná likvidita = Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky

Vzhledem k faktu plynoucího z účetních závěrek společnost zvládá vyplácet vysoké mzdy a navíc přerozdělovat dosažený zisk, dá se hodnotit jako vypočtená likvidita velice pozitivně.

Následující tabulka shrnuje všechny zkoumané ukazatele likvidity za celou konkurenci působící na relevantním trhu. Ukazatel okamžité likvidity společnosti Asap dosahuje spíše větších hodnot a vhodnější by byly nižší ukazatelé jako například u společnosti Asavet. Ukazatele pohotové a běžné likvidity dosahují u podniku Asap spíše lepších hodnot než u konkurence. Všechny společnosti však dosahují nadprůměrných hodnot než bývá zvykem.

Tabulka 21 Analýza ukazatelů likvidity konkurence na relevantním trhu, v podílech

Společnost, likvidita	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr
Vetas s.r.o.						
Okamžitá	3,3	12,7	9,5	7,6	7,5	8,1
Pohotová	6,8	20,5	14,5	11,9	12,6	13,3
Běžná	8,7	24,1	17,4	13,3	13,3	15,4
Vapo s.r.o.						
Okamžitá	20,9	19,3	17,3	20,7	20,9	19,8
Pohotová	22,5	21,3	19,9	22,5	23,0	21,8
Běžná	23,3	21,8	20,9	23,8	23,6	22,7
Sap s.r.o.						
Okamžitá	1,5	1,6	1,6	0,9	0,6	1,2
Pohotová	3,2	3,7	3,7	2,6	2,3	3,1
Běžná	3,9	5,1	5,2	3,6	3,1	4,2
Mat s.r.o.						
Okamžitá	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2
Pohotová	0,5	0,9	1,1	0,8	0,5	0,7
Běžná	0,5	0,9	1,2	1,3	0,7	0,9
Asavet a.s.						
Okamžitá	7,4	6,0	6,3	6,5	4,8	6,2
Pohotová	10,9	8,7	9,1	9,0	7,8	9,1
Běžná	11,5	9,3	9,7	9,5	8,3	9,6
Agris s.r.o.						
Okamžitá	0,4	2,9	0,9	1,1	1,1	1,3
Pohotová	2,4	5,1	3,5	3,2	3,2	3,5
Běžná	2,8	5,5	3,9	3,6	3,4	3,8
Asap s.r.o.						
Okamžitá	9,8	11,6	10,5	12,6	10,3	11,0
Pohotová	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2
Běžná	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,3

Zdroj: Albertina, vlastní zpracování

Solventnost

Oceňovaná společnost nepoužívá ve sledovaném období žádné bankovní úvěry, nelze tedy stanovit ukazatele finanční stability jako je doba splacení čistých dluhů nebo úrokové krytí.

Celkově lze ohodnotit finanční rizika pozitivně. Podnik je stabilně likvidní během celého sledovaného období a jeho zadlužení je minimální – vyplývá pouze z krátkodobých závazků – a to především

z obchodních vztahů. Společnost nepotřebuje aktuálně žádné větší investice a největšími náklady jsou mzdové náklady a spotřeba materiálu a energie.

3.3.3 Analýza aktivity

Ukazatele plynoucí z analýzy aktivit nám ukáží, jak dynamicky a účinně podnik hospodaří s jednotlivými složkami aktiv. Dle Grünwalda slouží pro ověření likvidnosti pohledávek a plynulosti splacení krátkodobých závazků dva poměrové ukazatele, jedním z nich je doba obratu krátkodobých pohledávek a druhým doba splacení krátkodobých závazků.⁴³ Tuto analýzu znázorňuje tabulka níže.

Tabulka 22 Analýza aktivity (ve dnech)

	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob	11,8	17,4	17,6	18,6	22,6
Průměrná doba splatnosti pohledávek z obch. vztahů	33,6	30,7	32,7	33,0	41,4
Průměrná doba splatnosti závazků z obch. vztahů	5,1	8,7	10,9	6,1	10,1
Obchodní deficit	28,5	22,0	21,8	27,0	31,3

Zdroj: Účetní závěrky společnosti Asap, vlastní zpracování

Doba obratu zásob podniku se během sledovaného období zvyšovala – od počátku ke konci tohoto období došlo k téměř dvojnásobnému navýšení doby obratu zásob, lze se domnívat, že zkracování této doby by bylo pro podnik vhodnější. Hodnota se i přes zvyšující tendenci ale stále drží limitu doby do jednoho měsíce, což lze považovat za pozitivní stav. Následující tabulka shrnuje, jak si na tom stojí s ukazatelem doby obraty zásob konkurence. Oceňovaný podnik dosahuje spíše nadprůměrných hodnot, avšak společnosti Sap a Mat dosahují ještě o něco vyšších hodnot. Ukazatel doby obratu zásob u podniku Asap dosahuje oproti konkurenci relativně stabilního vývoje, nicméně se zde jeví prostor u společnosti Asap pro hospodárnější využití majetku.

Tabulka 23 Analýza doby obratu zásob konkurence na relevantním trhu

Společnost, doba obratu zásob	2012	2013	2014	2015	2016
Agris, s.r.o.	9,1	8,0	10,5	13,0	8,1
Asavet, a.s.	12,5	13,4	12,0	9,6	11,6
Asap, s.r.o.	11,8	17,4	17,6	18,6	22,6
Sap, s.r.o.	39,7	45,8	55,9	37,9	27,2
Mat, s.r.o.	1,5	3,4	4,7	32,4	23,7
Vetas s.r.o.	22,8	21,9	27,5	19,0	7,6
Vapo, s.r.o.	16,9	11,1	22,4	27,5	10,6

Zdroj: Albertina, vlastní zpracování

V tabulce analýzy aktivity jsou dopočteny další ukazatele. Doba obratu pohledávek i závazků z obchodních vztahů ve sledovaném období roste. Doba obratu těchto ukazatelů je však na přijatelné úrovni. Významné je porovnat mezi sebou právě poslední dvě zmíněné doby obratu z obchodních vztahů – k tomu slouží ukazatel obchodního deficitu. Obchodní deficit je rozdíl mezi dobou obratu pohledávek a

⁴³ GRÜN WALD, Rolf. Finanční analýza pro oceňování podniku. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000. str. 18, ISBN 80-245-0032-9.

závazků z obchodních vztahů. Cílem podniku by mělo být to, aby inkasoval pohledávky v co nejkratší době a zároveň k tomu využíval možnost co nejdéle odloženou lhůtu na splácení závazků. Společnost má podle ukazatelů slabší pozici v rámci odběratelsko-dodavatelského vztahu, jelikož doba obratu pohledávek je mnohonásobně vyšší než doba obratu závazků. Nízká doba obratu závazků z obchodních vztahů však také svědčí o tom, že společnost své závazky hradí včas a spolehlivě. Ukazatel by ale bylo vhodné zvýšit, čím by se sice zhoršilo postavení společnosti u jejích dodavatelů, ale v ekonomické odborné literatuře je doporučováno doby obou ukazatelů k sobě přibližovat tak, aby dosáhly podobné úrovně. V případě oceňované společnosti tomu tak není, o čemž vypovídá hodnota ukazatele obchodního deficitu.

Následující tabulka zobrazuje doby splatnosti krátkodobých závazků konkurence na relevantním trhu. Je zde vidět, že oceňovaná společnost dosahuje jedné z nejlepších splatností krátkodobých závazků.

Tabulka 24 Analýza doby splatnosti krát.závazků konkurence na relevantním trhu

Společnost, Doba splatn. krát. závazků	2012	2013	2014	2015	2016
Agris, s.r.o.	26,2	22,6	24,2	28,6	30,2
Asavet, a.s.	19,9	24,2	23,0	21,9	25,3
Asap, s.r.o.	15,5	17,6	18,8	16,6	20,6
Sap, s.r.o.	50,9	32,0	36,5	38,5	36,6
Mat, s.r.o.	117,6	82,7	49,3	67,2	120,6
Vetas s.r.o.	12,2	6,0	9,5	13,8	12,1
Vapo, s.r.o.	21,1	20,2	22,2	21,0	20,9

Zdroj: Albertina, vlastní zpracování

3.3.4 Analýza výkazu cash-flow

Analýza ukazatelů tvořených pomocí cash flow doplňuje některé již uvedené informace. Využívá výše vypočtené ukazatele počítající s výsledkem hospodaření a místo něj kalkuluje s cash flow z provozní činnosti. Tyto ukazatele se používají k hlubší analýze finanční situace podniku. Cílem této analýzy je vyjádřit a porovnat vnitřní finanční potenciál podniku, tedy schopnost podniku vytvořit z vlastní hospodářské činnosti finanční přebytky, použitelné k financování potřeb, jakou jsou například úhrada závazků nebo výplata dividend.

Tabulka 25 Ukazatele z cash flow⁴⁴ (v %)

	2013	2014	2015	2016
Rentabilita vlastního kapitálu z CF v %	28%	25%	21%	20%
Rentabilita celkového kapitálu z CF v %	26%	23%	20%	19%
CF v % z tržeb	28%	24%	22%	21%

Zdroj: Vlastní zpracování

V této analýze jsem přistoupila k výpočtu třech ukazatelů. Ukazatel cash flow v procentech z tržeb za prodej služeb a zboží je upravený ukazatel rentability tržeb. Ukazatel z cash flow nám však hlouběji zobrazuje, jak se podařilo či nepodařilo vytvořené tržby za prodej zboží a služeb přeměnit do peněžního toku. Z vypočteného ukazatele vidíme, že společnost dosahovala vysokých kladných hodnot. Vývoj je sice klesající, ale pokles je již stabilizován a současně dosahuje atraktivních hodnot.

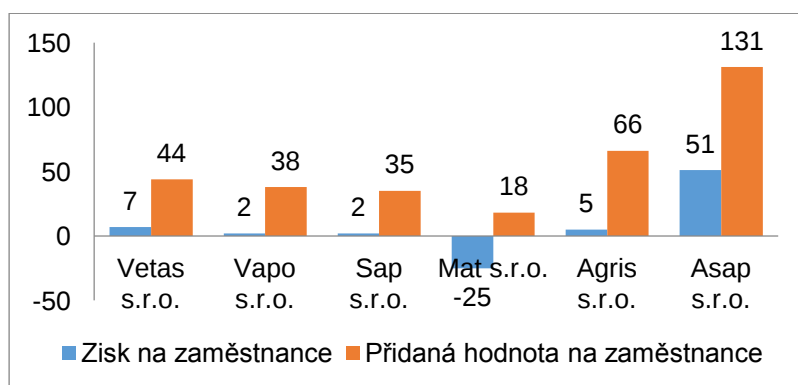
Dalším ukazatel výkazu cash-flow je ukazatel rentability vlastního/celkového kapitálu z peněžního toku z provozní činnosti v procentech. Oba tyto ukazatele dosahují opět stejného vývoje a atraktivních hodnot pro případné investory jako je tomu u ukazatele předchozího.

Společnost dosahuje ve všech ukazatelích z výkazu cash flow pozitivních hodnot.

3.3.5 Produktivita práce

V rámci hodnocení nefinančních ukazatelů jsem si zvolila dva ukazatele produktivity práce za rok 2016 - Přidanou hodnotu na zaměstnance a Tržby na zaměstnance. Údaje jsou v tis. Kč/měsíc. Oceňovaná společnost s přehledem velí produktivitě práce v rámci konkurence. Z pohledu finanční stability se jeví určitě ten fakt, že v případě krize na poli zaměstnanosti bude mít společnost Asap prostor na vyjednání o mzdách a přidání mzdy na udržení zaměstnanců.

Tabulka 26 Produktivita práce (v tis. Kč, za měsíc)



Zdroj: Albertina, vlastní zpracování

⁴⁴ CF v % z tržeb = Cash flow z provozní činnosti / Tržby

Rentabilita celkového kapitálu z CF = (Cash flow z provozní činnosti + Úroky * (1 – Daň)) / Celk. kap.

Rentabilita vlastního kapitálu z CF = Cash flow z provozní činnosti / Vlastní kapitál

3.3.6 Rychlý test

Rychlý test je založen na bodovací metodě vybraných poměrových ukazatelů, kterým přiřazuje známky (1 odpovídá výbornému stavu podniku, 5 hrozbě insolvence) na základě dosažených výsledných hodnot. Výsledná známka je aritmetickým průměrem dosažených známek v jednotlivých ukazatelích v daném roce. Následující tabulka ukazuje výběr ukazatelů a kritéria hodnocení, které jsou tradičně používány a jsou převzaty z publikace Metody oceňování podnik od prof. Maříka.⁴⁵

Tabulka 27 Rychlý test podniku

Ukazatel	Stupnice hodnocení (známky)				
	Velmi dobrý / 1	Dobrá / 2	Střední / 3	Špatný / 4	Hrozba insolvence / 5
Kvóta vlastního kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	záporný
CF v % z tržeb	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	záporná
Doba splacení dluhů	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

Zdroj: Vlastní zpracování

Vzhledem k nulové dlouhodobé zadluženosti podniku nebudou dále řešeny ukazatele rychlého testu zohledňující kvótu vlastního kapitálu a také doba splacení dluhů. Následující tabulka zobrazuje dva zbývající ukazatele dopočítané a oznámkované.

Tabulka 28 Dopočítané hodnoty pro rychlý test finančního zdraví podniku

	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita celkového kapitálu	22,94%	23,50%	20,66%	17,56%	17,24%
CF v % z tržeb	x	27,59%	23,88%	21,89%	21,15%
Průměrná známka	1	1	1	1	1

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě rychlého testu finančního zdraví lze oceňovaný podnik ohodnotit celkovým skórem velmi dobrý.

Dosavadní analýza ukázala, že z dostupných pokladů lze posoudit, že podnik nemá z pohledu finanční analýzy žádné větší nedostatky a že na základě provedené analýzy není ohroženo budoucí trvání podniku.

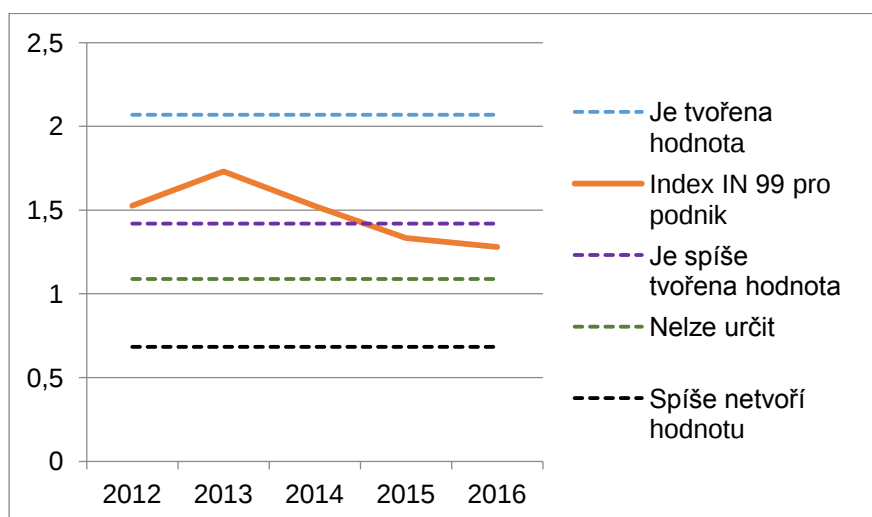
3.3.7 Index IN 99

Index IN 99 jsem zvolila jako doplňující test na finanční zdraví podniku. Tento ukazatel nepředvídá finanční tíseň podniku, ale vyjadřuje jeho finanční kvalitu z hlediska jeho finanční výkonnosti a slouží dobře k ověření, zda závěry z jednotlivých oblastí finanční analýzy podniku byly správné.

Lze vidět, že na počátku období se podnik nacházel ve velmi dobré kondici a spíše tvořil hodnotu. Poslední dva roky finanční kvalita poklesla, nicméně podnik se nedostal do bodu, že by netvořil hodnotu.

⁴⁵ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 110, ISBN 978-80-86929-67-5.

Graf 16 Index IN99



Zdroj: Albertina, vlastní zpracování

3.4 Závěry finanční analýzy

V předchozích kapitolách jsem se věnovala finanční analýze oceňovaného podniku. Z provedené finanční analýzy vyplynulo, že vývoj hodnoty bilanční sumy ve sledovaném období kolísal okolo stejné hodnoty. Vývoj hodnoty bilanční sumy mohu označit za stabilní.

Podíl oběžných aktiv podniku roste, a to v důsledku růstu peněžních prostředků a růstu zásob.

Společnost od počátku sledovaného období z pohledu pasiv vykazuje pokles vlastního kapitálu – dochází k poklesu výsledku hospodaření běžného účetního období.

Výsledek hospodaření během sledovaného období neměl jasnou tendenci růstu či poklesu. Od počátku sledovaného období ke konci tohoto období však výsledek v celkovém pohledu poklesl.

Společnosti se v každém roce sledovaného období podařilo dosáhnout kladného výsledku hospodaření. Tento výsledek je tvořen především provozním výsledkem hospodaření – vliv finančního výsledku hospodaření je v této společnosti zanedbatelný.

Likviditu podniku považují za více než dostatečnou. Podnik má neustále k dispozici dostatek peněžních prostředků na svých bankovních účtech. O dostatečné likviditě vypovídá i fakt, že společnost nevyužívá nejenom žádné dlouhodobé bankovní úvěry, ale ani žádné jiné dlouhodobé závazky.

Ukazatele solventnosti nebyly rozebírány, jelikož společnost není financována z cizích zdrojů.

Hodnoty ukazatele aktivity v oceňovaném podniku považují vzhledem k odvětví taktéž za dostatečné a přijatelné. Společnost by však mohla zlepšit výsledky obchodního deficitu – doby obratu z obchodních závazků a pohledávek by bylo pro společnost vhodné k sobě přibližovat. Mnohem delší doba obratu pohledávek z obchodních vztahů než doba obratu závazků z obchodních vztahů může znamenat horší

vyjednávací pozici s odběrateli. Doporučením však určitě není tyto doby přibližovat na úkor zhoršení vztahů s dodavateli.

V rámci konkurence si podnik velice dobře vede i v produktivitě práce, kde dosahuje v přidané hodnotě i zisku na zaměstnance nejlepších hodnot v konkurenčním srovnání.

Závěrem finanční analýzy jsem provedla rychlý test odpovídající zkušenosti německých finančních analytiků, jak píše ve své publikaci profesor Mařík. Závěry tohoto testu vyšly pro podnik velice atraktivně – průměrná známka 1, tedy velmi dobrý. Test jsem doplnila českým testem na finanční kvalitu a i v tomto testu nedopadl oceňovaný podnik špatně.

Domnívám se, že pokud podnik bude dále pokračovat do budoucna jako doposavad, není ohroženo jeho nekonečné trvání a je tedy splněn předpoklad going concern, jak již vyšlo závěrem strategické analýzy. Při ocenění tedy budu moci přistoupit k ocenění pomocí výnosových metod.

4 Generátory hodnoty, finanční plán

Účelem ocenění společnosti je stanovení tržní hodnoty. Generátory hodnoty můžeme definovat jako soubor několika podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu tvoří hodnotu podniku⁴⁶. Na základě této definice je zřejmé, že prognóza generátorů hodnoty a finanční plán vycházejí z analýzy relevantního trhu, finanční analýzy podniku a analýzy makroprostředí trhu.

Pro účely ocenění potřebujeme nahlížet na jednotlivé účetní položky rozvahy z reálného ekonomického pohledu a proto je nutné je nejprve rozdělit na provozně nutné a nenutné. Zároveň musím upravit i účetní zisk a to tak, aby byl zajištěn korigovaný provozní výsledek hospodaření, který souvisí s provozní činností podniku.

Sestavení finančního plánu společnosti vychází z prognózy účetních a ekonomických dat, jež jsou stanoveny na základě generátorů hodnoty. Mezi základní generátory se řadí:

- Tržby a jejich růst
- Provozní zisková marže
- Investice do pracovního kapitálu
- Investice do dlouhodobého majetku
- Diskontní míra
- Způsoby financování
- Doba existence podniku

Jejich stanovení je založeno na analýze minulého vývoje v absolutních i relativních veličinách, porovnání klíčových faktorů s konkurenty a předvídání budoucího vývoje a to v rámci dostupných informací, vnitřních a vnějších podmínek podniku. Hodnota podniku je přímo závislá na jeho schopnosti vytvářet budoucí volné peněžní toky a tudíž je důležité se věnovat především těm veličinám, které se významně podílejí na vytváření hodnoty podniku. Z tohoto důvodu se budu věnovat prvním čtyřem jmenovaným generátorům hodnoty.

Analýza minulého období se dotýká stejného časového úseku jako finanční analýza – let 2012-2016. Finanční plán je sestaven na 5 let, do roku 2021.

Rok 2022 je prvním rokem druhé fáze. Vzhledem k tomu, že strategická a finanční analýza potvrdily předpoklad going-concern, ve druhé fázi počítáme s nekonečným trváním podniku.

4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Podnik potřebuje pro vykonávání své činnosti aktiva v určité velikosti a struktuře. Tato aktiva jsou označována jako provozně nutná. Aktiva, která s hlavním provozem podniku přímo nesouvisí nebo jsou v rozvaze v nadměrné výši, jsou označována jako provozně nenutná a měla by být oceňována samostatně a vyloučena ze základního ocenění společnosti. Část majetku totiž vůbec nemusí být využívána a logicky

pak negeneruje příjem. Oceňovaný podnik je pravděpodobně orientován na co největší hospodářský výsledek, tak, aby docházelo co k největší výplatě dividend pro společníky.

Dlouhodobý majetek

Vzhledem k činnosti a jejích majetkům (i v porovnání s konkurenty) lze předpokládat, že společnost nevlastní neprovozně nutný dlouhodobý hmotný majetek. Mezi dlouhodobý hmotný majetek spadá rozvahová položka Hmotné movité věci a jejich soubory - touto položkou společnost vede stroje a jiná zařízení, která používá ke svému provozu. Dále sem spadá položka stavby – ve které se nachází provozní a administrativní část provozu a sklady hotových výrobků. Podnik také vlastní pozemky, na kterých se tyto stavby nachází.

Společnost nevlastní žádný dlouhodobý nehmotný majetek.

Pozastavit se musím u dlouhodobého finančního majetku. Společnost vlastní dlouhodobý finanční majetek ve formě podílů. Tento finanční majetek je stabilní součástí a jeho suma se během sledovaného období nezměnila. Analýzou přílohy k účetní závěrce dojdeme k tomu, že se jedná o podstatný vliv v jedné společnosti – ve společnosti Vetas s.r.o. Se společností jsou podle zprávy o vztazích uzavírány běžné obchodní smlouvy. Dle profesora Maříka⁴⁷, pokud dochází ve spojení s investicí i k propojení mezi hlavní činností analyzované společnosti a společností, do které bylo investováno, se doporučuje takovou finanční investici v provozně nutných aktivech ponechat.

Tabulka 29 Přehled dlouhodobého finančního majetku (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Podíly	29 098	29 098	29 098	29 098	29 098
Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	50 835	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	79 933	29 098	29 098	29 098	29 098

Zdroj: Účetní závěrky společnost Asap, vlastní zpracování

Oběžná aktiva

Zásoby a pohledávky jsou provozně nutné v plné výši. V položce krátkodobého finančního majetku společnost eviduje pouze peněžní prostředky v pokladně a především peněžní prostředky na bankovních účtech, nevlastní tedy např. žádné krátkodobé cenné papíry za účelem spekulace. Je nutné posoudit, jaká výše tohoto krátkodobého finančního majetku je provozně nutná pro společnost. Hodnota krátkodobého finančního majetku, jak již bylo naznačeno ve finanční analýze, je po celou dobu sledovaného období udržováno vysoce nad hraniční hodnotou 0,2. Rovněž je i v rámci konkurence tento ukazatel příliš vysoký. Obecně se doporučuje v této problematice vztáhnout hodnocení na výši provozně nutného krátkodobého finančního majetku srovnáním odvětvových průměrů ukazatele okamžité likvidity⁴⁸ a já budu postupovat stejně. Ukazatel okamžité likvidity oceňované společnosti dosahuje nadprůměrně

⁴⁷ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 122, ISBN 978-80-86929-67-5.

⁴⁸ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 121, ISBN 978-80-86929-67-5.

vysokých hodnot. V rámci konkurenčních podniků (viz poměrové ukazatele v kapitole FA) jsou tyto ukazatele zhruba u poloviny podniků také vysoké (také přesahující hladinu 100%). Ukazatel okamžité likvidity za konkurenční podniky jsem si upravila na více vypovídající hodnoty (vzala jsem průměr té poloviny podniků, které dosahovaly ve více letech hodnoty ukazatele nižší 100%). V tabulce níže je také zobrazen ukazatel za odvětví *Shromažďování, sběr a odstraňování odpadů, úprava odpadů k dalšímu využití* dle Ministerstva průmyslu a obchodu. Tyto hodnoty jsem nadále použila pro výslednou kalkulaci.

Tabulka 30 Rozdělení oběžných aktiv (v %, v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Okamžitá likvidita Asap s.r.o.	983%	1163%	1056%	1264%	1033%
Okamžitá likvidita konkurence	562%	708%	600%	617%	583%
Upravená okamžitá likvidita konkurence ⁴⁹	70%	152%	96%	73%	60%
Okamžitá likvidita odvětví ⁵⁰	53%	53%	53%	53%	59%
Oběžná aktiva provozně nutná	40 385	44 299	49 139	47 794	56 866
Zásoby	7 724	11 893	12 254	12 453	14 443
Pohledávky	27 256	26 024	29 939	29 418	34 674
Krátkodobý finanční majetek	5 405	6 382	6 946	5 923	7 749
Oběžná aktiva provozně nenutná	94 440	133 017	130 849	134 763	127 709
Krátkodobý finanční majetek	94 440	133 017	130 849	134 763	127 709

Zdroj: Účetní závěrky společnost Asap, Albertina, MPO, vlastní zpracování

Ostatní aktiva

Ostatní aktiva v podobě časového rozlišení souvisí s provozem a jsou zahrnuté do provozně nutného majetku.

4.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál

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

	2012	2013	2014	2015	2016
Oběžný majetek	40 385	44 299	49 139	47 794	56 866
Ostatní aktiva	297	294	78	358	118
Neúročené závazky	10 154	11 989	13 048	11 126	13 117
Ostatní pasiva	0	0	60	7	7
Pracovní kapitál provozně nutný	30 528	32 604	36 109	37 019	43 860
Dlouhodobý majetek	85 165	82 549	81 101	78 441	79 062
Investovaný kapitál provozně nutný	115 693	115 153	117 210	115 460	122 922

Zdroj: Vlastní zpracování

4.1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Aby bylo ocenění konzistentní, je nutno do všech výpočtů promítnout takový výsledek hospodaření, který souvisí pouze s provozní činností společnosti. Je tedy nutné provozní výsledek hospodaření očistit o výsledky hospodaření nesouvisející s provozními aktivitami.

⁴⁹ Za společnosti SAP s.r.o., Mat s.r.o. a Agris s.r.o.

⁵⁰ MPO. Analytické materiály. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>. Za roky 2012-2014 nenalezena data, použitá hodnota na úrovni roku 2015.

Provozní výsledek hospodaření obecně snižujeme o tržby za prodej dlouhodobého majetku a materiálu a dále je potřeba přičíst zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Na základě provedené analýzy podniku, studia výročních zpráv a rovněž faktu, že se společností nekomunikují, jsem se rozhodla, že veškeré výnosy a náklady z provozní činnosti lze považovat za související s provozně nutným majetkem – výjimkou je pouze prodej dlouhodobých aktiv a to majetku (tato transakce zcela nezávisí na provozu činnosti a je ze své podstaty mimořádná). Ostatní finanční výnosy vyplývající z držení provozně nutného dlouhodobého finančního majetku v podobě podílu s podstatným vlivem do KPVH zahrnuty budou. Prodej materiálu dle výročních zpráv souvisí s provozem, proto ho z výpočtu vylučovat nebudu. Další položkou upravující výpočet provozního výsledku hospodaření by mohla být odložená daň – podnik ale během sledovaného období o odložené dani neúčtuje, logicky tedy upravovat výsledek o odloženou daň nebudu.

Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření bude vypadat tedy následovně:

Tabulka 32 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření	74 488	73 734	64 007	56 032	52 499
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku (-)	1 030	569	870	810	778
Zůstatková cena prodaného DM (+)	0	0	0	209	374
Výnosové úroky z podílu (+)	48	1 778	1 880	940	2 820
KPVH před daní	73 506	74 943	65 017	56 371	54 915
Odpisy (+)	11 473	9 765	10 567	9 613	10 447
KPVH před odpisy a daní	84 979	84 708	75 584	65 984	65 362

Zdroj: Vlastní zpracování

4.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

4.2.1 Tržby

Projekce budoucích tržeb podniku je již obsáhnuta ve strategické analýze. Další analýzy a úpravy již nejsou potřeba.

4.2.2 Zisková marže

Zisková marže je poměr mezi korigovaným výsledkem hospodaření před odpisy a daněmi a tržbami za prodej výrobků a služeb; výpočet KPVH byl uveden již výše. Ziskovou marži je možné určit dvěma způsoby: prognóza ziskové marže shora nebo prognóza ziskové marže zdola. Takto získané prognózy musí být sladěny a tím získám prognózu ziskové marže oceňovaného podniku.

4.2.3 Prognóza ziskové marže shora

Přístup projektování ziskové marže shora je považován za základní. Při tomto výpočtu vycházíme z vývoje ZM za minulost a odůvodněného návazného vývoje do budoucnosti. Abychom mohli odhadnout

budoucí ziskovou marži, je třeba analyzovat hlavní faktory, které jí ovlivňovaly. Profesor Mařík⁵¹ uvádí tři hlavní faktory, které mají vliv na její vývoj.:

- Konkurenční struktura
- Osobní náklady
- Ostatní provozní náklady

Intenzita konkurence závisí především na faktorech, jimiž jsem se zabývala již v části strategické analýzy; mezi tyto faktory patří:

- Počet a struktura odběratelů a dodavatelů
- Počet a struktura přímých konkurentů
- Stupeň standardizace produktu
- Stabilita poptávky
- Růst trhu
- Velikost vstupních bariér
- Možnosti použít substituty

Tržby stále porostou, ale pomalejším tempem než v první polovině sledovaného období. Produkty jsou specifické a nejsou moc substituovatelné. Analýza konkurenční pozice vyšla s pozitivním hodnocením. Prognózu ziskové marže odhadneme tak, že spočítáme KPVH a z něho poté odvozenou ziskovou marži v procentech.

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{KPVH}}{\text{tržby}}$$

Ziskovou marži jsem stanovila na základě historického vývoje a také s ohledem na konkurenční pozici oceňovaného podniku. Prognóza je zobrazena v následující tabulce. Prognóza je na období první fáze – tedy období 2017–2021 a poslední rok této fáze je již plně stabilizován a navazuje na něj fáze druhá. Pro druhou fázi se předpokládají všechny hodnoty na úrovni posledního roku první fáze.

Tabulka 33 Zisková marže shora (v tis. Kč, v %)

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby	239 634	248 991	254 770	244 120	232 936
KPVH před odpisy a daní	84 979	84 708	75 584	65 984	65 362
ZM před odpisy a daní	35,5%	34,0%	29,7%	27,0%	28,1%
Podíl odpisů na tržbách	4,8%	3,9%	4,1%	3,9%	4,5%
ZM po odpisech před daní	30,7%	30,1%	25,5%	23,1%	23,6%
ZM po dani	30,7%	30,1%	25,5%	23,1%	23,6%
	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby	238 526	246 398	253 543	262 164	267 931
KPVH před odpisy a daní	64 962	67 303	69 211	71 013	72 554
ZM před odpisy a daní	27,2%	27,3%	27,3%	27,1%	27,1%
Podíl odpisů na tržbách	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%
ZM po odpisech před daní	22,9%	23,0%	23,1%	23,0%	23,0%
ZM po dani	18,5%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%

Zdroj: Vlastní zpracování

⁵¹ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 129, ISBN 978-80-86929-67-5.

4.2.4 Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza ziskové marže zdola je kalkulována z prognózy nejvýznamnějších výnosových a nákladových položek. Počítá se z minulého vývoje podílu jednotlivých položek na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb a na základě minulého vývoje analyzuji její budoucí vývoj. K výpočtu je tedy potřeba najít faktory, které ovlivňují výnosové a nákladové položky a určit, jak se budou vyvíjet v následujících letech. Z toho postupu pak určím předpověď jednotlivých položek výsledovky a prognózu celkové ziskové marže pro podnik.

Odůvodnění prognózy nákladových položek pro prognózu ziskové marže zdola

Tržby – prognóza tržeb je uvedena v kapitole Strategické analýzy.

Další položkou v rámci prognózy ziskové marže zdola bývají **Náklady na prodané zboží**. Tuto veličinu má však společnost během sledovaného období nulovou, nebudu s těmito náklady tedy kalkulovat a to ani během první a druhé fáze.

Největší položkou na straně nákladů v rámci kalkulace ZM zdola je **Spotřeba materiálu a energie**. Během konce sledovaného období tato položka mírně klesla, průměrná hodnota za celé období byla 40,25%. Poslední rok sledovaného období byla hodnota spotřeby 40,66%. Na základě minulého vývoje volím mírný pokles na 40,3% v prvním roce a 40,2% v následujících letech.

Druhou nejvýznamnější nákladovou položkou jsou **Osobní náklady**. Tato položka během sledovaného období nejdříve klesala a poté rostla. Protože průměrnou hodnotou byla 21,35% a ke konci období byla hodnota 23,27% z tržeb, volím pro první fázi podíl osobních nákladů na 23,30%. Taktéž vzhledem k makroekonomické analýze se dá předpokládat mírný růst této položky.

Další položkou jsou **Služby**. Tato položka vykazuje mírný růst, proto volím hodnotu 8,8%.

Méně významnou položkou jsou **Daně a poplatky**. Tato veličina vykazuje relativně konstantní trend, proto zde volím hodnotu 0,69 % a to na úrovni průměru sledovaného období a s ohledem na hodnotu v posledním roce.

Středně významnou položkou jsou **Ostatní provozní náklady**. Tato položka během období vykazuje mírně klesající trend, s ohledem na opatrnost volím pro další období hodnotu 0,3%.

Tabulka 34 Zisková marže zdola (v tis. Kč, v %)

	2012	2013	2014	2015	2016
Služby	14 538	18 272	17 515	20 094	20 652
<i>Podíl</i>	6,07%	7,34%	6,87%	8,23%	8,87%
Spotřeba materiálu a energie	85 802	98 191	107 096	105 708	94 708
<i>Podíl</i>	35,81%	39,44%	42,04%	43,30%	40,66%
Osobní náklady	52 491	51 475	50 646	51 319	54 203
<i>Podíl</i>	21,90%	20,67%	19,88%	21,02%	23,27%
Daně a poplatky	1 258	1 340	1 644	1 744	1 683
<i>Podíl</i>	0,52%	0,54%	0,65%	0,71%	0,72%
Ostatní provozní náklady	219	597	230	478	-852
<i>Podíl</i>	0,09%	0,24%	0,09%	0,20%	-0,37%
KPVH před daní	73 506	74 943	65 017	56 371	54 915
Zisková marže zdola	35,46%	34,02%	29,67%	27,03%	28,06%
	2017	2018	2019	2020	2021
Služby	20 990	21 683	22 312	23 070	23 578
<i>Podíl</i>	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%	8,80%
Spotřeba materiálu a energie	96 126	99 052	101 924	105 390	107 708
<i>Podíl</i>	40,30%	40,20%	40,20%	40,20%	40,20%
Osobní náklady	55 577	57 411	59 076	61 084	62 428
<i>Podíl</i>	23,30%	23,30%	23,30%	23,30%	23,30%
Daně a poplatky	1 656	1 710	1 760	1 820	1 860
<i>Podíl</i>	0,69%	0,69%	0,69%	0,69%	0,69%
Ostatní provozní náklady	716	739	761	786	804
<i>Podíl</i>	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
KPVH před daní	54 515	56 789	58 631	60 366	61 693
Zisková marže zdola	27,23%	27,31%	27,30%	27,09%	27,08%

Zdroj: Vlastní zpracování

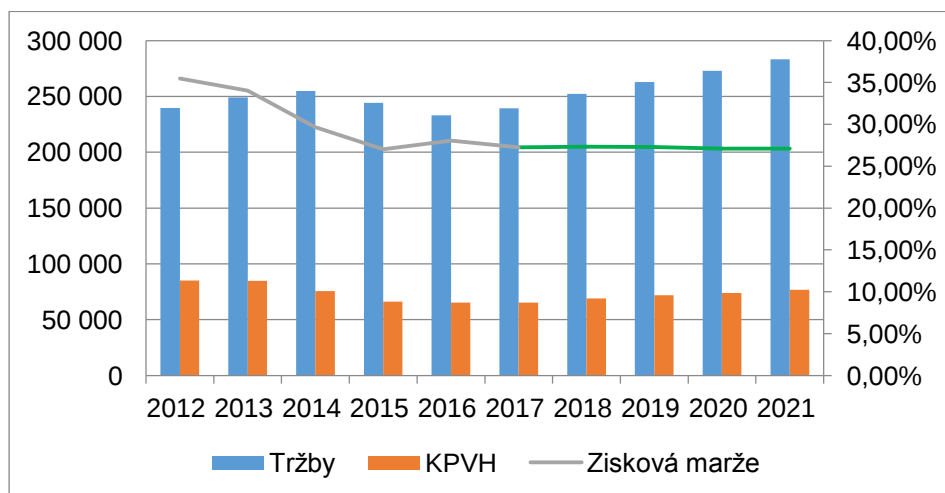
4.2.5 Sladění prognózy ziskové marže zdola a shora

Protože je provozní zisková marže velice důležitým generátorem hodnoty, došla jsem k jejímu spočítání dvěma způsoby, viz předchozí kapitoly. Z pohledu oceňování lze za důležitější považovat prognózu ziskové marže shora⁵². Jak se v odborných publikacích píše, je nutné, tyto dva způsoby sladit. Sladění těchto hodnot proběhlo již v kalkulaci v rámci předchozích kapitol. Obě tyto marže lze tedy považovat za finální veličiny generátorů hodnoty.

Vývoj tržeb, KPVH a marže za minulost a prognózu shrnuje následující graf.

⁵² MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 128, ISBN 978-80-86929-67-5.

Graf 17 Vývoj tržeb, KPVH a ZM podniku Asap a jejich prognóza (v tis. a %)



Zdroj: Vlastní zpracování

4.2.6 Investice do pracovního kapitálu

Pracovní kapitál pro účely plánování podniku a následného ocenění je vhodný upravit tak, aby lépe odpovídal našim požadavkům. Od oběžných aktiv se v tomto případě odečítá pouze krátkodobý úročený kapitál. Kritériem zde není primárně doba splatnosti tohoto kapitálu, ale skutečnost, zdali jsme schopni na tento kapitál kalkulovat náklady. Vzorec tedy pro výpočet pracovního kapitálu bude následující⁵³:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{Krátkodobý finanční majetek provozně nutný} \\
 &\quad + \text{Zásoby} \\
 &\quad + \text{Pohledávky} \\
 &\quad - \text{Neúročené závazky} \\
 &\quad + \text{Časové rozlišení aktivní} \\
 &\quad - \text{Časové rozlišení pasivní}
 \end{aligned}$$

Pracovní kapitál

Pracovní kapitál pro první fázi se počítá pomocí doby obratu jednotlivých složek pracovního kapitálu. Prakticky se tedy jedná o to, že každou veličinu, která mi vstupuje do výpočtu pracovního kapitálu, dám do podílu k tržbám a vydělím 365 dny. Tato kalkulace mi umožní naplánovat jednotlivé položky a to s ohledem na tržby a faktory, které ovlivňují právě dobu obratu. Pro přehlednost uvádím použitý vzorec:

$$\text{Doba obratu} = (\text{Položka pracovního kapitálu} / \text{Tržby}) / 365$$

Následující tabulka shrnuje vývoj za minulost za poslední dva roky sledovaného období (celá minulost viz příloha) a prognózovaný vývoj do budoucnosti. Zdůvodnění následuje pod tabulkou.

⁵³ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 132, ISBN 978-80-86929-67-5.

Tabulka 35 Doba obratu jednotlivých položek pracovního kapitálu

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby celkem	18,6	22,6	23,5	23,5	23,5	23,5	23,5
Materiál	13,8	18,0	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Zboží	4,8	4,6	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Pohledávky za odběrateli	44,0	54,3	56,4	56,4	56,4	56,5	56,6
Pohledávky z obchodních vztahů	33,0	41,4	43,0	43,0	43,0	43,0	43,0
Pohledávky - podstatný vliv	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Pohledávky - ostatní	10,1	12,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Krátkodobé závazky neúročené celkem	16,6	20,6	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
Závazky z obchodního styku	6,1	10,1	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Závazky k zaměstnancům	2,9	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Závazky ze soc. zabezpečení	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Stát - daňové závazky a dotace	2,2	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Krátkodobé přijaté zálohy	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Závazky - podstatný vliv	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Závazky ke společníkům	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dohadné účty pasivní	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro prognózu pracovního kapitálu jsem neshledala žádné důležité skutečnosti, které by mi změnilly výrazně doby obratu jednotlivých položek, a proto jsem nechala prognózované doby obratu plynule navázané na minulých hodnotách.

Doba obratu zásob během sledovaného období vzrostla téměř na dvojnásobek. Nejvyšší nárůst zaznamenala především položka materiálu (z 8,9 v roce 2012 na 18 v roce 2016). Společnost vykazuje nárůst materiálu v rozvaze během celého období, proto volím vyšší hodnotu doby obratu zásob a to 23,5.

Další položkou vstupující do výpočtu pracovního kapitálu jsou **Pohledávky**. Vzhledem k vzrůstající době obratu jsem zvolila z opatrnosti a s ohledem na rostoucí trend hodnotu nad průměr celého období a to 56,4-56,6.

Závazky, ať už největší podpoložka – Závazky z obchodního styku, či druhá největší – Závazky k zaměstnancům, rostly – rozhodla jsem se zachovat trend a určila dobu obratu závazků dohromady na úrovni 21,8 (rozpad viz tabulka).

Ukazatel obratu jsem použila u většiny položek (viz předchozí odstavce), ale u některých položek jsem nemohla na základě dostupných zdrojů tento postup zvolit z důvodu chybějící vhodné základy pro kalkulaci tohoto výpočtu. Zvolila jsem tedy výpočet z procenta tržeb. U peněžních prostředků jsem zvolila ještě jiný způsob a to ukazatel likvidity prvního stupně upravené stejně jako v případě rozdělení provozně nutného a nenutného majetku - tato hladina peněžních prostředků by tedy měla odpovídat úrovni provozně nutných peněžních prostředků.

Závěrem k analýze jednotlivých složek pracovního kapitálu mohu konstatovat, že vývoj položek je relativně stabilní a prognóza taktéž.

Na základě analýzy a prognózování jednotlivých položek PK byly dopočteny následující tabulky. Absolutní hodnoty jsem doplnila o srovnání růstu PK s růstem tržeb daného období. Výsledkem je koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK. Koeficient náročnosti za prognózované období je na rozdíl od minulého vývoje kladný z důvodu rostoucích tržeb. Je zde tedy zřejmá významnost jednotlivých položek PK k tržbám.

Tabulka 36 Jednotlivé položky pracovního kapitálu za minulosti (v tis. Kč)

Pracovní kapitál	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	7 724	11 893	12 254	12 453	14 443
Pohledávky	27 256	26 024	29 939	29 418	34 674
Peněžní prostředky provozně nutné	5 405	6 382	6 946	5 923	7 749
Časové rozlišení aktiv	297	294	78	358	118
Krátkodobé závazky neúročené	10 154	11 989	13 048	11 126	13 117
Časové rozlišení pasiv	0	0	60	7	7
Upravený pracovní kapitál	30 528	32 604	36 109	37 019	43 860
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	-70,1%				

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 37 Prognóza jednotlivých položek pracovního kapitálu (v tis. Kč)

Pracovní kapitál	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	15 357	15 864	16 324	16 879	17 573
Pohledávky	36 857	38 074	39 178	40 582	41 548
Peněžní prostředky provozně nutné	8 412	8 690	8 942	9 246	9 450
Časové rozlišení aktiv	118	118	118	118	118
Krátkodobé závazky neúročené	14 240	14 710	15 136	15 651	15 995
Časové rozlišení pasiv	7	7	7	7	7
Upravený pracovní kapitál	46 498	48 029	49 419	51 167	52 687
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	21,0%				

Zdroj: Vlastní zpracování

4.2.7 Investice do dlouhodobého majetku

Již v předchozí kapitole bylo zmíněno, že veškerý dlouhodobý majetek je provozně nutný. Vzhledem k nulové komunikaci s podnikem, a tedy neseznámení se s podnikovým investičním plánem, jsem zvolila přístup založený na odpisech a bližší analýze jednotlivých položek dlouhodobého majetku a srovnání konkurence.

Společnost neeviduje v posledních pěti letech žádný **Dlouhodobý nehmotný majetek (Ocenitelná práva, Software, Ostatní nehmotný majetek)**. Vzhledem k této skutečnosti nepředpokládám nové investice do dlouhodobého nehmotného majetku.

Další položkou DM je **Dlouhodobý hmotný majetek**. U položky **Pozemky** není předpoklad dalších investic. Podle veřejně dostupných zdrojů společnost vlastní pozemek, na kterém zpracovává odpady, a tedy neuvažují nad plánováním investic do tohoto druhu majetku. Další položkou jsou **Stavby**. Vzhledem

k charakteru a klesající hodnotě této položky, která nepokryje oprávky a úbytky, očekávám budoucí investici většího rozsahu nejméně na úrovni rozsáhlého technického hodnocení. Třetí položkou spadající do DHM jsou **Hmotné movité věci**. Do této položky se řadí veškeré větší technické vybavení na zpracování surovin a výrobu produktů. Tato položka během sledovaného období narůstala každým rokem a vzhledem k výrobnímu zaměření a vývoji této položky očekávám i do budoucího období nárůst investice do Hmotných movitých věcí.

Poslední položkou DM je **Dlouhodobý finanční majetek**. Výše DFM je za poslední čtyři roky beze změny a s ohledem na povahu podnikání společnosti nepředpokládám další investici do DFM.

Dle odborné literatury je vhodným nástrojem pro predikci investic do DM koeficient investiční náročnosti tržeb na investice brutto.⁵⁴ Vzhledem k žádným informacím od managementu společnosti, jsem se rozhodla přistoupit k predikci investic pomocí tohoto ukazatele a na základě srovnání s konkurencí. Plánování je tedy založeno na minulém vývoji brutto investic, odpisech a s přihlédnutím k vývoji ostatních zkoumaných ukazatelů.

Nejdříve jsem se podívala na velikost podílu Investic do DM k celkovým Tržbám a srovnala tento podíl s konkurencí.

Tabulka 38 Investice do DM/Tržby (v %)

	2013	2014	2015	2016	Průměr podniku
Agris s.r.o.	2,37	5,58	4,88	6,79	4,91
Asavet a.s.	6,51	4,26	6,40	5,62	5,70
Sap Mimoň s.r.o.	6,38	2,08	5,28	3,49	4,31
Mat s.r.o.	14,60	1,53	8,61	2,26	6,75
Vetas s.r.o.	3,56	1,71	10,31	11,95	6,88
Vapo s.r.o.	5,33	3,50	2,90	1,48	3,30
Asap s.r.o.	2,87	3,58	2,85	4,74	3,51
Průměr odvětví	6,46	3,11	6,40	5,26	5,31

Zdroj: Vlastní zpracování

V porovnání s konkurencí Oceňovaný podnik investuje do DM méně než konkurenční podniky. Jedním z důvodů mohou být větší hodnoty celkových tržeb, pokud se ale podíváme na podnik Asavet, který dosahuje ještě větších tržeb, dospějeme k závěru, že investice do DM vůči Tržbám tohoto podniku dosahují vyšších hodnot. Z toho by se dalo očekávat, že Oceňovaný podnik můžou čekat v budoucích letech větší investice, protože dosavadní míra investic nemusí být dostatečná. Tabulka níže představuje sestavení investic do DM na základě dostupných informací, vynechány jsou informace o nehmotném majetku, který je nulový. Investice brutto jsou predikovány na základě minulosti, odpisy byly spočteny s předpokladem klasického odpisového plánu – stavby (pro průmysl, nebytové prostory) se odepisují

⁵⁴ MAŘÍK, Miloš, ed. Současné problémy oceňování podniku s důrazem na fúze a akvizice: sborník z mezinárodní konference konané při příležitosti 50. výročí založení Vysoké školy ekonomické v Praze dne 6. října 2003. V Praze: Vysoká škola ekonomická, Nakladatelství Oeconomica, 2003.str. 119-121, ISBN 80-245-0553-3.

třicet let (odpisová skupina 5), hmotné movité věci (většina pracovních strojů) pět let (odpisová skupina 2)⁵⁵ a s ohlednutím na jejich proporce za sledované období 2012 – 2016.

Tabulka 39 DM za sledované období

	2012	2013	2014	2015	2016
Stavby	42 011	39 531	36 347	33 154	30 075
Odpisy	3 824	3 255	3 522	3 204	3 482
Investice netto	0	-2 480	-3 184	-3 193	-3 079
Investice brutto	0	775	338	11	403
I netto/ Tržby	0,00%	-1,00%	-1,25%	-1,31%	-1,32%
I brutto / Tržby	0,00%	0,31%	0,13%	0,00%	0,17%
DM/ Tržby	17,53%	15,88%	14,27%	13,58%	12,91%
Koeficient náročnosti tržeb na I brutto	0,16%				

	2012	2013	2014	2015	2016
Hmotné movité věci	11 898	11 762	13 498	14 134	17 834
Odpisy	7 649	6 510	7 045	6 409	6 965
Investice netto	0	-136	1 736	636	3 700
Investice brutto	0	6 374	8 781	7 045	10 665
I netto/ Tržby	0,00%	-0,05%	0,68%	0,26%	1,59%
I brutto / Tržby	0,00%	2,56%	3,45%	2,89%	4,58%
DM/ Tržby	4,97%	4,72%	5,30%	5,79%	7,66%
Koeficient náročnosti tržeb na I brutto	3,35%				

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 40 Prognóza DM

	2017	2018	2019	2020	2021
Stavby	29 463	28 785	28 040	27 228	26 350
Odpisy	3 482	3 505	3 527	3 549	3 620
Investice netto	-612	-678	-745	-812	-878
Investice brutto	2 871	2 826	2 782	2 737	2 742
I netto/ Tržby	-0,26%	-0,28%	-0,29%	-0,31%	-0,33%
I brutto / Tržby	1,20%	1,15%	1,10%	1,04%	1,02%
DNM/ Tržby	12,35%	11,68%	11,06%	10,39%	9,83%
Koeficient náročnosti tržeb na I brutto	0,93%				

	2017	2018	2019	2020	2021
Hmotné movité věci	19 253	21 005	23 737	26 402	29 666
Odpisy	6 965	7 009	7 054	7 098	7 240
Investice netto	1 419	1 752	2 733	2 665	3 264
Investice brutto	8 383	8 761	9 786	9 763	10 504
I netto/ Tržby	0,59%	0,71%	1,08%	1,02%	1,22%
I brutto / Tržby	3,51%	3,56%	3,86%	3,72%	3,92%
DHM/ Tržby	8,07%	8,52%	9,36%	10,07%	11,07%
Koeficient náročnosti tržeb na I brutto	3,72%				

Zdroj: Vlastní zpracování

⁵⁵ iÚčto.cz. Zařazení majetku do odpisových skupin a doba odepisování [online]. © 2019 iÚčto.cz [cit. 07.04.2019]. Dostupné z: <https://www.iucto.cz/priklady-zarazeni-majetku-do-odpisovych-skupin-a-doba-odepisovani/>

4.2.8 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Následující tabulka shrnuje prognózu a vývoj za minulost výpočtu KPVH a marže po odpisech a dani.

Tabulka 41 Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a po upravené dani

	2012	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	59 540	60 704	52 664	45 661	44 481
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	24,85%	24,38%	20,67%	18,70%	19,10%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani		-7,0%			
	2017	2018	2019	2020	2021
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	44 157	45 999	47 491	48 897	49 972
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	18,51%	18,67%	18,73%	18,65%	18,65%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani		2,4%			

Zdroj: Vlastní zpracování

Rentabilita provozně investovaného kapitálu v minulosti klesala, ale i přesto dosahuje nadprůměrných hodnot, než bývá u podniků obvyklé. Vývoj za minulosti a prognózu rentability investovaného kapitálu shrnuje následující tabulka. Změnu daňové sazby predikce nepředpokládá.

Tabulka 42 Provozně nutný investovaný kapitál a rentabilita investovaného kapitálu

	2012	2013	2014	2015	2016
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	115 693	115 153	117 210	115 460	122 922
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	X	2,15	2,21	2,08	2,02
Rentabilita investovaného kapitálu	X	52,47%	45,73%	38,96%	38,53%
	2017	2018	2019	2020	2021
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	126 367	128 971	132 349	135 950	139 855
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	1,94	1,95	1,97	1,98	1,97
Rentabilita investovaného kapitálu	35,92%	36,40%	36,82%	36,95%	36,76%

Zdroj: Vlastní zpracování

4.2.9 Způsob financování

Podnik není již několik let financován žádným dlouhodobým bankovním úvěrem. Společnost taktéž nevyužívá ani krátkodobých úvěrů. Předpokládá se stejný vývoj i do období první a druhé fáze.

5 Finanční plán

K ocenění pomocí výnosové metody bezpochyby patří i vytvoření finančního plánu. Kompletní finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů – výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Z předchozí kapitoly, generátorů hodnoty, máme již naplánované některé významné položky hlavního provozu podniku – tržby, ziskovou marži, výši pohledávek, závazků, zásob a také prognózu investic do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

Pro tvorbu finančního plánu byla podle platné legislativy České republiky použita sazba z příjmů právnických osob ve výši 19%. S touto sazbou je počítáno pro všechny roky první i druhé fáze.

Položka *Výplata dividend a podílů na zisku* kalkuluje s hodnotou podobnou za sledované období jako podíl k VH. Výnos z dlouhodobého finančního majetku ve formě podílů je plánován na průměrné hodnotě za sledované období.

Finanční plán (i následné ocenění) je kalkulován za podmínky *going concern*.

Ocenění společnosti je na principu *stand alone* = v ocenění nejsou zohledněny žádné (přímé ani nepřímé) synergie.

Finanční plán vychází z účetních výkazů za období 2012-2016, je kalkulován pro období 1. fáze pro roky 2017 – 2021 (tedy pětileté období, zdůvodnění bylo již uvedeno v předchozí části práce) a od 1. 1. 2022 je odhadnuta 2. fáze společnosti = pokračující hodnota.

5.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Výkaz zisku a ztrát na úrovni KPVH je ve velké míře výsledkem kapitoly Generátory hodnoty.

Pro potřeby výpočtu výkazu CF bylo nutné ještě upravit finanční CF o diferenci mezi daní vypočítanou z KPVH a daně vycházející z VH za účetní období. Dále byla do výpočtu provozního CF začleněna i změna provozních peněz tak, že stav PP na počátku a konci období zobrazuje jen výši neprovozně nutných PP. Čistý peněžní tok z provozní činnosti se rovná peněžnímu toku pro účely ocenění výnosovou metodou. Vzhledem k nulové hodnotě dlouhodobých úvěrů za minulost, nejsou ani v prognóze plánována dlouhodobá cizí financování v podobě úvěrů (již také řešeno v kapitole generátory hodnoty), můžeme tedy čistý finanční tok z provozní činnosti považovat rovnou jako FCFE – tedy peněžní tok pro vlastníky.

Tabulka 43 Plán - Výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč)

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stav PP na počátku období	134 763	126 907	128 601	131 345	133 486	135 609
Peněžní toky z provozní činnosti						
KPVH před zdaněním	54 915	54 515	56 789	58 631	60 866	62 193
Daň připadající na KPVH z pr. Činnosti	10 434	10 358	10 790	11 140	11 565	11 817
KPVH po zdanění	44 481	44 157	45 999	47 491	49 302	50 377
Úpravy o nepeněžní operace	9 595	11 163	11 253	11 341	11 433	11 664
Odpisy dlouhodobého majetku (pr. nutného)	10 447	10 447	10 514	10 580	10 647	10 860
Změna zůstatků rezerv	-852	716	739	761	786	804
Úpravy oběžných aktiv (pr. nutných)	-6 841	-2 638	-1 531	-1 390	-1 748	-1 520
Změna stavu provozně nutných peněz	-1 826	-663	-278	-252	-304	-203
Změna stavu pohledávek	-5 016	-2 183	-1 216	-1 104	-1 404	-966
Změna stavu krátkodobých závazků	1 991	1 123	470	427	515	344
Změna stavu zásob	-1 990	-914	-507	-460	-555	-694
Pen.tok z prov. činnosti celkem	47 235	52 682	55 721	57 442	58 987	60 521
Investice do provozně nutného majetku	-11 068	-11 254	-11 587	-12 568	-12 500	-13 246
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	36 167	41 428	44 134	44 874	46 487	47 275
Náklady na cizí kapitál	0	0	0	0	0	0
Peněžní toky z nenutného majetku						
Příjmy z nepr. a mimoř. Příjmy	177	82	82	82	82	82
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky z účtu u banky	101	101	101	101	101	101
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	677	-19	-19	-19	-19	-19
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	-601	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z nenutného maj.	177	82	82	82	82	82
Peněžní toky z finanční činnosti						
Dopady změn vlastního kapitálu	-44 200	-39 815	-41 473	-42 815	-44 445	-45 413
Výplata dividend a podílů ze zisku	-44 200	-39 815	-41 473	-42 815	-44 445	-45 413
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-44 200	-39 815	-41 473	-42 815	-44 445	-45 413
Peněžní tok celkem	-7 856	1 695	2 743	2 141	2 124	1 944
Stav PP na konci období	126 907	128 601	131 345	133 486	135 609	137 553

Zdroj: Vlastní zpracování

Postup pro výpočet FCF pro vlastníky můžeme obecně definovat jako:

Tabulka 44 Kalkulace FCFE

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCFF (volný peněžní tok do firmy)
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok x (1-d)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE (volný peněžní tok pro vlastníky)

Z uvedené kalkulace je zřejmé, že v případě ocenění podniku se bude FCFF rovnat FCFE, protože ve finančním plánu společnosti nejsou v budoucnu žádné splátky úvěrů, úroky ani předpoklad přijmutí úročené půjčky.

5.2 Výkaz o peněžních tocích

Kromě výsledku hospodaření minulých let lze ostatní položky plánovaného výkazu o peněžních tocích dopočítat na základě předchozích informací. Výplata podílů na zisku odpovídá průměrnému poměru ze zisku ze sledovaného období a zároveň nikdy nepřevýší takovou úroveň, aby stav PP na konci období nikdy nebyl menší, než výše provozně nutných PP. Přijaté podíly z dlouhodobého finančního majetku jsou na úrovni průměru za minulost pro první část prognózy, pro druhou o jednu třetinu sníženy z důvodu opatrnosti.

Tabulka 45 Plán – výkaz o peněžních tocích (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží	232 936	238 526	246 398	253 543	262 164	267 931
Náklady vynaložené na Služby	20 652	20 990	21 683	22 312	23 070	23 578
Spotřeba materiálu a energie	94 708	96 126	99 052	101 924	105 390	107 708
Osobní náklady	54 203	55 577	57 411	59 076	61 084	62 428
Odpisy	10 447	10 447	10 514	10 580	10 647	10 860
Daně a poplatky	1 683	1 656	1 710	1 760	1 820	1 860
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	-852	716	739	761	786	804
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	2 820	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
Korigovaný provozní VH před daní	54 915	54 515	56 789	58 631	60 866	62 193
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky z účtu u banky	101	101	101	101	101	101
Mimořádný výsledek hospodaření	-601	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření před daní	54 415	54 616	56 890	58 732	60 967	62 294
Daň	9 757	10 377	10 809	11 159	11 584	11 836
Výsledek hospodaření po dani	44 658	44 239	46 081	47 573	49 384	50 458

Zdroj: Vlastní zpracování

5.3 Rozvaha

Všechny položky plánované rozvahy lze dopočítat na základě předchozího výkladu.

Tabulka 46 Finanční plán – rozvaha (v tis. Kč)

A K T I V A	2016	2017	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	263 755	269 215	275 033	280 977	287 145	293 264
Dlouhodobý majetek	79 062	79 869	80 942	82 930	84 783	87 169
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	49 964	50 771	51 844	53 832	55 685	58 071
Pozemky	2 055	2 055	2 055	2 055	2 055	2 055
Stavby	30 075	29 463	28 785	28 040	27 228	26 350
Hmotné movité věci	17 834	19 253	21 005	23 737	26 402	29 666
Dlouhodobý finanční majetek	29 098	29 098	29 098	29 098	29 098	29 098
a) Provozně potřebný	29 098	29 098	29 098	29 098	29 098	29 098
b) Provozně nepotřebný:	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	184 575	189 228	193 972	197 929	202 244	205 977
Zásoby	14 443	15 357	15 864	16 324	16 879	17 573
Materiál	11 512	12 090	12 489	12 851	13 288	13 609
Zboží	2 931	3 267	3 375	3 473	3 591	3 964
Krátkodobé pohledávky	34 674	36 857	38 074	39 178	40 510	41 401
Pohledávky z obchodních vztahů	26 405	28 100	29 028	29 869	30 885	31 565
Pohledávky - podstatný vliv	580	588	608	625	646	661
Pohledávky – ostatní	7 689	8 169	8 438	8 683	8 978	9 176
Peněžní prostředky	135 458	137 014	140 035	142 428	144 856	147 003
a) Provozně potřebné	7 749	8 412	8 690	8 942	9 246	9 450
b) Provozně nepotřebné	127 709	128 601	131 345	133 486	135 609	137 553
Časové rozlišení aktiv	118	118	118	118	118	118
P A S I V A	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PASIVA CELKEM	263 755	269 215	275 033	280 977	287 145	293 264
Vlastní kapitál	249 940	254 364	258 972	263 730	268 668	273 714
Základní kapitál	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100
Ážio a kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	1 521	1 521	1 521	1 521	1 521	1 521
Výsledek hospodaření minulých let	194 859	200 504	203 270	206 536	209 664	213 634
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+-)	45 460	44 239	46 081	47 573	49 384	50 458
Cizí zdroje	13 808	15 646	16 855	18 043	19 344	20 492
Rezervy	691	1 407	2 146	2 906	3 693	4 497
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	13 117	14 240	14 710	15 136	15 651	15 995
Bankovní úvěry krátkodobé - úročený CK	0	0	0	0	0	0
Závazky z obchodních vztahů	6 438	7 188	7 426	7 641	7 901	8 075
Závazky k zaměstnancům	2 004	2 091	2 160	2 223	2 298	2 349
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. poj.	1 213	1 300	1 343	1 382	1 429	1 461
Stát - daňové závazky a dotace	1 219	1 372	1 418	1 459	1 508	1 542
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	543	653	675	695	718	734
Krátkodobé přijaté zálohy	586	588	608	625	646	661
Závazky - podstatný vliv	566	516	533	549	567	580
Závazky ke společníkům	540	529	547	563	582	595
Dohadné účty pasivní	8	0	0	0	0	0
Časové rozlišení pasiv	7	7	7	7	7	7

Zdroj: Vlastní zpracování

5.4 Finanční analýza a vyhodnocení finančního plánu

Jako vhodným závěrem této kapitoly je finanční analýza a vyhodnocení finančního plánu. Následuje zobrazení podílů jednotlivých složek finanční analýzy, kde je pro přehled uvedena nejen finanční analýza plánu, ale i poslední rok sledovaného období.

Tabulka 47 Finanční analýza finančního plánu (podíly, v %)

Ukazatel	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Likvidita						
Pohotová likvidita	12,97	12,21	12,11	12,00	11,84	11,78
Běžná likvidita	14,07	13,29	13,19	13,08	12,92	12,88
Zadluženost						
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	94,8%	94,2%	93,9%	93,6%	93,3%	93,0%
Úrokové krytí	x	x	x	x	x	x
Průměrná doba splácení dluhů (roky)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Rentabilita účetní						
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	20,6%	20,2%	20,6%	20,8%	21,2%	21,2%
Rentabilita vlastního kapitálu po dani	17,9%	17,4%	17,8%	18,0%	18,4%	18,4%
Rentabilita tržeb po dani	19,2%	18,5%	18,7%	18,8%	18,8%	18,8%
Rentabilita tržeb z provozního zisku	23,6%	22,9%	23,0%	23,1%	23,2%	23,2%
Rentabilita tržeb z provozního cash flow	20,4%	22,1%	22,6%	22,7%	22,5%	22,6%
Rentabilita hlavního provozu						
Rentabilita tržeb z KPVH po dani (ZM)	19,1%	18,5%	18,7%	18,7%	18,8%	18,8%
Rentabilita prov.n. investovaného K z KPVH	38,5%	35,9%	36,4%	36,8%	37,3%	37,1%
Aktivita						
Doba obratu zásob (dny)	22,6	23,5	23,5	23,5	23,5	23,9
Doba obratu pohledávek (dny)	54,3	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Doba obratu obchodních závazků (dny)	20,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4

Zdroj: Vlastní zpracování

Likvidita v rámci prognózy bude mírně klesat. ROE zaznamená mírný nárůst, pak se růst ale pozastaví a dojde ke stabilizaci. Nepředpokládá se vznik dlouhodobých úvěrů, ale nárůst rezerv a krátkodobých závazků – nárůst se projeví v mírném poklesu podílu vlastního kapitálu na CK.

Finanční plán je sestaven na pětileté období a plně pokrývá období první fáze. Na sestavení finančního plánu byly využity pouze veřejně dostupné informace. Podle autorky poskytuje věrný ekonomický obraz hospodaření společnosti a je reálný.

Finanční plán odpovídá dosavadnímu vývoji společnost Asap a vykazuje stabilní vývoj ukazatelů. Finanční plán se skládá z položek na provozně nutné úrovni.

6 Ocenění

Po sestavení strategické analýzy, finanční analýzy, generátorů hodnoty a finančního plánu je možné přejít k závěrečné části práce a to k samotnému ocenění společnosti Asap s.r.o. Na základě závěrů předchozích kapitol je možné považovat oceňovaný podnik za finančně zdravý, konkurenceschopný a schopný udržet si určitý tržní podíl a rentabilitu do budoucího období. Závěrem těchto analýz také bylo stanovisko, že podnik splňuje předpoklad *going concern*.

Pro účely ocenění se doporučuje vybrat alespoň dvě metody ocenění, přičemž by neměly být na stejném základu (např. se vylučuje použít metodu DCF entity a DCF equity). Výsledkem ocenění bude tržní hodnota a pro účely ocenění jsem zvolila jako hlavní oceňovací metodu v podobě DCF Equity a jako vedlejší metoda je použita metoda tržního porovnání a to konkrétně metoda odvětvových multiplikátorů.

6.1 Ocenění na základě metody DCF Equity

Základní výnosovou metodou je metoda diskontovaných peněžních toků tzv. metoda DCF. Spočívá v diskontování budoucích volných peněžních toků, které z podniku plynou. „*Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku)*.“⁵⁶

Pro ocenění byla zvolena metoda DCF Equity - metoda vycházející z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získám přímo hodnotu vlastního kapitálu (Hn).

Ať použiji jakoukoliv variantu metody DCF, vždy bych měla dojít ke stejné výsledné hodnotě podniku. Nejčastěji používaná metoda v praxi světových oceňovacích firem bývá varianta DCF entity. Já jsem si pro výpočet zvolila méně obvyklou variantu DCF equity. DCF equity jsem si vybrala proto, že oceňuji podnik, který nevyužívá financování dlouhodobých cizích zdrojů (ani to neplánuji do budoucna v rámci finančního plánu) a hodnota společnosti je tvořena přímo pro vlastníky. Tento způsob výpočtu by tak mohl mít pro vedení podniku vyšší vypovídací hodnotu.

Veškeré postupy a výpočty jsou provedeny pro metodu DCF Equity na základě vzorců z odborné literatury a to konkrétně z knih pana profesora Maříka.⁵⁷

Použiji metodu tzv. dvoufázovou, to znamená, že celková hodnota společnosti se bude skládat ze současné hodnoty budoucích volných peněžních toků pro vlastníky v 1. fázi a současné hodnoty druhé fáze (pokračující hodnoty), která začíná prvním dnem po konci 1. fáze a pokračuje do nekonečna. Současná hodnota budoucích volných toků bude kalkulována k datu ocenění, tj. k 1. 1. 2017. Zdůvodnění volby délky první fáze bylo již v předchozí části práce.

⁵⁶ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., ISBN 978-80-86929-67-5.164

⁵⁷ Tamtéž.

Následující tabulka shrnuje již konkrétní hodnoty FCFE pro 1. fázi (podrobnější výpočet viz Finanční plán):

Tabulka 48 FCFE pro první fázi (v tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020	2021
FCFE	41 428	44 134	44 874	46 487	47 275

Zdroj: Vlastní zpracování

6.1.1 Náklady vlastního kapitálu

Základem pro správnou kalkulaci současné hodnoty FCF je dobře zvolená diskontní míra. Vzhledem k tomu, že jsem si vybrala ocenění na úrovni vlastníků, použiju pro kalkulaci diskontní míry náklady vlastního kapitálu. Náklady vlastního kapitálu je vždy třeba očistit o vliv zadlužení podniku, nicméně v případně ocenění našeho podniku je tento požadavek zbytečný, jelikož společnost nevyužívá ani neplánuje využívat úročené dluhové nástroje.

Pro účely kalkulace diskontní míry jsem se rozhodla použít model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model, tedy CAPM). Tento model podle mě je nejvhodnější pro daný účel a nejlépe zobrazuje realitu tak, že se použije rozvinutý kapitálový trh (ve své práci budu vycházet z dat z trhu USA) a díky tomu se lépe odstraní možné abnormality ve vstupních datech. Protože potřebuju ale aplikovat diskontní míru na český trh, upravím daný model o přírážky a srážky pro naši oblast.

Kalkulace CAPM bude vypadat následovně:⁵⁸

$$n_{vk} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3 + R_4$$

n_{vk}	náklady na vlastní kapitál
r_f	bezriziková úroková míra
RPT	riziková prémie kapitálového trhu (USA)
RPZ	riziková prémie země (ČR)
β	nezadlužená beta
R1	přirážka pro malé společnosti
R2	přirážka pro společnosti s nejasnou budoucností
R3	přirážka za nižší likviditu

Jednotlivé položky pro kalkulaci CAPM:

Bezriziková výnosová míra

S ohledem na problém použití nediferencované bezrizikové míry jsem se rozhodla použít diferencovanou bezrizikovou úrokovou míru a to v podobě výnosu bezrizikového dluhopisu do doby splatnosti.⁵⁹

Nediferencovaná bezriziková míra sice v praxi převládá, ale její použití je možné pouze tehdy, pokud je výnosová křivka plochá.

⁵⁸ 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.

⁵⁹ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011., str. 285. ISBN 978-80-86929-80-4

Pro získání dat jsem využila přístup na stránkách Patria Plus.⁶⁰ Pro období první fáze jsem pro každý jednotlivý rok dopočítala diferenciovaně bezrizikovou úrokovou míru na základě swapů. Swapová úroková míra je kalkulovaná jako průměr mezi *bid* a *ask*; podle délky první fáze byly kalkulovány USD swapy se splatností od jednoho roku do pěti a to k datu ocenění (31. 12. 2016). Z těchto úrokových měr jsem dopočítala spotové a termínované míry⁶¹.

Tabulka 49 Výpočet diferencované bezrizikové úrokové míry pro 1. fázi (v %)

Splatnost	Swapová míra	Spotová míra	Rf (Termínová míra)
1	1,18	1,18	1,18
2	1,44	1,44	1,70
3	1,66	1,66	2,11
4	1,82	1,83	2,34
5	1,95	1,96	2,50

Zdroj: Patria Plus, vlastní dopočty

Pro druhou fázi jsem zvolila hodnotu bezrizikové úrokové míry ze stránek ministerstva financí USA⁶² – pro tento účel jsem vzhledem k předpokladu *going concern* zvolila 30 leté období splatnosti státních dluhopisů k datu ocenění (použito k datu 30. 12. 2016). V tento den byla tato úroková míra ustálena na hodnotě **3,06 %**.

Beta koeficient β

Pro účely ocenění jsem využila dat A. Damodarana⁶³, z jehož dat jsem získala průměrnou hodnotu koeficientu Beta k datu ocenění a to na úrovni **0,73**. Jedná se o tzv. nezadluženou betu, tento údaj je vedený jako *Unlevered Beta* koeficient, vypočtený celkově ze 48 společností v odvětví *Environmental & Waste Services* (Služby v oblasti životního prostředí a odpadů).

Riziková prémie kapitálového trhu RPT

Pro kalkulaci rizikové premie trhu jsem použila implikovanou rizikovou premii z amerického kapitálového trhu opět dle profesora Damodarana⁶⁴. Kalkulace této premie je ovlivněna několika faktory (očekávání vývoje trhu, síla predikce nebo účel použití premie) a znázorňuje ex-ante alternativu k historické rizikové premii. Průměry za minulost můžou dle potřeby ovlivnit výši výsledné diskontní míry a použití aktuální implikované rizikové premie je tedy mnohem vhodnější. Pro kalkulaci nákladů vlastního kapitálu pro účely tohoto ocenění byla zvolena riziková premie amerického kapitálového trhu k 31. 12. 2016 – její hodnota je stanovena na **5,69 %**.

⁶⁰ Patria.cz. Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - Patria.cz [online]. © 1997 [cit. 28.04.2019]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/patriaplus/firma/prehled.html>

⁶¹ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011., str. 295-302. ISBN 978-80-86929-80-4

⁶² U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. [online]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=realyieldYear&year=2016>

⁶³ DAMODARAN, Aswath. Data: Archives. In: Damodaran Online [online]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html

⁶⁴ DAMODARAN, Aswath. Online [online]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm

Riziková prémie země

Další položkou pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je riziková prémie země, pro jejíž výpočet byly opět použity hodnoty ze stránek profesora Damodarana. Pro výpočet byl použit následující vzorec:⁶⁵

$$\text{Riziková prémie země} = \text{Riziko selhání země} * \frac{\text{Volatilita trhu akcií}}{\text{Volatilita vládních dluhopisů}}$$

Riziko selhání země se odvíjí dle ratingu pro českou republiku od agentury Moody's a v roce 2016 dosáhlo hodnoty A1, tedy 0,81%. Riziko selhání země je tímto způsobem kalkulováno z dluhopisů a cílem je výpočet rizikové přírážky vlastníka, musím tedy riziko selhání země upravit o rozdíl volatility akciového trhu a volatility trhu obligací pro ČR – dle Damodarana byl tento poměr pro rok 2016 2,8. Výsledná riziková prémie země po dosazení do vzorce činí **2,28**.

Přirážka pro malé společnosti

Pro úvahu použití přírážky pro malé podniky vycházím z předpokladu, že společnost dosahuje z pohledu dosahovaných obrátů relativně malých hodnot ohledem na evropský či světový trh. Přirážku pro malé společnosti jsem tedy zvolila na horní hranici doporučeného intervalu⁵⁵ a to ve výši **3%**⁶⁶.

Přirážka pro subjekty s nejasnou budoucností

Pro účely tohoto ocenění jsem s přírážkou pro subjekty s nejasnou budoucností nekalkulovala; oceňovaný podnik na základě dostupných informací má relativně jasný budoucí vývoj.

Přirážka za nižší likviditu

S přírážkou za nižší likviditu jsem v tomto ocenění nepočítala.

Přirážka za neobchodovatelnost

Prémii za neobchodovatelnost jsem vzhledem k faktu, že společnost není obchodována veřejně na trzích, stanovila ve výši **1%**.

Swapový diferenciál

Vzhledem k původu diferencované bezrizikové úrokové míry z amerických trhů, je nutné tuto míru upravit z pohledu českého investora. Zde se dá využít buď kvantifikace očekávané míry inflace a očekávané reálné úrokové sazby anebo zvolit přístup přes *basis swapy*⁶⁷. Pro transfer jsem zvolila rozdíl mezi sazbami 20letých úrokových swapů v CZK a USD z průměru nákupu a prodeje. Tento rozdíl je k 1. 1. 2017 na úrovni -1,23% (1,31% pro CZK a 2,541 pro USD).

Následující tabulka shrnuje jednotlivé položky vstupující do výpočtu nákladů na vlastní kapitál:

⁶⁵ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, str. 221. ISBN 978-80-86929-67-5.

⁶⁶ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011., str. 234. ISBN 978-80-86929-80-4

⁶⁷ BRADA, Jaroslav, BRŮNA, Karel. Transfer bezrizikové míry výnosnosti v USD do CZK s využitím basis swapů. Oceňování. 2014 (roč. 7), č. 4, str. 3–25. ISSN 1803-0785.

Tabulka 50 Výpočet nákladů vlastního kapitálu nezadlužených (v %)

Položka	2017	2018	2019	2020	2021	2. fáze
Bezriziková výnosová míra	1,18%	1,70%	2,11%	2,34%	2,50%	3,06%
Nezadlužená beta	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%
Riziková prémie kapitálového trhu	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%	5,69%
Riziková prémie země	2,28%	2,28%	2,28%	2,28%	2,28%	2,28%
Přirážka za neobchodovatelnost	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Velikostní přirážka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Swapový diferenciál	-1,23%	-1,23%	-1,23%	-1,23%	-1,23%	-1,23%
Náklady na vlastní kapitál	8,74%	9,26%	9,67%	9,90%	10,06%	10,62%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dle výše uvedených zdrojů

6.1.2 Kumulovaný volný peněžní tok FCFE pro vlastníky (1. fáze)

Volné peněžní toky pro vlastníky byly spočteny již na začátku této kapitoly, níže je tok jen provozně nutných hodnot, tak, aby byl vypočten výnosový potenciál podniku. Volný peněžní tok je převeden na současnou hodnotu a součtem současných hodnot je vypočtena hodnota první fáze, viz následující tabulka:

Tabulka 51 Výpočet hodnoty 1. Fáze (v tis. Kč, v %)

FCFE 1. fáze	2017	2018	2019	2020	2021
FCFE	41 428	44 134	44 874	46 487	47 275
n_{vk}	8,7%	9,3%	9,7%	9,9%	10,1%
Odúročitel pro diskontní míru:	0,9196	0,8377	0,7581	0,6855	0,6192
Diskontované FCFE k 1. 1. 2017	38 098	36 971	34 020	31 867	29 275
Celková hodnota 1. fáze	170 232				

Zdroj: Vlastní zpracování

6.1.3 Pokračující hodnota (2. fáze)

Pokračující hodnota je důležitou částí metody diskontovaných peněžních toků. Tato část představuje součet všech FCFE od konce 1. fáze až po nekonečné trvání oceňovaného podniku. Tato hodnota bývá mnohdy značně vyšší, než je čistá současná hodnota první fáze.

FCFE pro druhou fázi jsou vypočteny takto:

$$FCFF_{T+1} = \text{Tržby}_T * (1+g) * \text{zisková marže z KPVH po odpisech a dani} * (1 - g/r_i)$$

Tržby_T Tržby pro 2. fázi

g tempo růstu tržeb pro 2. fázi

r_i rentabilita čistých investic, vypočtená jako změna KPVH po odpisech a dani ke změně investovaného kapitálu na začátku roku

Pro kalkulaci pokračující hodnoty jsem poté zvolila parametrický vzorec⁶⁸:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{(WACC - g)} = \frac{T_T * (1+g) * ZM * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{(WACC - g)}$$

⁶⁸ 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.

kde:

PH	pokračující hodnota
KPVH _{T+1}	korigovaný provozní zisk ve druhé fázi
g	růst
r _i	rentabilita investovaného kapitálu
T _t	tržby v posledním roce první fáze
ZM	zisková marže po dani ve druhé fázi
WACC	vážené průměrné náklady kapitálu, v tomto případě rovnou n _{vk}

Tabulka 52 Výpočet hodnoty druhé fáze (v tis. Kč, v %)

	2. fáze
Tržby	273 826
G	2,2%
ZM po dani	18,4%
KVH _T	50 377
R	36,8%
n _{vk}	10,62%
Pokračující hodnota	574 952

Zdroj: Vlastní zpracování

6.1.4 Výsledná hodnota pomocí metody DFC equity

Tabulka 53 Kalkulace výsledné hodnoty pomocí metody CDF Equity (v tis. Kč.)

Současná hodnota 1. fáze	170 232
Současná hodnota pokračující hodnoty	356 036
Provozní hodnota brutto	526 268
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	526 268
Neprovozní majetek k datu ocenění	127 709
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	653 976

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota podniku Asap s.r.o. byla k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2016, pro účely této práce a v souladu s principy ocenění na bázi výnosové metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky odhadnutá na **653 976 tis. Kč.**

Kontrola výnosového ocenění

Pro kontrolu výnosového ocenění jsem použila metodu tzv. *Cross-check*. Tato metoda jednoduchým způsobem kontroluje výnosové ocenění pomocí prvků tržního hodnocení. Výslednou hodnotu brutto z předchozího ocenění vydělím EBITDOU oceňované společnosti a porovnáám podle násobitele dle profesora Damodarana. Vypočtený rozdíl je zde porovnán za trh západní Evropy za odvětví *Environmental & Waste Services*, které v sobě zahrnuje například i trhy zabývající se zpracováním veškerého odpadu – tedy i třeba komunálním odpadem anebo nebezpečným odpadem. Vypočtený rozdíl je vskutku minimální, lze se domnívat, že společnost má potenciál se srovnávat s podniky ze západní Evropy (bývá obvyklé, že pro český trh bychom použili srážky za nižší obchodovatelnost či za horší výkonnost). Společnosti však obecně nejsou dlouhodobě životaschopné bez nových investic, proto jsem

zahrnula do cross-check i srovnání na EBIT. Zde naopak oceňovaná společnost dosahuje o 23% menší hodnoty násobitele – rozdíly mohou být založeny z velké části na zacházení s odpisy daného odvětví.

Tabulka 54 Výpočet cross-check metody (v tis. Kč, v %)

Položka	Hodnota	Položka	Hodnota
EBITDA	65 362	EBIT	54 915
Hodnota brutto dle DCF	536 965	Hodnota brutto dle DCF	536 965
Vypočtený EV/EBITDA	8,22	Vypočtený EV/EBITDA	9,78
Multiplikátor	8,21	Multiplikátor	12,62
Rozdíl	0,06%	Rozdíl	-23%

Zdroj: Vlastní zpracování

6.2 Metoda odvětvových multiplikátorů

Jak jsem již psala v úvodu této kapitoly, ocenění podniku by se mělo podle odborné literatury skládat nejméně ze dvou metod ocenění. Výnosové ocenění, v našem případě DCF Equity, považuji za hlavní metodu posudku. Jako vedlejší metodu ocenění jsem zvolila ocenění na základě trhu a to konkrétně metodu odvětvových multiplikátorů.

Ocenění pomocí odvětvových multiplikátorů je postaveno na principu průměrných hodnot násobitelů v rámci jednotlivých odvětví a za určitý trh a základním charakteristickým znakem tohoto přístupu je tedy násobitel z konkrétního odvětví, který mohu porovnat například k tržbám oceňovaného podniku nebo třeba k Ebitda. Pro správný postup je důležité dát pozor a důraz na to, zdali se vztažený násobitel týká hodnoty na úrovni brutto či netto hodnoty. V případě, že použitý multiplikátor je vztažený k hodnotě netto, je výsledkem přímo hodnot VK pro vlastníky, pokud k hodnotě brutto, je nutné ještě dopravit výsledek tohoto výpočtu o úročený cizí kapitál a to k datu ocenění.

Pro správné ocenění na základě odvětvových multiplikátorů je nutné také pracovat s dostatečně velkou základnou podniků, ze kterých jsou kalkulovány hodnoty násobitelů. Dále musíme zvážit regionální rozdíly a také srovnávat stejné odvětví.

Obecně jsou metody tržního porovnání velice rozšířené po celém světě a mohlo by se zdát, že jejich použití je mnohem snazší a časově méně náročné než použití některé z výnosových metod jako v předchozí kapitole. Problém však může nastat v kalkulaci, pokud se nesplní předchozí předpoklady (stejně odvětví, rozdíly mezi regiony, velká základna pro výpočet násobitelů) anebo také může nastat problém při použití rozšířeného násobitele *Price/Earnings ratio*. Hodnota podniku je v tomto případě jen pouhým násobkem ročních zisků a nemusí tak odrážet finanční úroveň podniku.

Při postupu metody DCF bylo znát, že tato metoda klade důraz na prognózu budoucích příjmů a kalkulaci rizika. Při použití metody odvětvových multiplikátorů (potažmo všech metod tržního ocenění) zdánlivě

odpadají tyto povinnosti a volba této metody se může zdát mnohem jednodušší. Podle pana profesora Maříka⁶⁹ je tato výhoda však zdánlivá, jelikož v konečném důsledku je P/E určován stejnými parametry.

Jako zdroj potřebných násobitelů jsem zvolila opět stránky profesora Damodarana, který zde uvádí jednotlivé druhy multiplikátorů pro evropský trh a rovněž pro různá odvětví. Oceňovaný trh působí na českém trhu, takže mi přijde logické, použít jako základnu pro výpočet evropský trh.

Vztahové veličiny byly spočítány za rok 2016, protože je nutné dodržet snahu o nejvyšší relevantnost dat.

Odvětví, které nejlépe splňuje obor podnikání oceňované společnosti, je opět *Environmental & Waste Services*. Damodaren zde měl pro rok 2016 základnu 55 firem působících v západní Evropě. V následující tabulce jsou získané hodnoty pro násobitele z trhu:

Tabulka 55 Násobitelé z trhu

Multiplikátor	Hodnota
EV/Sales	0,98
P/E	36,22
P/BV	3,51
EV/EBITDA	8,21
EV/EBIT	12,62
EV/IK	2,64

Zdroj: Damodaran, vlastní zpracování

Pro kalkulaci výsledné hodnoty netto byly k jednotlivým násobitelům přiřazeny váhy dle doporučení v odborných publikacích⁷⁰. Nejnižší váha je dle doporučení dána majetkovým násobitelům, jelikož tyto ukazatele většinou potencionálním zájemcům o výnosovém potenciálu společnosti moc nesdělí. Naopak největší váhu bych podle zvyklostí dala násobiteli P/E, který je obecně nejvíce používán mezi investory a také slouží jako rychlý odhad v počáteční fázi ocenění podniku. Vzhledem k tomu, že srovnávám vztahové veličiny za západní Evropu, je nutné poznamenat, že je žádoucí použít určité srážky. Zvolila jsem srážku za nižší obchodovatelnost ve výši 15% (stejná logika jako uplatnění srážky v kalkulaci diskontní míře v kapitole výnosového ocenění) a srážku za horší výkonnost podniku v porovnání s evropskou konkurencí a to ve výši 10%.

⁶⁹ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 315-319, ISBN 978-80-86929-67-5.

⁷⁰ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011., str. 311, ISBN 978-80-86929-67-5.

Tabulka 56 Násobitelé, výpočet hodnoty netto pro podnik (v tis. Kč, v %)

Násobitel	EQUITY		ENTITY			
Multiplikátor	P/E	P/BV	EV/EDITBA	EV/EBIT	EV/S	EV/IK
Vztahová veličina	KVH	VK	EBITDA	EBIT	Tržby	K
Vztahová vel. pro podnik	36 192	249 940	62 542	52 095	232 936	122 922
Hodnota netto	1 311 018	877 559	513 265	657 270	228 426	324 489
Průměr	717 508					
Medián	657 270					
Váha	30%	5%	20%	20%	20%	5%
Vážená hodnota netto:					733 200	
Vážená hodnota netto, po aplikaci srážek					549 900	
Neprovozní majetek					127 709	
Vážená hodnota netto, po aplikaci srážek a neprovozního majetku					677 609	

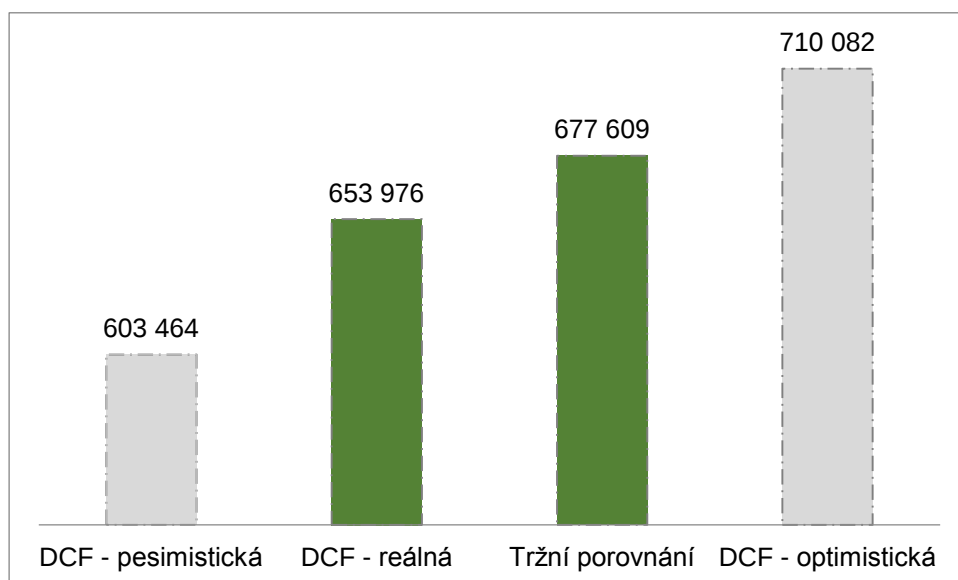
Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota podniku Asap s.r.o. byla k datu ocenění, tj. k 31. 12. 2016, pro účely této práce a v souladu s principy ocenění na bázi tržní hodnoty pomocí odvětvových multiplikátorů odhadnuta na hodnotu

677 609 tis. Kč.

6.3 Souhrnné ocenění podniku

Graf 18 Hodnoty netto podniku Asap k datu ocenění, po zohlednění neprovozního majetku (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Z grafu je patrné, že všechny metody přinesly relativně velké rozpětí – 603 mil až 710 mil Kč, avšak domnívám se, že výsledná hodnota podniku se bude pohybovat v rozpětí mnohem užšího – v rámci opatrnosti a vzhledem k vývoji trhu bych vyloučila optimistickou variantu i pesimistickou variantu, která byly značně nad/podhodnocené, pokud porovnáme výsledky s hospodářskými výsledky společnosti za

minulost. Rozpětí se tedy bude dle autorky práce pohybovat mezi hodnotami 653 mil až 677 mil Kč. S ohledem na strategickou analýzu, k výnosovému potenciálu a celkové konkurenční pozici společnosti Asap se přikláním k dolní mezi intervalu, přičemž nejvíce bych se přikláněla přímo k reálné variantě, a to celkové hodnotě podniku okolo 653 mil. Kč, která byla i potvrzena kontrolní cross check metodou na multiplikátor k Ebidtě.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo odhadnout tržní hodnotu podniku Asap s.r.o. Pro tyto účely ocenění byla splněna podmínka nekonečného trvání podniku a mohla jsem tedy využít metodu diskontovaných peněžních toků, konkrétně v podobě Equity, jelikož společnost nedisponuje žádnými dlouhodobými zdroji.

Oceňovaný podnik se zabývá zpracováním živočišných odpadů, je to tzv. kafilérie. S ohledem na vymezený relevantní trh jsem byla nucena pracovat s poněkud omezenějšími informacemi. S managementem oceňovaného podniku jsem nespolečupracovala, veškeré zdroje uvedené a použity v této diplomové práci pochází z veřejných zdrojů.

Provedená strategická analýza poskytla podstatné a důležité informace o relevantním trhu podniku na území České republiky a odhalila příležitosti a hrozby trhu. Na základě těchto informací mohlo dojít k prognóze trhu a tržního podílu podniku.

Následovala finanční analýza, která prověřovala finanční zdraví podniku, a některé důležité ukazatele byly srovnány s konkurencí. Závěr finanční analýzy potvrdil závěr strategické – a tedy, že podnik splňuje podmínku nekonečného trvání.

Následující kapitola se zabývala rozdělením majetku na provozně nutný a nenutný, tato kapitola poskytla základ další kapitole, která se věnovala generátorům hodnoty. Na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty mohl být vytvořen finanční plán – základ prognózy volných peněžních toků do firmy.

Další kapitola se zabývala už samotným oceněním. Primárním oceněním, ke kterému bylo v celé práci vedeno, byla tzv. reálná prognóza tržeb. Výsledky této prognózy byly srovnány s dalšími přístupy k prognóze trhu a to pomocí optimistické a pesimistické prognózy, jejichž postupy výpočtů jsou přiloženy v příloze. Ocenění bylo doplněno tržním srovnáním pomocí odvětvových multiplikátorů.

Bylo by zajímavé práci rozšířit o majetkové ocenění (konkrétně o neúplnou substanční hodnotu), s kterou by se dalo porovnat výslednou hodnotu podniku jako celek výnosové a tržní hodnoty s hodnotou vytvořenou jednotlivě oceněnými položkami majetku ponížené o individuálně ponížené závazky. Další oblastí, která by práci mohla rozšířit, by byla práce s odvětvovými multiplikátory pouze pro Českou republiku anebo multiplikátory pouze pro podniky zabývající se zpracováním živočišného odpadu.

S ohledem na odhadovanou výši tržní hodnoty a závěrům jednotlivých kapitol se domnívám, že se podařilo naplnit cíl této práce.

Použitá literatura

Publikace

BRADA, Jaroslav, BRŮNA, Karel. Transfer bezrizikové míry výnosnosti v USD do CZK s využitím basis swapů. Oceňování. 2014, roč. 7, č. 4. ISSN 1803-0785.

Diplomová práce, Karel Vobr, 2009, Mendelova zemědělská a lesnická Univerzita v Brně

GRÜNWALD, Rolf. Finanční analýza pro oceňování podniku. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000. ISBN 80-245-0032-9.

International valuation standards 2017. London: International Valuation Standard Council, 2017, ISBN: 978-0-9931513-0-9

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.

MAŘÍK, Miloš, ed. Současné problémy oceňování podniku s důrazem na fúze a akvizice: sborník z mezinárodní konference konané při příležitosti 50. výročí založení Vysoké školy ekonomické v Praze dne 6. října 2003. V Praze: Vysoká škola ekonomická, Nakladatelství Oeconomica, 2003. ISBN 80-245-0553-3.

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

Internetové zdroje

AKCR.cz [online]. Dostupné z: http://www.akcr.cz/data_ak/17/k/Stat/PHZ1612.pdf,
https://www.czso.cz/documents/10180/32803966/27012716m_cz.pdf/d6283cbf-f4cf-4a08-a050-79e333794317?version=1.0

Bisnode Albertina [online]. Praha: Bisnode Česká republika. Dostupné z:
<http://www.bisnode.cz/produkt/albertina/>

ČSÚ [Český statistický úřad]. HDP, národní účty | Český statistický úřad | ČSÚ [online]. Dostupné z:
https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_narodni_ucty

ČSÚ [Český statistický úřad]. Výstupní objekt VDB. [online]. Dostupné z:
https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&pvo=ZEM06A&skupId=2299&katalog=30840&&evo=v937_!_ZEM06A-19892018_1&str=v412&kodjaz=203

ČSÚ. [Český statistický úřad]. Ekonomické výsledky průmyslu ČR - 2016 || ČSÚ [online]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ekonomicke-vysledky-prumyslu-cr-2016>

DAMODARAN, Aswath. Data: Archives. In: Damodaran Online [online]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html

eAGRI. [online]. Dostupné z: http://eagri.cz/public/app/rhpub/etikety/etiketa_36572.pdf?id=36572

eAGRI. [online]. Metodická příručka pro porážky hovězího, Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/file/32298/Priruckaporazkahoveziho.doc>

eAGRI. Kontaktní adresy na asanační podniky v ČR (Voda, eAGRI). [online]. © 2009. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/voda/prehledy-a-statistiky/povodne/povodne-2013/kontaktni-adresy-na-asanacni-podniky-v.html>

iÚčto.cz. Zařazení majetku do odpisových skupin a doba odepisování [online]. © 2019 . Dostupné z: <https://www.iucto.cz/priklady-zarazeni-majetku-do-odpisovych-skupin-a-doba-odepisovani/>

Kategorie zařízení. Ministerstvo životního prostředí [online]. Dostupné z: <https://www.mzp.cz/ippc/ippc-test26.nsf/b77a7a146f29c439c1256cda0034ce22/000805c0d3509a1dc1256d9d00352f55?OpenDocument>

MASOVÁ MOUČKA 1 kg - Krmivahulin.cz - nejlepší e-shop s krmivy v ČR. Krmiva Hulín [online]. Dostupné z: <https://www.krmivahulin.cz/krmiva-a-smesi-pro-rybolov/suroviny-pro-vyrobu/moucky-zivocisne/masova-moucka-1-kg.html>

MFČR [online]. © Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2016-Q4_Makroekonomicka-predikce-komplet-ke-stazeni.pdf

MFČR, [online]. © Dostupné z: https://www.info.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv_res.cgi?ico=45535183&jazyk=cz&xml=1

Ministerstvo životního prostředí [online]. Dostupné z: <https://www.mzp.cz/www/ippc.nsf/html/MZPXXFDOVXHM.html>

MV ČR. [online]. Dostupné z: <http://www.mvcr.cz/clanek/asanacni-podnik-kafilerie.aspx>

MV ČR. Úvodní strana [online]. Copyright © 2019 [cit. 04.05.2019]. Dostupné z: <https://www.mvcr.cz/clanek/kadaver.aspx>

O obci: Obec Věž. Obec Věž: Titulní stránka [online]. Dostupné z: <http://www.obecvez.cz/o-obci/ds-50>

Patria.cz. Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - Patria.cz [online]. © 1997 . Dostupné z: <https://www.patria.cz/patriaplus/firma/prehled.html>

Portál POHODA. Informace pro účetní a podnikatele Přehled změn v účetnictví od roku 2016 - [online]. Copyright © 2012 . Dostupné z: <https://portal.pohoda.cz/dane-ucetnictvi-mzdy/ucetnictvi/prehled-zmen-v-ucetnictvi-od-roku-2016/>

Regionální odpadové centrum Pardubického kraje, [online]. Dostupné z:

<http://www.odpadyprk.cz/index.php/projekt-op-vk-sp-1777499714/komunikace-zpsob-vyuiti-a-znekodnni-odpad/236-cementarny-pouze-jako-vyrobci-cementu-omyl-dokai-i-efektivn-vyuit-odpad>

SLUŽBY, VÝROBA, SKLADY: Obec Věž. Obec Věž: Titulní stránka [online]. Dostupné z:

<http://www.obecvez.cz/sluzby-vyroba-sklady/d-1020>

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. [online] Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=realyieldYear&year=2016>

University information system MENDELU [online]. Dostupné z:

https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/zobraz_cast.pl?cast=7609

Veřejný rejstřík a Sbírka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. [online]. Copyright © 2012.

Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=104996&typ=PLATNY>

Zlaté stránky - katalog firem a telefonní seznam - ZlatéStránky.cz [online]. Copyright © 2019

MEDIATEL. Dostupné z: <https://www.zlatestranky.cz/profil/H1768140>

Seznam tabulek

Tabulka 1 Přehled rozvahy a výsledovky (v tis. Kč).....	9
Tabulka 2 Makroekonomické ukazatele.....	13
Tabulka 3 Vývoj tržeb na relevantním trhu (v tis. Kč).....	16
Tabulka 4 Srovnání vývoje HDP a tržeb na relevantním trhu.....	17
Tabulka 5 Vývoj dopočtené hmotnosti skotu do kafilerí	19
Tabulka 6 Analýza atraktivity trhu.....	23
Tabulka 7 Historie vývoje tržeb relevantního trhu (v tis. Kč).....	26
Tabulka 8 Prognóza tržeb relevantního trhu (v tis. Kč)	26
Tabulka 9 Tržby Asap s.r.o. a vybraných konkurentů v letech 2012 – 2016 (v tis. Kč).....	28
Tabulka 10 Tržní podíly Asap s.r.o. a vybraných konkurentů v letech 2012-2016 (v %)	28
Tabulka 11 Tržní podíl společnosti ASAP na relevantním trhu, v % a tis. Kč	30
Tabulka 12 Rozvaha – aktiva společnosti Asap 2012-2016 (v tis. Kč).....	32
Tabulka 13 Rozvaha společnosti – strana pasiv (v tis. Kč).....	35
Tabulka 14 Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	37
Tabulka 15 Finanční fond vlastního jmění (v tis. Kč a %).....	38
Tabulka 16 Výkaz peněžních toků (k 31. 12., v tis. Kč)	39
Tabulka 17 Rentability (v %)	42
Tabulka 18 Analýza rentabilit podniků na relevantním trhu, v %.....	42
Tabulka 19 Ukazatel rentability vlastního kapitálu – prostorové srovnání	43
Tabulka 20 Likvidita	43
Tabulka 21 Analýza ukazatelů likvidity konkurence na relevantním trhu, v podílech	44
Tabulka 22 Analýza aktivity (ve dnech)	45
Tabulka 23 Analýza doby obratu zásob konkurence na relevantním trhu.....	45
Tabulka 24 Analýza doby splatnosti krát.závazků konkurence na relevantním trhu	46
Tabulka 25 Ukazatele z cash flow (v %).....	47
Tabulka 26 Produktivita práce (v tis. Kč, za měsíc).....	47
Tabulka 27 Rychlý test podniku.....	48
Tabulka 28 Dopočítané hodnoty pro rychlý test finančního zdraví podniku	48
Tabulka 29 Přehled dlouhodobého finančního majetku (v tis. Kč).....	52
Tabulka 30 Rozdělení oběžných aktiv (v %, v tis. Kč).....	53
Tabulka 31 Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč).....	53
Tabulka 32 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč).....	54
Tabulka 33 Zisková marže shora (v tis. Kč, v %)	55
Tabulka 34 Zisková marže zdola (v tis. Kč, v %)	57
Tabulka 35 Doba obratu jednotlivých položek pracovního kapitálu.....	59

Tabulka 36 Jednotlivé položky pracovního kapitálu za minulosti (v tis. Kč)	60
Tabulka 37 Prognóza jednotlivých položek pracovního kapitálu (v tis. Kč)	60
Tabulka 38 Investice do DM/Tržby (v %)	61
Tabulka 39 DM za sledované období.....	62
Tabulka 40 Prognóza DM	62
Tabulka 41 Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a po upravené dani	63
Tabulka 42 Provozně nutný investovaný kapitál a rentabilita investovaného kapitálu.....	63
Tabulka 43 Plán - Výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč).....	65
Tabulka 44 Kalkulace FCFE	65
Tabulka 45 Plán – výkaz o peněžních tocích (v tis. Kč)	66
Tabulka 46 Finanční plán – rozvaha (v tis. Kč)	67
Tabulka 47 Finanční analýza finančního plánu (podíly, v %).....	68
Tabulka 48 FCFE pro první fázi (v tis. Kč).....	70
Tabulka 49 Výpočet diferencované bezrizikové úrokové míry pro 1. fázi (v %)	71
Tabulka 50 Výpočet nákladů vlastního kapitálu nezadlužených (v %).....	73
Tabulka 51 Výpočet hodnoty 1. Fáze (v tis. Kč, v %)	73
Tabulka 52 Výpočet hodnoty druhé fáze (v tis. Kč, v %)	74
Tabulka 53 Kalkulace výsledné hodnoty pomocí metody CDF Equity (v tis. Kč.).....	74
Tabulka 54 Výpočet cross-check metody (v tis. Kč, v %)	75
Tabulka 55 Násobitelé z trhu.....	76
Tabulka 56 Násobitelé, výpočet hodnoty netto pro podnik (v tis. Kč, v %)	77

Seznam použitých grafů:

Graf 1 Produkce zemědělství v České republice (v mil. Kč)	18
Graf 2 Vývoj hospodářských zvířat v ČR (v ks, počet zahrnuje skot, kozy, ovce, koně, drůbež a prasata)	19
Graf 3 Vývoj dopočtené hmotnosti skotu do kafilérií	19
Graf 4 Složení MK (v %)	20
Graf 5 Vývoj produkce organických hnojiv v ČR (v tunách)	20
Graf 6 Prodej hnojiv a organických sloučenin, záp. Evropa (V mil. CZK)	21
Graf 7 Vývoj krmných směsí pro domácí zvířata (v tunách)	21
Graf 8 Výnosy z prodeje krmných směsí pro domácí zvířata, záp. Evropa (v mil. Kč).....	22
Graf 9 Přehled vývoje tržních podílů (v %)	29
Graf 10 Podíl oběžných aktiv a dlouhodobého majetku (v %).....	34
Graf 11 Struktura oběžných aktiv (v %).....	34
Graf 12 Vývoj kapitálové struktury v letech 2012 - 2016 (v tis. Kč).....	36
Graf 13 Tržby za prodej výrobků a služeb (v tis. Kč)	38
Graf 14 Vývoj peněžních toků dle jednotlivých činností (v tis. Kč)	40
Graf 15 Ziskové veličiny (v tis. Kč).....	41
Graf 16 Index IN99	49
Graf 17 Vývoj tržeb, KPVH a ZM podniku Asap a jejich prognóza (v tis. a %).....	58
Graf 18 Hodnoty netto podniku Asap k datu ocenění, po zohlednění neprovozního majetku (v tis. Kč)..	77

Přílohy

Vertikální analýza aktiv (v tis. Kč)

Označ.	AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	A K T I V A C E L K E M	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
B.	Dlouhodobý majetek	50,2%	30,4%	29,9%	28,9%	29,2%
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	20,7%	19,7%	19,2%	18,2%	18,4%
1.	Pozemky a stavby	16,3%	15,4%	14,2%	13,0%	11,9%
1.1.	Pozemky	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
1.2.	Stavby	15,5%	14,6%	13,4%	12,2%	11,1%
2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	4,4%	4,3%	5,0%	5,2%	6,6%
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	29,5%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
3.	Podíly - podstatný vliv	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
4.	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	18,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C.	Oběžná aktiva	49,7%	65,4%	66,4%	67,3%	68,1%
C.I.	Zásoby	2,8%	4,4%	4,5%	4,6%	5,3%
1.	Materiál	2,1%	2,3%	3,7%	3,4%	4,2%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Výrobky a zboží	0,7%	2,0%	0,9%	1,2%	1,1%
3.1.	Výrobky	0,7%	2,0%	0,9%	1,2%	1,1%
C.II.	Pohledávky	10,1%	9,6%	11,0%	10,9%	12,8%
1.	Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Krátkodobé pohledávky	10,1%	9,6%	11,0%	10,9%	12,8%
2.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	8,1%	7,7%	8,4%	8,1%	9,7%
2.3.	Pohledávky - podstatný vliv	0,4%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
2.4.	Pohledávky - ostatní	1,5%	1,7%	2,4%	2,5%	2,8%
2.4.3.	Stát - daňové pohledávky	0,0%	0,0%	0,7%	1,0%	0,6%
2.4.4.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,9%
2.4.5.	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
2.4.6.	Jiné pohledávky	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,2%
C.III.	Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C.IV.	Peněžní prostředky	36,8%	51,4%	50,8%	51,9%	50,0%
1.	Peněžní prostředky v pokladně	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.	Peněžní prostředky na účtech	36,8%	51,4%	50,8%	51,9%	49,9%
D.	Časové rozlišení aktiv	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
1.	Náklady příštích období	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
3.	Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Vertikální analýza pasiv (v tis. Kč)

Označ.	PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	P A S I V A C E L K E M	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	Vlastní kapitál	95,7%	91,2%	91,1%	91,7%	92,2%
A.I.	Základní kapitál	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
1.	Základní kapitál	3,0%	3,0%	0,0%	3,0%	3,0%
A.II.	Ážio a kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A.III.	Fondy ze zisku	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
1.	Ostatní rezervní fondy	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	69,2%	65,1%	67,7%	71,2%	71,9%
1.	Nerozdělený zisk minulých let	69,2%	65,1%	67,7%	71,2%	71,9%
2.	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A.V.	Výsledek hospodaření běžného úč. obd. (+/-)	22,9%	22,6%	19,9%	16,9%	16,8%
A.VI.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. + C.	Cizí zdroje	4,3%	4,8%	5,2%	4,7%	5,1%
B.	Rezervy	0,5%	0,3%	0,4%	0,6%	0,3%
4.	Ostatní rezervy	0,5%	0,3%	0,4%	0,6%	0,3%
C.	Závazky	3,7%	4,4%	4,8%	4,1%	4,8%
C.I.	Dlouhodobé závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C.II.	Krátkodobé závazky	3,7%	4,4%	4,8%	4,1%	4,8%
3.	Krátkodobé přijaté zálohy	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
4.	Závazky z obchodních vztahů	1,2%	2,2%	2,8%	1,5%	2,4%
5.	Krátkodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6.	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%
7.	Závazky - podstatný vliv	0,3%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
8.	Závazky – ostatní	2,0%	1,8%	1,6%	1,9%	1,8%
8.1.	Závazky ke společníkům	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
8.2.	Krátkodobé finanční výpomoci	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8.3.	Závazky k zaměstnancům	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
8.4.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
8.5.	Stát - daňové závazky a dotace	0,7%	0,5%	0,3%	0,5%	0,4%
D.	Časové rozlišení pasiv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Doba obratu jednotlivých položek pracovního kapitálu, 2012 - 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby celkem	11,8	17,4	17,6	18,6	22,6
z toho materiál	8,9	9,3	14,2	13,8	18,0
zboží	2,9	8,1	3,3	4,8	4,6
Pohledávky za odběrateli	41,5	38,1	42,9	44,0	54,3
Pohledávky z obchodních vztahů	33,6	30,7	32,7	33,0	41,4
Pohledávky - podstatný vliv	1,7	0,5	0,9	0,9	0,9
Pohledávky - ostatní	6,1	6,9	9,3	10,1	12,0
Krátkodobé závazky neúročené celkem	15,5	17,6	18,7	16,6	20,6
z toho závazky z obchodního styku	5,1	8,7	10,9	6,1	10,1
závazky k zaměstnancům	2,8	2,8	2,6	2,9	3,1
závazky ze soc. zabezpečení	1,6	1,8	1,6	1,8	1,9
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0	0,2	0,3	1,1	0,9
stát - daňové závazky a dotace	2,9	1,8	1,0	2,2	1,9
Krátkodobé přijaté zálohy	0,8	0,9	0,7	0,9	0,9
Závazky - podstatný vliv	1,3	0,6	0,7	0,9	0,9
Závazky ke společníkům	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Dohadné účty pasivní	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Výpočet pesimistické varianty

Vývoj trhu, podniku a jeho prognóza (v tis. Kč, v %)

Rok	Relevantní trh	Růst trhu	Tržní podíl ASAP	Tempo růstu tržeb ASAP	Tržby ASAP
2012	1 120 457	x	21,4%	x	239 634,0
2013	1 132 398	1,07%	22,0%	3,9%	248 991,0
2014	1 085 505	-4,14%	23,5%	2,3%	254 770,0
2015	1 118 012	2,99%	21,8%	-4,2%	244 120,0
2016	1 166 846	4,37%	20,0%	-4,6%	232 936,0
2017	1 189 833	1,97%	19,8%	1,1%	235 498,3
2018	1 215 057	2,12%	19,8%	2,1%	240 443,8
2019	1 239 966	2,05%	19,0%	-2,1%	235 394,4
2020	1 264 765	2,00%	19,0%	2,0%	240 102,3
2021	1 290 061	2,00%	19,0%	2,0%	244 904,4
2.fáze		2,00%	19,0%		

Výkaz o peněžních tocích (v tis. Kč)

Výkaz o peněžních tocích	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stav PP na počátku období	134 763	127 709	129 918	133 083	137 148	139 495
KPVH před daní	54 915	53 710	55 199	53 784	54 975	56 044
Daň z KPVH	10 434	10 205	10 488	10 219	10 445	10 648
KPVH po dani	44 481	43 505	44 711	43 565	44 529	45 395
Úpravy o nepeněžní operace	9 595	11 153	11 235	11 287	11 367	11 595
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	10 447	10 447	10 514	10 580	10 647	10 860
Změna zůstatků rezerv	-852	706	721	706	720	735
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	-6 841	-2 049	-962	982	-981	-1 298
Změna stavu provozně nutných peněz	-1 826	-556	-174	178	-166	-169
Změna stavu pohledávek	-5 016	-1 715	-764	780	-793	-810
Změna stavu krátkodobých závazků neúročených	1 991	942	295	-301	281	287
Změna stavu zásob	-1 990	-719	-318	325	-303	-604
Peněžní tok z provozní činnosti	47 235	52 609	54 984	55 833	54 915	55 693
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-11 068	-11 254	-11 587	-12 568	-12 500	-13 246
Peněžní tok z investiční činnosti	-11 068	-11 254	-11 587	-12 568	-12 500	-13 246
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	37 993	41 912	43 572	43 087	42 581	42 616
Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. Příjmy	177	82	82	82	82	82
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky z účtu u banky	101	101	101	101	101	101
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	677	-19	-19	-19	-19	-19
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	-601	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM	177	82	82	82	82	82
Výplata dividend a podílů ze zisku	-44 200	-39 228	-40 314	-39 282	-40 150	-40 930
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	-44 200	-39 228	-40 314	-39 282	-40 150	-40 930
CF celkem	-6 030	2 765	3 340	3 887	2 513	1 768
Stav PP na konci období	127 709	129 918	133 083	137 148	139 495	141 094

FCFE 1. fáze	2017	2018	2019	2020	2021
FCFE	41 355	43 397	43 265	42 415	42 447
nvk	8,70%	9,30%	9,70%	9,90%	10,10%
Odúročitel pro diskontní míru:	0,9196	0,8377	0,7581	0,6855	0,6192
Diskontované FCFE k 1. 1. 2017	38 031	36 353	32 801	29 076	26 285
Celková hodnota 1. fáze	162 547				

Parametrický vzorec	505 791
Současná hodnota 1. Fáze	162 547
Současná hodnota pokračující hodnoty	313 208
Provozní hodnota brutto	475 755
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	475 755
Neprovozní majetek k datu ocenění	127 709
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	603 464

Výpočet optimistické varianty

Vývoj trhu, podniku a jeho prognóza (v tis. Kč, v %)

Rok	Relevantní trh	Růst trhu	Tržní podíl ASAP	Tempo růstu tržeb ASAP	Tržby ASAP
2012	1 120 457	x	21,4%	x	239 634,0
2013	1 132 398	1,07%	22,0%	3,9%	248 991,0
2014	1 085 505	-4,14%	23,5%	2,3%	254 770,0
2015	1 118 012	2,99%	21,8%	-4,2%	244 120,0
2016	1 166 846	4,37%	20,0%	-4,6%	232 936,0
2017	1 197 534	2,63%	20,0%	2,8%	239 458,2
2018	1 229 867	2,70%	20,5%	5,3%	252 149,5
2019	1 264 304	2,80%	20,8%	4,3%	262 991,9
2020	1 300 336	2,85%	21,0%	3,8%	272 985,6
2021	1 337 396	2,85%	21,2%	3,8%	283 359,1
2.fáze		2,00%	21,2%		

Výkaz o peněžních tocích (v tis. Kč)

Výkaz o peněžních tocích	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Stav PP na počátku období	134 763	126 907	128 443	130 390	132 044	134 165
KPVH před daní	54 915	54 763	58 325	61 154	63 756	66 313
KPVH po dani	44 481	44 358	47 243	49 535	51 643	53 714
Úpravy o nepeněžní operace	9 595	11 165	11 270	11 369	11 466	11 710
Odpisy dlouhodobého majetku (pr. nutného)	10 447	10 447	10 514	10 580	10 647	10 860
Změna zůstatků rezerv	-852	718	756	789	819	850
Úpravy oběžných aktiv (pr. nutných)	-6 841	-2 819	-2 468	-2 109	-2 018	-2 439
Změna stavu provozně nutných peněz	-1 826	-696	-448	-382	-352	-366
Změna stavu pohledávek	-5 016	-2 327	-1 961	-1 675	-1 619	-1 683
Změna stavu krátkodobých závazků	1 991	1 178	758	647	597	619
Změna stavu zásob	-1 990	-974	-817	-698	-643	-1 009
Peněžní tok z provozní činnosti	47 235	52 704	56 045	58 796	61 090	62 985
Investice do provozně nutného majetku	-11 068	-11 254	-11 587	-12 568	-12 500	-13 246
Peněžní tok z investiční činnosti	-11 068	-11 254	-11 587	-12 568	-12 500	-13 246
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	36 167	41 450	44 458	46 228	48 590	49 739
Příjmy z nepr. a mimoř. Příjmy	177	82	82	82	82	82
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky z účtu u banky	101	101	101	101	101	101
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	677	-19	-19	-19	-19	-19
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	-601	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z nenutného maj.	177	82	82	82	82	82
Výplata dividend a podílů ze zisku	-44 200	-39 996	-42 593	-44 655	-46 552	-48 416
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-44 200	-39 996	-42 593	-44 655	-46 552	-48 416
CF celkem	-7 856	1 536	1 947	1 654	2 120	1 405
Stav PP na konci období	126 907	128 443	130 390	132 044	134 165	135 569

Výpočet hodnoty pomocí DCF Equity

FCFE 1. fáze	2017	2018	2019	2020	2021
FCFE	41 450	44 458	46 228	48 590	49 739
nvk	8,7%	9,3%	9,7%	9,9%	10,1%
Odúročitel pro diskontní míru:	0,9196	0,8377	0,7581	0,6855	0,6192
Disk. FCFE k 1. 1. 2017	38 119	37 242	35 046	33 309	30 800
Celková hodnota 1. fáze	174 517				

Parametrický vzorec	658 634
Současná hodnota 1. fáze	174 517
Současná hodnota pokračující hodnoty	407 856
Provozní hodnota brutto	582 373
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	582 373
Neprovozní majetek k datu ocenění	127 709
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	710 082