

**Univerzita Pardubice**  
**Fakulta ekonomicko-správní**

**Určení hodnoty vybraného podniku**

**Bc. Martin Fritz**

**Diplomová práce**

**2013**

Univerzita Pardubice  
Fakulta ekonomicko-správní  
Akademický rok: 2012/2013

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Martin Fritz**  
Osobní číslo: **E11482**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**  
Název tématu: **Určení hodnoty vybraného podniku**  
Zadávající katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

### Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Charakterizovat oceňovací metody používané pro určení hodnoty podniku. Zpracovat ocenění vybraného podniku a komparovat výsledky jednotlivých oceňovacích metod.

1. Stanovení cílů práce
2. Popis metod oceňování podniku
3. Charakteristika vybraného podniku
4. Hodnocení vybraného podniku z finančního hlediska
5. Ocenění podniku použitím různých metod
6. Srovnání výsledků ocenění
7. Formulování závěru a doporučení

Rozsah grafických prací: -  
Rozsah pracovní zprávy: cca 50 stran  
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická  
Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit. Hoboken, N.J.: John Wiley, c2011, xvii, 230 p. ISBN 978-111-8004-777.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. KISLINGEROVÁ. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008, xiii, 135 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley, 2010, xvii, 811 s. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-42465-0.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MIKOLÁŠ, Zdeněk. Jak zvýšit konkurenceschopnost podniku: konkurenční potenciál a dynamika podnikání. 1. vyd. Praha: Grada, 2005, 198 s. ISBN 80-247-1277-6.

NEUMAIEROVÁ, Inka. Řízení hodnoty podniku, aneb, Nedělejme z podniku záhadu. 1. české vyd. Praha: Profess Consulting, c2005, xi, 233 s. ISBN 80-725-9022-7.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce:

  
doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.


Ústav podnikové ekonomiky a managementu

Datum zadání diplomové práce: 4. července 2012

Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2013

  
doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.  
děkanka

L.S.

  
doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.  
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 8. října 2012

Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně.

V Pardubicích dne 18. 7. 2013

Martin Fritz

## **Poděkování**

Rád bych poděkoval doc. Ing. Pavlu Duspivovi, CSc. a Ing. Milanu Rašínovi za cenné připomínky a odborné rady při vedení mé diplomové práce.

## **ANOTACE**

Diplomová práce se zabývá určením hodnoty vybraného podniku. Teoretická část je věnována charakteristice oceňování podniků a finanční analýze. Jsou zde vymezeny základní pojmy, metody oceňování, finanční ukazatele a hodnotící modely celkové finanční situace podniku.

V praktické části je charakterizována společnost N+N spol. s r.o. Je provedena finanční analýza na společnosti N+N spol. s r.o. Dále byly použity tři metody pro zjištění hodnoty podniku.

V závěru práce je provedeno celkové vyhodnocení použitých metod a nakonec jsou formulována doporučení.

## **KLÍČOVÁ SLOVA**

oceňování podniků, hodnota podniku, metody ocenění, úroková míra, finanční analýza, rozbor výsledků hospodaření, poměrový ukazatel, model celkového hodnocení, finanční situace

## **TITLE**

Determining the value of the selected company

## **ANNOTATION**

This diploma thesis deals with determining the value of the selected company. The theoretical part is devoted to the characteristics of determining values of companies. There are also defined basic concepts, methods, financial analysis, indexes and rating models of overall financial situation of a company.

The practical part describes the company N+N spol. s r.o. There is performed financial analysis of the company N+N spol. s r.o. Then, by using three methods of valuation there is determined the value of the company.

In the end of the diploma thesis the results are compared and there is made an evaluation with formulated suggestions.

## **KEYWORDS**

valuation of a company, the value of a company, methods of evaluation, interest rate, financial analysis, analysis of financial results, ratios, rating models, financial situation

# OBSAH

0 ÚVOD .....	11
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	12
1.1 Základní pojmy .....	12
1.1.1 Tržní hodnota .....	12
1.1.2 Subjektivní (investiční) hodnota .....	13
1.1.3 Objektivizovaná hodnota.....	13
1.1.4 Kolínská škola .....	14
1.2 Podstata oceňování podniku .....	15
1.3 Kdo se zabývá oceňováním podniků? .....	16
1.4 Doporučený postup při oceňování podniku.....	18
2 STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	20
2.1 Účel strategické analýzy .....	20
2.2 Kroky strategické analýzy .....	21
3 FINANČNÍ ANALÝZA .....	22
3.1 Účetní výkazy .....	22
3.1.1 Rozvaha .....	22
3.1.2 Výkaz zisku a ztráty .....	23
3.1.3 Výkaz o tvorbě a použití peněžních toků .....	23
3.2 Postup při finanční analýze.....	23
3.3 Ukazatele finanční analýzy.....	24
3.3.1 Absolutní ukazatele finanční analýzy.....	24
3.3.2 Rozdílové ukazatele finanční analýzy .....	24
3.3.3 Poměrové ukazatele.....	24
3.4 Soustavy ukazatelů .....	27
3.4.1 Pyramidové soustavy ukazatelů .....	27
3.4.2 Soustavy účelově vybraných ukazatelů.....	28

4	METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	29
4.1	Metody založené na stavových veličinách .....	29
4.1.1	Metoda účetní hodnoty .....	29
4.1.2	Metoda substanční, věcné hodnoty .....	30
4.1.3	Metoda likvidační hodnoty.....	32
4.2	Výnosové metody .....	33
4.2.1	Metoda diskontovaného cash flow .....	34
4.2.2	Metody stanovení diskontní míry pro metodu DCF.....	43
4.2.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	45
5	PROFIL VYBRANÉHO PODNIKU .....	48
5.1	Základní údaje o společnosti .....	48
5.2	Vývoj společnosti do současnosti.....	48
6	FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI N + N SPOL. S R.O. ....	49
6.1	Analýza účetních výkazů.....	49
6.1.1	Analýza rozvahy.....	49
6.1.2	Analýza výkazu zisku a ztráty.....	51
6.2	Analýza čistého pracovního kapitálu.....	53
6.3	Analýza pomocí poměrových ukazatelů.....	54
6.3.1	Ukazatele likvidity .....	54
6.3.2	Ukazatele rentability.....	54
6.3.3	Ukazatele zadluženosti.....	54
6.3.4	Ukazatele aktivity.....	55
6.4	Analýza pomocí soustav ukazatelů.....	55
6.4.1	Bilanční analýza podle Rudolfa Douchy.....	56
6.4.2	Altmanův model.....	56
6.4.3	Model IN .....	57
6.5	Vyhodnocení finanční situace podniku .....	59



7	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI N + N SPOL. S R.O. VYBRANÝMI METODAMI.....	61
7.1	Metoda účetní hodnoty .....	61
7.2	Metoda substanční hodnoty .....	61
7.3	Metoda diskontovaného cash flow .....	65
7.3.1	Analýza finančního plánu.....	65
7.3.2	Výpočet metody DCF.....	67
7.4	Vyhodnocení jednotlivých metod ocenění .....	70
8	ZÁVĚR.....	72
	POUŽITÁ LITERATURA.....	74
	SEZNAM PŘÍLOH.....	75

## SEZNAM ILUSTRACÍ A TABULEK

Obrázek 1 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy.....	15
Obrázek 2 Analýza vývoje potenciálu podniku.....	20
Obrázek 3 Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku.....	33
Obrázek 4 Investovaný kapitál a jeho složení .....	36
Obrázek 5 Dvoufázová metoda.....	39
Obrázek 6 Postup výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou DFC entity .	42
Obrázek 7 Bilanční analýza podle Rudolfa Douchy za období 2008 – 2012 .....	56
Obrázek 8 Altmanův model za období 2008 – 2012 .....	57
Obrázek 9 Model IN - celkový ukazatel za období 2008 – 2012 .....	58
Obrázek 10 Model IN01 – celkový ukazatel za období 2008 - 2012 .....	59
Tabulka 1 Zkrácená horizontální analýza aktiv společnosti N+N spol. s r.o. ....	49
Tabulka 2 Zkrácená horizontální analýza pasiv společnosti N+N spol. s r.o.....	50
Tabulka 3 Vertikální analýza aktiv společnosti N+N spol. s r.o. ....	50
Tabulka 4 Vertikální analýza pasiv společnosti N+N spol. s r.o.....	51
Tabulka 5 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti N+N spol. s r.o. ....	52
Tabulka 6 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti N+N spol. s r.o. ....	53
Tabulka 7 Vývoj čistého pracovního kapitálu za období 2008 - 2012 .....	53
Tabulka 8 Ukazatele likvidity za období 2008 - 2012.....	54
Tabulka 9 Ukazatele rentability za období 2008 - 2012.....	54
Tabulka 10 Ukazatele zadluženosti za období 2008 - 2012 .....	55
Tabulka 11 Ukazatele aktivity za období 2008 - 2012 .....	55
Tabulka 12 Bilanční analýza podle Rudolfa Douchy za období 2008 - 2012 .....	56
Tabulka 13 Altmanův model za období 2008 - 2012 .....	57
Tabulka 14 Model IN za období 2008 - 2012.....	58
Tabulka 15 Model IN01 za období 2008 - 2012.....	58
Tabulka 16 Ocenění společnosti N + N spol. s r.o. metodou účetní.....	61
Tabulka 17 Ocenění strojů a zařízení .....	62
Tabulka 18 Ocenění osobních a nákladních automobilů .....	63
Tabulka 19 Ocenění dlouhodobého drobného hmotného majetku .....	63
Tabulka 20 Ocenění krátkodobých pohledávek.....	64
Tabulka 21 Ocenění cizích zdrojů .....	64

Tabulka 22 Celkové ocenění podniku substanční metodou.....	65
Tabulka 23 Ukazatele likvidity za období 2012 - 2016.....	66
Tabulka 24 Ukazatele zadluženosti za období 2012 - 2016 .....	66
Tabulka 25 Ukazatele rentability za období 2012 - 2016.....	66
Tabulka 26 Ukazatele aktivity za období 2012 - 2016 .....	67
Tabulka 27 Investovaný kapitál provozně nutný za období 2012 - 2016.....	68
Tabulka 28 Výpočet korigovaného výsledku hospodaření pro období 2012 - 2016.....	68
Tabulka 29 Stanovení úrokové míry - stavebnicová metoda.....	69
Tabulka 30 Současná hodnota - 1. fáze (2013-2016) .....	69
Tabulka 31 Pokračující hodnota – 2. fáze (2017 a dále) .....	70
Tabulka 32 Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF.....	70
Tabulka 33 Porovnání výsledných hodnot ocenění .....	71

## 0 ÚVOD

Diplomová práce se zabývá určením hodnoty společnosti N + N spol. s r.o. vybranými metodami.

Téma bylo zvoleno z důvodu mého zájmu o problematiku oceňování podniků. V dnešní době hospodaření společností jak ve světě, tak i v České republice významně ovlivnil nástup světové hospodářské krize. Společnosti se prodávají, slučují, dostávají do finančních tísňí nebo dokonce i krachují. Téma hodnocení a oceňování společností je proto velmi aktuální a jeho význam v současnosti roste.

Hlavním cílem této diplomové práce je ocenit společnost N + N spol. s r.o. vybranými metodami a porovnat jednotlivé ocenění.

Dílní cíle jsou popsat teorii oceňování podniků včetně jednotlivých metod oceňování, teorii finanční analýzy, její metody, používané ukazatele, souhrnné vyhodnocovací modely, představení společnosti N + N spol. s r.o., analyzování současné a budoucí finanční situace společnosti a stanovení hodnoty společnosti vybranými metodami.

Použitá data a údaje jsou čerpány z odborné literatury, podkladů poskytnutých analyzovanou společností a internetových zdrojů.

Po prostudování odborné literatury jsou definovány pojmy týkající se problematiky oceňování podniků, postupy a metody ocenění, dále pojmy týkající se finanční analýzy, metody, postupy, ukazatele a modely celkového hodnocení finanční situace společnosti. Tyto teoretické podklady jsou následně využity v aplikační části.

Práce čtenářům poskytne teoretický výklad o problematice oceňování podniků, vymezí základní pojmy, postupy a metody oceňování. Seznámí je se společností N + N spol. s r.o., po provedení finanční analýzy informuje o její celkové finanční situaci a použitím vybraných metod pro ocenění stanoví hodnotu podniku.

# 1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

## 1.1 Základní pojmy

Pro správné pochopení problematiky oceňování podniku je podstatné mít jasnou představu o tom, co se vlastně oceňuje a co má být výsledkem celého procesu ocenění. Na začátek je potřeba si vysvětlit pojem podnik, tedy předmět ocenění, který je definován podle ustanovení §5 obchodního zákoníku: *„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*<sup>1</sup> To znamená, že podnik je souhrnem těchto složek a tedy při jeho ocenění je potřeba brát v potaz všechny tyto složky podniku.

Dále je potřeba charakterizovat hodnotu podniku. *„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnu hodnotu (angl. Present Value).“*<sup>2</sup> Ocenění podniku by mělo vést k zodpovězení těchto základních otázek:

- a) Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění?
- b) Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- c) Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou?

Na základě výše zmíněných otázek byly vyvinuty čtyři základní přístupy oceňování podniku:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy. [7]

### 1.1.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota se týká první výše zmíněné otázky. Předpokládá se, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků, kde figuruje více

<sup>1</sup> § 5 odst. zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

<sup>2</sup> Miloslav Mařík a kol., Metody oceňování podniku 2011, str. 20

kupujících a více prodávajících, kteří vytvářejí poptávku a nabídku a tedy podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je potenciální tržní cena, která se označuje jako tržní hodnota (angl. *market value*). Tržní hodnota je definována v mezinárodních oceňovacích standardech následovně: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“<sup>3</sup> Zjednodušeně lze říci, že tržní hodnota znamená: „Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu?“ Při ocenění je důležité, aby oceňovatel provedl důkladný průzkum trhu a získal potřebné informace týkající se srovnatelného majetku, které mohou mít vliv na jeho rozhodnutí. [7]

### 1.1.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota se používá pro ocenění z pohledu konkrétního subjektu (kupujícího). Tato hodnota je definována v Mezinárodním oceňovacím standardu číslo 2. V tomto případě je označována jako investiční hodnota a je definována následovně: „*Investiční hodnota (Investment Value of Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“<sup>4</sup> Z výše uvedené definice lze říci, že investiční hodnota je v určité míře dána subjektivními názory či představami, případně konkrétními podmínkami subjektu a může se tak lišit od tržní hodnoty. [7]

### 1.1.3 Objektivizovaná hodnota

Před několika lety se v německy hovořících zemích odborníci shodli, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, protože hodnota není objektivní vlastností podniku. Proto se začalo používat pojem „objektivizovaná hodnota“. Tato hodnota je podle německých oceňovacích standardů definována následovně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny*

<sup>3</sup> Miloslav Mařík a kol., *Metody oceňování podniku 2011*, str. 22

<sup>4</sup> Miloslav Mařík a kol., *Metody oceňování podniku 2011*, str. 26

*vlastníků), 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.“<sup>5</sup> Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím zjištění by měli být dodržovány určité zásady a požadavky. [7]*

#### **1.1.4 Kolínská škola**

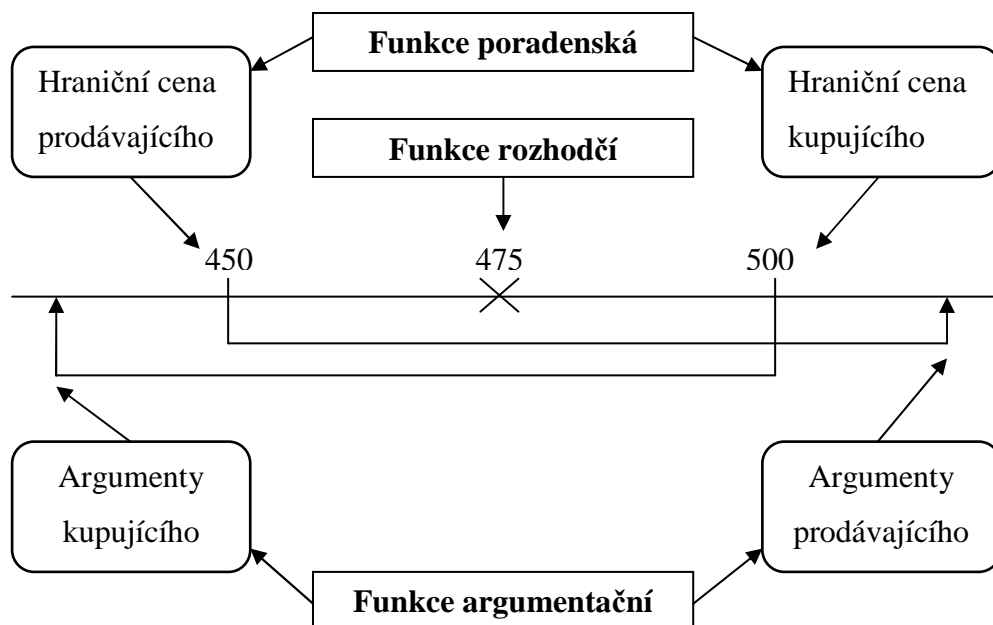
Při oceňování podniků se řada teoretiků přiklání k názoru, že na hodnotu podniku je potřeba se dívat jako na jev jedinečný. Potom lze říci, že na otázku, jaká je hodnota podniku, nelze odpovědět pravděpodobná cena podniku na trhu. Hlavní roli zde hraje individuální názor účastníků transakce (například kupujícího) a tedy **hodnota podniku je dána užítkem majetku** pro konkrétního účastníka transakce. Kolínská škola je právě založena na tomto subjektivním postoji a rozeznává několik základních funkcí oceňování:

- a) **funkci poradenskou** – smyslem je poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální ceně, kterou může zaplatit kupující a minimální ceně, kterou může prodávající ještě přijmout, aby neprodělal;
- b) **funkci rozhodčí** – jedná se o výkon funkce nezávislého oceňovatele, tedy rozhodčího, který by měl odhadnout hraniční ceny účastníků transakce a nalézt spravedlivou cenu v rámci odhadnutého rozpětí;
- c) **funkci argumentační** – v tomto případě oceňovatel hledá důkazy, které by mohli zlepšit pozici dané strany a které by ji sloužily jako podklad pro jednání;
- d) **funkci komunikační** – cílem je poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, především s bankami a investory;
- e) **funkci daňovou** – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely. [7]

Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy zobrazuje níže uvedený obrázek 1.

---

<sup>5</sup> Miloslav Mařík a kol., *Metody oceňování podniku 2011*, str. 27



Obrázek 1 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy

Zdroj: Miloš Mařík, Metody oceňování podniku (2008)

## 1.2 Podstata oceňování podniku

Hlavní podstatou oceňování podniků je stanovení hodnoty podniku pro konkrétní účel. Ocenění podniku může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Podněty k ocenění podniku mohou být různé. Ocenit podnik je potřeba například při prodeji a koupi podniku, při fúzi nebo přeměnách podniku, či při vstupu nových společníků do společnosti. Ocenění podniku se rozlišuje na:

- a) Ocenění související s vlastnickými změnami:
  - koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku podle ustanovení § 476 obchodního zákoníku;
  - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti podle ustanovení § 59 obchodního zákoníku,
  - ocenění v souvislosti s fúzí;
  - ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti;
  - ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí;
  - ocenění v souvislosti s nabídkou na odkoupení účastnických cenných papírů;
  - ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů;



- přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu.
- b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám:
  - změna právní formy společnosti;
  - ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru (při poskytování úvěru by bylo žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění);
  - ocenění v souvislosti se sanací podniku.
- c) Ocenění podniku podnikem samotným
  - potřeba managementu – jedním z kritérií hodnocení managementu podniku může být např. dosažená hodnota podniku, kterou management využívá jakou zpětnou vazbu své činnosti;
  - potřeba majitelů – majitelé chtějí zpravidla vědět jakou rychlostí a jakým směrem se vyvíjí jejich „bohatství“ a proto jsou pro ně velmi důležité co nejpřesnější informace o aktuálním stavu vlastního podniku.

Důležité je, aby v každém případě ocenění podniku bylo jasně řečeno, co bylo podnětem, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hodnota podniku má být určena a k jakému datu. [7]

### 1.3 Kdo se zabývá oceňováním podniků?

Oceňováním podniků se zabývají znalci a odhadci. Podmínky pro výkon této činnosti se v jednotlivých zemích podstatně liší. Ve spoustě zemí je tato činnost volnou živností, to znamená, že pro výkon této činnosti není potřeba splňovat zvláštní požadavky, pouze obecné požadavky, které jsou kladeny na každé profesi, obvykle se jedná o bezúhonnost.

Například ve Velké Británii nejsou žádné legislativní omezení pro výkon této činnosti. Funguje zde ale nejstarší profesní sdružení odhadců majetku zvané RICS (*The Royal Institution of Chartered Surveyors*). Právě toto sdružení vydává zásady a principy, kterými se odhadci a znalci řídí.

V Rakousku jsou podmínky pro výkon této činnosti o něco jiné. Postavení odhadců upravuje spolkové právo zákonem č. 137/1975 BGBL. Pro výkon této činnosti je potřeba doložit desetiletou praxi v oboru a vykonat zkoušku.

V Německu je tato profese volnou živností. Existují zde různá profesní sdružení, která garantují vysokou odbornost členů a jejich nezávislost.

Ve Švédsku funguje sdružení odhadců *The Swedish Association of Real Estate Economics* (SFF), které bylo založeno v roce 1964. V roce 1994 vydalo toto sdružení publikaci s názvem *Real Estate Terminology*, která slouží odhadcům ke sjednocení definic, různých pojmů a metod týkajících se oceňování. [3]

Problematikou oceňování se v České republice zabývají jednak znalci, jednak odhadci. Postavení znalce a odhadce není stejné. První zmínky o profesi znalce lze nalézt v soudním a dražebním řádu č. 565/1786 Sb. V současné době je činnost znalců upravena zákonem č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a dále Vyhláškou Ministerstva spravedlnosti ze dne 17. dubna 1967 k provedení zákona o znalcích a tlumočnících. *„Znalce jmenuje pro jednotlivé obory ministr spravedlnosti nebo předseda krajského soudu v rozsahu, v němž je ministrem spravedlnosti k tomu pověřen.“*<sup>6</sup> Být jmenován znalcem může být ten, kdo je českým státním občanem, má potřebné znalosti a zkušenosti z oboru, ve kterém má jako znalec působit, absolvoval speciální výuku pro znaleckou činnost a úspěšně složil zkoušku u Krajského soudu, dále má takové osobní vlastnosti, které dávají předpoklad pro to, že znaleckou činnost může vykonávat řádně, a který zároveň se svým jmenováním souhlasí. Podmínky pro výkon profese odhadce majetku v České republice upravuje novela Živnostenského zákona č. 130/2008 Sb., která vstoupila v platnost 1. července 2008. Na základě výše zmíněného zákona je možné podat žádost o vydání živnostenského oprávnění pro tyto kategorie oceňování majetku: **věci movité, věci nemovité, nehmotný majetek, finanční majetek a podniky**. K získání živnostenského oprávnění je potřeba splňovat:

- a) všeobecné podmínky - dosažení věku 18 let, způsobilost k právním úkonům, bezúhonnost, neexistence daňových či sociálních nedoplatků;
- b) požadavky na vzdělání respektive odbornou praxi s ohledem na vybranou kategorii oceňování majetku;
- c) požadavky na zamezení střetů zájmů, uchování důvěrných informací, řádné provozování živnosti, pojištění profesní odpovědnosti za případné škody vzniklé v souvislosti s vykonávanou činností odhadce majetku a zajištění systému jakosti a odpovědnosti. [1]

---

<sup>6</sup> Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, §3

## 1.4 Doporučený postup při oceňování podniku

Oceňování podniku je pro oceňovatele velmi složitým úkolem, který vyžaduje důkladnou přípravu a analýzu získaných dat z vybraného podniku. Celý tento proces lze v praxi rozdělit do 9 základních kroků:

1. vymezení zadání práce;
2. vytvoření pracovního týmu;
3. plán práce;
4. sběr vnějších a vnitřních informací;
5. analýza dat;
6. výběr metod ve vazbě na cíl práce;
7. analýza ocenění;
8. syntéza výsledků;
9. závěr.

Prvním a klíčovým problémem před zahájením prací na ocenění podniku je vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Stanovený účel se stává vodítkem pro vybrání konkrétního modelu ocenění podniku.

Protože ocenění podniku je mnohdy velmi složitým procesem, z praktických zkušeností se pro zpracování ocenění doporučuje vytvoření týmu odborníků. Tento tým je většinou složen z vedoucího týmu, který řídí jednotlivé práce na ocenění, ze specialistů, kteří řeší jednotlivé zadané úkoly, a ze zástupců top managementu vybraného podniku, kteří formulují zadání práce a poskytují potřebné informace pro kvalitní zpracování ocenění. Celý proces ocenění se řídí časovým harmonogramem a konečným termínem řešení stanoveným na počátku.

Pro kvalitní zpracování celého projektu je potřeba získat podklady pro samotné ocenění. Základním zdrojem dat jsou účetní závěrky podniku a interní informace přímo od managementu. Důležité je získat informace o minulosti podniku, současnosti a budoucích plánech a záměrech, pomocí kterých si lze vytvořit obraz vývoje podniku. Nezbytné jsou také informace o makroekonomickém prostředí a o odvětví, ve kterém podnik působí.

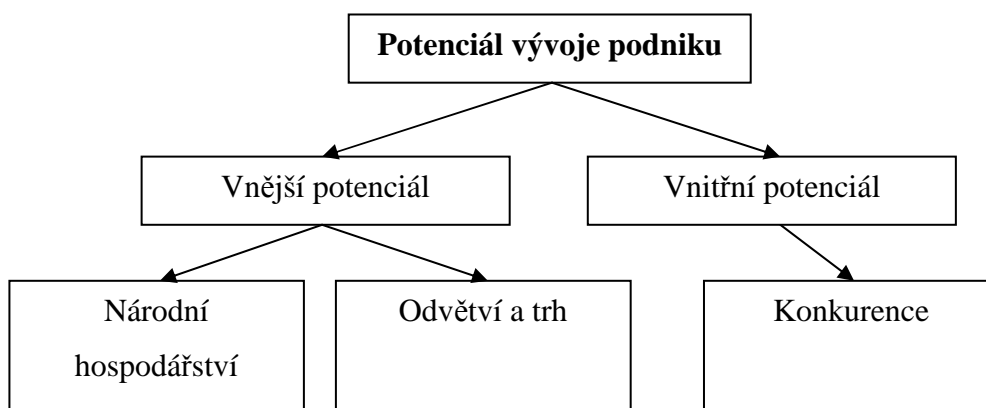
Veškerá získaná data je potřeba analyzovat pomocí finanční a strategické analýzy. Časový horizont těchto analýz se doporučuje v rozmezí tří až pěti let do minulosti i budoucnosti.

Po provedení výše zmíněných analýz následuje výběr a aplikace modelů pro ocenění, což závisí na stanoveném cílu práce. V případě, že je použito více modelů s cílem ověření správnosti výsledků práce, je nezbytné provést syntézu výsledků a formulaci závěru. Výstupem celého procesu je zpráva, jejíž obsah odpovídá mezinárodním standardům. Výsledkem je stanovení hodnoty podniku k datu ocenění. [3]

## 2 STRATEGICKÁ ANALÝZA

### 2.1 Účel strategické analýzy

Mnoho autorů literatury týkající se problematiky oceňování podniků považuje strategickou analýzu za klíčovou fází oceňovacího procesu. Hlavním cílem strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý jak na vnějším, tak i vnitřním potenciálu, kterým daný podnik disponuje. Vnější potenciál představuje příležitosti a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se daný podnik nachází. Vnitřní potenciál vyjadřuje souhrn silných a slabých stránek podniku s důrazem na otázku, zda má podnik nějakou podstatnou konkurenční výhodu nebo dokonce několik výhod.



Obrázek 2 Analýza vývoje potenciálu podniku

Zdroj: Mařík, 2011, str. 56

Účelem strategické analýzy je získání konkrétních výsledků, ke kterým by měly patřit odpovědi alespoň na tyto tři hlavní otázky:

1. Jaké jsou **perspektivy podniku** z dlouhodobého hlediska?
2. Jaký vývoj trhu, konkurence a především **vývoj podnikových tržeb** lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
3. Jaká **rizika** jsou s podnikem spojena? [7]

Postup strategické analýzy je možné rozdělit do těchto kroků:

1. Analýza makroekonomického prostředí;
2. Analýza mikroekonomického prostředí;
3. Analýza vnitřních zdrojů a schopností podniku;
4. Syntéza jako východisko pro formulaci strategie. [11]

## 2.2 Kroky strategické analýzy

### **Analýza makroekonomického a mikroekonomického prostředí**

Analýza vlivů makroekonomického prostředí se zabývá faktory, které ovlivňují podnik na makro-úrovni. K tomu se využívá například **PEST analýza**, která se zabývá analýzou politických, ekonomických, sociokulturních a technologických vlivů makrookolí. Cílem použití této metody je pochopení makroekonomického prostředí, jehož faktory mohou mít zásadní vlivy na činnost daného podniku.

Analýza vlivů mikroekonomického prostředí zahrnuje analýzu odvětví s důrazem na konkurenční prostředí. Cílem je zjistit síly a faktory, které tvoří dané odvětví více či méně atraktivním. Je potřeba stanovit základní charakteristiky odvětví, mezi které patří například:

- velikost trhu;
- geografický rozsah konkurence;
- počet konkurentů a jejich relativní velikost;
- počet zákazníků a jejich velikost.

Významnou je také analýza konkurenčních sil vycházející z **Porterovy analýzy pěti sil**. Do popředí zájmu se v tomto případě dostávají konkurenční síly, protože i podnik ve velmi atraktivním odvětví se působením konkurenčních sil může snadno dostat do závažných potíží.

### **Analýza vnitřních zdrojů a schopností podniku**

Analýza vnitřních zdrojů a schopností směřuje k identifikaci zdrojů a schopností, které podnik musí mít, aby byl schopen reagovat na hrozby a příležitosti neustále vznikajících v jeho okolí. Komplexně pojatá analýza vnitřních zdrojů a schopností vede k identifikaci specifických předností podniku jako základu konkurenční výhody. Pro posouzení stávajícího finančního stavu podniku se používá **finanční analýza** (viz 3. kapitola).

### **Syntéza jako východisko pro formulaci strategie**

Výsledky získané z výše uvedených analýz představují východiska pro syntézu směřující k určení zdrojů konkurenční výhody a vymezení konkurenční pozice podniku. Za základní nástroj je považována SWOT analýza. [11]

### 3 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza je nezbytnou součástí prací při oceňování podniku, jejíž podstatou je zhodnotit finanční situaci podniku. Při oceňování podniku se tato analýza stává východiskem pro posouzení stávajícího finančního stavu podniku a především pro identifikaci možných rizik plynoucích z jeho fungování v budoucnosti.

Pojem „finanční analýza“ lze charakterizovat pomocí definice, která říká, že *„Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech. Finanční analýzy v sobě zahrnují hodnocení firemní minulosti, současnosti a předpovídání budoucích finančních podmínek.“*<sup>7</sup>

Jako zdroj pro další rozhodování a posuzování je finanční analýza nezbytná nejen pro samotné manažery podniku, ale také investory, obchodní partnery, státní instituce, zahraniční instituce, zaměstnance, auditory, konkurenty, burzovní makléře a v neposlední řadě i pro odbornou veřejnost.

Základním zdrojem dat ke zpracování finanční analýzy jsou účetní výkazy podniku, jako jsou: **rozhaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků** neboli cash flow. Další cenné informace obsahují například výroční zprávy za jednotlivé roky, zprávy samotného vrcholového vedení podniku, firemní statistiky produkce, poptávky, odbytu či zaměstnanosti, oficiální ekonomické statistiky, odborný tisk atd. [5]

#### 3.1 Účetní výkazy

##### 3.1.1 Rozvaha

Jedním z hlavních účetních výkazů každého podniku je rozvaha, která informuje o tom, jaký majetek podnik vlastní a z jakých zdrojů je tento majetek financován. Rozvaha se sestavuje vždy k určitému datu a musí zde platit, že aktiva se rovnají pasivům. Aktiva představují veškerý majetek jako výsledek minulé investiční činnosti, který se dělí na dlouhodobý a krátkodobý podle časového hlediska, a na hmotný a nehmotný z hlediska charakteru položek. Pasiva jsou často charakterizována jako zdroje krytí majetku, která se dělí na vlastní a cizí kapitál. Představují veškeré závazky

---

<sup>7</sup> RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1, str. 9

podniku, vklady společníků, zisk nebo ztráty z minulých let a výsledek hospodaření běžného roku. [5]

### **3.1.2 Výkaz zisku a ztráty**

Výkaz zisku a ztráty podává podniku přehled o jeho výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité účetní období. Forma a obsah tohoto výkazu jsou stanoveny Ministerstvem financí České republiky. Výnosy podniku představují peněžní částky, které podnik získal z veškerých svých činností za určité účetní období bez ohledu na to, zda v daném období došlo k jejich inkasu. Náklady podniku lze charakterizovat jako peněžní prostředky vynaložené v daném období na získání výnosů, i když ke skutečnému úbytku peněžních prostředků nemuselo ve stejném období dojít. Rozdílem výnosů a nákladů je výsledek hospodaření. Pokud jsou výnosy větší než náklady, jde o zisk. Pakliže náklady převyšují výnosy, jedná se o ztrátu. [12]

### **3.1.3 Výkaz o tvorbě a použití peněžních toků**

Jak bylo zmíněno výše, výkaz zisku a ztráty zaznamenává různé kategorie výnosů, nákladů a zisku v období jejich vzniku, bez ohledu na to, jestli došlo k příjmům či úbytkům finančních prostředků. Nastává tedy obsahový a časový nesoulad mezi náklady a výdaji, výnosy a příjmy, ziskem a stavem peněžních prostředků. Proto byl vytvořen výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků (výkaz cash flow), který podává informace o peněžních tocích v průběhu účetního období a udává tak kolik peněz má podnik skutečně k dispozici. [5]

## **3.2 Postup při finanční analýze**

Postup zpracování finanční analýzy závisí na tom, zda je zpracována interně nebo externě. V případě interního zpracování je snadnější přístup k informacím a výhodou je také osobní kontakt a znalost firmy. Při externím zpracování je potřeba získat informace o samotném podniku, jeho strategii, předmětu jeho činnosti atd. Tyto informace poskytují výroční zprávy podniku. Po získání potřebných informací následuje analýza vývoje odvětví, ve kterém podnik figuruje. Hlavním cílem této analýzy je posouzení stávající situace a perspektivy daného odvětví do budoucna. Po této analýze následuje zpracování analýzy účetních výkazů, na kterou navazuje zhodnocení všech složek finanční rovnováhy: zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity a případně dalších ukazatelů. Výpočet finančních ukazatelů je pouze mezičlánkem k samotnému



hodnocení výsledků finanční analýzy. Získané hodnoty je potřeba srovnat například v čase, s normami, plány či jinými podniky v odvětví. Jednotlivé ukazatele ale většinou nevyjadřují celkovou finančně-ekonomickou situaci podniku, a tak byly vytvořeny souhrnné modely hodnocení, jako jsou bankrotní a bonitní modely, které mají za cíl vyjádřit souhrnnou charakteristiku celkové situace podniku pomocí jednoho čísla. Hlavním cílem finanční analýzy je zhodnocení výsledků a formulování doporučení pro zlepšení stavu analyzovaného podniku. [5]

### 3.3 Ukazatele finanční analýzy

Pro výpočet ukazatelů finanční analýzy se využívají položky účetních výkazů a údaje z dalších zdrojů, nebo čísla, která jsou z nich odvozená. Důležitou roli zde hraje časové hledisko. Proto je nezbytné rozlišovat **stavové** a **tokové veličiny**. Stavové veličiny se vztahují k určitému časovému okamžiku (data z rozvahy), kdežto tokové veličiny se týkají určitého časového intervalu (data z výkazu zisku a ztráty). [10]

#### 3.3.1 Absolutní ukazatele finanční analýzy

Absolutní ukazatele vycházejí z posuzování hodnot jednotlivých položek základních účetních výkazů. Využívají se především k analýze vývojových trendů, kdy se sleduje vývoj zkoumaných veličin v čase (horizontální analýza) a k procentnímu rozboru, kdy se jednotlivé položky z výkazů vyjádří jako procentní podíl k nějaké smysluplné veličině (vertikální analýza). [4]

#### 3.3.2 Rozdílové ukazatele finanční analýzy

Rozdílové ukazatele se používají k analýze finanční situace podniku s orientací na jeho likviditu. Nejvíce používané rozdílové ukazatele jsou:

1. **čistý pracovní kapitál (ČPK)** – jedná se o rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji a má významný vliv na platební schopnost podniku,
2. **čisté pohotové prostředky (ČPP)** – je definován jako rozdíl mezi pohotovými peněžními prostředky a okamžitě splatnými závazky. [5]

#### 3.3.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou další významnou skupinou ukazatelů navazující na absolutní ukazatele účetních výkazů. Jsou zaměřeny na všechny oblasti výkonnosti daného podniku. Zdrojem výpočtů poměrových ukazatelů jsou základní účetní výkazy.

„*Poměrový ukazatel se vypočítá jako poměr jedné nebo několika účetních položek základních účetních výkazů k jiné položce nebo k jejich skupině.*“<sup>8</sup> Existuje několik skupin poměrových ukazatelů, které lze rozdělit na:

1. **ukazatele rentability,**
2. **ukazatele likvidity,**
3. **ukazatele zadluženosti,**
4. **ukazatele aktivity,**
5. **ukazatele tržní hodnoty.**

### **Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability slouží ke zjištění a porovnání, zda je podnik schopen vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, tedy slouží k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti podniku. Hlavním zdrojem pro výpočet jednotlivých ukazatelů jsou základní účetní výkazy, a to výkaz zisku a ztráty a rozvaha. Obecně tyto ukazatele dávají do poměru výstupy a vstupy podnikatelské činnosti podniku. V čitateli se obvykle vyskytují položky odpovídající výsledku hospodaření (obvykle se jedná o tokovou veličinu) a ve jmenovateli nějaký druh kapitálu (stavová veličina) nebo tržby (toková veličina). Ukazatele se dělí na:

1. **rentabilita celkového kapitálu** = čistý zisk / celková aktiva,
2. **rentabilita vlastního kapitálu** = čistý zisk / vlastní kapitál,
3. **rentabilita tržeb** = čistý zisk / tržby,
4. **rentabilita nákladů** = čistý zisk / celkové náklady. [5]

### **Ukazatele likvidity**

Likvidita podniku vyjadřuje schopnost podniku hradit včas své platební závazky. Z hlediska finanční rovnováhy podniku je likvidita velmi důležitá, protože jen dostatečně likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům včas a řádně. Nedostatek likvidity vede k neschopnosti hradit své běžné závazky, což může vyústit v platební neschopnost a nakonec vést až k bankrotu. Naproti tomu příliš vysoká likvidita sice snižuje riziko platební neschopnosti, ale současně snižuje rentabilitu podniku.

Obecně mají ukazatele likvidity tvar podílu toho, čím je možno platit (čítatel), k tomu, co je nutné zaplatit (jmenovatel). Používají se tyto tři základní ukazatele:

---

<sup>8</sup> RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1, str. 47

1. **okamžitá likvidita** = pohotové platební prostředky / dluhy s okamžitou platností,
2. **pohotová likvidita** = (oběžná aktiva – zásoby) / krátkodobé dluhy,
3. **běžná likvidita** = oběžná aktiva / krátkodobé dluhy. [10]

### Ukazatele zadluženosti

Pojem „zadluženost“ vyjadřuje skutečnost, že podnik k financování aktiv ve své činnosti používá cizí zdroje, tedy dluhy. Financování aktiv výhradně vlastním kapitálem s sebou přináší snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu. Naproti tomu financování aktiv výhradně z cizích zdrojů by pravděpodobně bylo spojeno s obtížemi při jeho získávání. Hlavní podstatou analýzy zadluženosti je hledání optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem. V praxi se nejčastěji využívají tyto ukazatele zadluženosti:

1. **celková zadluženost** = cizí zdroje / aktiva celkem,
2. **míra zadluženosti** = cizí zdroje / vlastní kapitál,
3. **úrokové krytí** = zisk před odečtením úroků a daní / nákladové úroky. [5]

### Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují schopnost podniku využívat investované finanční prostředky a také vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv. Rozbor těchto ukazatelů slouží podniku především ke zjištění, jak hospodaří s aktivy a s jejich jednotlivými složkami a také jaký vliv má toto hospodaření na výnosnost a likviditu. Mezi nejvíce využívané ukazatele aktivity se řadí:

1. **ukazatel obratu celkových aktiv** = tržby / celková aktiva,
2. **ukazatel obratovosti zásob** = tržby / průměrný stav zásob,
3. **doba obratu zásob** = 365 / obratovost zásob,
4. **ukazatel obratovosti pohledávek** = tržby / pohledávky,
5. **doba obratu pohledávek** = 365 / obratovost pohledávek. [10]

### Ukazatele tržní hodnoty

Skupina ukazatelů tržní hodnoty se liší od předchozích ukazatelů tím, že pracují s tržními hodnotami. Tyto ukazatele vyjadřují hodnocení podniku a jsou velmi důležité především pro investory či potenciální investory z hlediska hodnocení návratnosti investovaných prostředků.

V praxi se používají zejména tyto ukazatele:

1. **účetní hodnota akcie** = vlastní kapitál / počet emitovaných akcií,
2. **čistý zisk na akcii** = výsledek hospodaření / počet emitovaných akcií,
3. **ukazatel P/E** = tržní cena akcie / zisk po zdanění na 1 akcii. [10]

### 3.4 Soustavy ukazatelů

Podstatou finanční analýzy je celkové zhodnocení finanční situace podniku, odhalení silných a slabých míst, identifikace významných činitelů, které mají vliv na daný stav hospodaření, a navržení doporučení pro zlepšení do budoucna. Ke zjištění finanční situace podniku je potřeba vypočítat velké množství ukazatelů, jejichž následná interpretace může přinášet rozporuplné názory. Mnoho odborníků zabývajících se touto problematikou se snažilo nalézt jediný syntetický ukazatel, který by soustřeďoval jak silné tak slabé stránky podniku. Výsledkem tohoto úsilí bylo vytvoření souhrnných indexů hodnocení, které mají za cíl vyjádřit celkovou finančně-ekonomickou situaci a výkonnost podniku pomocí jednoho čísla. Rozlišují se dvě základní skupiny souhrnných ukazatelů:

1. **pyramidové soustavy ukazatelů,**
2. **soustavy účelově vybraných ukazatelů.**

#### 3.4.1 Pyramidové soustavy ukazatelů

Hlavním cílem pyramidových soustav ukazatelů je stručné a přehledné popsání vzájemné závislosti jednotlivých ukazatelů a dále analyzování složitých vnitřních vazeb v rámci pyramidy. Pyramidové soustavy používají dva základní typy rozkladu:

1. aditivní rozklad – součet nebo rozdíl dvou a více ukazatelů
2. multiplikativní rozklad – součin nebo podíl dvou a více ukazatelů

Nejznámějším pyramidovým ukazatelem je rozklad Du Pont, který byl poprvé použit v chemické společnosti Du Pont de Nomeurs. Tento ukazatel se zaměřuje na rozklad rentability vlastního kapitálu a vymezuje jednotlivé položky vstupující do tohoto ukazatele.

$$\text{ROE (Return On Equity)} = \text{rentabilita tržeb} * \text{obrat aktiv} * \text{finanční páka}$$

Na změnu ukazatele ROE může mít vliv jak změna rentability, tak obratu aktiv či změna zadluženosti (finanční páka). [10]

### **3.4.2 Soustavy účelově vybraných ukazatelů**

Hlavním cílem souhrnných ukazatelů je poměrně rychlým způsobem pomocí jedné číselné charakteristiky vyhodnotit aktuální finanční a ekonomickou situaci podniku. Analýza se dělá prostřednictvím dvou skupin souhrnných ukazatelů:

#### **Bonitní modely**

Bonitní modely byly vytvořeny za účelem zjištění finančního zdraví podniku za pomoci bodového hodnocení za jednotlivé hodnocené oblasti hospodaření. Tyto modely jsou velmi závislé na kvalitě zpracování jednotlivých poměrových ukazatelů v odvětvové skupině srovnávaných podniků. Do této kategorie modelů patří:

1. Soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy,
2. Kralickův Quicktest,
3. Tamariho model.

#### **Bankrotní modely**

Bankrotní modely vypovídají o tom, zda je podnik v dohledné době ohrožen bankrotem. Vycházejí z předpokladu, že podnik, který je ohrožen bankrotem vykazuje určitou dobu před touto událostí příznaky, které jsou pro bankrot typické, např. problémy s likviditou, s výší čistého pracovního kapitálu nebo s rentabilitou vloženého kapitálu.

Do skupiny bankrotních modelů patří:

1. Z-skóre (Altmanův model),
2. Indexy IN (Index důvěryhodnosti),
3. Tafflerův model. [5]

## 4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V současné době existuje široké spektrum metod pro oceňování podniku. Jedním ze základních předpokladů pro správné ocenění podniku je vzít v úvahu především účel, za jakým je podnik oceňován, a na základě něhož se pak vybere nejvhodnější metoda pro ocenění. Dalším významným předpokladem, který ovlivňuje výsledný výrok o hodnotě podniku, jsou informace, se kterými odhadce pracuje a do jaké míry je dokáže správně analyzovat a provést následnou syntézu. Pro ověření správnosti závěrů se v praxi zpravidla používá více metod pro ocenění podniku.

Metody oceňování podniku je možné rozdělit do tří základních skupin. První skupinu metod tvoří **metody založené na stavových veličinách**, které pracují na majetkovém principu. Tyto metody vyjadřují stav majetku a závazků podniku k určitému časovému okamžiku. Druhou skupinu tvoří **metody výnosové**, které vycházejí s poznatkem, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Třetí skupinou jsou **metody kombinované**. V těchto metodách se zpravidla kombinují výsledky získané aplikací metod výnosových a metod pracujících na majetkové bázi. [3]

### 4.1 Metody založené na stavových veličinách

Metody založené na stavových veličinách vycházejí především z účetního výkazu rozvahy. Určitým způsobem se přiřazují hodnoty jednotlivým položkám rozvahy a výsledná suma hodnot jednotlivých aktiv pak vyjadřuje celkovou hodnotu podniku.

#### 4.1.1 Metoda účetní hodnoty

Každý podnik je ze zákona povinen vést účetnictví. Ze zákona o účetnictví vyplývá, že každá podnikatelská jednotka je povinna jednou za rok vypracovat účetní závěrku, která poskytuje minimálně tyto informace:

- hodnotu podniku celkem = aktiva (pasiva);
- hodnotu základního kapitálu = počet akcií \* nominální hodnota akcie;
- hodnotu vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.

Účetní hodnota vyjadřuje v nominálním vyjádření původní rozsah investovaného kapitálu. Investory zajímá především relace, kdy aktuální tržní cena akcie na kapitálovém trhu ( $P - Price$ ), je vyšší, než účetní hodnota vlastního jmění na jednu akcii

(BV – *Book Value*). Za tohoto předpokladu vzniká hodnota přidaná trhem (MVA – *Market Value Added*), která znamená růst bohatství pro akcionáře. [3]

$$BV < P$$

#### 4.1.2 Metoda substanční, věcné hodnoty

Metoda substanční hodnoty patří k prvním z přístupů, které se v minulosti používaly pro stanovení tržní hodnoty podniku. **Věcná hodnota** znamená schopnost majetku podniku generovat výnos. Podstata substanční metody spočívá v tom, že svým způsobem reaguje na nedostatky, které se týkají především principu účtování v historických, resp. reprodukčních cenách (tzn. cena, za kterou by byl majetek pořízen v době, kdy se o něm účtuje). Účetnictví nedokonale zobrazuje tržní hodnotu majetku, která by byla spojena se znovupořízením majetku při dané míře opotřebení.

Tato metoda předpokládá, že odhadce oceňuje podnik z pohledu going-concern principu, což vyjadřuje podnik pokračující ve své činnosti bez plánovaných citelných nebo zásadních změn v jeho provozu. Podstata metody substanční, věcné hodnoty spočívá v tom, že investor nezíská budoucí příjmy, ale soubor majetku obvykle zatíženým dluhy.

Úlohou odhadce je přehodnotit položky na straně aktiv, které se účtují v historických cenách, na reálnou bázi. Na straně pasiv je potřeba vyjádřit potenciální závazky, které sice účetnictví nepodchycuje, ale v případě realizace směny by znamenaly zatížení nákladů pro nového majitele podniku.

Metoda substanční hodnoty je nesmírně pracná. Faktické zjištění reprodukčních nákladů spojených se znovupořízením jednotlivého majetku může být velmi časově náročné, protože podnik je velmi složitým souborem mnoha druhů majetku. Odhadce nejdříve musí vymezit majetkovou strukturu podniku, kde základní data čerpá z podnikové evidence majetku.

Jak už bylo zmíněno výše, majetek podniku zobrazuje účetní výkaz rozvaha. Aktiva se skládají ze dvou základních částí, a to ze stálých aktiv a z oběžného majetku.

Stálá aktiva zahrnují dlouhodobý nehmotný majetek, dlouhodobý hmotný majetek a dlouhodobý finanční majetek. Pro stanovení hodnoty dlouhodobého majetku se využívají následující postupy:

1. **metoda nákladová** – je založena na principu náhrady, jinými slovy kolik by investor dnes zaplatil za jednotlivé majetkové složky, když by je znovu pořizoval;
2. **metoda výnosová** – sleduje budoucí finanční tok týkající se dané majetkové části, který je následně diskontován, a následně je vypočtena současná hodnota budoucích výnosů;
3. **metoda tržního porovnání** – vychází z realizovaných prodejů obdobných majetkových částí.

Oběžný majetek zajišťuje především plynulost reprodukčního procesu a také potřebnou likviditu, která je vedle žádoucí výnosnosti další podmínkou pro úspěšné fungování každého podniku. Při stanovení substanční hodnoty oběžných aktiv odhadce neřeší problém rozdílnosti pořizovacích cen v minulosti a současnosti, ale právě problém likvidity jednotlivých druhů majetku. Oběžný majetek se člení na zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek.

Podle mezinárodních pravidel pro ocenění zásob se zásoby oceňují pořizovací cenou nebo náklady pořízení. Pokud je takto stanovená cena vyšší než reálná prodejní cena zásob, ocení se zásoby v prodejní ceně. V účetnictví podniku se zásoby oceňují:

1. **pořizovacími cenami** – pro nakoupené zásoby;
2. **vlastními náklady** – pro vytvořené zásoby vlastní činností;
3. **reprodukčními pořizovacími cenami** – pro zásoby, kde nelze zjistit vlastní náklady;
4. **odborným odhadem** – pro bezplatně získané zásoby, přebytky, odpady atd.

U pohledávek je základem ocenění nominální hodnota. Dlouhodobé pohledávky (nad 1 rok) je potřeba přepočítat na současnou hodnotu. Hodnota pohledávek v nominálním vyjádření se musí snížit o odhad nedobytných pohledávek. To se provádí tak, že u pohledávek se lhůtou splatnosti a po lhůtě splatnosti se vyjádří koeficient pravděpodobnosti inkasa. Tímto koeficientem se pak násobí absolutní částka pohledávek a nové hodnoty se sečtou.

Finanční majetek je tvořen převážně penězi na účtech a penězi v pokladně. V účetnictví se finanční majetek zachycuje v nominální hodnotě. U směnek se odečítá příslušná část diskontu. K tomuto majetku se nevytváří opravné položky.



Odhadce musí být schopen přesně kvantifikovat a vymežit rozsah cizích zdrojů. Nejedná se jen o přesné určení závazků uvedených v účetnictví, ale specifikovat i potenciální závazky, které by investorovi vznikly v případě, že by investoval do nákupu podniku. Cizí zdroje se člení na krátkodobé cizí zdroje, dlouhodobé cizí zdroje a rezervy. Krátkodobé závazky jsou oceněny v nominální hodnotě. Je potřeba zjistit, zda závazky nejsou podceněny, nebo jestli se podnik nenachází v platební neschopnosti. Dále se musí vymežit rozsah závazků po lhůtě splatnosti a specifikovat s nimi spojený rozsah penalizací. U dlouhodobých závazků se postupuje analogicky jako v případě krátkodobých závazků. V oblasti týkající se úvěru odhadce zjišťuje stav úvěrů, jejich strukturu, splácení úroků bance a dodržování splátkového kalendáře. V případě neplnění uzavřených úvěrových smluv je nezbytné zjistit, jaké sankce z nich případně plynou. Další dlouhodobým cizím zdrojem jsou rezervy. Podnik může vytvářet rezervy např. na opravy dlouhodobého majetku, které jsou označeny jako zákonné. Rezerva na opravy se rozloží v čase, kdy se předpokládá, že budou opravy realizovány, a jednotlivé částky se přepočtou na současnou hodnotu. Rezervy se mohou vytvářet také na kurzové ztráty. Tyto rezervy jsou v následujícím období zúčtovány, proto jejich současná hodnota odpovídá hodnotě účetní.

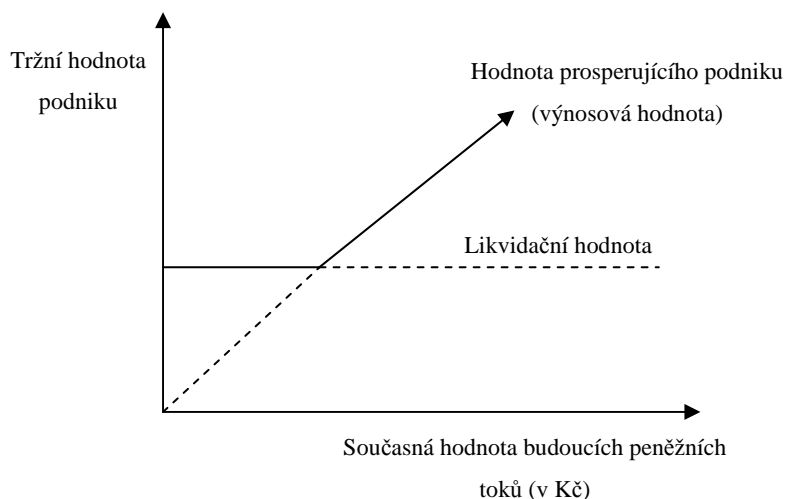
Výsledkem této metody je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čistě reprodukční náklady. Jinak řečeno, substanční hodnota vyjadřuje, kolik by investor musel teď zaplatit, kdyby podobný podnik měl zřít znovu. [3]

#### **4.1.3 Metoda likvidační hodnoty**

Většina oceňovacích metod je založena na předpokladu prosperujícího podniku spojeného s jeho neomezeným trváním. V těchto případech se hodnota podniku odhaduje nejčastěji od současné hodnoty budoucích příjmů. V praxi ale existuje spousta podniků, které nemají jasnou perspektivu své podnikatelské činnosti a mohou mít problémy se zajištěním budoucí existence. Pro vlastníky podniku je v tomto případě nutné zvážit, zda je výhodnější pokračovat v činnosti, nebo ukončit podnikání formou likvidace, prodejem či rozdělením. Prostředky získané prodejem jednotlivého majetku se nazývají **likvidační hodnota**.

Následující obrázek zobrazuje základní vztah mezi hodnotou prosperujícího podniku a likvidační hodnoty. Likvidační hodnota je tzv. dolní hranicí hodnoty podniku.

V případě, že současná hodnota budoucích výnosů je nižší než hodnota likvidační, pak je likvidační hodnota oceněním podniku.



Obrázek 3 Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku

Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 143

Podstata této metody spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku za předpokladu, že podnik ukončí svoji podnikatelskou činnost. Jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny všechny závazky včetně odměny likvidátora.

**Konečný nárok vlastníků (likvidace podniku) = celková hodnota podniku – hodnota závazků**

Pro vlastníky podniku může být likvidační hodnota velmi zajímavou v případě, kdy je tato hodnota větší než hodnota podniku stanovená výnosovou metodou a v případě, kdy likvidační zůstatek je kladný. Potom by vlastníci likvidací podniku získali více, než kdyby podnik byl dále v chodu. [3]

## 4.2 Výnosové metody

Tato skupina metod je založena na myšlence, že hodnota statku je očekávaným užitekem pro jeho držitele. Podnik je brán jako hospodářský statek, jehož užitekem jsou očekávané výnosy. Za teoretický základ výnosových modelů pro stanovení tržní hodnoty podniků je považována současná hodnota očekávaných výnosů po dobu,

po kterou investor bude podnik vlastnit. S tímto souvisí časová hodnota peněz, která je založena na tvrzení, že 1 Kč dnes má větší hodnotu než 1 Kč v budoucnosti. Jinak řečeno, investice přináší výnos, který zvyšuje původní nominální hodnotu investice. Při aplikaci tohoto tvrzení na podnik to znamená, že část zisku podnik investuje do pořízení nějakého aktiva (tj. budova, stroj, zařízení atd.), které přinese v budoucnosti vyšší výnos, než je náklad spojený s investicí. Matematicky je to vyjádřeno:

$$\text{NPV} > 0$$

$$\text{NPV} = - \text{investice} + \text{PV}$$

Kde: NPV (*Net Present Value*) je čistá současná hodnota investice

PV – současná hodnota budoucích výnosů

Když  $\text{NPV} > 0$ , pak je doporučené investici realizovat. V opačném případě je doporučeno investici nerealizovat. Jestliže  $\text{NPV} = 0$ , není stanoveno jednoznačné doporučení. [3]

#### 4.2.1 Metoda diskontovaného cash flow

Metoda diskontovaného cash flow (dále jen DCF) je považována za základní výnosovou metodu. Nejvíce se tato metoda používala v USA a Velké Británii, ale v současnosti, především kvůli globalizaci investičních procesů, se rozšířila po celé Evropě. Rozlišují se tři základní techniky pro výpočet metody DCF:

1. Metoda „entity“ (angl. *Entity Approach*) – entity znamená jednotka, která označuje podnik jako celek;
2. Metoda „equity“ (angl. *Equity Approach*) – equity znamená vlastní kapitál;
3. Metoda „APV“ (angl. *Adjusted Present Value*) – upravená současná hodnota.

Účelem těchto tří metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku nebo podle mezinárodní terminologie hodnotu vlastního kapitálu. Čistý obchodní majetek je podle ustanovení § 6 Obchodního zákoníku definován jako: „**obchodní majetek po odečtení veškerých závazků vzniklých právnické osobě v souvislosti s podnikáním.**“<sup>9</sup> Rozdíl v metodách je v tom, jakým způsobem se zjišťuje hodnota vlastního kapitálu.

Výpočet metody **DCF entity** probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku se vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele a jejich diskontováním se získá hodnota podniku jako celku, která se označuje  $H_b$

---

<sup>9</sup> Obchodní zákoník, § 6

(hodnota brutto). Ve druhém kroku se od celkové hodnoty podniku odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se tak hodnota vlastního kapitálu  $H_n$  (hodnota netto).

Při výpočtu metody **DCF equity** se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním se přímo získá hodnota vlastního kapitálu  $H_n$ .

Výpočet metody **DCF APV** je také jako u první metody rozdělen do dvou kroků. Nejprve se zjišťuje hodnota podniku jako celku ( $H_b$ ), ale v tomto případě je hodnota vyjádřena jako součet dvou položek, a to hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Poté se opět odečte cizí kapitál a zjistí se tak hodnota netto ( $H_n$ ). [7]

Z výše uvedených tří metod se v praxi nejvíce využívá metoda DCF entity, a proto následující text je věnován právě této metodě.

### **Metoda DCF entity**

Hlavním znakem metody DCF entity je, že výsledkem procesu diskontování budoucích peněžních toků je celková hodnota podniku. Podnik jako celek v tomto případě není chápán na úrovni bilanční sumy, ale na úrovni **investovaného kapitálu**. Pro výpočet investovaného kapitálu je za výchozí bod považována **rozvaha**, která se upravuje ve dvou krocích.

#### **1. Úprava plynoucí z potřeby určit náklady na kapitál.**

Kapitál podniku se v rozvaze nachází na straně pasiv, a je možné ho rozčlenit na:

- vlastní kapitál;
- cizí úročený kapitál;
- rezervy (nákladové);
- závazky;
- časové rozlišení.

Nejjednodušeji se určují náklady na úročený cizí kapitál, protože právě úroky jsou považovány za náklad. Náklady na vlastní kapitál se vyjadřují už obtížněji, existují ale metody pro zjištění těchto nákladů. Rezervy mají buď charakter vlastního kapitálu, nebo neúročených závazků. Nejhůře kvantifikované jsou ale náklady na závazky, z nichž z velké části tvoří závazky z obchodních vztahů, které jsou formou obchodního

úvěru. Náklady na tyto úvěry jsou obsaženy v ceně dodávek, ale je téměř nemožné tuto položku v ceně oddělit a vyjádřit tak náklady na daný úvěr. Toto obecně komplikuje propočet nákladů na tento druh kapitálu. Proto se pracuje s oběžnými aktivy sníženými o tyto závazky, tedy s pracovním kapitálem. V tomto případě se ale využívá modifikovaná forma výpočtu pracovního kapitálu, kdy se oběžná aktiva nesnižují o veškeré dluhy splatné do roka, ale jen o dluhy, u kterých by se těžce zjišťovaly náklady, tedy pouze o neúročené závazky. Mezi neúročené závazky patří:

- závazky z obchodních vztahů;
- závazky k ovládajícím a řídícím osobám, závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení;
- závazky k zaměstnancům;
- závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění;
- stát – daňové závazky, dotace;
- krátkodobé přijaté zálohy, dlouhodobé přijaté zálohy (pokud nejsou úročeny)
- dohadné účty pasivní a jiné neúročené závazky. [7]

Investovaný kapitál a jeho složení zobrazuje níže uvedený obrázek.

Dlouhodobá aktiva	Zpoplatněný kapitál (vlastní kapitál + úročný cizí kapitál)	} Investovaný kapitál
Pracovní kapitál (upravený)		

Obrázek 4 Investovaný kapitál a jeho složení

Zdroj: Mařík, 2011, str. 168

## 2. Úprava plynoucí z potřeby rozčlenit majetek na provozně nutný a nenutný

Druhá úprava rozvahy rozčleňuje majetek podniku na aktiva provozně nutná a aktiva nesloužící k zajištění hlavního provozu podniku. Vychází se z předpokladu, že podnik má jen jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pokud se jedná o podnik s více podnikatelskými aktivitami, pak by měl být oceněn jako souhrn podnikatelských jednotek, kde se každá jednotka oceňuje zvlášť. Obecně platí zásada, že pokud je to jen trochu možné, měly by se aktiva podniku rozdělit na aktiva provozně nutná a nenutná. Jedním z důvodů je například to, že část majetku podniku nemusí být

vůbec využívána a neplynou z něj tak žádné nebo jen malé příjmy, např.: nevyužitě pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně potřebném rozsahu, nebo dlouhodobé akcie nevyplácející dividendy. To může vést k tomu, že ocenění tohoto majetku pomocí výnosových metod povede k jeho podcenění, nebo nebude oceněn vůbec, i když svoji hodnotu má. Dalším důvodem členění aktiv na tyto dvě skupiny je skutečnost, že k ocenění obou skupin se často používají jiné metody. Provozně potřebná aktiva se například oceňují výnosovými metodami na základě výnosů, které podniku plynou z využívání těchto aktiv, nebo z pohledu hodnoty jejich znovupořízení. Neprovozní aktiva by měly být oceněny samostatně. Předpokládá se, že vlastník tyto aktiva může buď prodat, pronajmout nebo zlikvidovat.

### Peněžní toky pro metodu DCF entity

Pro metodu DCF je vždy východiskem volný peněžní tok (angl. *Free Cash Flow* – FCF). Výpočet tohoto peněžního toku zobrazuje níže uvedené schéma.

1.	+ korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	- upravená daň z příjmů (= KPVH <sub>D</sub> * daňová sazba)
3.	= korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ odpisy
5.	+ ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období (změna nákladových rezerv a opravných položek)
6.	= předběžný peněžní tok z provozu
7.	- investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= <b>volný peněžní tok (FCF)</b>

Zdroj: Mařík, 2011, str. 170

U metody **DCF entity** volný peněžní tok představuje tvorbu peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (akcionářům) v podobě dividend a věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. Proto se někdy u této metody používá označení peněžní toky do podniku jako celku (FCFF – *Free Cash Flow To Firm*). **FCFF** se počítá nepřímou metodou a vychází se z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Při výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření lze teoreticky vycházet z různých výchozích hladin zisku. Obecně se doporučuje vycházet z té

hladiny, která povede k minimu navazujících úprav, tedy z provozního výsledku hospodaření. Výpočet zobrazuje následující schéma.

1.	provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
2.	- provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
3.	+ provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
4.	+ výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
5.	- finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
6.	<b>= korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>

Zdroj: Mařík, 2011, str. 174

Volný peněžní tok FCFF lze počítat dvěma způsoby, a to klasicky nebo zkráceně.

<b>Klasický výpočet</b>	<b>Zkrácený výpočet</b>
korigovaný provozní zisk po dani	korigovaný provozní zisk po dani
+ odpisy (provozně nutného majetku)	- investice netto (do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu)
- investice brutto (do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu)	
<b>= FCFF</b>	<b>= FCFF</b>

Zdroj: Mařík, 2011, str. 175

### **Technika propočtu hodnoty podniku podle metody DCF entity**

Výpočet hodnoty podniku podle metody DCF entity se skládá ze dvou částí.

#### **1. Určení celkové hodnoty podniku**

Celková hodnota podniku je zde chápána jako výnosová hodnota investovaného kapitálu. Tato hodnota se získá diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku, jinak řečeno, peněžních toků, které berou v úvahu investice do majetku, který je pouze provozně nutný, včetně výnosů a nákladů spojené s takovým majetkem. Potom hodnota podniku jako celku se určí pomocí obecného vztahu:

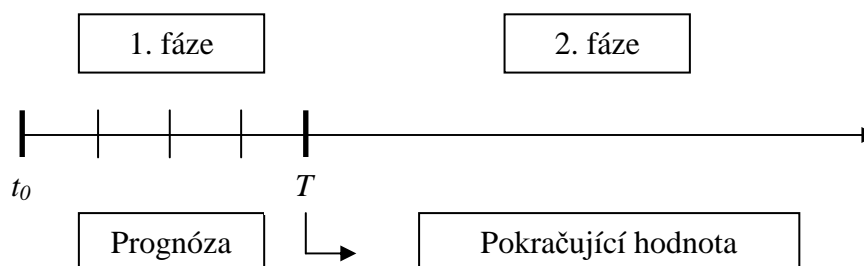
$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

Kde:  $FCFF_t$  = volné peněžní toky do firmy v roce  $t$   
 $i_k$  = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)  
 $n$  = počet let předpokládané existence podniku

V praxi se většinou předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Pro tak dlouhou dobu je téměř nemožné naplánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Existují dva základní přístupy jak postupovat, a to **dvoufázová metoda** a **třífázová metoda**. Z důvodu rozsahu této diplomové práce je níže popsána pouze dvoufázová metoda. [7]

### Dvoufázová metoda

Jak již plyne z názvu metody, budoucí období je možné rozdělit na dvě fáze. První fáze představuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze navazuje na první a obsahuje tak období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku v tomto období je označován jako **pokračující hodnota** (angl. *Continuing Value*). K lepšímu porozumění této metody slouží níže uvedený obrázek.



Obrázek 5 Dvoufázová metoda

Zdroj: Mařík, 2011, str. 178

Celková hodnota podniku podle této metody se vypočítá:

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

Kde:  $T$  = délka první fáze v letech  
 $PH$  = pokračující hodnota  
 $i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Pro znalce je velmi důležitým krokem rozhodnout, jak dlouhé bude prognózované období a od jaké doby se bude počítat s pokračující hodnotou. V praxi je



určení této doby vcelku obtížné. Odborná literatura poskytuje různé návrhy pro způsoby určení délky první fáze, např.:

- **tvorba hodnoty** – odvození délky první fáze v závislosti na období, po které se předpokládá, že podnik je schopen tvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu);
- **fáze životního cyklu** – určení délky první fáze v závislosti na životním cyklu podniku (v raných etapách vývoje podniku se doporučuje použít větší délku prvního období);
- **fáze konjunktury** – stanovení délky první fáze jako délku celého cyklu konjunktury (ekonomického rozvoji podniku);
- **rovnováha** – doporučuje se stanovení první fáze tak dlouhé, aby podnik po jejím uplynutí dosáhl určitého stavu rovnováhy (předpoklad konstantní rentability již investovaného kapitálu, stabilní tempo růstu tržeb);
- **délka podnikových plánů** – délka první fáze je stanovena na základě vypracovaných plánů ze strany vedení oceňovaného podniku.

Odhad pokračující hodnoty se zakládá na těchto předpokladech:

- základní stabilizované parametry, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty:
  - zisková marže;
  - obrat kapitálu;
  - rentabilita kapitálu;
  - podíl na trhu.
- růst podniku je konstantní, stabilní je i míra investic;
- stabilní výnosnost nových investic.

Při výpočtu pokračující hodnoty je potřeba stanovit techniku výpočtu a parametry pokračující metody. Nejvíce se používá **Gordonův vzorec**. V tomto případě se doba první fáze většinou pohybuje od 4 do 14 let. Pro druhou fázi se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota podle Gordonova vzorce se pak vypočítá jako:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

Kde:  $T$  = poslední rok prognózovaného období

$i_k$  = průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra)

$g$  = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

FCFF = volný peněžní tok do firmy

Podmínka platnosti vzorce  $i_k > g$

V České republice je tento model využíván znalci velmi často a bez velkých problémů. Diskontní míra se obvykle převádí z první fáze a odhad peněžního toku pro první rok druhé fáze se získá pomocí indexu na základě zvoleného tempa růstu  $g$ . Tento vzorec může být použit i v případě nulového tempa růstu.

Další možností jak spočítat pokračující hodnotu, je **parametrický vzorec**, který pracuje se dvěma základními faktory, a to tempem růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření a očekávanou rentabilitou nových investic. Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty má pak podobu:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

Kde:  $KPVH_{T+1}$  = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

$r_I$  = rentabilita čistých investic, která se vypočítá:

$$r_I = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}$$

Kde:  $KPVH_t - KPVH_{t-1}$  = přírůstek provozního zisku po daních

$K_{t-1} - K_{t-2}$  = přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce

Hlavním problémem parametrického modelu je odhadnutí základních údajů, které jsou potřeba k jeho výpočtu. Neexistují jednoznačné postupy jak tyto parametry stanovit, ale odborná literatura poskytuje alespoň jednoduchá doporučení. Příklady doporučení pro odhad jednotlivých veličin jsou následující:

- **korigovaný provozní výsledek hospodaření pro první rok druhé fáze** – odvozen od finančního plánu zpracovaného pro první fázi, kdy korigovaný provozní zisk z posledního roku první fáze se vynásobí indexem růstu odhadnutým na základě zvoleného tempa růstu  $g$ :

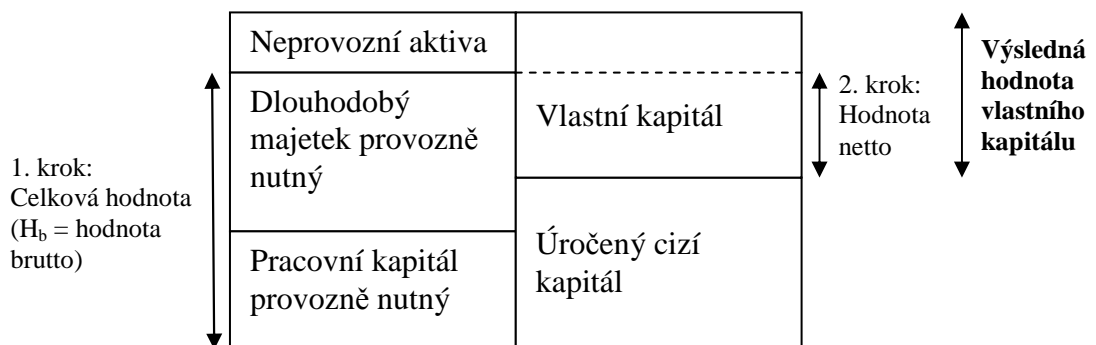
$$KPVH_{T+1} = KPVH_T \times (1 + g)$$

- **odhad volného peněžního toku pro první rok druhé fáze** – korigovaný provozní zisk pro první rok druhé fáze snížený o odhadované investice netto.
- **odhad rentability investic pro druhou fázi ( $r_I$ )** – rentabilita investic a její vztah k nákladům kapitálu je zpravidla určována případnými konkurenčními výhodami a celkovou konkurenční silou oceňovaného podniku. V praxi je ale většina podniků schopna udržet tuto pozici pouze krátkodobě, takže pro druhou fázi se předpokládá, že rentabilita investic se bude přibližovat úrovni nákladů kapitálu.
- **odhad tempa růstu ( $g$ )** – tempo růstu souvisí s vývojem příslušného trhu, odvětví a celého národního hospodářství souhrnně vyjádřeným tempem růstu HDP. Stanovené tempo růstu musí být v souladu s vnitřními možnostmi podniku, což lze vyjádřit rovnicí dlouhodobého rovnovážného vztahu mezi tempem růstu, rentabilitou investic a mírou investic: [7]

$$g = r_I \times m_I$$

## 2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Celková hodnota provozu podniku se sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. V konečném kroku ocenění provozní hodnoty vlastního kapitálu se přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění. K lepšímu pochopení vztahů slouží níže uvedený obrázek. [7]



Obrázek 6 Postup výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou DFC entity

Zdroj: Mařík, 2011, str. 177

## 4.2.2 Metody stanovení diskontní míry pro metodu DCF

### I. WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

Diskontní míra je významným prvkem pro výpočet metody DCF, který významnou měrou ovlivňuje výslednou hodnotu, převádí budoucí výnosy na současnost a vyjadřuje očekávanou výnosnost investice v čase. Předchozí kapitola byla věnována metodě DCF entity, proto následující text bude věnován stanovení diskontní míry právě pro tuto metodu. U metody DCF entity (vychází se z peněžních toků do firmy, tj. pro vlastníky a věřitele) se stanovuje diskontní míra na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu** (WACC – *Weighted Average Cost Of Capital*). Vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = n_{CK} \times (1 - d) \times \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \times \frac{VK}{K}$$

Kde:  $n_{CK}$  = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál)

$d$  = sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt

$CK$  = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$  = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku

$VK$  = tržní hodnota vlastního kapitálu

$K$  = celková tržní hodnota investovaného kapitálu ( $K = VK + CK$ )

Postup pro výpočet WACC je možné rozdělit do čtyř kroků:

1. Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu;
2. Určení nákladů na cizí kapitál;
3. Určení nákladů na vlastní kapitál;
4. Propočítání průměrných vážených nákladů kapitálu. [7]

### Váhy jednotlivých složek kapitálu

K určení vah jednotlivých složek kapitálu se doporučuje vycházet z tržních hodnot vlastního kapitálu (VK) a cizího kapitálu (CK). Předpokladem pro použití tržních hodnot je, že kapitálový trh poskytuje informace s přiměřenou vypovídací schopností. Vzhledem k současným podmínkám na kapitálovém trhu v České republice a k tomu, že oceňovaný podnik je společnost s ručením omezeným, za východisko lze použít účetní hodnoty jednotlivých složek kapitálu. [3]

## **Náklady na cizí kapitál**

Náklady na cizí kapitál se počítají jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které se platí z různých druhů cizího kapitálu. Mezi uvažovaný cizí kapitál patří dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry, finanční výpomoci a tzv. mimobilanční položky, které zahrnují komplexní pronájem, finanční leasing a ostatní úročené závazky. U dluhopisů se za náklady cizího kapitálu dosazuje výnosnost těchto dluhopisů ve formě výnosu do doby splatnosti. Pro určení nákladů na úvěry se v praxi používá faktická úroková míra placená podnikem z těchto úvěrů. Může se však použít pouze v tom případě, pokud se jedná o velmi solventní podnik a úvěr byl přijat nedávno a odráží tedy současné podmínky. Jinak lze náklady na cizí kapitál vypočítat pomocí rizikové přírážky nákladů na CK v závislosti na odhadnutý rating.

## **Náklady na vlastní kapitál**

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Mezi modely pro oceňování kapitálových aktiv patří **model CAPM** (angl. *Capital Asset Pricing Model*) a **stavebnicová metoda**. Protože model CAPM se hodí především pro výpočet nákladů na vlastní kapitál u akciových společností, podrobněji bude vysvětlena pouze stavebnicová metoda.

Podstata stavebnicové metody spočívá v tom, že kalkulovaná úroková míra se vypočítá jako součet výnosnosti „bezrizikových“ cenných papírů (tj. desetileté státní dluhopisy) a přírážky za riziko, která se spočítá jako součet dvou faktorů: obchodního rizika a finančního rizika. Vlivy působící na kolísání obchodního rizika jsou např.: dynamika a volatilita vývoje v oboru podnikání a příslušného trhu, konkurence, úroveň managementu, rozsah výrobních problémů a další faktory. Faktory ovlivňující finanční riziko jsou: stavy finančních ukazatelů, výsledky bonitních a bankrotních modelů, velikost pracovního kapitálu.

## **Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu**

Nejdříve se vypočítá průměrný náklad na všechny druhy cizího kapitálu. Finálním krokem je dosažení vypočtených hodnot do základního vzorce pro výpočet WACC. [7]

## II. Stavebnicová metoda

Kalkulovaná úroková míra podle stavebnicové metody se vypočítá jako součet bezrizikové úrokové míry na úrovni např. výnosnosti 5-letých státních dluhopisů a přírážky za riziko. Existuje velké množství variant výpočtu rizikové přírážky. Pro získání rizikové přírážky je potřeba stanovit několik faktorů, které se hodnotí podle předem stanovené stupnice pro hodnocení výše rizika, např.: riziko konkurence, podíl na trhu, riziko zachování výnosnosti a finanční riziko. Součet stanovených kritérií se pak vydělí součtem ohodnocení jednotlivých faktorů a získá se tak riziková přírážka. [8]

### 4.2.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů byla vypracována a převážně používána v německy mluvících zemích. Jedná se o metodu, kde se výnosová hodnota počítá z výnosů pouze pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Existují dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. V prvním případě je výnos podniku určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tzn. **peněžními toky**. V rámci výpočtu peněžních toků lze do základu ocenění promítnout přímo investiční výdaje a časový okamžik, kdy pravděpodobně nastanou. Tento přístup zvyšuje přesnost zjištěné hodnoty, protože odpovídá teoretickému vymezení hodnoty podniku jako současné hodnoty budoucích čistých příjmů. Nejobtížnějším krokem tohoto přístupu je však **plánování investic**. Pokud není možné plánovat investice dlouhodobě s dostatečnou přesností, ztrácí tento přístup svou výhodu a je lepší použít druhou metodu. Ve druhém případě je čistý výnos odvozován z upravených **výsledků hospodaření**. Dále bude text věnován pouze druhé metodě, protože se v praxi využívá častěji. Postup metody kapitalizovaných čistých výnosů lze rozdělit do čtyř kroků:

1. analýza a úprava minulých výsledků hospodaření;
2. plán budoucích výsledků hospodaření;
3. určení kalkulované úrokové míry;
4. propočet výnosové hodnoty. [7]

#### **Analýza a úprava minulých výsledků hospodaření**

Podle německých standardů se doporučuje udělat následující úpravy zejména položek ve výkazu zisků a ztrát:

- vydělit všechny významné položky nákladů a výnosů plynoucí z majetku provozně nepotřebného (daně placené z neprovozních nemovitostí a odpisy z těchto nemovitostí; zisky a ztráty z dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku, který není provozně nutný);
- náklady a výnosy musí být zaúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují (nedokončená výroba by měla být oceněna podle odpovídajícího podílu na výnosech; dlouhodobé vyřizované zakázky by měly být účtovány včetně odpovídajících podílů jednotlivých období na celkovém zisku bez ohledu na fakturaci);
- úpravy vycházející z požadavku dopracovat se k trvale udržitelné úrovni výsledků hospodaření (nepravidelné výnosy a náklady by měly být rozloženy na příslušná období; náklady a výnosy jednorázové povahy by měly být eliminovány; náklady účtované v minulosti, jejichž náklady lze očekávat až v budoucnosti je potřeba rozložit na celé období)
- úpravy vyplývající z uplatňování účetních pravidel, tzn. vyrovnání důsledků změn v účetní politice, aby všechny analyzované účetní výkazy byly srovnatelné (změny ve způsobu oceňování zásob, v odpisové politice, v politice oblasti rezerv a tvorbě opravných položek);
- úpravy týkající se potřeby vyčlenit z minulých účetních výkazů vliv plynoucí z konkrétních osob (zakalkulování mzdy činného společníka; vyčlenění z podnikových nákladů položky, které představují privátní výdaje podnikatele);
- pokud úpravy výsledků hospodaření mají vliv na daně, je potřeba přepočítat i změny v placených daních. [7]

### **Plán budoucích výsledků hospodaření**

Tento krok se odlišují dvě základní varianty přístupu k ocenění, a to paušální metoda a analytická metoda. Současné standardy dávají přednost metodě analytické, proto bude popsána právě tato metoda. Východiskem této metody je sestavení finančního plánu.

## Určení kalkulované úrokové míry

Při určení kalkulované úrokové míry se přistupuje podle toho, jakou hodnotu oceňovatel chce získat. V případě objektivizované hodnoty se postupuje tak, že východiskem je v zemi obvyklá úroková míra pro relativně bezrizikovou investici na kapitálovém trhu. Tuto úrokovou míru je potřeba pak navýšit o přiměřenou rizikovou přírážku. Při subjektivním ocenění se vychází z představ příslušného subjektu a jeho individuálních možností investovat kapitál. V tomto případě přichází v úvahu úroková míra přijímaných úvěrů, průměrná rentabilita odvětví nebo oboru, do kterého může subjekt investovat, nebo alternativní investice, kterou má investor k dispozici. [7]

## Propočet výnosové hodnoty

Analytická metoda je takový postup, kdy výnosové ocenění je založeno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Postup při získávání vstupních dat závisí na tom, zda jde o objektivizované nebo subjektivní ocenění. Při objektivizovaném ocenění se vychází ze skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Za předpokladu, že je k dispozici řada budoucích odnímatelných čistých výnosů a že podnik bude existovat nekonečně dlouhou dobu, použitím dvoufázové metody je možné vyjádřit vzorec:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1 + i_k)^T}$$

Kde:  $H_n$  = hodnota podniku netto (hodnota vlastního kapitálu)

$\check{C}V_t$  = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

$T$  = délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (délka první fáze)

$T\check{C}V$  = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu (předpokládá se stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů)

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra [7]



## **5 PROFIL VYBRANÉHO PODNIKU**

### **5.1 Základní údaje o společnosti**

Společnost N + N spol. s r.o. (dále jen „společnost“) byla založena společenskou smlouvou dne 30. srpna 1993 a zapsána do obchodního rejstříku vedeného krajským soudem v Hradci Králové v oddílu C, vložce 5014 dne 19. října 1993. Sídlo společnosti je v Hlinsku, Medkovy Kopce 26, PSČ 539 01. Identifikační číslo společnosti je 49815415. Její právní forma je společnost s ručením omezeným se základním kapitálem 700 000 Kč. Jednateli společnosti jsou Božek Navrátil, Miloš Navrátil a Bohuslav Nekvinda.

### **5.2 Vývoj společnosti do současnosti**

Firma byla založena v roce 1993. V počátcích byla předmětem obchodování lesní činnost zahrnující výkup dřeva, těžební a pěstební práce. V roce 1995 společnost vstoupila do oblasti dřevozpracujícího průmyslu zakoupením a rekonstrukcí bývalého JZD a zřízením provozu na pořez kulatiny. Ve spolupráci s HLDS (Hradecká lesní dřevařská společnost) byla větší část produkce řeziva předmětem exportu. Původně společnost disponovala s hranolovou a rozmítací pilou. Díky rozšíření strojního vybavení o rámovou pilu, pásovou pilu a kapovací stanici došlo ke zvýšení produkce řeziva. Avšak nepříznivý vývoj cen kulatin i řeziva vedl postupem času k tomu, že společnost přešla na výrobu dřevěných palet a dřevěných obalů, která v současnosti představuje téměř 100% produkce. Současná měsíční jednosměnná pořezová kapacita je přibližně 500 m<sup>3</sup> řeziva. Hlavní činností společnosti je v současné době výroba atypických dřevěných palet a obalů. Přes ruční výrobu, polohovací stoly a vzduchové pistole se společnost propracovala k výrobě na automatizované paletovací lince s kapacitou 500 až 700 ks palet vyrobených za jednu směnu. V roce 2004 ve společnosti byl prověřen systém managementu jakosti a systém environmentálního managementu a společnost tak získala certifikáty podle normy ČSN EN ISO 9001:2001 a ČSN EN ISO 14001. Vzhledem k velikosti poptávky v roce 2008 společnost zakoupila druhou paletovací linku a rozšířila skladovací prostory o novou halu a sušárnu. V současné době společnost funguje na dvousměnný provoz. Hlavními odběrateli jsou tuzemské firmy a zahraniční firmy především z Rakouska. Obchodní politika společnosti je zaměřena na zvyšování kvality a kvantity výrobků. [9]

## 6 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI N + N SPOL. S R.O.

### 6.1 Analýza účetních výkazů

Pro analýzu účetních výkazů jsou využita data z poskytnutých účetních výkazů od společnosti za období 2008 až 2012. Data byla zpracována do tabulek, které slouží jako podklady pro zpracování analýzy. Tabulky jsou uvedeny v přílohách B, C a D.

#### 6.1.1 Analýza rozvahy

K hodnocení účetního výkazu rozvahy byla provedena horizontální a vertikální analýza. Horizontální analýza rozvahy ukazuje, o kolik (absolutně i relativně) se změnil jednotlivé položky v rozvaze mezi lety 2009 – 2008, 2010 – 2009, 2011 – 2010 a 2012 – 2011. Pro účely vertikální analýzy byly spočteny podíly jednotlivých položek aktiv a pasiv na celkové sumě aktiv a to za všechna sledovaná období.

#### Horizontální analýza rozvahy

Vývoj aktiv za sledované období zobrazuje tabulka 1. Výše jednotlivých položek aktiv jsou výrazně ovlivněny v roce 2011. Zásoby mají od roku 2009 rostoucí tendenci. Protože společnost disponuje výrobními i pracovními kapacitami, navyšuje výrobu podle požadavků odběratelů.

Tabulka 1 Zkrácená horizontální analýza aktiv společnosti N+N spol. s r.o.

Rozvaha - aktiva (v celých tis. Kč)		2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
		abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)
Označ.	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>-1 984</b>	<b>-6</b>	<b>4 405</b>	<b>15</b>	<b>-6 585</b>	<b>-19</b>	<b>7 100</b>	<b>25</b>
B.	Dlouhodobý majetek	-471	-3	526	4	-878	-6	-784	-6
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-471	-3	526	4	-878	-6	-784	-6
C.	Oběžná aktiva	-1 486	-9	3 573	23	-9 775	-51	6 998	75
C.I.	Zásoby	-1 569	-47	1 122	64	2 027	71	818	17
C.III.	Krátkodobé pohledávky	43	0	2 407	18	-11 688	-73	5 928	135
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	40	114	44	59	-114	-96	252	5 040
D.I.	Časové rozlišení	-27	-7	306	86	4 068	615	886	19

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

Přehled vývoje pasiv zobrazuje tabulka 2. Z této tabulky vyplývá, že základní kapitál se v průběhu sledovaného období nezměnil. Výše vlastního kapitálu v roce 2011 se rapidně snížila z důvodu vytvoření rezerv na pohledávky ze Srbska z titulu daňových rezerv s ohledem na splatnost pohledávek (12 měsíců 33%, 24 měsíců 67%, 36 měsíců 100%). Tímto se dosáhlo ztráty za účelem nulové daňové povinnosti.

Tabulka 2 Zkrácená horizontální analýza pasiv společnosti N+N spol. s r.o.

Rozvaha - pasiva (v celých tis. Kč)		2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
		abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)
<b>Označ.</b>	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>-1984</b>	<b>-6,2</b>	<b>4405</b>	<b>14,6</b>	<b>-6585</b>	<b>-19,1</b>	<b>7100</b>	<b>25,4</b>
A.	Vlastní kapitál	401	8,3	-109	-2,1	-6412	-124,6	83	-6,6
A.I.	Základní kapitál	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
A.III.	Rezervní fondy, neděl. fond a ost. fondy ze zisku	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	1973	90,1	370	8,9	-110	-2,4	-6226	-140,8
A.V.	Výsledek hospodaření běž. účet. období /+ -/	-1572	-81,0	-479	-129,8	-6302	-5729,1	6309	98,4
B.	Cizí zdroje	-2385	-8,7	4514	18,1	-173	-0,6	7017	24,0
B.I.	Rezervy	0	0,0	0	0,0	0	0,0	8366	7030,3
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0,0	0	0,0	0	0,0	164	29,5
B.III.	Krátkodobé závazky	-1708	-10,4	3282	22,3	1481	8,2	-1687	-8,7
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-677	-6,7	1232	13,0	-1654	-15,4	174	1,9

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

### Vertikální analýza rozvahy

Podíl jednotlivých položek rozvahy zobrazují níže uvedené tabulky 3 a 4. Na začátku sledovaného období byl podíl dlouhodobého majetku a oběžných aktiv k celkovým aktivům téměř vyrovnaný. Podíl dlouhodobého majetku na aktivech v roce 2012 klesl především zvýšením zásob a pohledávek z obchodních vztahů.

Tabulka 3 Vertikální analýza aktiv společnosti N+N spol. s r.o.

Rozvaha - aktiva		2008	2009	2010	2011	2012
<b>Označ.</b>	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
B.	Dlouhodobý majetek	45,9%	47,4%	42,8%	49,8%	37,5%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	45,9%	47,4%	42,8%	49,8%	37,5%
B. II. 1.	Pozemky	3,5%	3,7%	3,2%	4,0%	3,2%
B. II. 2.	Stavby	7,9%	8,2%	7,0%	8,4%	6,3%
B. II. 3.	Sam. mov. věci a soub. mov. věci	28,5%	27,1%	21,8%	23,3%	20,1%
B. II. 7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	6,0%	8,3%	10,8%	14,1%	7,9%
C.	Oběžná aktiva	52,9%	51,5%	55,2%	33,3%	46,5%
C. I.	Zásoby	10,3%	5,8%	8,3%	17,5%	16,3%
C. I. 1.	Materiál	1,9%	3,7%	6,7%	11,1%	13,5%
C. I. 3.	Výrobky	8,4%	2,1%	1,6%	6,4%	2,9%
C. III.	Krátkodobé pohledávky	42,5%	45,4%	46,6%	15,7%	29,5%
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	0,1%	0,2%	0,3%	0,0%	0,7%
D. I.	Časové rozlišení	1,2%	1,2%	1,9%	16,9%	16,0%

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

Zvýšení podílu nákladů příštích období až na 16,9% v roce 2011 způsobil zpětný leasing, který byl proveden z důvodů, aby byly uhrazeny některé závazky, a aby úvěrující banka zvýšila provozní úvěr a po dvou měsících by se tento leasing zrušil.

Protože banka nedodržela slib, musel být celý leasing realizován a více jak 6 mil. Kč muselo být uhrazeno v následujících 18 měsících.

Z tabulky 4 vyplývá, že majetek společnosti je ve sledovaném období převážně financován z cizích zdrojů. Jak již bylo zmíněno výše, vytvoření rezerv na neuhrazené pohledávky v Srbsku způsobilo výrazné snížení položky výsledek hospodaření běžného účetního období v roce 2011, což způsobilo záporný podíl vlastního kapitálu v letech 2011 a 2012.

Tabulka 4 Vertikální analýza pasiv společnosti N+N spol. s r.o.

Rozvaha - pasiva		2008	2009	2010	2011	2012
<b>Označ.</b>	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
A.	Vlastní kapitál	15,1%	17,4%	14,9%	-4,5%	-3,4%
A. I.	Základní kapitál	2,2%	2,3%	2,0%	2,5%	2,0%
A. II.	Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. III.	Rezervní fondy, neděl.fond a ost.fondy ze zisku	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	6,8%	13,8%	13,1%	15,8%	-5,1%
A. V.	Výsledek hospodaření běž. účet. období /+ -/	6,0%	1,2%	-0,3%	-22,9%	-0,3%
B.	Cizí zdroje	84,9%	82,6%	85,1%	104,5%	103,4%
B. I.	Rezervy	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	24,2%
B. II.	Dlouhodobé závazky	1,7%	1,8%	1,6%	2,0%	2,1%
B. III.	Krátkodobé závazky	51,2%	48,9%	52,1%	69,7%	50,8%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	31,6%	31,5%	31,0%	32,4%	26,3%
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	31,6%	31,5%	31,0%	31,9%	26,3%
B. IV. 2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

### 6.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty slouží jako přehled o výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité období. Analýza tohoto výkazu se provádí především za účelem zodpovězení otázky, jak jednotlivé položky výsledovky ovlivňovaly výsledek hospodaření. Pro analýzu tohoto výkazu se používá, analogicky s rozborem rozvahy, horizontální a vertikální analýza.

#### Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Vývoj jednotlivých položek výsledovky za sledované období zobrazuje tabulka 5. Tržby za prodej výrobků a služeb v roce 2009 klesly o 36,3%, ale od roku 2010 mají rostoucí tendenci. V roce 2011 výrazně ovlivnilo výsledek hospodaření položky zvýšení tržeb z prodeje dlouhodobého majetku o 4,244 mil. Kč, zvýšení změny stavu rezerv a opravných položek o 10,4 mil. Kč a zvýšení mzdových nákladů téměř o 800 tisíc. Kč.

Tabulka 5 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti N+N spol. s r.o.

Výkaz zisku a ztráty		2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
Horizontální analýza		abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)	abs.	rel. (%)
II.	Výkony	-19661	-36,3	520	1,5	8936	25,5	2111	4,8
II.1.	Tržby za prodej vl. výr. a služ.	-19661	-36,3	520	1,5	8936	25,5	2111	4,8
B.	Výkonová spotřeba	-19787	-45,3	5516	23,1	8514	28,9	-1349	-3,6
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	-15725	-43,7	5583	27,6	8753	33,9	-1708	-4,9
B.2.	Služby	-4062	-52,7	-67	-1,8	-239	-6,7	359	10,7
+	Přidaná hodnota	126	1,2	-4996	-47,2	422	7,5	3460	57,5
C.	Osobní náklady	-1113	-17,1	-94	-1,7	1030	19,5	-99	-1,6
C.1.	Mzdové náklady	-757	-16,1	-108	-2,7	781	20,3	3	0,1
D.	Daně a poplatky	17	16,7	7	5,9	17	13,5	19	13,3
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmot. majetku	93	9,9	101	9,8	-10	-0,9	-285	-25,3
III.	Tržby z prod. dlouhodob. maj. a mater.	-312	-100,0	500	100,0	4244	848,8	-4731	-99,7
G.	Změna stavu rez. a opr.pol.v prov.obl.	2052	100,0	-4104	-200,0	10422	507,9	-8370	-100,0
IV.	Ostatní provozní výnosy	-42	-44,7	-19	-36,5	409	1239,4	-438	-99,1
H.	Ostatní provozní náklady	-26	-17,2	445	356,0	331	58,1	-71	-7,9
*	Provozní výsledek hospodaření	-1251	-39,3	-870	-45,1	-6715	-632,9	7097	-125,5
N.	Nákladové úroky	29	4,7	-85	-13,3	-44	-7,9	20	3,9
XI.	Ostatní finanční výnosy	-505	-72,6	-62	-32,5	218	169,0	-311	-89,6
O.	Ostatní finanční náklady	96	9,5	-419	-37,8	-96	-13,9	262	44,2
*	Finanční výsledek hospodaření	-630	67,9	442	-28,4	358	-32,1	-593	78,2
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-313	-100,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-1568	-80,8	-428	-114,7	-6357	-11558,2	6504	101,4
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-4	-100,0	-51	-1275,0	55	100,0	-195	-100,0
***	Výsledek hospodaření za úč. obd.	-1572	-81,0	-479	-129,8	-6302	-5729,1	6309	98,4
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	-1885	-83,6	-424	-114,9	-6357	-11558,2	6309	98,4

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

### Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Základnou pro výpočet podílů jednotlivých položek výkazu zisku a ztráty jsou **výkony**. V průběhu sledovaného období má největší podíl na výkonech výkonová spotřeba (spotřeba materiálu a energie, služby), která se pohybuje v rozmezí 69,3% - 86,31%. Z toho vyplývá kladná přidaná hodnota pohybující se od 13,69% do 30,70%.

Tabulka 6 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti N+N spol. s r.o.

Výkaz zisku a ztráty		2008	2009	2010	2011	2012
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
II.1.	Tržby za prodej vl. výr. a služ.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
B.	Výkonová spotřeba	80,7%	69,3%	84,0%	86,3%	79,4%
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	66,4%	58,7%	73,8%	78,7%	71,4%
B.2.	Služby	14,2%	10,6%	10,2%	7,6%	8,0%
+	Přidaná hodnota	19,3%	30,7%	16,0%	13,7%	20,6%
C.	Osobní náklady	12,0%	15,6%	15,1%	14,4%	13,5%
C.1.	Mzdové náklady	8,7%	11,5%	11,0%	10,5%	10,0%
D.	Daně a poplatky	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,4%
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmot. majetku	1,7%	3,0%	3,2%	2,6%	1,8%
III.	Tržby z prod. dlouhodob. maj. a mater.	0,6%	0,0%	1,4%	10,8%	0,0%
G.	Změna stavu rez. a opr.pol.v prov.obl.	0,0%	5,9%	-5,9%	19,0%	0,0%
IV.	Ostatní provozní výnosy	0,2%	0,2%	0,1%	1,0%	0,0%
H.	Ostatní provozní náklady	0,3%	0,4%	1,6%	2,1%	1,8%
*	Provozní výsledek hospodaření	5,9%	5,6%	3,0%	-12,9%	3,1%
N.	Nákladové úroky	1,1%	1,9%	1,6%	1,2%	1,2%
XI.	Ostatní finanční výnosy	1,3%	0,6%	0,4%	0,8%	0,1%
O.	Ostatní finanční náklady	1,9%	3,2%	2,0%	1,3%	1,9%
*	Finanční výsledek hospodaření	-1,7%	-4,5%	-3,2%	-1,7%	-2,9%
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
* *	Výsledek hospodaření za běžn. činnost	3,6%	1,1%	-0,2%	-14,6%	0,2%
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,4%
* * *	Výsledek hospodaření za úč. obd.	3,6%	1,1%	-0,3%	-14,6%	-0,2%
* * * *	Výsledek hospodaření před zdaněním	4,2%	1,1%	-0,2%	-14,6%	-0,2%

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

## 6.2 Analýza čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál představuje velikost relativně volného kapitálu k zajištění hladkého průběhu hospodaření společnosti. Z níže uvedené tabulky 7 je patrné, že čistý pracovní kapitál rostl do roku 2010 a poté výrazně klesl. Na tento vývoj mají vliv neuhrazené pohledávky v Srbsku a stále zvyšující se krátkodobé závazky.

Tabulka 7 Vývoj čistého pracovního kapitálu za období 2008 - 2012

Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžný majetek (bez dl. pohl.)	16 990	15 504	19 077	9 302	16 300
Zásoby	3 322	1 753	2 875	4 902	5 720
Krátkodobé pohledávky	13 633	13 676	16 083	4 395	10 323
Krátkodobý fin. majetek	35	75	119	5	257
Krátkodobá pasiva	16 430	14 722	18 004	19 485	17 798
Krátkodobé závazky	16 430	14 722	18 004	19 485	17 798
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	<b>560</b>	<b>782</b>	<b>1 073</b>	<b>-10 183</b>	<b>-1 498</b>

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

## 6.3 Analýza pomocí poměrových ukazatelů

### 6.3.1 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku splácet své závazky. Obecně doporučené hodnoty pro okamžitou likviditu jsou okolo 0,5, pro pohotovou likviditu 1-1,5 a pro běžnou likviditu 1,5-2,5. V případě, že výsledky těchto ukazatelů se nepohybují v doporučeném rozmezí, znamená to, že podnik může mít problémy se splácením svých závazků. Z níže uvedené tabulky 8 vyplývá, že u všech tří ukazatelů vycházejí nižší hodnoty než doporučené. Může se stát, že společnost bude mít problémy dostát svým závazkům. Většinu svých závazků má společnost k hlavnímu dodavateli materiálu. Tento materiál zpracovává a zpětně dodavateli dodává výrobky, což představuje přibližně 80% z dluhů k tomuto dodavateli.

Tabulka 8 Ukazatele likvidity za období 2008 - 2012

Likvidita	2008	2009	2010	2011	2012	Doporučení
Okamžitá	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,50
Pohotová	0,83	0,93	0,90	0,22	0,59	1 - 1,5
Běžná	1,03	1,05	1,06	0,47	0,92	1,5 - 2,5

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

### 6.3.2 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability měří schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku pomocí investovaného kapitálu. Z tabulky 9 je patrné, že do roku 2011 všechny ukazatele rentability klesaly a až v roce 2012 se jejich hodnoty začaly zlepšovat. Extrémní hodnotu rentability vlastního kapitálu v roce 2011 způsobil záporný výsledek hospodaření v hodnotě -6,4 mil Kč.

Tabulka 9 Ukazatele rentability za období 2008 - 2012

Rentabilita	2008	2009	2010	2011	2012
ROA (rentabilita celkového kapitálu)	8,9%	3,4%	1,5%	-21,1%	1,2%
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)	40,0%	7,0%	-2,1%	-506,5%	-8,7%
ROS (rentabilita odbytu)	3,6%	1,1%	-0,3%	-13,2%	-0,2%
ROC (rentabilita nákladů)	3,6%	1,1%	-0,3%	-11,5%	-0,2%

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

### 6.3.3 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost posuzuje finanční strukturu (vlastní a cizí zdroje) podniku. Doporučená hodnota pro úrokové krytí se udává trojnásobek a výše, to znamená, že výsledek hospodaření by měl být nejméně třikrát větší než nákladové úroky. Hodnoty

tohoto ukazatele byly příznivé v prvním roce sledovaného období, poté klesaly až do roku 2011 a v roce 2012 opět stoupají. Podíl vlastního kapitálu na celkovém se v roce 2011 dostal do minusových hodnot v důsledku záporného hospodářského výsledku běžného účetního období. Hodnoty ukazatele věřitelského rizika jsou velmi vysoké.

Tabulka 10 Ukazatele zadluženosti za období 2008 - 2012

Zadluženost	2008	2009	2010	2011	2012
Úrokové krytí	4,68	1,58	0,90	-11,52	0,81
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	15,1%	17,4%	14,9%	-4,5%	-3,4%
Věřitelské riziko	84,9%	82,6%	85,1%	104,5%	103,4%

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

#### 6.3.4 Ukazatele aktivity

Aktivita měří efektivnost podnikatelské činnosti a využití zdrojů společnosti. Analýza ukazatelů aktivity slouží ke zjištění, jak je daná společnost schopna hospodařit s aktivy. Minimální doporučená hodnota obratovosti celkových aktiv je 1. Podle tabulky 11 tento ukazatel vykazuje uspokojivé hodnoty v celém sledovaném období. Doba obratu pohledávek vyjadřuje počet dní od okamžiku prodeje na obchodní úvěr, po kterém musí podnik v průměru čekat, než obdrží platby od svých odběratelů. V případě analyzované společnosti je tato doba velmi kolísavá, do roku 2010 prudce stoupla až na 164 dní, poté klesla na 33 dní a v roce 2012 opět stoupla na 81 dní. Doba obratu zásob má od roku 2009 rostoucí tendenci.

Tabulka 11 Ukazatele aktivity za období 2008 - 2012

Aktivita	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat celkových aktiv	1,69	1,14	1,01	1,57	1,31
Obrat dlouhodobého majetku	3,67	2,42	2,37	3,16	3,51
Doba obratu pohledávek (počet dní)	91	143	164	33	81
Doba obratu zásob (počet dní)	23	19	30	41	45

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

#### 6.4 Analýza pomocí soustav ukazatelů

Pro hodnocení celkové finanční situace analyzované společnosti za sledované období jsou využity Bilanční analýzy I. a II. podle Rudolfa Douchy, Altmanův model a model IN.



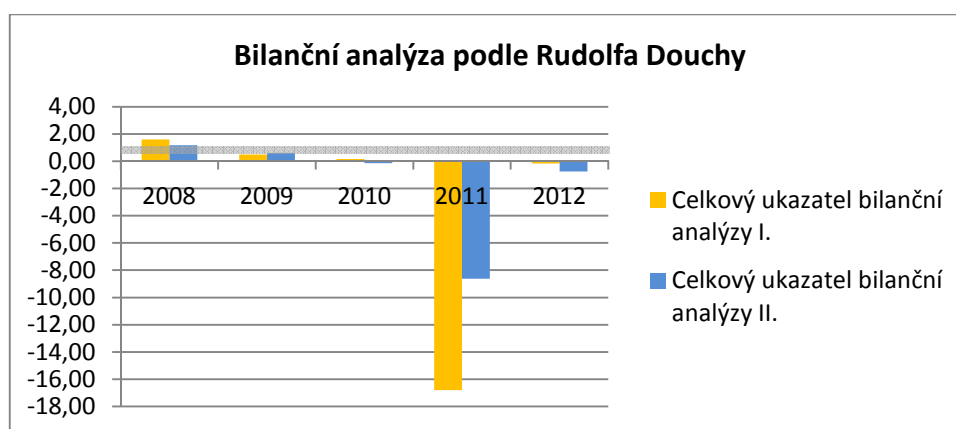
### 6.4.1 Bilanční analýza podle Rudolfa Douchy

Pro analýzu jsou využity dvě bilanční analýzy podle Rudolfa Douchy. První analýza je založena na výpočtu čtyř poměrových ukazatelů a jednoho celkového, tudíž výsledky nemusí být tak přesné. Proto je sestavena také druhá bilanční analýza skládající se ze 17 ukazatelů a jednoho celkového, která dává přesnější obraz o finanční situaci podniku. Pokud výsledné hodnoty analýz jsou větší než 1, společnost je finančně zdravá. Hodnoty v rozmezí 0,5 – 1 vyjadřují tzv. šedou zónu, v které není jednoznačně možné určit finanční zdraví společnosti. Jestli výsledné hodnoty analýz vycházejí menší než 0,5 nebo i záporné, společnost má velké finanční problémy. Podle tabulky 12 je zřejmé, že společnost je finančně zdravá pouze v prvním roce sledovaného období, kdy výsledné hodnoty jsou větší než 1. V dalších letech hodnoty klesají a v roce 2011 jsou dokonce záporné.

Tabulka 12 Bilanční analýza podle Rudolfa Douchy za období 2008 - 2012

Bilanční analýza podle Rudolfa Douchy	2008	2009	2010	2011	2012
Celkový ukazatel bilanční analýzy I.	1,59	0,49	0,17	-16,80	-0,16
Celkový ukazatel bilanční analýzy II.	1,17	0,60	-0,15	-8,62	-0,75

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti



Obrázek 7 Bilanční analýza podle Rudolfa Douchy za období 2008 – 2012

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

### 6.4.2 Altmanův model

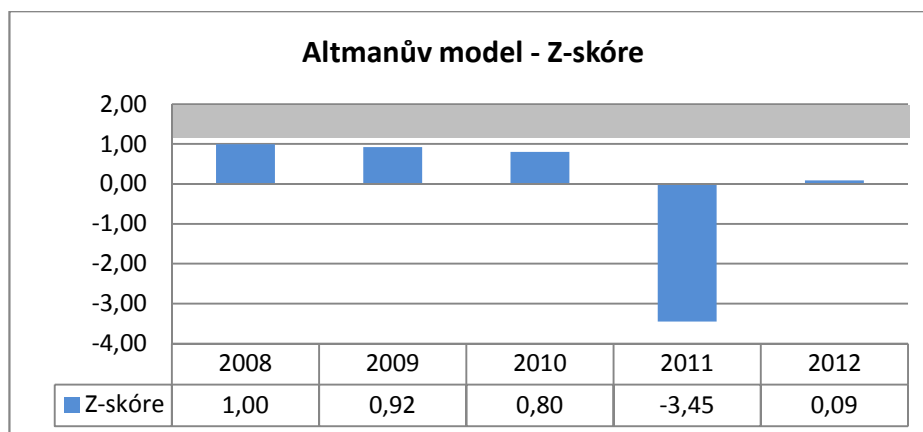
Altmanův model je jednoduchý souhrnný index hodnocení stanoven jako součet hodnot čtyř poměrových ukazatelů, kterým je přiřazena různá váha. V tomto případě je použita modifikace základního Altmanova indexu v podobě **Z-skóre**, která je výhodná především proto, že není vázána na znalost tržní hodnoty společnosti. Pro výpočet využívá pouze informace ze základních účetních výkazů. Hodnoty výsledného

ukazatele vyšší než 2,6 vyjadřují uspokojivou finanční situaci společnosti. Rozmezí 1,1 – 2,6 je šedá zóna nevyhraněných výsledů. V případě, že výsledná hodnota je menší než 1,1, firma je ohrožena vážnými finančními problémy. Z níže uvedené tabulky 13 a obrázku 7 je patrné, že výsledky za celé sledované období se pohybují pod hranicí šedé zóny, tedy firma je ohrožena vážnými finančními problémy. Jako u předchozího modelu i tento model zobrazuje do roku 2011 negativní vývoj.

Tabulka 13 Altmanův model za období 2008 - 2012

Altmanův model - Z-skóre		2008	2009	2010	2011	2012
X1	čistý pracovní kapitál / aktiva celkem	0,02	0,03	0,03	-0,36	-0,04
X2	nerozdělený zisk / aktiva celkem	0,07	0,14	0,13	0,16	0,13
X3	EBIT / aktiva celkem	0,07	0,01	0,00	-0,23	0,00
X4	účetní hodnota VK / cizí zdroje	0,18	0,21	0,18	-0,04	-0,03
Z'	$6,56 * X1 + 3,26 * X2 + 6,72 * X3 + 1,05 * X4$	1,00	0,92	0,80	-3,45	0,09

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti



Obrázek 8 Altmanův model za období 2008 – 2012

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

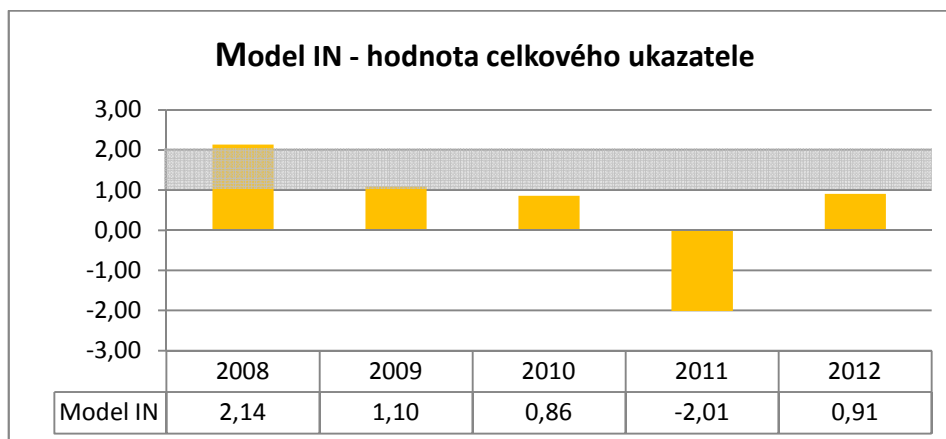
### 6.4.3 Model IN

Index důvěryhodnosti zpracovaný manžely Neumaierovými je podobný jako Altmanův model. Jen s tím rozdílem, že váhy přiřazené poměrovým ukazatelům ve výsledném výpočtu jsou váženým průměrem hodnot konkrétního ukazatele v odvětví. Tento model tedy přihlíží ke specifickým jednotlivých odvětví a může tak vykazovat přesnější výsledky. Pro analýzu jsou spočteny dva modely IN. První model IN je složený z šesti poměrových ukazatelů a vah, které jsou váženým aritmetickým průměrem zpracovatelského průmyslu. Jednotlivé výpočty tohoto modelu jsou uvedeny v tabulce 14. Podle obrázku 8 je zřejmé, že společnost je finančně zdravá pouze v roce 2008. Poté se její finanční stav zhoršuje, ale od roku 2012 se situace zlepšuje.

Tabulka 14 Model IN za období 2008 - 2012

Model IN		2008	2009	2010	2011	2012
V1	aktiva / cizí zdroje	1,18	1,21	1,18	0,96	0,97
V2	EBIT / nákladové úroky	3,68	0,58	-0,10	-12,52	-0,19
V3	EBIT / aktiva	0,07	0,01	0,00	-0,23	0,00
V4	tržby / aktiva	1,70	1,14	1,03	1,74	1,31
V5	oběžná aktiva / (krátk. závazky + krátk. bank. úvěry)	1,03	1,05	1,06	0,47	0,92
V6	závazky po lhůtě splatnosti / tržby	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IN</b>	<b>celkový ukazatel (zpracovatelský průmysl)</b>	<b>2,14</b>	<b>1,10</b>	<b>0,86</b>	<b>-2,01</b>	<b>0,91</b>

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti



Obrázek 9 Model IN - celkový ukazatel za období 2008 – 2012

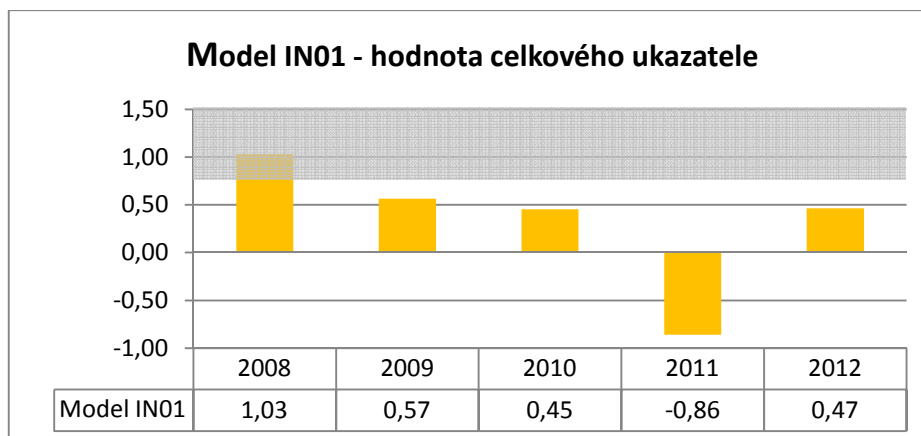
Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

Manželé Neumaierovi zkonstruovali několik typů modelu IN. V roce 2002 sestavili index IN01, který spojuje modely IN a IN99, a který zohledňuje snahu o sledování ekonomické přidané hodnoty. Podle tabulky 15 a obrázku je patrné, že výsledky jsou podobné jako v předchozím modelu. Hodnoty celkového ukazatele do roku 2011 výrazně klesají, v roce 2012 už je to lepší.

Tabulka 15 Model IN01 za období 2008 - 2012

Model IN01		2008	2009	2010	2011	2012
V1	aktiva / cizí zdroje	1,18	1,21	1,18	0,96	0,97
V2	EBIT / nákladové úroky	3,68	0,58	-0,10	-12,52	-0,19
V3	EBIT / aktiva	0,07	0,01	0,00	-0,23	0,00
V4	výnosy / aktiva	1,72	1,15	1,03	1,77	1,32
V5	oběžná aktiva / (krátk. závazky + krátk. bank. úvěry)	1,03	1,05	1,06	0,47	0,92
<b>IN01</b>	<b>celkový ukazatel</b>	<b>1,03</b>	<b>0,57</b>	<b>0,45</b>	<b>-0,86</b>	<b>0,47</b>

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti



Obrázek 10 Model IN01 – celkový ukazatel za období 2008 - 2012

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

## 6.5 Vyhodnocení finanční situace podniku

Pro formulování závěrů o finanční situaci společnosti je nezbytné provést analýzu za delší časové období a seznámit se s průběhem činnosti společnosti během tohoto období. V případě analýzy N + N spol. s r.o. byla využita data z let 2008 až 2012. Podkladem pro zpracování finanční analýzy byly účetní výkazy a další podstatné informace poskytnuté daňovým a účetním poradcem analyzované společnosti.

Výsledky finanční analýzy velmi výrazně ovlivnil fakt, že v roce 2008 vznikly společnosti obrovské pohledávky vůči odběratelům v Srbsku ve výši 8 370 000 Kč, které ještě dosud nebyly uhrazeny. Na tyto pohledávky bylo zahájeno soudní řízení. Rozsudek by měl být v roce 2013. Vzhledem k nedostatku finančních prostředků z důvodů prostředků vázaných v Srbsku a z důvodu, že úvěrující banka přislíbila navýšení provozního úvěru o přibližně 3 mil. Kč, došlo k zpětnému leasingu strojního zařízení ve výši 4,7 mil. Kč s tím, že pokud do dvou měsíců od prodeje tohoto zařízení bude celá kupní cena vrácena, nebude leasing realizován. Protože úvěrující banka slib nedodržela, byl bohužel tento leasing realizován a cenu leasingu, přibližně 6 mil. Kč bylo nutné uhradit nejdéle do 15 měsíců. Doba splacení leasingu byla prodloužena o další 3 měsíce, avšak to znamenalo vysoké penále. Tento leasing je rozpouštěn do nákladů po dobu pěti let, tzn., že každý rok je z tohoto leasingu v nákladech částka 1,5 mil. Kč. O tyto částky se snižuje zisk, ale především to mělo důsledek na nedostatek hotovosti. Leasing byl zaplacen v roce 2012. Současná úvěrující banka přislíbila v roce 2012 možnost získání nového úvěru v roce 2013, který by sloužil především k financování zásob. Týká se to změny dodavatele materiálu, který je levnější než

původní (úspory na materiálu přibližně 115 tis. Kč měsíčně), ale který požaduje zálohy, na které v současné době společnost nemá volné prostředky.

Na základě výše zmíněných faktech je možné říci, že veškeré ukazatele finanční analýzy byly velmi ovlivněny nesplacenými pohledávkami ze Srbska a realizovaným leasingem. Pokud se společnosti podaří získat v brzké době úvěr od banky na provozní účely a jestliže se jí podaří vydobýt alespoň část pohledávek ze Srbska, finanční situace společnosti se může zlepšovat.

## 7 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI N + N SPOL. S R.O. VYBRANÝMI METODAMI

Ocenění společnosti N + N spol. s r.o. je provedeno podle postupu uvedeného v teoretické části práce a veškeré údaje použité pro ocenění jsou čerpány z dat získaných od společnosti. Jedná se především o účetní výkazy dané společnosti (rozvaha, výkaz zisku a ztráty) za období 2008 – 2012, finanční plán pro období 2013 – 2016, dokladová inventura k 31. prosinci 2012, znalecký posudek o ceně nemovitosti z roku 2010 a příloha k leasingové smlouvě. Ocenění podniku je provedeno k 31. prosinci 2012. Pro ocenění podniku jsou použity tyto metody: **metoda účetní hodnoty, metoda substanční hodnoty a metoda DCF.**

### 7.1 Metoda účetní hodnoty

Účetní ocenění podniku má spíše jen doplňkovou úlohu, protože má obecně nízkou vypovídací schopnost. Slouží jako výchozí informace pro oceňovatele a jako základna pro posuzování výsledného ocenění. V případě, kdy by účetní hodnota byla výrazně vyšší než hodnota výnosová, může to být podnětem pro zjištění likvidační hodnoty, protože signalizuje nebezpečí, že by výnosová hodnota mohla být nižší než hodnota likvidační.

Hodnota společnosti N + N spol. s r.o. podle účetní metody na úrovni vlastního kapitálu je -1 183 000 Kč.

Tabulka 16 Ocenění společnosti N + N spol. s r.o. metodou účetní

<b>Položka z rozvahy k 31.12.2012</b>	<b>částka</b>
Hodnota majetku společnosti celkem (aktiva celkem)	35 051 000,00 Kč
Hodnota cizích zdrojů společnosti celkem	36 234 000,00 Kč
Hodnota vlastního kapitálu	<b>-1 183 000,00 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

### 7.2 Metoda substanční hodnoty

Úkolem metody substanční hodnoty je zodpovědět otázku, kolik by stálo znovuvybudování daného podniku. Jako podklad pro výpočet hodnoty oceňovaného podniku touto metodou se použijí údaje z rozvahy společnosti za rok 2012. Výsledná hodnota oceňovaného podniku se počítá jako přeceněná aktiva na reálnou bázi snížené

o upravené cizí zdroje. Dále jsou popsány postupy ocenění jednotlivých druhů aktiv a pasiv.

### Dlouhodobý nehmotný majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek tvoří **software** skládající se z dílčích aplikací (účetnictví, docházka, aplikace pro chod sušárny, aplikace pro propočet norem pro výrobu). Celková pořizovací cena softwaru byla 100 000 Kč. Protože tento software je nezbytný pro provoz společnosti, při ocenění se počítá s pořizovací cenou 100 000 Kč.

### Dlouhodobý hmotný majetek

Dlouhodobý hmotný majetek tvoří stavby, pozemky, samostatné movité věci, dlouhodobý drobný hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek.

Cena pozemku a staveb byla oceněna na základě znaleckého posudku (Příloha H) o ceně nemovitosti číslo 4419/101/10, který byl v roce 2010 zpracován pro banku. Banka i v době ocenění podniku souhlasí s výší ocenění nemovitosti. Cena **pozemku** je ve výši 1 612 200 Kč a **staveb** 5 387 800 Kč.

Účetní stav všech **strojů a zařízení** podle dokladové inventury k 31. prosinci 2012 je ve výši 19 592 979,10 Kč. Tento majetek byl pořízen v období 2000 – 2012. Podle inventárních karet je převážná část majetku, přibližně 90%, starší jak 5 let. Veškeré výpočty ocenění tohoto majetku paušální metodou zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 17 Ocenění strojů a zařízení

Ocenění strojů a zařízení	hodnota
Účetní stav všech strojů a zařízení k 31.12.2012	19 592 979,10 Kč
PC technologické linky na zpracování dřeva	6 295 631,85 Kč
Část zařízení oceněna leasingovou společností	1 400 000,00 Kč
Doplňující část zařízení v přibližné hodnotě šrotu	250 000,00 Kč
Minimální hodnota linky = 1400 tis. + 250 tis.	1 650 000,00 Kč
Koeficient pro ocenění všech ostatních strojů a zař. = 1650 tis. / 6 295 tis.	0,2621
Zaokrouhlený koeficient	<b>0,3</b>
Přecenění všech strojů a zařízení koeficientem	5 877 893,73 Kč
Hodnota strojů a zařízení po zaokrouhlení	<b>5 900 000,00 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování z podkladů společnosti

Část tohoto zařízení v pořizovací ceně bylo oceněno firmou NOVA Leasing, a.s. 30. května 2013 ve výši 1 400 000 Kč (Příloha I) Účetní hodnota tohoto zařízení je

z dokladové inventury k 31. prosinci 2012 ve výši 6 295 632 Kč. V ocenění leasingovou společností ale není zahrnuta část zařízení v přibližné hodnotě 800 000 Kč, kterou tvoří posuvný pás, manipulační pás a části železných konstrukcí spojujících celou linku. Hodnota této části je stanovena na úrovni hodnoty šrotu, a to přibližně 250 000 Kč. Minimální hodnota linky je tedy 1 650 000 Kč. Na základě podílu hodnot 1 650 000 a 6 295 631,85 vyjde koeficient 0,2621, po zaokrouhlení 0,3. Pro ocenění všech ostatních strojů a zařízení se vzhledem ke stáří a opotřebení použije právě tento koeficient. Celková cena všech strojů a zařízení je tak stanovena ve výši 5 900 000 Kč. Společnost dále disponuje dvěma osobními automobily (Škoda Octavia, Škoda Roomster) a jedním nákladním vozem (Volvo) s ramenem pro převoz kulatin. Ocenění těchto položek je provedeno na základě průzkumu trhu a vzhledem ke stáří a opotřebení jednotlivých automobilů. Celková výše ocenění těchto dopravních prostředků je 380 000 Kč.

Tabulka 18 Ocenění osobních a nákladních automobilů

Ocenění osobních a nákladních automobilů	hodnota
Škoda Octavia	45 000,00 Kč
Škoda Roomster	85 000,00 Kč
Volvo (nákladní vůz)	250 000,00 Kč
Celková cena osobních a nákladních automobilů	<b>380 000,00 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

**Dlouhodobý drobný hmotný majetek** je nezbytný pro provozní potřeby společnosti. Celková výše dlouhodobého drobného hmotného majetku je podle dokladové inventury 1 079 422,78 Kč. Vzhledem ke stáří a opotřebení je tento majetek oceněn 20% z pořizovacích cen. Potom výše ocenění je 216 000 Kč (viz. Tabulka 19).

Tabulka 19 Ocenění dlouhodobého drobného hmotného majetku

Ocenění dl. drobného hmotného majetku	hodnota
Pořizovací cena dl. drobného hmotného majetku k 31.12.2012	1 079 422,78 Kč
20% z PC dl. drobného hmotného majetku	215 884,56 Kč
Hodnota dl. drobného hmotného majetku po zaokrouhlení	<b>216 000,00 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

**Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek** představuje zatím nezakladovanou halu na skladování palet a je oceněn na úrovni účetní hodnoty ke dni 31. prosinci 2012, a to ve výši 2 768 000 Kč.



## Oběžná aktiva

Oběžná aktiva zahrnují zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Zásoby jsou oceněny na úrovni pořizovacích cen, materiál ve výši 4 721 000 Kč a výrobky ve výši 999 000 Kč.

**Krátkodobé pohledávky** je potřeba snížit o hodnotu rezerv, které byly vytvořeny na neuhrazené pohledávky od odběratelů ze Srbska. Potom ocenění krátkodobých pohledávek podle tabulky 20 je ve výši 1 698 000 Kč.

Tabulka 20 Ocenění krátkodobých pohledávek

Ocenění krátkodobých pohledávek	hodnota
Krátkodobé pohledávky	10 183 000,00 Kč
Rezerva na neuhrazené pohledávky ze Srbska	8 485 000,00 Kč
Celková hodnota ocenění krátkodobých pohledávek	<b>1 698 000,00 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

**Krátkodobý finanční majetek**, který představuje hotovostní peníze a peníze na účtech v bankách, je oceněn v nominální hodnotě v plné výši 257 000 Kč.

**Časové rozlišení**, konkrétně náklady příštích období představují v rozvaze v roce 2012 významnou položku ve výši 5 615 000 Kč. Protože se ale týkají zpětného leasingu na strojní zařízení (nejedná se tedy o klasickou pohledávku), tato položka není v ocenění brána v úvahu. Jsou to prostředky, které už byly vynaloženy a nikdo je společnosti nevrátí.

## Cizí zdroje

Pro ocenění substanční metodou je bráno v úvahu, že závazky evidované v účetnictví v dané výši jsou veškeré existující závazky společnosti. Cizí zdroje v celkové výši 36 234 000 Kč se sníží o hodnotu rezerv na neuhrazené pohledávky. Tabulka 21 zobrazuje hodnotu ocenění cizích zdrojů ve výši 27 749 000 Kč.

Tabulka 21 Ocenění cizích zdrojů

Ocenění cizích zdrojů	hodnota
Celková výše cizích zdrojů z roku 2012	36 234 000,00 Kč
Rezerva na neuhrazené pohledávky ze Srbska	8 485 000,00 Kč
Celková hodnota ocenění cizích zdrojů	<b>27 749 000,00 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

## Substanční hodnota společnosti

Výsledná substanční hodnota společnosti vyjadřuje, kolik by stálo znovupořízení takového podniku v současné době. Substanční hodnota brutto, tedy celková hodnota znovupořízení aktiv společnosti při použití výše zmíněných metod a postupů pro ocenění je ve výši 24 179 000 Kč. Po odečtení celkové výše cizích zdrojů snížených o rezervy se získá substanční hodnota netto, tedy ocenění vlastního kapitálu ve výši – 3 570 000 Kč. Výrazný vliv na ocenění substanční metodou má nízká současná hodnota nemovitostí a strojních zařízení, které společnost vlastní. Je třeba brát v úvahu fakt, že nemovitosti oceněné podle posudku od banky jsou ve výši 7 mil. Kč, ale náklady na znovuvybudování těchto nemovitostí by v současné době činily 24 mil. Kč.

Tabulka 22 Celkové ocenění podniku substanční metodou

<b>Celkové ocenění podniku substanční metodou</b>	<b>hodnota</b>
Celková výše přeceněných aktiv (substanční hodnota brutto)	24 179 000,00 Kč
Celková výše cizích zdrojů upravených o rezervy	27 749 000,00 Kč
Ocenění vlastního kapitálu (substanční hodnota netto)	<b>-3 570 000,00 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 7.3 Metoda diskontovaného cash flow

### 7.3.1 Analýza finančního plánu

Analyzovaná společnost měla v plánu požádat banku o provozní úvěr. S ohledem na možnost získání tohoto úvěru byl vypracován finanční plán společnosti pro období 2013 – 2016, který sloužil bance jako podklad pro poskytnutí úvěru. Ve finančním plánu je počítáno s tímto provozním úvěrem od banky, který by umožnil změnu dodavatele kulatin, u kterého je potřeba předem platit zálohy, na které společnost v současné době nemá volné finanční prostředky. Nákup materiálu od nového dodavatele umožní společnosti ušetřit až 115 000 Kč měsíčně na provozních nákladech a bude tak mít vliv na ukazatele finanční analýzy prognózovaného období. Účetní výkazy týkající se budoucího vývoje společnosti jsou přiloženy v přílohách E, F a G. Na základě těchto výkazů byla provedena finanční analýza plánu.

### Ukazatele likvidity

Jednotlivé ukazatele likvidity se v prognózovaném období zlepšují, což je pozitivní. Podle rozvahy společnost bude mít k dispozici větší množství krátkodobého finančního majetku a stane se tak více solventní.

Tabulka 23 Ukazatele likvidity za období 2012 - 2016

Likvidita	2012	2013	2014	2015	2016	Doporučení
Okamžitá	0,01	0,02	0,04	0,04	0,06	0,50
Pohotová	0,59	0,72	0,83	0,73	0,93	1 - 1,5
Běžná	0,92	1,15	1,31	1,25	1,59	1,5 - 2,5

Zdroj: Vlastní zpracování

### Ukazatele zadluženosti

Společnost je v současné době předlužená, protože cizí zdroje společnosti převyšují její celková aktiva. V následujících letech se předpokládá výrazné snížení závazků z obchodních vztahů. Z tabulky 24 je patrné, že podíl vlastního kapitálu na celkovém se v následujících letech bude zvyšovat. Pozitivní jsou hodnoty ukazatele úrokového krytí, které mají v celém období stoupající tendenci.

Tabulka 24 Ukazatele zadluženosti za období 2012 - 2016

Zadluženost	2012	2013	2014	2015	2016
Úrokové krytí	0,81	1,97	2,02	3,02	3,40
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	-3,4%	-0,7%	-0,5%	1,9%	13,4%
Věřitelské riziko	103,4%	100,7%	100,5%	98,1%	86,6%

Zdroj: Vlastní zpracování

### Ukazatele rentability

Vývoj ukazatelů rentability zobrazuje tabulka 25. Extrémní hodnoty výnosnosti vlastního kapitálu v roce 2013 a 2014 zapříčinily nízké hodnoty vlastního kapitálu způsobené velkou ztrátou z minulých období. Výsledné hodnoty ukazatelů jsou pozitivní.

Tabulka 25 Ukazatele rentability za období 2012 - 2016

Rentabilita	2012	2013	2014	2015	2016
ROA (rentabilita celk. kapitálu)	1,2%	6,1%	6,7%	9,6%	10,0%
ROE (rentabilita vlastního kapitálu)	-8,7%	455,4%	625,8%	334,6%	52,7%
ROS (rentabilita odbytu)	-0,2%	2,1%	2,2%	3,9%	4,1%
ROC (rentabilita nákladů)	-0,2%	2,2%	2,3%	4,0%	4,3%

Zdroj: Vlastní zpracování

### Ukazatele aktivity

Předpokládaná doba obratu zásob by se měla v následujících letech udržovat přibližně na stejné úrovni. Pozitivní jsou výsledky doby obratu pohledávek, které

vyjadřují, za jak dlouho jsou pohledávky v průměru splaceny. V budoucnu by se tato doba měla snížit.

Tabulka 26 Ukazatele aktivity za období 2012 - 2016

Aktivita	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu obch. závazků (dny)	151	124	111	117	84
Doba obratu pohledávek (dny)	81	77	77	70	67
Doba obratu zásob (dny)	45	47	47	54	50

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Zhodnocení finančního plánu**

Budoucí vývoj podniku by se podle finančního plánu měl zlepšovat. Jednotlivé poměrové ukazatele ukazují lepší výsledky než v minulosti a v průběhu prognózovaného období mají rostoucí tendenci. Při ocenění společnosti výnosovou metodou diskontovaného cash flow je brán v úvahu pozitivní budoucí vývoj společnosti.

#### **7.3.2 Výpočet metody DCF**

##### **Výpočet investovaného provozně nutného kapitálu**

Výši provozně nutného investovaného kapitálu pro období 2012 – 2016 zobrazuje níže uvedená tabulka 27. Podle odborné literatury by provozně potřebná výše peněz měla být přibližně na úrovni 15% krátkodobých závazků. V případě, že provozně nutná likvidita je větší než 0,15, peněžní prostředky nad tento stanovený limit jsou považovány jako aktiva za provozně nepotřebná. Peněžní prostředky společnosti jsou v celkové výši považovány za provozně nutné.

Tabulka 27 Investovaný kapitál provozně nutný za období 2012 - 2016

<b>Investovaný kapitál provozně nutný (v tis. Kč)</b>					
<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	13 136	11 691	10 591	9 691	10 291
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>13 136</b>	<b>11 691</b>	<b>10 591</b>	<b>9 691</b>	<b>10 291</b>
Zásoby	5 720	6 000	6 000	7 000	6 500
Pohledávky	10 323	9 840	9 840	9 100	8 703
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	5 615	4 600	3 000	2 000	1 000
Krátkodobé závazky	17 798	14 074	12 524	13 347	9 950
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	0	0
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	257	330	530	600	600
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,01	0,02	0,04	0,04	0,06
Provozně nutná likvidita	0,01	0,02	0,04	0,04	0,06
Provozně nutné peníze	257	330	530	600	600
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>4 117</b>	<b>6 696</b>	<b>6 846</b>	<b>5 353</b>	<b>6 853</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>17 253</b>	<b>18 387</b>	<b>17 437</b>	<b>15 044</b>	<b>17 144</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

### Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

Východiskem pro výpočet korigovaného výsledku hospodaření jsou výkony, od kterých se odečte výkonová spotřeba a získá se přidaná hodnota. Přidaná hodnota se sníží o provozní náklady a vypočte se korigovaný provozní výsledek hospodaření, který se poté sníží o daň z příjmů. Předpokládaná daň z příjmů na následující roky je 19%. KPVH má v příštích letech rostoucí tendenci.

Tabulka 28 Výpočet korigovaného výsledku hospodaření pro období 2012 - 2016

<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Výkony</b>	<b>46 060</b>	<b>46 000</b>	<b>46 000</b>	<b>47 000</b>	<b>47 000</b>
Výkonová spotřeba	36 585	36 000	36 000	36 500	36 500
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>9 475</b>	<b>10 000</b>	<b>10 000</b>	<b>10 500</b>	<b>10 500</b>
Osobní náklady	6 217	6 200	6 200	6 200	6 200
Daně a poplatky	162	180	180	180	180
Odpisy	840	800	800	600	600
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	0	0	0	0	0
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>2 256</b>	<b>2 820</b>	<b>2 820</b>	<b>3 520</b>	<b>3 520</b>
Předpokl. daň z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%
<b>Korigovaný prov. VH po upravené dani</b>	<b>1 827</b>	<b>2 284</b>	<b>2 284</b>	<b>2 851</b>	<b>2 851</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

### Stanovení úrokové míry

Pro stanovení úrokové míry byla použita zjednodušená stavebnicová metoda. Úroková míra se skládá z bezrizikové a přírážkové úrokové míry. Bezriziková úroková míra je stanovena na úrovni výnosnosti 5-letých státních dluhopisů k prosinci roku 2012

ve výši 1,06%. Přirážková úroková míra je vypočtena pomocí čtyř kritérií týkajících se rizika podnikání v daném oboru, kterým jsou přidělena bodová hodnocení 1-10, kdy 1 znamená nejmenší riziko. Výpočet úrokové míry podle této metody zobrazuje tabulka 29. [2]

Tabulka 29 Stanovení úrokové míry - stavebnicová metoda

Stanovení úrokové míry stavebnicovou metodou		
Riziková úroková míra		
číslo krit.	název kritéria	Bodové hodnocení
1	riziko konkurence	5
2	podíl na trhu	9
3	riziko zachování výnosnosti	5
4	finanční riziko	7
Součet bodového hodnocení		26
Výsledný výpočet míry rizika (v %) = 4/26		15,38%
Bezriziková výnosová míra 5-letých stát. dluh. (2012/12)		1,06%
Náklady vlastního kapitálu		16,44%

Zdroj: Vlastní zpracování

### Dvoufázová metoda

Pro výpočet ocenění metodou DCF je použita dvoufázová metoda. To znamená, že budoucí období je rozdělené na prognózované období a na pokračující období. Postup výpočtu diskontovaného cash flow k 31.12.2012 v první fázi zobrazuje tabulka 30. Z vypočteného korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani se úpravami dopočítají volné peněžní toky do firmy za jednotlivé prognózované roky. Suma diskontovaných volných peněžních toků do firmy tvoří současnou hodnotu první fáze. Současná hodnota 1. fáze po zaokrouhlení na desetitisíce je 5 830 000 Kč.

Tabulka 30 Současná hodnota - 1. fáze (2013-2016)

Současná hodnota - 1. fáze (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>2 820</b>	<b>2 820</b>	<b>3 520</b>	<b>3 520</b>
Upravená daň	536	536	669	669
<b>Korigovaný provozní VH po dani</b>	<b>2 284</b>	<b>2 284</b>	<b>2 851</b>	<b>2 851</b>
Odpisy	800	800	600	600
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	-85	0	-1 900	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	645	300	300	-1 200
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-2 579	-150	1 493	-1 500
<b>FCFF (Free Cash Flow to Firm)</b>	<b>1 065</b>	<b>3 234</b>	<b>3 344</b>	<b>751</b>
Úroková míra				16,44%
Odúročitel pro diskontní míru:	0,8588	0,7375	0,6333	0,5439
<b>Diskontované FCFF k 31. 12. 2012</b>	<b>915</b>	<b>2 385</b>	<b>2 118</b>	<b>409</b>
<b>Současná hodnota 1. fáze (zaokr. na desetitisíce nahoru)</b>				<b>5 830 000 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočet pokračující hodnoty je zapotřebí stanovit předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze. Tempo růstu je stanoveno na úrovni průměrné roční míry inflace za rok 2012, tedy 3,3%. Míra investic netto je vypočtena jako podíl rozdílu investovaného kapitálu celkem mezi lety 2017 a 2016 k výši korigovaného provozního VH po dani za rok 2017.

Tabulka 31 Pokračující hodnota – 2. fáze (2017 a dále)

<b>Současná hodnota - 2. fáze</b>	
Tempo růstu (g) na úrovni průměrné roční míry inflace za rok 2012	3,30%
Míra investic netto do DM a PK	19,21%
Rentabilita investic netto	17,18%
Investovaný kapitál celkem (2016)	17 144 000 Kč
Investovaný kapitál celkem (2017)	17 709 752 Kč
Korigovaný provozní VH po dani (2017)	2 945 290 Kč
Výpočet pokračující hodnoty - parametrický vzorec	18 102 756 Kč
Výpočet pokračující hodnoty - Gordonův vzorec	18 102 756 Kč
<b>Současná hodnota 2. fáze (zaokr. na desetitisíce nahoru)</b>	<b>9 850 000 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Současná hodnota 2. fáze se vypočítá jako součin pokračující hodnoty (např. podle parametrického vzorce) a odůročitele pro diskontní míru pro rok 2016. Výsledná současná hodnota druhé fáze je pak po zaokrouhlení na desetitisíce nahoru 9 850 000 Kč. Současné hodnoty první a druhé fáze se sečtou a tato hodnota se sníží o úročený cizí kapitál k datu ocenění. Podrobný výpočet zobrazuje tabulka 32. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti N+N spol. s r.o. za použití dvoufázové metody DCF a výše uvedených postupů je 6 448 000 Kč.

Tabulka 32 Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF

<b>Výnosové ocenění k 31. 12. 2012</b>	
Současná hodnota 1. fáze	5 830 000 Kč
Současná hodnota 2. fáze	9 850 000 Kč
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>15 680 000 Kč</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	9 232 000 Kč
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>6 448 000 Kč</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	0 Kč
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF</b>	<b>6 448 000 Kč</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 7.4 Vyhodnocení jednotlivých metod ocenění

Z níže uvedené tabulky 33 je zřejmé, že rozdíly mezi výslednými hodnotami ocenění jsou výrazné. Výsledky majetkových metod jsou výrazně zatíženy minulostí společnosti. Celkový vývoj minulosti velmi ovlivnily pohledávky za srbské odběratele,

kteře doposud nebyly uhrazeny. Bylo zahájeno soudní řízení, které by mělo skončit v roce 2013. Z důvodu nedostatku volných finančních prostředků společnost využila zpětný leasing na strojní zařízení, aby získala prostředky pro provozní potřebu a na uhrazení některých svých závazků. Bohužel došlo k tomu, že leasing byl realizován a společnost ho musela zaplatit do 18 měsíců. Postupem času tedy došlo k tomu, že společnost se stala předluženou, tzn., že cizí zdroje převyšovaly celková aktiva společnosti.

Tabulka 33 Porovnání výsledných hodnot ocenění

<b>Ocenění k 31.12.2012</b>	
<b>Majetkové metody</b>	
Účetní metoda	-1 183 000 Kč
Substanční hodnota	-3 570 000 Kč
<b>Výnosové metody</b>	
Metoda DCF	6 448 000 Kč

Zdroj: Vlastní zpracování

Další významný vliv na ocenění pomocí majetkových metod má jak fyzické, tak morální opotřebenění nemovitostí a strojních zařízení. U substanční metody byl nemovitý majetek oceněn na základě posudku schváleného bankou. Hodnota ocenění nemovitosti byla stanovena na 7 mil. Kč, přestože znovuvybudování celého areálu společnosti by stálo v současnosti přibližně 24 mil. Kč. Jako nejvěrohodnější ocenění je v tomto případě možné brát ocenění pomocí výnosové metody DCF. Tato metoda vychází z vypracovaného a bankou schváleného finančního plánu, který je zpracován s ohledem na možnost získání provozního úvěru na financování provozní činnosti společnosti. Banka úvěr přislíbila a v roce 2013 by ho měla společnost obdržet. Společnost tím získá volné finanční prostředky, které může použít pro pořízení materiálu u dodavatele, který je o 15% levnější než současný dodavatel. Společnost díky tomu může ušetřit na provozních nákladech až 115 000 Kč měsíčně. Výhled do budoucna společnosti je podle finančního plánu pozitivní, záleží tedy na tom, zda banka poskytne provozní úvěr a jak skončí soudní řízení týkající se neuhrazených pohledávek v Srbsku. Úroková míra pro metodu DCF byla určena pomocí stavebnicové metody. Kritéria rizikové přírážky byly stanoveny a konzultovány se znalcem s letitou praxí. Bezriziková úroková míra byla stanovena na úrovni výnosnosti 5-letých státních dluhopisů k prosinci roku 2012.



## 8 ZÁVĚR

Tématem diplomové práce je určení hodnoty vybraného podniku. Ke zpracování této práce byla vybrána společnost N + N spol. s r.o.

Úvodní část práce na základě odborné literatury podává teoretický výklad týkající se oceňování podniků, metod oceňování, finanční analýzy a zhodnocení celkové finanční situace společnosti.

Další část je věnována představení společnosti N + N spol. s r.o., která byla založena v roce 1993 a jejíž hlavní činností je v současné době výroba atypických dřevěných palet a obalů.

Finanční analýza společnosti N + N spol. s r.o. je provedena za období 2008 až 2012. Použité metody jsou analýza účetních výkazů, analýza poměrových ukazatelů a analýza souhrnných ukazatelů. Během sledovaného období se společnost dostala do velmi závažných finančních potíží z důvodu neuhrazených pohledávek za srbské odběratele. Kvůli tomuto faktu společnost využila zpětný leasing na strojní zařízení, aby získala prostředky pro provozní potřebu a na uhrazení některých svých závazků. Bohužel došlo k tomu, že leasing byl realizován a společnost ho musela zaplatit do 18 měsíců. Tyto fakta velmi výrazně a negativně ovlivnily ekonomické výsledky, což se odrazilo v hodnotách jednotlivých ukazatelů a modelů finanční analýzy.

Ocenění podniku je provedeno především na základě podkladů poskytnutých danou společností. Jedná se o účetní výkazy společnosti N + N spol. s r.o. (rozvaha, výkaz zisku a ztráty) za období 2008 až 2012, finanční plán schválený bankou pro období 2013 až 2016, dokladová inventura k 31. prosinci 2012, znalecký posudek o ceně nemovitosti z roku 2010 a příloha k leasingové smlouvě. Ocenění je provedeno k 31. prosinci 2012 třemi základními metodami: metoda účetní hodnoty, metoda substanční hodnoty a metoda diskontovaného cash flow. Při stanovení hodnoty společnosti se u metod založených na stavových veličinách vychází ze současných dat. U výnosových metod se vychází především z finančního plánu zpracovaného do roku 2016. Vzhledem k současné situaci společnosti, hodnoty ocenění společnosti podle metody účetní a metody substanční hodnoty vycházejí záporné hodnoty. V budoucnu by se výsledky společnosti podle schváleného finančního plánu měly ale zlepšovat. Právě výpočet metody diskontovaného cash flow je založen na finančním plánu. Hodnota ocenění společnosti metodou DCF za použití výše zmíněných postupů je 6 448 000 Kč.

Tato hodnota vyjadřuje reálnou tržní hodnotu a může být použita například při prodeji společnosti.

Přínosem této práce je seznámit zájemce s problematikou oceňování podniků a informovat je o smyslu oceňování a používaných metodách a na závěr ukázat provedení rozboru výsledků hospodaření společnosti N + N spol. s r.o. a stanovení hodnoty ocenění vybranými metodami.

V závěru lze říci, že stanovený cíl práce byl dosažen.

## POUŽITÁ LITERATURA

- [1] Česká komora odhadců: profesní sdružení znalců a odhadců. [online]. 2003. vyd. [cit. 2013-07-16]. Dostupné z: <http://www.ckom.cz/index.php/cs/profese-odhadce>
- [2] Česká Národní Banka: ARAD systém časových řad. [online]. 2003. vyd. [cit. 2013-07-16]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=1&p\\_sort=2&p\\_des=50&p\\_sestuid=450&p\\_uka=3&p\\_strid=EBA&p\\_od=201201&p\\_do=201306&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=450&p_uka=3&p_strid=EBA&p_od=201201&p_do=201306&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- [4] KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza - krok za krokem*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck. 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- [5] KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ, Drahomíra. *Finanční analýza : Komplexní průvodce s příklady*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- [6] KOŽENÁ, Marcela. *Manažerská ekonomika II. díl*. Pardubice : Univerzita Pardubice, 2008. 103 s. ISBN 978-80-7395-051-4.
- [7] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [8] MAŘÍKOVÁ, Pavla; MAŘÍK, Miloš. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [9] N+N spol. s r.o. [online]. 2007. vyd. [cit. 2013-07-16]. Dostupné z:  
<http://www.nndrevovyroba.cz/>
- [10] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. 144 s. ISBN 978-80-247-3308-1.
- [11] SEDLÁČKOVÁ, Helena. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-717-9367-1.
- [12] SYNEK, Miloslav, et al. *Manažerská ekonomika*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2007. 464 s. ISBN 978-80-247-1992-4.
- [13] Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících
- [14] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění

## SEZNAM PŘÍLOH

<b>Příloha A</b> - Výpis z obchodního rejstříku společnosti N+N spol. s r.o. 1/2 .....	76
<b>Příloha B</b> - Rozvaha společnosti N+N spol. s r.o. - aktiva .....	78
<b>Příloha C</b> - Rozvaha společnosti N+N spol. s r.o. – pasiva.....	79
<b>Příloha D</b> - Výsledovka společnosti N+N spol. s r.o.....	80
<b>Příloha E</b> - Finanční plán společnosti N+N spol. s r.o. – rozvaha (aktiva) .....	81
<b>Příloha F</b> - Finanční plán společnosti N+N spol. s r.o. – rozvaha (pasiva).....	82
<b>Příloha G</b> - Finanční plán společnosti N+N spol. s r.o. – výsledovka.....	83
<b>Příloha H</b> - Znalecký posudek o ceně nemovitosti 1/2.....	84
<b>Příloha I</b> - Příloha k leasingové smlouvě.....	86

## Příloha A - Výpis z obchodního rejstříku společnosti N+N spol. s r.o. 1/2

16.7.13

Obchodní rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky

### Výpis platných

z obchodního rejstříku, vedeného  
Krajským soudem v Hradci Králové  
oddíl C, vložka 5014

<b>Datum zápisu:</b>	19. října 1993
<b>Spisová značka:</b>	C 5014 vedená u Krajského soudu v Hradci Králové
<b>Obchodní firma:</b>	N + N spol. s r.o.
<b>Sídlo:</b>	Medkovy Kopce 26-p.Hlinsko, PSČ 539 01
<b>Identifikační číslo:</b>	498 15 415
<b>Právní forma:</b>	Společnost s ručením omezeným
<b>Předmět podnikání:</b>	Služby v rámci lesnictví a těžby dřeva. Obchodní činnost - koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej. Silniční motorová doprava nákladní Dřevovýroba. Zpracování dřevní hmoty na řezivo.
<b>Statutární orgán:</b>	<b>jednatel:</b> Bořek Navrátil, dat. nar. 15. července 1964 Raná - Medkovy Kopce 26, PSČ 539 01 den vzniku funkce: 19. října 1993 <b>jednatel:</b> Miloš Navrátil, dat. nar. 14. července 1972 Jeníkov 27, PSČ 539 01 den vzniku funkce: 19. října 1993 <b>jednatel:</b> Bohuslav Nekvinda, dat. nar. 9. května 1953 Kladno 9, PSČ 539 01 den vzniku funkce: 19. října 1993
<b>Způsob jednání:</b>	Způsob jednání za společnost: Jménem společnosti jednají jednotliví jednatelé samostatně a podepisují tak, že k firmě společnosti připojí svůj podpis.
<b>Společníci:</b>	Bořek Navrátil, dat. nar. 15. července 1964 Raná - Medkovy Kopce 26, PSČ 539 01 <b>Vklad:</b> 175 000,- Kč <b>Splaceno:</b> 100 % <b>Obchodní podíl:</b> 25% Miloš Navrátil, dat. nar. 14. července 1972 Jeníkov 27, PSČ 539 01 <b>Vklad:</b> 175 000,- Kč <b>Splaceno:</b> 100 % <b>Obchodní podíl:</b> 25% Bohuslav Nekvinda, dat. nar. 9. května 1953 Kladno 9, PSČ 539 01 <b>Vklad:</b> 175 000,- Kč <b>Splaceno:</b> 100 % <b>Obchodní podíl:</b> 25% Petr Navrátil, dat. nar. 3. ledna 1968

<https://or.justice.cz/fias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a137500&typ=actual&klc=m8synk>

1/2

## Příloha A - Výpis z obchodního rejstříku společnosti N+N spol. s r.o. 2/2

16.7.13

Obchodní rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky

Vojtěchov - Pláňavy 2, PSČ 539 01

**Vklad:** 175 000,- Kč

**Spaceno:** 100 %

**Obchodní podíl:** 25%

---

**Základní kapitál:** 700 000,- Kč

---

**Ostatní skutečnosti:** Údaje o vzniku společnosti:  
Společnost s ručením omezeným byla založena společenskou smlouvou dne 30. srpna 1993 a Dodatkem ke spol. smlouvě ze dne 19. 10. 1993 podle zák. č. 513/91 Sb.

---

**Tento výpis je neprodejný a byl pořízen na Internetu** (<http://www.justice.cz>).

Dne: 16.07.2013 12:27:41

Údaje platné ke dni 16.07.2013 06:00:00

**Příloha B** - Rozvaha společnosti N+N spol. s r.o. - aktiva

<b>Rozvaha společnosti N + N spol. s r.o. - aktiva (v tis. Kč)</b>						
<b>Označ.</b>	<b>Položka</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>32 115</b>	<b>30 131</b>	<b>34 536</b>	<b>27 951</b>	<b>35 051</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>14 743</b>	<b>14 272</b>	<b>14 798</b>	<b>13 920</b>	<b>13 136</b>
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	14 743	14 272	14 798	13 920	13 136
B.II.1.	Pozemky	1 110	1 110	1 110	1 110	1 110
B.II.2.	Stavby	2 537	2 478	2 419	2 360	2 218
B.II.3.	Sam. mov. věci a soub. mov. Věcí	9 155	8 179	7 543	6 517	7 040
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 941	2 505	3 726	3 933	2 768
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>16 990</b>	<b>15 504</b>	<b>19 077</b>	<b>9 302</b>	<b>16 300</b>
C.I.	Zásoby	3 322	1 753	2 875	4 902	5 720
C.I.1.	Materiál	621	1 109	2 327	3 104	4 721
C.I.3.	Výrobky	2 701	644	548	1 798	999
C.III.	Krátkodobé pohledávky	13 633	13 676	16 083	4 395	10 323
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	13 232	13 661	16 061	4 253	10 183
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	277	0	0	0	0
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	124	15	22	142	140
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	35	75	119	5	257
C.IV.1.	Peníze	18	5	4	1	21
C.IV.2.	Účty v bankách	17	70	115	4	236
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>382</b>	<b>355</b>	<b>661</b>	<b>4 729</b>	<b>5 615</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	382	355	661	4 694	5 615
D.I.3.	Příjmy příštích období	0	0	0	35	0

**Příloha C - Rozvaha společnosti N+N spol. s r.o. – pasiva**

<b>Rozvaha společnosti N + N spol. s r.o. - pasiva (v tis. Kč)</b>						
<b>Označ.</b>	<b>Položka</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>32 115</b>	<b>30 131</b>	<b>34 536</b>	<b>27 951</b>	<b>35 051</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>4 854</b>	<b>5 255</b>	<b>5 146</b>	<b>-1 266</b>	<b>-1 183</b>
A.I.	Základní kapitál	700	700	700	700	700
A.I.1.	Základní kapitál	700	700	700	700	700
A.II.	Kapitálové fondy	10	10	10	10	10
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	10	10	10	10	10
A.III.	Rezervní fondy, neděl.fond a ost.fondy ze zisku	14	14	14	14	14
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	14	14	14	14	14
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	2 189	4 162	4 532	4 422	-1 804
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	2 189	4 162	4 532	4 532	4 532
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	-110	-6 336
A.V.	Výsledek hospodaření běž. účet. období /+ -/	1 941	369	-110	-6 412	-103
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>27 261</b>	<b>24 876</b>	<b>29 390</b>	<b>29 217</b>	<b>36 234</b>
B.I.	Rezervy	119	119	119	119	8 485
B.I.1.	Rezervy podle zvl.právních předpisů	119	119	119	119	8 485
B.II.	Dlouhodobé závazky	555	555	555	555	719
B.II.8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	164
B.II.9.	Jiné závazky	555	555	555	555	555
B.III.	Krátkodobé závazky	16 430	14 722	18 004	19 485	17 798
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	14 580	12 215	15 549	16 785	15 395
B.III.4.	Závazky ke spol., čl.družstva a k úč.sdr.	600	1 056	841	634	298
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	363	390	495	579	657
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpeč. a zdr.poj.	586	603	810	1 303	1 101
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	291	458	309	184	347
B.III.11.	Jiné závazky	10	0	0	0	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	10 157	9 480	10 712	9 058	9 232
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	10 157	9 480	10 712	8 912	9 232
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	146	0



**Příloha D - Výsledovka společnosti N+N spol. s r.o.**

<b>Výkaz zisku a ztráty společnosti N + N spol. s r.o. - v plném rozsahu (v tis. Kč)</b>						
<b>Označ.</b>	<b>Položka</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>54 154</b>	<b>34 493</b>	<b>35 013</b>	<b>43 949</b>	<b>46 060</b>
II.1.	Tržby za prodej vl. výr. a služ.	54 154	34 493	35 013	43 949	46 060
B.	Výkonová spotřeba	43 691	23 904	29 420	37 934	36 585
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	35 983	20 258	25 841	34 594	32 886
B.2.	Služby	7 708	3 646	3 579	3 340	3 699
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>10 463</b>	<b>10 589</b>	<b>5 593</b>	<b>6 015</b>	<b>9 475</b>
C.	Osobní náklady	6 493	5 380	5 286	6 316	6 217
C.1.	Mzdové náklady	4 709	3 952	3 844	4 625	4 628
C.3.	Náklady na soc.zabezpečení a zdr.poj.	1 637	1 278	1 307	1 572	1 543
C.4.	Sociální náklady	147	150	135	119	46
D.	Daně a poplatky	102	119	126	143	162
E.	Odpisy dlouhodobého nehmot. a hmot. majetku	941	1 034	1 135	1 125	840
III.	Tržby z prod. dlouhodob. maj. a mater.	312	0	500	4 744	13
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	312	0	500	4 700	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	44	13
G.	Změna stavu rez. a opr.pol.v prov.obl.	0	2 052	-2 052	8 370	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	94	52	33	442	4
H.	Ostatní provozní náklady	151	125	570	901	830
*	Provozní výsledek hospodaření	3 182	1 931	1 061	-5 654	1 443
N.	Nákladové úroky	612	641	556	512	532
XI.	Ostatní finanční výnosy	696	191	129	347	36
O.	Ostatní finanční náklady	1 012	1 108	689	593	855
*	Finanční výsledek hospodaření	-928	-1 558	-1 116	-758	-1 351
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	313	0	0	0	0
Q.1.	Daň z příjmů splatná	313	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 941	373	-55	-6 412	92
R.	Mimořádné náklady	0	4	0	0	195
S.	Daň z příjmů z mim. Činnosti	0	0	55	0	0
S.1.	Daň z příjmů splatná	0	0	55	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	-4	-55	0	-195
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za úč. obd.</b>	<b>1 941</b>	<b>369</b>	<b>-110</b>	<b>-6 412</b>	<b>-103</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>2 254</b>	<b>369</b>	<b>-55</b>	<b>-6 412</b>	<b>-103</b>

**Příloha E** - Finanční plán společnosti N+N spol. s r.o. – rozvaha (aktiva)

<b>Rozvaha společnosti N + N spol. s r.o. - aktiva (v tis. Kč)</b>						
<b>Označ.</b>	<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>35 051</b>	<b>32 461</b>	<b>29 961</b>	<b>28 391</b>	<b>27 094</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>13 136</b>	<b>11 691</b>	<b>10 591</b>	<b>9 691</b>	<b>10 291</b>
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	13 136	11 691	10 591	9 691	10 291
B.II.1.	Pozemky	1 110	1 110	1 110	1 110	1 110
B.II.2.	Stavby	2 218	4 950	4 850	4 750	4 650
B.II.3.	Sam. mov. věci a soub. mov. Věcí	7 040	5 631	4 631	3 831	4 531
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 768	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>16 300</b>	<b>16 170</b>	<b>16 370</b>	<b>16 700</b>	<b>15 803</b>
C.I.	Zásoby	5 720	6 000	6 000	7 000	6 500
C.I.1.	Materiál	4 721	5 000	5 000	5 500	5 500
C.I.3.	Výrobky	999	1 000	1 000	1 500	1 000
C.III.	Krátkodobé pohledávky	10 323	9 840	9 840	9 100	8 703
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	10 183	9 700	9 700	8 500	8 103
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	140	140	140	600	600
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	257	330	530	600	600
C.IV.1.	Peníze	21	30	30	100	100
C.IV.2.	Účty v bankách	236	300	500	500	500
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>5 615</b>	<b>4 600</b>	<b>3 000</b>	<b>2 000</b>	<b>1 000</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	5 615	4 600	3 000	2 000	1 000
D.I.3.	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0

**Příloha F** - Finanční plán společnosti N+N spol. s r.o. – rozvaha (pasiva)

<b>Rozvaha společnosti N + N spol. s r.o. - pasiva (v tis. Kč)</b>						
<b>Označ.</b>	<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>35 051</b>	<b>32 461</b>	<b>29 961</b>	<b>28 391</b>	<b>27 094</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>-1 183</b>	<b>-213</b>	<b>-163</b>	<b>544</b>	<b>3 644</b>
A.I.	Základní kapitál	700	700	700	700	700
A.I.1.	Základní kapitál	700	700	700	700	700
A.II.	Kapitálové fondy	10	10	10	10	10
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	10	10	10	10	10
A.III.	Rezervní fondy, neděl.fond a ost.fondy ze zisku	14	14	14	14	14
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	14	14	14	14	14
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-1 804	-1 907	-1 907	-2 000	1 000
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	4 532	4 532	4 532	0	1 000
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-6 336	-6 439	-6 439	-2 000	0
A.V.	Výsledek hospodaření běž. účet. období /+ -/	-103	970	1 020	1 820	1 920
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>36 234</b>	<b>32 674</b>	<b>30 124</b>	<b>27 847</b>	<b>23 450</b>
B.I.	Rezervy	8 485	8 400	8 400	6 500	6 500
B.I.1.	Rezervy podle zvl.právních předpisů	8 485	8 400	8 400	6 500	6 500
B.II.	Dlouhodobé závazky	719	200	200	0	0
B.II.8.	Dohadné účty pasivní	164	200	200	0	0
B.II.9.	Jiné závazky	555	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	17 798	14 074	12 524	13 347	9 950
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	15 395	12 374	11 074	11 897	8 500
B.III.4.	Závazky ke spol., čl.družstva a k úč.sdr.	298	300	300	300	300
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	657	700	700	700	700
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpeč. a zdr.poj.	1 101	500	250	250	250
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	347	200	200	200	200
B.III.11.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	9 232	10 000	9 000	8 000	7 000
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	9 232	10 000	9 000	8 000	7 000
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0

**Příloha G - Finanční plán společnosti N+N spol. s r.o. – výsledovka**

<b>Výkaz zisku a ztráty společnosti N + N spol. s r.o. (v tis. Kč)</b>						
<b>Označ.</b>	<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>46 060</b>	<b>46 000</b>	<b>46 000</b>	<b>47 000</b>	<b>47 000</b>
II.1.	Tržby za prodej vl. výr. a služ.	46 060	46 000	46 000	47 000	47 000
B.	Výkonová spotřeba	36 585	36 000	36 000	36 500	36 500
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	32 886	33 000	33 000	34 000	34 000
B.2.	Služby	3 699	3 000	3 000	2 500	2 500
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>9 475</b>	<b>10 000</b>	<b>10 000</b>	<b>10 500</b>	<b>10 500</b>
C.	Osobní náklady	6 217	6 200	6 200	6 200	6 200
C.1.	Mzdové náklady	4 628	4 600	4 600	4 600	4 600
C.3.	Náklady na soc.zabezpečení a zdr.poj.	1 543	1 550	1 550	1 550	1 550
C.4.	Sociální náklady	46	50	50	50	50
D.	Daně a poplatky	162	180	180	180	180
E.	Odpisy dlouhodobého nehmot. a hmot. majetku	840	800	800	600	600
III.	Tržby z prod. dlouhodob. maj. a mater.	13	0	0	0	0
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	13	0	0	0	0
G.	Změna stavu rez. a opr.pol.v prov.obl.	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	4	0	0	0	0
H.	Ostatní provozní náklady	830	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	1 443	2 820	2 820	3 520	3 520
N.	Nákladové úroky	532	1 000	1 000	900	800
XI.	Ostatní finanční výnosy	36	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	855	850	800	800	800
*	Finanční výsledek hospodaření	-1 351	-1 850	-1 800	-1 700	-1 600
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0	0	0	0
Q.1.	Daň z příjmů splatná	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	92	970	1 020	1 820	1 920
R.	Mimořádné náklady	195	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mim. Činnosti	0	0	0	0	0
S.1.	Daň z příjmů splatná	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-195	0	0	0	0
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za úč. obd.</b>	<b>-103</b>	<b>970</b>	<b>1 020</b>	<b>1 820</b>	<b>1 920</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>-103</b>	<b>970</b>	<b>1 020</b>	<b>1 820</b>	<b>1 920</b>

## Znalecký posudek o ceně nemovitosti číslo 4419/101/10

<b>NEMOVITOST:</b>	Objekt výrobní, pro průmysl, speciální, Provozní areál dle LVč. 338		
Adresa nemovitosti:	Medkovy Kopce		
Katastrální údaje:	Kraj Pardubický, okres Chrudim, obec Raná, k.ú. Raná u Hlinska, kód ČSÚ: 739 260, LV: 338		
Ostatní stavby:			
Pozemky:	st. 152/1, st. 152/3, st. 152/4, 1204/2, 1204/19, 1204/20, 1204/21, 1206/2, 1336		
Vlastník stavby:	N + N Spol. s r.o., Raná 26, 53901 Raná, spoluvlastnický podíl: 1 / 1		
Vlastník pozemku:	N + N Spol. s r.o., Raná 26, 53901 Raná, spoluvlastnický podíl: 1 / 1		

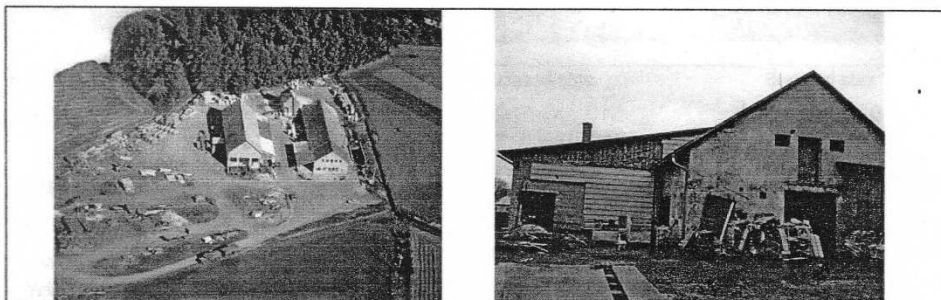
<b>OBJEDNATEL :</b>	N+N spol. s r.o.; č. obj.:4419/101/10, 12.11.2010		
Adresa objednatele:	Medkovy Kopce 26, 539 72 Raná		
IČ:	telefon:	e-mail:	
DIČ:	fax:		

<b>VYSTAVITEL KL:</b>	Jitka Cachová, tel.: +420 469 644 250, e-mail: jcachova@csas.cz		
-----------------------	---	--	--

<b>ZHOTOVITEL :</b>	Ing. Bohuslav Pavloušek		
Adresa zhotovitele:	Palackého 57, 537 01 Chrudim 3		
IČ:	telefon: 469639789	e-mail:	
DIČ:	fax:		

<b>ÚČEL OCENĚNÍ:</b>	Pro účely úvěrového řízení u České spořitelny, a.s. (ocenění stávajícího stavu)		
----------------------	---	--	--

Účel úvěru:	<input type="checkbox"/> koupě	<input type="checkbox"/> výstavba	<input type="checkbox"/> změna stavby	<input type="checkbox"/> rekonstrukce	<input type="checkbox"/> leasing	<input checked="" type="checkbox"/> jiné
-------------	--------------------------------	-----------------------------------	---------------------------------------	---------------------------------------	----------------------------------	--



**Současný stav**

**Budoucí stav**

<b>OBVYKLÁ CENA</b>	<b>7 000 000 Kč</b>		
---------------------	---------------------	--	--

Datum místního šetření:	7.11.2010	Datum zpracování :	8.11.2010
Počet stran:	15 stran	Počet příloh:	8

Chrudim, dne 8.11.2010

Otisk razítka

Ing. Bohuslav Pavloušek



*Ing. Bohuslav Pavloušek*  
znalec z oboru  
Chrudim III, Palackého 57

## Příloha H – Znalecký posudek o ceně nemovitosti 2/2

**STAV POSUZOVANÉ NEMOVITOSTI**  stavba dokončena v r. 1961  změna stavby v r.  rekonstrukce v r. 2008  
 Rekonstrukce:  celková  dílčí  střecha, fasáda  zateplení  okna, dveře  ostatní

SOUČASNÝ STAV			BUDOUCÍ STAV			
Konstrukce:	<input checked="" type="checkbox"/> zděné	<input type="checkbox"/> betonové	<input type="checkbox"/> montované	<input type="checkbox"/> zděné	<input type="checkbox"/> betonové	<input type="checkbox"/> montované
	<input type="checkbox"/> kovové	<input type="checkbox"/> dřevěné	<input type="checkbox"/> jiné	<input type="checkbox"/> kovové	<input type="checkbox"/> dřevěné	<input type="checkbox"/> jiné
Využití:	<input type="checkbox"/> bydlení	<input type="checkbox"/> pronájem	<input checked="" type="checkbox"/> podnikání	<input type="checkbox"/> bydlení	<input type="checkbox"/> pronájem	<input type="checkbox"/> podnikání
	<input type="checkbox"/> bydl., podn.	<input type="checkbox"/> část. obsazen	<input type="checkbox"/> volný objekt	<input type="checkbox"/> bydl., podn.	<input type="checkbox"/> část. obsazen	<input type="checkbox"/> volný objekt
Okoli:	<input type="checkbox"/> bytová zóna	<input type="checkbox"/> průmyslová zóna		<input type="checkbox"/> bytová zóna	<input type="checkbox"/> průmyslová zóna	
	<input checked="" type="checkbox"/> ostatní	<input type="checkbox"/> nákupní zóna		<input type="checkbox"/> ostatní	<input type="checkbox"/> nákupní zóna	
Příjezd:	<input checked="" type="checkbox"/> zpevněná komunikace			<input type="checkbox"/> zpevněná komunikace		
Přípojky:	<input checked="" type="checkbox"/> / <input type="checkbox"/> voda	<input type="checkbox"/> / <input checked="" type="checkbox"/> kanalizace	<input type="checkbox"/> / <input type="checkbox"/> plyn	<input type="checkbox"/> / <input type="checkbox"/> voda	<input type="checkbox"/> / <input type="checkbox"/> kanalizace	<input type="checkbox"/> / <input type="checkbox"/> plyn
	<input checked="" type="checkbox"/> / <input type="checkbox"/> elektro		<input type="checkbox"/> telefon	<input type="checkbox"/> / <input type="checkbox"/> elektro		<input type="checkbox"/> telefon

Dopravní dostupnost (do 10 minut pěšky):  MHD  železnice  autobus  
 Dopravní dostupnost (do 10 minut autem):  dálnice/silnice I. tř  silnice II., III. tř  
 Poloha v obci:  okrajová část - ostatní  
 Stavebně technický stav stavby:  dobře udržovaná  
 Vytápění:

KUPNÍ CENA	VYHODNOCENÍ KUPNÍ CENY
0 Kč	Nejedná se o koupi nemovitosti.

RIZIKA							
<input type="checkbox"/> negativní vlivy okolní zástavby	<input type="checkbox"/> právní zánik stavby (zánik čp/čo)	<input type="checkbox"/> sociální riziko	<input type="checkbox"/> riziko přístupu a příjezdu	<input type="checkbox"/> věcná břemena	<input type="checkbox"/> předkupní právo	<input checked="" type="checkbox"/> ostatní omezení	<input type="checkbox"/> evidence v KN

záplavová a zátopová oblast  pojištění proti zaplavení  ano /  ne

### REKAPITULACE OCENĚNÍ POSUZOVANÉ NEMOVITOSTI

	Současný stav	Budoucí stav
Porovnávací hodnota	0 Kč	0 Kč
Výnosová hodnota	7 144 618 Kč	0 Kč
Věcná hodnota	24 108 374 Kč	0 Kč
<b>Obvyklá cena</b>	<b>7 000 000 Kč</b>	
- z toho hodnota pozemku	1 612 200 Kč	0 Kč

<b>Minimální cena v rekonstrukci</b>	x
<b>Vklad investice do nemovitosti</b>	0 Kč x

### Komentář ke stanovení ceny obvyklé posuzovaných nemovitostí a vhodnosti zástavy

Jedná se o areál se stavbami se značnou věcnou hodnotou, nemovitosti jsou v dobrém technickém stavu a je prováděna běžná údržba.  
 Skutečnosti ovlivňující obvyklou cenu:  
 1) náklady na údržbu, opravy a amortizaci při výpočtu výnosové hodnoty jsou velmi vysoké vzhledem ke stavu nemovitostí  
 2) technologie nejsou součástí ocenění  
 3) věcná hodnota výrazně převyšuje výnosovou hodnotu  
 Obvyklá cena je zjištěna dle výnosové hodnoty nemovitosti.

### NÁLEZ

Situace
Přehled podkladů <span style="float: right;">Výpis z katastru nemovitostí LVč. 338 vypracovaný dne 20.7.2010</span>

**Příloha I - Příloha k leasingové smlouvě**



**Příloha k leasingové smlouvě č. 2130542**


Předmět	Výr. číslo / SPZ	Cena bez DPH	DPH	Cena včetně DPH
Linka na výrobu palet Delta CHIMPTT:	347	600 000,00 Kč	126 000,00 Kč	726 000,00 Kč
- stloukací zařízení				
- zásobník palet				
- štosování				
- ořezávání rohů				
- vypalování znaků				
- ovládací panel				
Hranolová pila PDRP900	7/3/1995	30 000,00 Kč	6 300,00 Kč	36 300,00 Kč
Třídění řeziva vč. ovládacího panelu D1 (v.č.248/95)	nenalezeno	50 000,00 Kč	10 500,00 Kč	60 500,00 Kč
Rozmitací pila PWR402	950077	450 000,00 Kč	94 500,00 Kč	544 500,00 Kč
Zkracovací pila CYPI	012	25 000,00 Kč	5 250,00 Kč	30 250,00 Kč
Dávkovač kulatiny	nenalezeno	50 000,00 Kč	10 500,00 Kč	60 500,00 Kč
Elektrická rámová pila ERP-65	031	195 000,00 Kč	40 950,00 Kč	235 950,00 Kč
CELKEM		1 400 000,00 Kč	294 000,00 Kč	1 694 000,00 Kč

Dle protokolu o provedené prohlídce PL a fotodokumentace ze dne 28.05.2013

V Praze dne 27.05.2013

  
 -----  
 Nájemce  
 N + N spol. s r.o.  
 Bořek Navrátil  
 jednatel

V Praze dne 30-05-2013

  
 -----  
 Pronajímatel  
 NOVA leasing, a.s.

 NOVA leasing, a.s.   
 Líbalova 1/2348  
 149 00 Praha 4-Chodov  
 IČ: 246 87 332  
 DIČ: CZ 246 87 332  
 Telefon: 270 001 900