

Univerzita Pardubice
Dopravní fakulta Jana Pernera

Stanovení tržní hodnoty firmy VPS, a.s. Rosice

Bc. Tomáš Sýkora

Diplomová práce

2010

Univerzita Pardubice
Dopravní fakulta Jana Pernera
Akademický rok: 2009/2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Tomáš SÝKORA**
Osobní číslo: **D08691**
Studijní program: **N3708 Dopravní inženýrství a spoje**
Studijní obor: **Dopravní management, marketing a logistika**
Název tématu: **Stanovení tržní hodnoty firmy VPS, a.s. Rosice**
Zadávací katedra: **Katedra dopravního managementu, marketingu a logistiky**

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

Úvod

1. Charakteristika firmy
2. Metody oceňování podniku
3. Stanovení hodnoty podniku
4. Návrhová opatření na zvýšení hodnoty podniku

Závěr

Rozsah grafických prací: **dle doporučení vedoucího**
Rozsah pracovní zprávy: **50 - 60 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**
Seznam odborné literatury:
dle pokynů vedoucího práce

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Rudolf Kampf, Ph.D.**
Katedra dopravního managementu, marketingu
a logistiky

Datum zadání diplomové práce: **30. listopadu 2009**
Termín odevzdání diplomové práce: **24. května 2010**



prof. Ing. Bohumil Culek, CSc.
děkan

L.S.



prof. Ing. Vlastimil Melichar, CSc.
vedoucí katedry

V Pardubicích dne 30. listopadu 2009

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 24. 5. 2010

Tomáš Sýkora

ANOTACE

Diplomová práce je věnována problematice stanovení tržní hodnoty firmy VPS, a.s. Rosice. Charakterizuje současný stav firmy, kterou jsem se zabýval a popisuje základní teorii oceňování podniku. Následný rozbor s vlastními výpočty finanční analýzy za rok 2005 - 2009 a vybranými metodami ocenění podniku, zobrazuje přibližnou tržní hodnotu podniku. Na základě těchto výpočtů byly výsledky zhodnoceny a byla navržena optimalizační opatření na zvýšení tržní hodnoty podniku.

KLÍČOVÁ SLOVA

ocenění podniku; DCF; strategická analýza; rozvaha; cash flow

TITLE

Company value determination of VPS, a.s. Rosice

ANNOTATION

Graduation thesis is based on the determination of company value of the VPS, a.s. Rosice, (Inc. Company). Thesis characterizes present state of the company and describes basic theory of company valuation. It is followed by analysis with my index ratio calculations for period from 2005 until 2009 and selected methods of company valuation which displays approximate value of the company. Results of these calculations were basis for assessment and proposition of optimization steps for improving value of the company.

KEYWORDS

company valuation; DCF; strategic analysis; balance; cash flow

OBSAH

	strana
Úvod	8
1 Charakteristika firmy	10
1.1 Profil firmy	10
1.2 Historie společnosti	11
1.3 Současná nabídka produktů	13
1.4 Postavení na trhu	15
1.5 Vývoj v posledních letech	15
1.5.1 Finanční situace a výsledky hospodaření za rok 2009	17
1.5.2 Strategie budoucího rozvoje podniku	19
2 Metody oceňování podniku.....	21
2.1 Důvody pro ocenění podniku	21
2.2 Přístupy k ocenění podniku	22
2.3 Základní postup ocenění	26
2.3.1 Sběr vstupních dat	27
2.3.2 Analýza dat	28
2.3.3 Sestavení finančního plánu	34
2.3.4 Ocenění	34
2.4 Metody oceňování podniku	34
2.4.1 Přehled základních metod.....	35
2.4.2 Ocenění na základě analýzy výnosů – výnosové metody.....	35
2.4.3 Ocenění na základě analýzy trhu – tržní metody.....	42
2.4.4 Ocenění na základě analýzy majetku podniku – majetkové metody.....	43
2.4.5 Kombinované metody	46
3 Stanovení hodnoty firmy.....	48
3.1 Strategická analýza	48
3.2 Finanční analýza	50
3.3 Rozdělení aktiv	56
3.4 Analýza generátorů hodnoty.....	56
3.5 Sestavení finančního plánu	57
3.6 Ocenění podniku.....	57
3.6.1 Ocenění likvidační hodnotou.....	58

3.6.2 Ocenění substanční hodnotou	59
3.6.3 Ocenění metodou DCF - entity	60
3.6.4 Ocenění metodou srovnatelných transakcí	61
3.7 Závěrečné hodnocení ocenění podniku	62
4 Návrhová opatření na zvýšení hodnoty podniku	63
4.1 Definice cílů podniku	63
4.2 Návrhy na zlepšení v jednotlivých oblastech	63
4.3 Nové ocenění podle možného budoucího vývoje.....	66
4.4 Zhodnocení navrhovaných opatření	68
Závěr	69
Použitá literatura	71
Seznam tabulek	72
Seznam obrázků.....	73
Seznam zkratk.....	74
Seznam příloh	75

Úvod

Úspěch v tržním prostředí záleží na schopnosti podnikového managementu včasné reagovat na nové, někdy velmi nečekané situace. A především také na znalostech sama sebe. Tržní ocenění podniku je významným nástrojem, nejen pro posouzení vlastní situace, ale i podkladem pro případné krizové situace, které mohou vyústit až v likvidaci podniku. Stejně tak jako téměř všechny hodnoty, ani tržní ocenění není statická veličina a je potřeba mít vždy ty nejaktuálnější informace pro zajištění přesných výsledků. Hlavním úkolem oceňování je posouzení finanční a majetkové hodnoty podniku.

V posledních letech je trend tyto analytické prognostiky zadávat externím subjektům. Jsou jimi nejčastěji manažersko-poradenské společnosti, auditorské kanceláře apod. Pro nezávislého pozorovatele je obtížnější provést analýzu vnitřního prostředí firmy, ale znalosti, zkušenosti, nezávislost na firmě a přehled o trhu jsou významným pozitivem těchto poradenských subjektů. Získané výsledky využívá nejen vedení firmy a akcionáři, banky, pojišťovny, dodavatelé a odběratelé, ale i zaměstnanci a další. V posledních letech, zejména po propuknutí hospodářské krize, vzrostl i počet případů přechodů firem do likvidace, vyhlášení bankrotu či spojení s jinou společností (prostřednictvím fúzí, akvizic, atd.). Nebo naopak dochází ke koupím jiných podniků za účelem dalšího rozvoje vlastních aktivit. Pro tyto případy je znalost tržní hodnoty podnikatelského subjektu naprosto nezbytná.

Úkolem metod oceňování podniku je posouzení finanční situace podniku, odhalení slabín, které mohou v budoucnosti podnik destabilizovat a vyzdvížení silných stránek, které by se měly plně využít k jeho dalšímu rozvoji a posílení. Vedle ohodnocení minulých let je neméně důležité predikovat s určitou pravděpodobností i roky budoucí. V závislosti na výsledné tržní hodnotě firmy lze následně zpracovávat komplexní strategie, návrhová opatření, a tím se snažit tržní hodnotu cíleně zvýšit.

Nezbytnou součástí oceňování podniku je kvalitní informační základna. Kromě nezbytných účetních výkazů za minulé roky, to jsou zejména informace o vnitřní struktuře podniku a tržním okolí, konkurentech v odvětví nebo možnostech proniknutí na perspektivní zahraniční trhy.

Cílem této diplomové práce je stanovení současné tržní hodnoty firmy VPS, a.s. Rosice a určení návrhových opatření na zvýšení její hodnoty. To bude určeno na základě analýzy vstupních dat a následně prostřednictvím výpočtů vybranými oceňovacími metodami například metodou likvidační hodnoty, metodou substanční nebo metodou DCF-entity.

Výsledné hodnoty jednotlivých metod budou porovnány a měly by jasně charakterizovat podnik jako celek. Důležitý bude i rozbor navrhovaných opatření z hlediska budoucího vlivu na novou hodnotu podniku. Návrhy by následně mohly sloužit jako informační zdroj pro management podniku a pomoci mu při řízení. Tato diplomová práce by tak byla cenným přínosem při rozhodování o souvisejících strategických změnách. Ke splnění cíle bude nutné se nejdříve seznámit se základními pojmy souvisejícími s touto obsáhlou problematikou za maximálního využití dostupné literatury.

Práce je rozdělena do čtyř částí. První část je zaměřena na charakterizování firmy, její historii, současnost, plány do budoucna, činnosti, nabídku produktů a služeb, postavení na trhu atd. Část druhá sumarizuje základní poznatky z teorie oceňování podniku. Rozděluje jednotlivé metody dle toho, pro koho jsou určeny a z jakých podkladů vycházejí. Popisuje obecný postup oceňování od sběru a analýzy dat, přes sestavení finančního plánu až po ocenění konkrétní metodou. Třetí část využívá nabytých poznatků a aplikuje postup ocenění na praktickém příkladě firmy VPS, a.s. Rosice. Z každé skupiny metod je vybrána alespoň jedna stěžejní. V poslední části je pak na základě znalostí poměrů ve firmě, navrženo, a managementu firmy doporučeno, několik skupin opatření, která by měla hodnoty jednotlivých metod navýšit, za předpokladu jejich realizovatelnosti.

1 Charakteristika firmy

Tato kapitola podává základní informace o firmě, o výrobcích, o vývoji hospodaření za poslední roky a v neposlední řadě o budoucí strategii a směřování podniku. Je zpracována na základě interních dat poskytnutých firmou, informací dostupných z internetových stránek firmy www.vpsr.cz a také z obchodního rejstříku.

1.1 Profil firmy

Název subjektu:	Východočeské plynárenské strojírný, a.s.
Sídlo:	Rosice 16, Rosice, 538 34 Rosice u Chrastí
Právní forma:	akciová společnost
Den vzniku:	1.1.1994 transformací z Českého plynárenského podniku s.p. Praha v rámci 2. vlny kupónové privatizace V zahraničí jsou zřízeny společnosti: VPS Slovakia s.r.o. od roku 1998 VPS Polska s.r.o. od roku 2003
IČ; DIČ:	60108819; CZ601008819
Logo firmy:	Obrázek č. 1 - Logo firmy



Zdroj: <http://www.vpsr.cz>

Nejvyšší orgán:	valná hromada
Statutární orgán:	čtyřčlenné představenstvo
Kontrolní orgán:	tříčlenná dozorčí rada
Základní jmění:	90 961 000 Kč
Podílníci na zákl. jmění:	Družstvo DLA, Jandova 3/10, PRAHA 9 – 37,7 % PASO a.s., Bašty 415/6, BRNO – 26,2 %
Akcie:	75 ks akcií na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč 15 961 ks akcií na majitele ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč

Rozhodující předmět činnosti:	výroba a montáž, opravy, rekonstrukce a revize vyhrazených tlakových zařízení, plynových zařízení a částí el. zařízení, výroba a montáž technologií pro využití zkapalněných uhlovodíků a ostatní strojírenská výroba
Další podnikání:	silniční motorová doprava nákladní, vnitrostátní i mezinárodní projektová činnost ve výstavbě strojírenská výroba regulační techniky plynových zařízení výroba kovových konstrukcí, kotlů, těles kontejnerů obchodní činnost kovoobrábění, zámečnictví provozování svářečské školy pronájem hmotného majetku a další činnosti související s výše uvedeným
Organizační struktura:	Společnost je samostatnou jedinou účetní jednotkou, která má následující hospodářská střediska: 10 - základní výroba 12 - svářečí škola 20 - strojní montáže 32 – doprava 34 - rekreační zařízení 83 - ekonomický úsek
Dceřiné společnosti:	VPS – SLOVAKIA spol. s r. o. PREŠOV, Vranovská 4 Základní kapitál této společnosti je 10 000 € Vlastní kapitál k 31.12.2007 je 3 600 € Účetní hospodářský výsledek k 31.12.2007: ztráta 6 500 € VPS – POLSKA Waršava , Cieszynska 5/12 Základní kapitál této společnosti je 50 000 PLN Vlastní kapitál k 31.12.2007 je 31 682 PLN Účetní hospodářský výsledek k 31.12.2007: 15270 54 PLN

1.2 Historie společnosti

Vznik firmy se datuje do roku 1950. Firma byla založena jako strojně-montážní závod a byla součástí velkého státního podniku. Hlavní náplň tehdejšího výrobního programu až do roku 1989 tvořila výstavba a údržba plynárenských zařízení.

Hlavní část současných technických, konstrukčních a výrobních kapacit je určena pro technologie související s využitím LPG a pro výrobu tlakových nádob pro různé druhy médií do přetlaku 7,5 MPa. V oblasti LPG pracují již více jak 35 let.

Aktuální nabídka firmy představuje zejména širokou nabídku zásobníků pro skladování LPG v objemech 500 až 200.000 litrů, cisternových vozidel určených k přepravě LPG a CO₂ s přepravní kapacitou 5 - 22 tun a čerpacích stanic LPG. Jednotlivé výrobky jsou navrhovány a vyráběny dle požadavků evropských norem a jsou označeny značkou CE. Firma disponuje vlastním projekčním, montážním a servisním oddělením, což umožňuje nabízet zákazníkům komplexní služby ve všech oblastech aktivit firmy.

V roce 2009 firma obhájila certifikát dle norem EN ISO 9001:2000 provedeným auditem organizací TÜV NORD. Vlastní zároveň řadu oprávnění, která jsou potřebná pro dodávky výrobků do zemí, jako jsou např. Německo, Polsko, Rumunsko, Slovensko, Rakousko, Maďarsko, Holandsko, Rusko, Litva, Lotyšsko, Ukrajina a Bělorusko.

Obrázek č. 2 – Letecký pohled na areál firmy v Rosicích



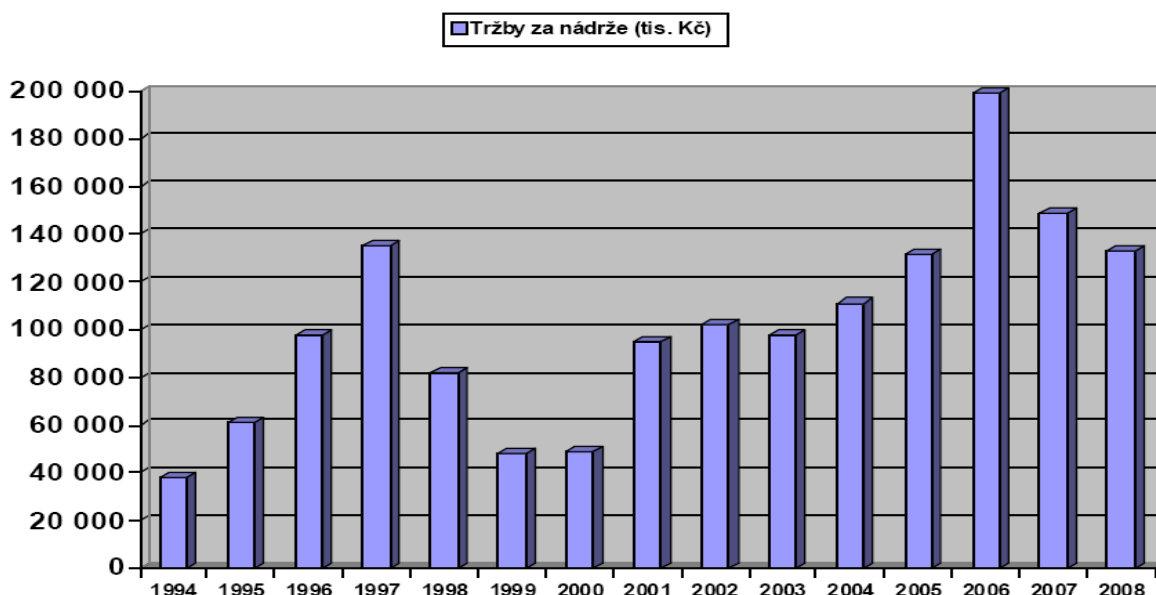
Zdroj: www.vpsr.cz

1.3 Současná nabídka produktů

- **Nádrže na LPG**

Nádrže pro skladování LPG jsou vyráběny v provedení nadzemní, polozasypané nebo podzemní s objemem od 500 do 200.000 litrů. Svým provedením splňují požadavky evropského předpisu pro tlaková zařízení 97/23/EG a jsou opatřeny označením CE. Tvarové provedení je nejčastěji válcové ležaté. Nádrže se používají zejména pro skladování LPG při vytápění provozoven a rodinných domů, u čerpacích stanic LPG a v rámci velkých skladů dodavatelů LPG. V roce 2006 byl zaznamenán vrchol tržeb za nádrže, viz následující graf.

Obrázek č. 3 - Tržby za nádrže v letech 1994 - 2008



Zdroj: Výroční zpráva VPS, a.s. Rosice 2008

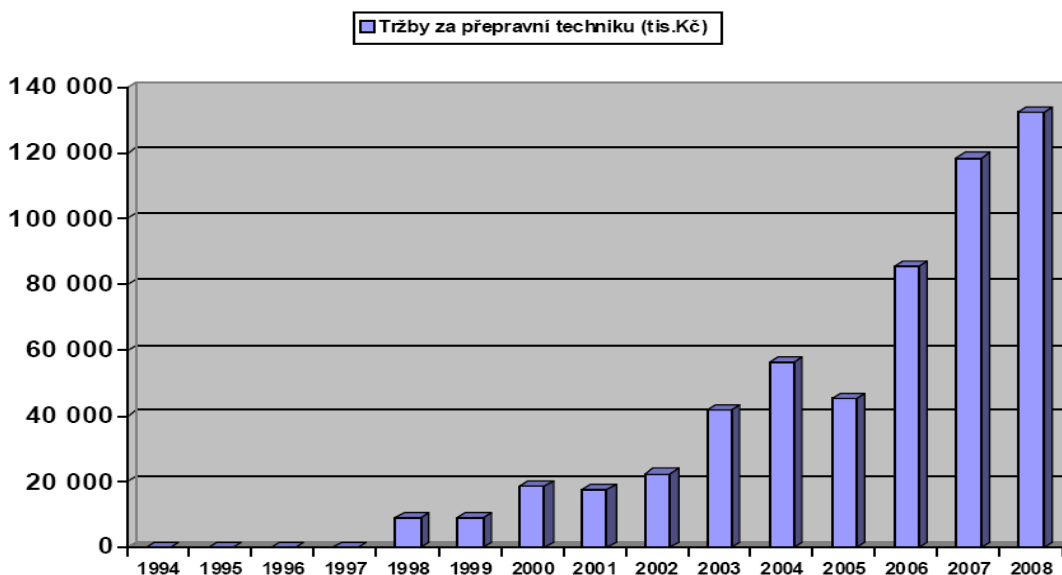
- **Cisternová vozidla pro přepravu LPG**

VPS cisternová vozidla pro optimální a bezpečnou přepravu po silnici se vyznačují velmi nízkou pohotovostní hmotností, jsou vyráběna v provedení jako dvou a tříosé návěsy s objemem zásobní nádrže od 36.000 do 55.000 litrů, jako snímatelné a pevné nástavby s objemem nádrže od 13.000 do 32.000 litrů. Přepravní kapacita cisternových vozidel činí 5 – 22 tun kapalného plynu. Provedení kompletních vozidel i jednotlivých nástaveb splňuje požadavky předpisu ADR pro přepravu nebezpečných věcí po komunikacích. Snímatelné nástavby jsou osazovány na podvozky renomovaných světových značek jako MAN, VOLVO, DAF, IVECO, SCANIA apod.

- **Čerpací stanice LPG**

Nabídka čerpacích stanic LPG pro plnění automobilů pohonným plynem zahrnuje nejen dodávky vlastních technologií, ale zároveň projektové zpracování, montáž a uvedení do provozu. Jednotlivé technologie jsou nabízeny jako kompaktní s nádržemi o objemu 2700 – 6400 litrů s technologií uložení na jednom rámu nebo jako polotovary pro zabudování na pozemku budoucí čerpací stanice. Jako komponenty jsou používána čerpadla SIHI, BLACKMER, VIKING, TRAVAINI, Veeder-Root Red Jacket, HydroVacuum apod., výdejní stojany ADAST, NUOVO PIGNONE, TATSUNO BENČ, BENETT apod. Tržby za přepravní techniku jsou za posledních 5 let více než 2násobné, viz následující graf.

Obrázek č. 4 - Tržby za přepravní techniku v letech 1994 - 2008



Zdroj: Výroční zpráva VPS, a.s. Rosice 2008

- **Výparníkové stanice**

Nabídka tohoto výrobku je určena zejména pro technologie vytápění s potřebou vyššího množství plynu dodávaného ke spotřebiči, než je možné dosáhnout přirozeným odparem LPG ze skladovacích nádrží bez ohledu na roční období. Výparníkové stanice jsou nabízeny s elektrickými výparníky a zejména s výparníky teplovodními. Výkony stanic jsou v rozmezí od 100 do 600 kg/hod kapalného LPG. Nabídka obsahuje zpracování projektové dokumentace, výrobu technologie a následnou montáž s uvedením do provozu.

- **Tlakové nádrže**

Tlakové nádrže jsou vyráběny nejčastěji jako kusové dodávky dle požadavků zákazníka pro veškeré druhy médií skladovaných pod tlakem, jako je voda, vzduch, CO₂,

izobutan, LPG, sypké hmoty atd. Tyto nádoby jsou vyráběny do přetlaku 7,5 MPa, s pracovní teplotou -40°C až $+100^{\circ}\text{C}$, v různých tvarech a objemech, z běžné i nerezové oceli. Nádrže jsou často dodávány i s kvalitní povrchovou úpravou, kterou umožňují moderní technologie pro tryskání oceli a aplikací nátěrových hmot.

- **Různé**

Nabídka firmy zahrnuje projekční, montážní a servisní činnosti spojené zejména s technologiemi pro využívání LPG, komplexních dodávek kotelen a hořáků na topné plyny, dílčích potrubních rozvodů páry, technických a topných plynů. Nabízí také přepravu vlastních výrobků zákaznickovy speciálními velkorozměrovými nákladními auty v rámci EU.

1.4 Postavení na trhu

Firma se snaží upevňovat postavení nejen na tuzemském, ale i na zahraničních trzích, jedná se hlavně o východní Evropu. V průběhu let v této spojitosti firma získala řadu osvědčení kvality ze zemí, kde působila, je také vlastníkem certifikátu ISO EN 9001:2000. Expandování do zahraničí vedlo k potřebě vybudování servisních partnerských míst v Německu, Polsku, Španělsku, Rumunsku a na Ukrajině.

Referencemi pro firmu jsou i samotní partneři, mezi něž patří Eurotank GmbH, KOBIT s.r.o., Gazovik Ukradne, OOO Propan Servis, Astin Grupp, UVS Group, THERMOGAZSERVIS Krasnojarsk nebo DAL Region Gaz.

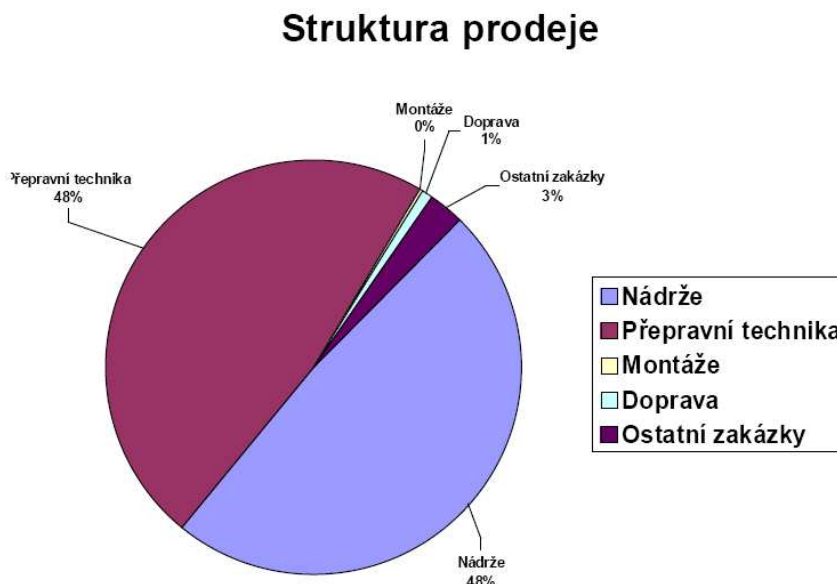
1.5 Vývoj v posledních letech

Rok 2009 znamenal pro společnost udržování získaných obchodních aktivit z minulých let zejména na východních trzích. Velice aktivně působila nejen na standardních trzích, ale intenzivně se rozvíjela i obchodní činnost v nových oblastech, jako například v severní Evropě. Vývoj obchodu v Německu, potažmo i v západní Evropě probíhal standardně a dá se říci, že v oblasti stabilních nádob zůstal na úrovni předchozích let. Tyto aktivity dávají dobrý předpoklad pro uplatnění výrobků a služeb VPS v budoucích letech, a to jak stabilních uskladňovacích nádob, tak i přepravní techniky. Tento trend je patrný i v prvním čtvrtletí roku 2010.

K hlavnímu růstu došlo v oblasti přepravní techniky, zejména pro firmu Eurotank, pro kterou firma dodává surové autocisterny, a dále pak ve výrobě kompletních vozidel pro střední a východní Evropu. V této činnosti patří k nejvýznamnějším zákazníkům polské a ukrajinské firmy, dále pak oblasti Pobaltí a Balkánu a důležitá je i expanze na ruský trh. Je

nepochybné, že firma každoročně zvyšuje svůj podíl na trhu s tímto sortimentem. Ve firmě se podíl prodejů přepravní techniky za poslední 4 roky zvedl z 28% až na polovinu celkových prodejů, což dokazuje následující graf.

Obrázek č. 5 - Struktura prodeje



Zdroj: Výroční zpráva VPS, a.s. Rosice 2008

V Polsku, Ukrajině a Německu byl zaznamenán určitý nárůst v oblasti prodeje stabilních nádob větších průměrů oproti minulému roku, byl tak naplněn i plánovaný objem výroby. U nádob menších průměrů se potvrdil spíše stagnující trend, neboť se objevují určité znaky toho, že dochází k naplňování těchto trhů. K určitému poklesu došlo na tradičních trzích Polska a Německa, naopak se zvýšily objemy prodeje například na Balkáně. Dále se otevřely možné obchodní kontakty například do Norska, které sice mají zatím na produkci nepatrný vliv, ale do budoucna by mohly nahradit trhy výše uvedené.

V nestandardní výrobě došlo k obnovení kontaktu s firmou zabývající se výrobou požárních vozidel, se kterou firma spolupracovala v sedmdesátých a osmdesátých letech. Byly vyrobeny první dva prototypy nerezových nádob a je předpoklad, že toto zahájení spolupráce bude mít vliv na zakázkovou náplň v následujících letech.

Český a slovenský trh zůstává prakticky beze změny, prodeje jsou více méně náhodné a pro obchodní aktivitu společnosti je tuzemsko prakticky bezvýznamné. O tom svědčí i podíl exportu, který činí zhruba 90%.

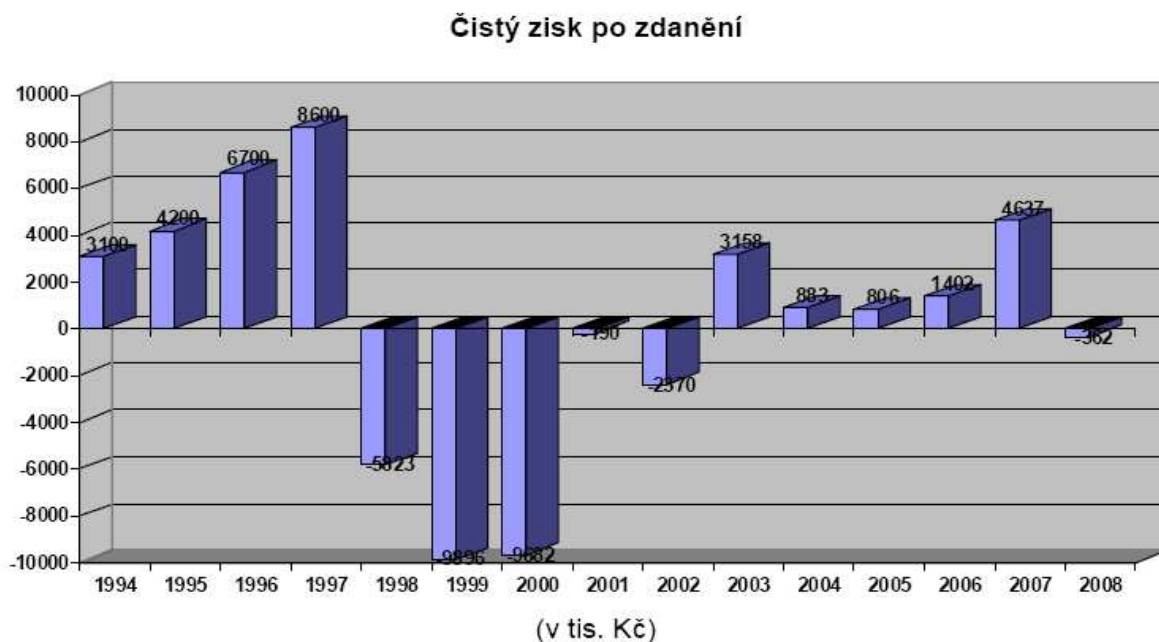
Komplikací jsou naprosto nepředvídatelné výkyvy kurzů, které měly vliv na ekonomiku některých významných zakázek, což samozřejmě mělo dopad i na celkových

hospodářský výsledek roku 2008 a 2009. Obchodně lze rok 2009 pro firmu považovat za úspěšný s tím, že došlo k rozšíření okruhu zákazníků a spolupracujících firem zejména v přepravní technice.

1.5.1 Finanční situace a výsledky hospodaření za rok 2009

Provozní hospodářský výsledek dosáhl v tomto roce 12 975 tis. Kč, což v porovnání s předchozím rokem znamená nárůst o skoro 10 mil. Kč. Oproti roku 2008 vzrostly výkony společnosti o 15%, z 274 mil Kč na 327 mil Kč, což bylo dáno především realizací zakázek přepravní techniky a znamenalo to obrat negativního trendu minulých let. Tržby tento trend kopírovaly. Výsledky hospodaření jsou velmi ovlivněny změnami měnových kurzů, neboť převážná většina produkce je určena na export. Některé kursové náklady byly částečně kompenzovány vysokým podílem nákupů v cizích měnách. Vývoj čistého zisku, je v posledních letech nestabilní, což je vidět z grafu.

Obrázek č. 6 - Čistý zisk po zdanění a jeho vývoj v letech 1994 - 2008



Zdroj: Výroční zpráva VPS, a.s. Rosice 2008

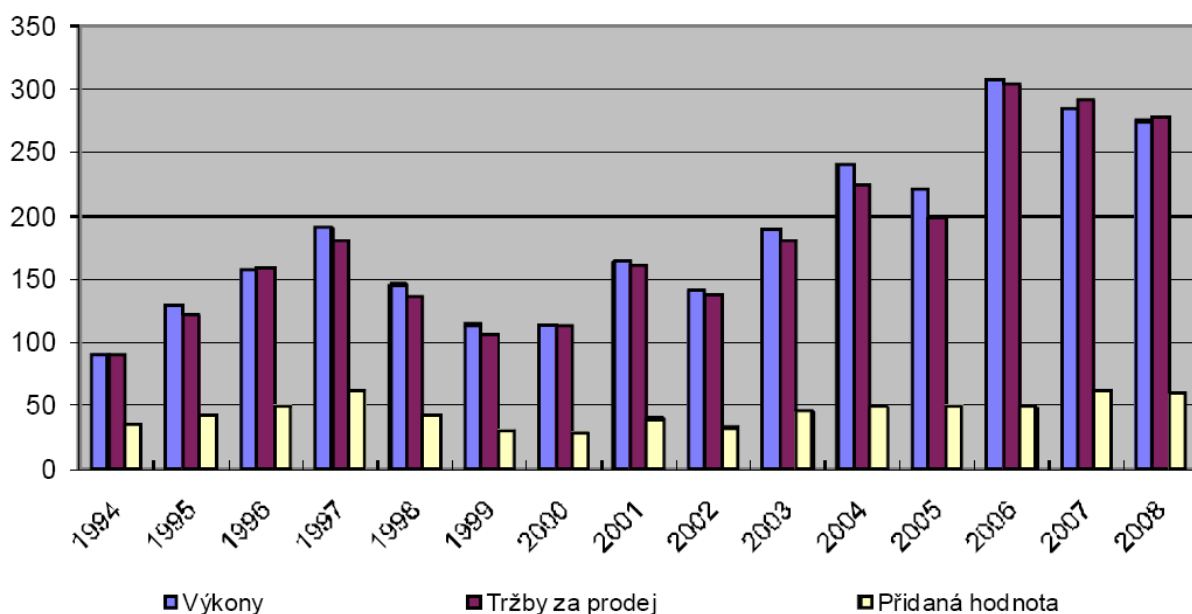
Vývoj pohledávek byl v průběhu roku příznivý a stále se je daří dobře vymáhat. Ve velké většině jsou na vrub dceřiným firmám. Proti firmě T.O.P Cramer s pohledávkami v celkové výši cca 8 mil. Kč je vedeno soudní řízení a pohledávky byly převedeny do podrozvahové evidence. U dlouhodobých závazků došlo ke snížení o cca 1 750 tis. Kč

meziročně na 624 tis. Kč. Je to dáno tím, že klesly zálohy na výrobu. Všechny bankovní úvěry, nyní převážně dlouhodobé, a leasingy jsou spláceny včas.

Přidaná hodnota mírně klesla, viz graf č. 7. Během roku 2009 se v podstatě nezměnil stav zásob, ale došlo k jejich přerozdělení. Snížila se zásoba materiálu ve prospěch nedokončené výroby. Dochází postupně k velkému předzásobení skladových zásob. Tím se firma snaží eliminovat růst cen.

Obrázek č. 7 - Výkony, tržby a přidaná hodnota v letech 1994 - 2008

Výkony, tržby, přidaná hodnota (v mil. Kč)



Zdroj: Výroční zpráva VPS, a.s. Rosice 2008

Firma měla v roce 2009 průměrně 116 zaměstnanců s náklady 42 971 tis. Kč. Z toho řídicí a ostatní členové statutárních orgánů tvořili 4 + 3 zaměstnanců s náklady 3 217 tis. Kč, respektive 1 472 tis. Kč. V roce 2009 došlo ve firmě k růstu průměrných mezd o cca 8 %. Produktivita práce se prakticky nezměnila, tyto hodnoty potvrzuje i graf č. 8. V roce 2009 nebyly vynaloženy žádné náklady na výzkum a vývoj.

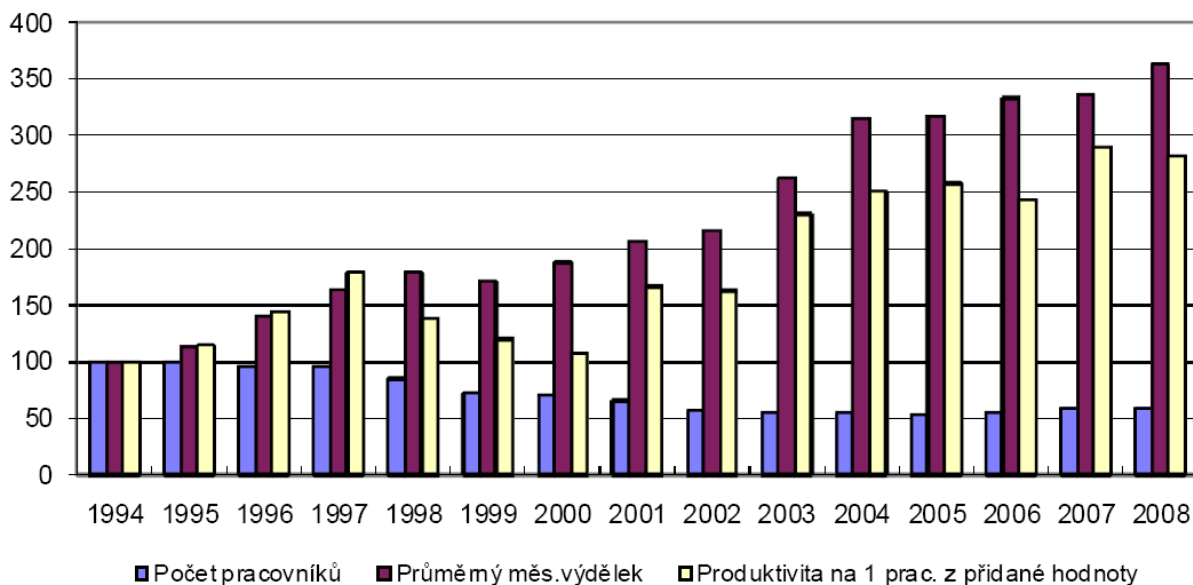
Aktiva klesla meziročně o 21,7 mil Kč, tj. o cca 11 %. Došlo k prodeji podílu ve VPS Slovakia, kde se dlouhodobě rozcházely podnikatelské záměry.

- Majetek klesl o 200 Kč, tj. 0,4 %,
- zásoby stouply o 170 Kč, tj. 0,3 %,
- krátkodobé pohledávky stouply o 1,6 mil. Kč,
- finanční majetek klesl o 23 mil Kč.

Uvedené základní údaje poskytují účetní výkazy: rozvaha, výkaz zisku a ztrát a cash flow. Plné znění těchto dokumentů potřebných pro další postup práce je uvedeno v přílohách.

Obrázek č. 8 - Počet zaměstnanců, produktivita práce a mzdy v letech 1994 - 2008

**Vývoj produktivity práce, úrovně mezd a počtu zaměstnanců v %
(1994=100%)**



Zdroj: Výroční zpráva VPS, a.s. Rosice 2008

1.5.2 Strategie budoucího rozvoje podniku

Hlavním úkolem společnosti v následujících letech je udržení pozic v základním sortimentu, získání nových zákazníků na standardních trzích a rozšíření obchodního teritoria, zejména východním směrem do zemí bývalého Sovětského svazu, do Ruska a jeho asijské části, kde již probíhají jednání o zastoupení firmy. V oblasti přepravní techniky to je především Polsko a v oblasti uskladňovacích nádob Ukrajina a severní Evropa. První dodávky byly také uskutečněny do oblastí jako je například Kazachstán.

Investiční akce jsou směřovány hlavně do zvýšení kapacit výroby a zajištění vyšší plynulosti výrobního procesu, a to zejména u technologických prostředků na nanášení nátěrových hmot, jeřábů a svařovacích zařízení. Dále je nutno rozšiřovat přepravní kapacity, neboť nádoby jsou přepravovány do stále vzdálenějších teritorií a to vyžaduje vyšší počet přepravních prostředků.

Technologický rozvoj společnosti se ubírá cestou rozšíření vlastních výrobních kapacit. Výroba autocisteren (kompletních i surových) a uskladňovacích nádob je mimořádně prostorově náročná a firma se dostává do komplikací se zajištěním předepsaných

bezpečnostních podmínek při vlastní výrobě. Z tohoto důvodu byla do investičního plánu zahrnuta investice „Výstavba nové kompletační haly“, která by rozšířila výrobní prostory o cca 900 m². Byly by zde prováděny především činnosti související s přípravou materiálu. V roce 2009 byla vytvořena kompletní projektová dokumentace a bylo získáno stavební povolení, k realizaci bude přistoupeno již v tomto roce.

2 Metody oceňování podniku

Problematika oceňování podniků v posledních letech nabyla na aktuálnosti a důležitosti v souvislosti s negativním vývojem celosvětové ekonomiky a vazbou na ekonomiky národní. Znalost účetní hodnoty aktiv firmy společně se znalostí tržní hodnoty jsou důležitým ukazatelem pro investory, akcionáře, banky, ale i manažery firmy, kteří tyto znalosti využívají při řízení firmy i strategickém rozhodování.

2.1 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění samo o sobě je službou, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Vždy musí být jasně řečeno, z jakého podnětu ocenění vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká úroveň hodnoty má být určena. Proto rozlišujeme různá ocenění, která vycházejí z různých podnětů: [1, s. 11]

- koupě a prodej podniku,
- splynutí a sloučení obchodních společností,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- změna právní formy obchodní společnosti,
- uvádění společnosti na burzu,
- poskytování úvěru,
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- hodnocení reálné (tj. nikoli účetní) bonity podniku,
- náhrada za vyvlastnění,
- placení různých daní.

Prvotním důvodem k ocenění podniku je vyjádření jeho hodnoty v peněžních jednotkách. Samozřejmě existují i další různorodé motivy, které k tomu vedou. Jednotlivé motivy ocenění lze setřídít takto: [2, s. 21]

- **z vůle vlastníků**

- uvažovaná změna vlastnických vztahů, jako je např. koupě či prodej podniku, přijetí nebo vystoupení společníků, splynutí podniků nebo rozdělení podniku, dědické řízení;
- uvažovaná změna stavu kapitálu nebo jeho struktury, např. získání cizího kapitálu (emisí akcií, úvěrem, dotací, subvencí);

- rozhodování při uvádění podniku na burzu;
- garance (zajištění úvěru, vstup do pojistných smluv);
- uvažované ukončení podnikání – úvahy o sanačních opatření i o likvidaci podniku;
- vnitřní potřeba hodnocení úspěšnosti podnikání.
- **nezávisle na vůli vlastníků**
- ocenění majetkových účastí společníků (pokud jsou spory),
- ocenění pro účely zdanění,
- ocenění v rámci poskytování úvěru; žádost o úvěr – bonita podniku, záruky, zástavy.

2.2 Přístupy k ocenění podniku

Nejdříve si musíme určit základní hodnoty v jakých můžeme podnik oceňovat. Na výběr je z těchto dvou možností hodnot: [3, s. 14]

- **brutto** – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity); zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele;
- **netto** – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku; v principu tedy oceňujeme vlastní kapitál; pojetí vlastního kapitálu zde však nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím, jak si později ukážeme.

Historickým vývojem vzniklo několik přístupů k oceňování podniku. Rozlišujeme tedy čtyři základní přístupy k oceňování, jsou to: [3, s. 18]

- **tržní hodnota,**
- **subjektivní hodnota,**
- **tzv. Kolínská škola,**
- **objektivizovaná hodnota.**

Tržní hodnota – Lze ji vyjádřit jako směnu mezi dvěma dobrovolně jednajícími subjekty na smyšleném trhu s podniky. Definice tržní hodnoty je určena Mezinárodní organizací pro oceňování (International Valuation Standards), která byla založena v roce 1981 a je považována za určující v oblasti oceňovacích standardů. Předmětem odhadu je pak potenciální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota. [4, s. 30] Definice dle IVS uvádí tržní hodnotu jako:

„Trhem uznanou použitelnost, spíše než jeho čistě fyzického stavu. Použitelnost aktiva pro daný podnik se může lišit od použitelnosti, kterou uznává trh nebo konkrétní obchod. Z toho lze vyvozovat rozdíl mezi individuální a tržní hodnotou.“ [5, s. 93]

Tržní hodnota je tedy odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. [2, s. 28]

Dalšími předpoklady oceňování, plynoucí z Mezinárodních oceňovacích standardů jsou: [5, s. 93]

- oceňování majetku založeném na trhu předpokládá činnost trhu, na kterém k transakcím dochází bez omezení mimotržními silami;
- ocenění založené na trhu musí identifikovat a zahrnovat definici tržní hodnoty použitou v ocenění;
- ocenění založené na trhu musí určovat nejvyšší a nejlepší využití;
- ocenění založená na trhu jsou odvozena z dat specifických pro odpovídající trh a měla by se opírat o metody a postupy, které se snaží odrážet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu.

Oceňování na trhu jsou obecně založena na informacích týkajících se srovnatelných majetků. Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel provedl adekvátní a relevantní průzkum trhu. Oceňovatel musí získat všechna významná data, zohlednit všechna související fakta. Tam, kde jsou údaje o trhu omezené či vůbec neexistují, musí oceňovatel náležitě objasnit situaci a musí uvést, zda byl nějakým způsobem omezen kvůli neadekvátnosti údajů. Žádné ocenění se neobejde bez vlastního posudku oceňovatele. Zpráva však musí uvádět, zda oceňovatel zakládá podklady pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu nebo zda je odhad do větší míry založen na vlastním posudku oceňovatele z důvodu charakteru majetku a nedostatku srovnatelných údajů o trhu. [1, s. 13]

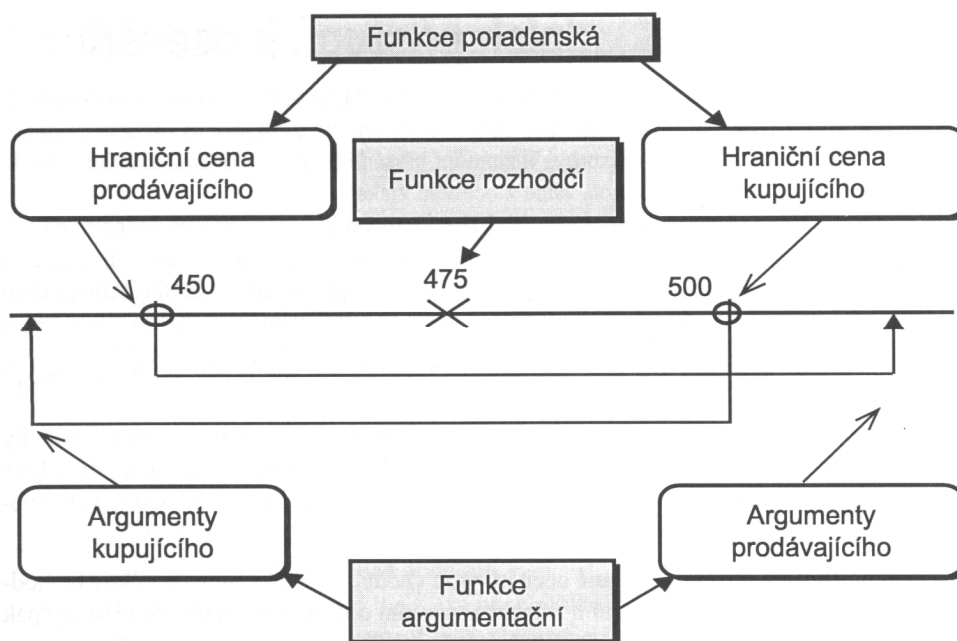
Jelikož tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu v budoucnu, používá se především při prodeji podniku, kdy chceme odhadnout, kolik by případný kupující byl ochoten zaplatit, popřípadě při uvádění na burzu.

Subjektivní ocenění – Někdy je uváděna jako investiční hodnota, tedy hodnota majetku pro konkrétní subjekt a konkrétní situaci (například investor a jeho sledovaný záměr). Proto se často liší od tržní hodnoty, neboť každý na tuto hodnotu nahlíží jinak. Subjektivní ocenění je založeno převážně na představách individuálního očekávání daného subjektu. Proto se toto ocenění uplatňuje zejména při koupi či prodeji podniku nebo rozhodování o dalším vývoji podniku. [3, s. 21]

Řada teoretiků se při oceňování přiklání k názoru, že na hodnotu podniku je třeba pohlížet jako na jev veskrze jedinečný. Prioritou je v tomto případě individuální názor účastníků transakce. Hodnota je pak dána užitekem majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, krizového manažera, stávajícího vlastníka apod. Na tomto subjektivním postoji je založena i tzv. Kolínská škola. [1, s. 14]

Kolínská škola – Tato teorie vychází ze subjektivního oceňování podniku. Jak bylo uvedeno dříve, hodnota podniku je považována za jedinečný jev, neboli souhrn užiteků pro konkrétní účastníky dané situace. Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Vztah základních funkcí je zřetelný ze schématu, dále bude popsán jejich význam. [3, s. 24]

Obrázek č. 9 – Vztahy funkcí oceňování



Zdroj: Mařík M. a kol., Metody oceňování podniku, s. 25

Základními funkcemi oceňování jsou: [1, s. 14]

- **poradenská,**
- **rozhodčí,**
- **argumentační,**
- **komunikační,**
- **daňová.**

Nejdůležitější je funkce poradenská, která kupujícímu poskytne informace o hraničních cenách (někdy označené jako ceny pro rozhodnutí), které jsou individuální neznámé a mohou být: [1, s. 14]

- **maximální** – cena, kterou je kupující ochoten zaplatit, aniž by na koupi prodělal, tedy hranice kupujícího;
- **minimální** – cena, kterou je prodávající akceptovat, aniž by na prodeji prodělal, tedy hranice prodávajícího.

Rozhodující je výkon nezávislého oceňovatele, tak aby našel takovou cenu pro kupujícího a prodejce, která bude spravedlivá vzhledem k rozpětí hraničních cen. To dobře vysvětluje schéma na obrázku č. 9.

Další, argumentační funkce, slouží oceňovateli k hledání argumentů, které mají zlepšit pozici zastupované strany pro další jednání a sloužit tak jako podklady. [3, s. 24]

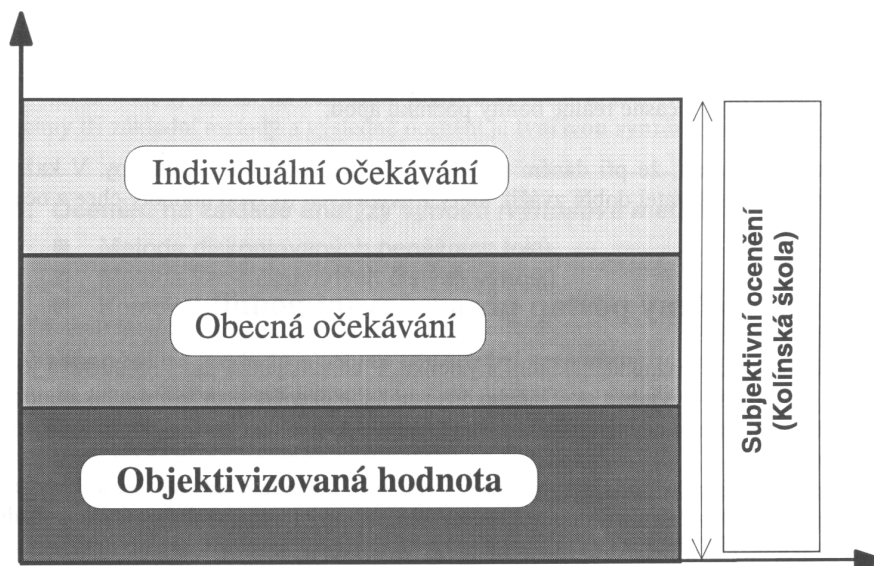
Funkce komunikační poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností, konkrétně s investory a bankami. [3, s. 24]

Jak název napovídá, v poslední funkci jde o poskytnutí podkladů pro účely daňové.

Objektivizovaná hodnota – Odborníci se shodují, a i laikům je zřejmé, že ryze objektivní přístup ani objektivní hodnota v podstatě neexistuje, proto byl vytvořen odvozený pojem objektivizovaná hodnota. Odstraňuje nedostatky Kolínské školy, která odhadcům neposkytuje mnoho prostoru, hraniční hodnotu si totiž dokáže každý účastník transakce určit sám, proto je pro odhadce výhodnější vycházet z objektivní, respektive objektivizované ceny. Objektivizovaná hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech, nesporných faktech a současnosti. Její vztah k subjektivnímu ocenění a na očekávání je vidět v grafu na obrázku č. 10. Při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky: [1, s. 15 - 17]

- **udržení substance** – z podniku by mělo být vybíráno jen tolik prostředků, aby to neohrozilo jeho majetkovou podstatu;
- **volný zisk** – ta část zisku, kterou lze vybrat bez ohrožení substance podniku;
- **nepotřebný majetek** – majetek je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz, to se týká výnosového ocenění, a část ostatní, která se oceňuje samostatně;
- **možnosti změn podniku** – změny jsou uvažovány pouze ty, které jsou v době ocenění již obsaženy (například rozestavěné investice), jinak se podnik uvažuje tak, jak „stojí a leží“;
- **metoda ocenění** - měla by být jasná a jednoznačná, aby mohl i jiný znalec dospět při ocenění ke stejným či podobným výsledkům;
- **management** - výnosová metoda závisí často na setrvání managementu v podniku, předpokládáme tedy, že dosavadní management přetrvá;
- **zdanění** - oproti běžné praxi v České republice je doporučeno zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

Obrázek č. 10 – Vztah subjektivní a objektivní hodnoty ocenění



Zdroj: Mařík M., Určování hodnoty firem, s. 17

2.3 Základní postup oceňování

Pro každé jednotlivé oceňování je třeba vyjasnit si důvod, proč je oceňování prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění, dle tohoto je zvolen specifický postup přizpůsobený konkrétní situaci a konkrétnímu podniku. Též záleží na daném podniku, která data poskytne, neboť čím více budeme mít vstupních dat, tím přesnější bude výsledné

ocenění. V poslední době velmi stoupá význam zejména strategické analýzy. Základní postup by měl obsahovat následující kroky, s ohledem na váhu u konkrétní metody. [6, s. 25, 26]

1) Sběr vstupních dat,

2) Analýza dat,

- Strategická analýza,
- Finanční analýza,
- Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná,
- Analýza a prognóza generátorů hodnoty,
- Orientační ocenění na základě generátorů hodnot.

3) Sestavení finančního plánu,

4) Ocenění,

- Volba metody,
- Ocenění podle zvolených metod,
- Souhrnné ocenění.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Prvním krokem ocenění je výběr a shromáždění důležitých dat, která lze rozdělit do těchto sedmi skupin: [3, s. 46 - 48]

- **základní data** (identifikátory podniku, IČ, předmět podnikání, majetkové rozložení, struktura podniku, historie);
- **ekonomická data** (účetní výkazy, výroční zprávy, auditorské zprávy, podnikové plány);
- **okolní trh** (vymezení klíčových znaků trhu, segment, faktory atraktivity, velikost, faktory vývoje trhu);
- **konkurence** (informace o konkurentech podniku, možné substituty, bariéry vstupu do odvětví, poměry sil a vztahy mezi jednotlivými subjekty);
- **odbyt a marketing** (struktura odbytu, hlavní produkty a jejich hodnocení, cenová politika, odbytové cesty, propagace, výzkum a vývoj);
- **výroba a dodavatelé** (kvalita a certifikáty, charakter výroby, technologie, kapacity, majetek, dodavatelé);
- **zaměstnanci** (struktura, okolní trh práce, situace na pracovištích, fluktuace, produktivita práce, personální náklady).

2.3.2 Analýza dat

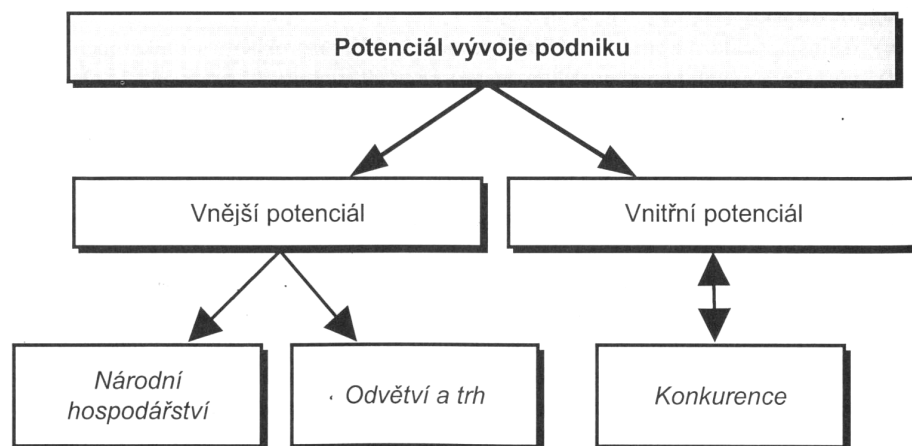
Níže uvedené analýzy jsou klíčovou součástí procesů ocenění podniku. Celosvětově se však liší důraz na jejich důležitost, v českém prostředí je spíše vyzdvihována finanční analýza, i když velmi důležitou je i strategická analýza.

- **Strategická analýza**

Hlavní funkcí strategické analýzy při oceňování podniku je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, který je závislý na disponibilním potenciálu vnitřním a vnějším. [3, s. 48]

Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, v němž se podnik pohybuje. Tato analýza bude zahrnovat určení relevantního trhu a jeho velikosti, atraktivitu trhu a prognózu vývoje trhu. U vnitřního potenciálu jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance prostředí a čelit rizikům, tedy vyjádření jeho silných a slabých stránek s důrazem na vyjádření konkurenčních výhod a nevýhod. Bude obsahovat analýzu kvality managementu, personální oblasti, inovací a výzkumu, dlouhodobého majetku a investic. Schéma č. 11 zobrazuje vývoj potenciálu podniku. [3, s. 48]

Obrázek č. 11 – Vývoj potenciálu podniku



Zdroj: Mařík M. a kol., Metody oceňování podniku, s. 48

Z konkrétních výsledků strategické analýzy by měly vyplývat tyto tři kroky, jako podklad směrodatného výsledného ocenění: [3, s. 49, 50]

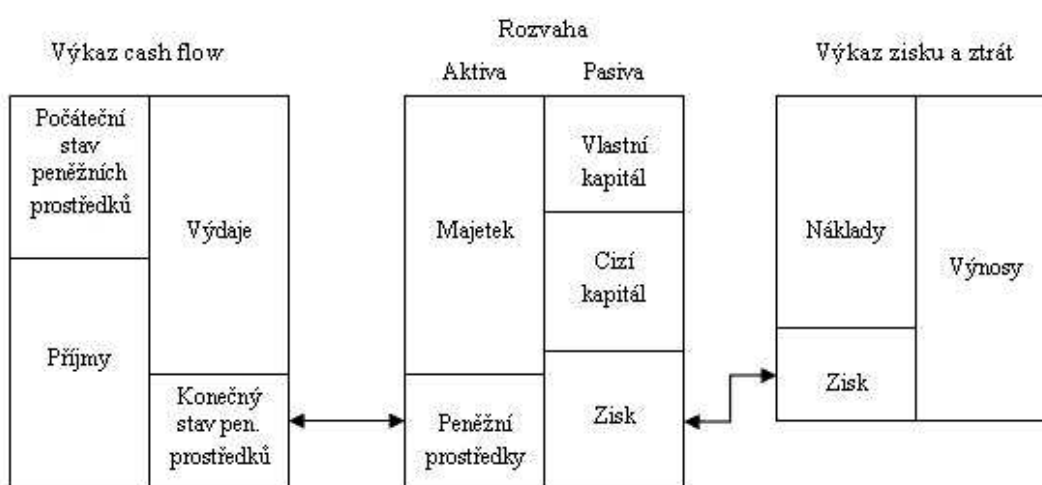
- dlouhodobé perspektivy podniku,
- vývoj tržeb podniku,
- rizika spojená s podnikem.

- **Finanční analýza**

Pro finanční analýzu je důležité velké množství informací z různých zdrojů. Finanční analýza primárně přebírá data ze základních finančních výkazů a vztah mezi těmito dokumenty naznačuje schéma č 12. Základními dokumenty tedy jsou: [7, s. 92]

- rozvaha - poskytuje informace o stavu majetku (dle složení nebo vlastnictví),
- výkaz zisku a ztrát - informace o zdrojích tvorby hospodářského výsledku,
- výkaz o cash flow - slouží ke sledování peněžních toků.

Obrázek č. 12 - Vzájemný vztah rozvahy, výkazu zisku a ztrát a cash flow



Zdroj: Kislingerová E., Oceňování podniku, s. 62

Finanční analýza obsahuje mnoho metod, které různým způsobem analyzují situaci v podniku, lze je rozdělit do těchto kategorií:

- **Analýza absolutních ukazatelů,**
 - horizontální (trendová) analýza,
 - vertikální (procentní) analýza.
- **Analýza rozdílových ukazatelů (fondů finančních prostředků),**
- **Analýza cash flow,**
- **Analýza poměrových ukazatelů,**
 - rentability,
 - aktivity,
 - zadluženosti a finanční struktury,
 - likvidity,
 - kapitálového trhu,

- provozní činnosti,
- cash flow.
- **Analýza soustavy ukazatelů,**
 - pyramidové rozklady,
 - predikční modely.

Základním a také nejoblíbenějším nástrojem finanční analýzy jsou poměrové ukazatele. Finanční poměrové ukazatele charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma či více absolutními ukazateli pomocí jejich vzájemného podílu. Údaje zjištěné z rozvahy mají charakter stavových ekonomických veličin. Zachycují veličiny k určitému datu, tedy okamžitý stav. Naproti tomu údaje z výkazu zisku a ztrát charakterizují výsledky činnosti za určité období. Jsou intervalovými veličinami neboli tokovými ukazateli. Existuje mnoho poměrových ukazatelů, pro potřeby ocenění podniku budou postačující ty základní, viz dále. [6, s. 68]

Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku užitím investovaného kapitálu. Poměrují vliv hospodářského výsledku k vlivu likvidity, řízení dluhu a aktiv. Nejjzákladnější jsou: [8, s. 168]

- rentabilita aktiv (ROA) $ROA = \frac{\text{hosp. výsledek}}{\text{celková aktiva}}$

- rentabilita vlastního kapitálu (ROE) $ROE = \frac{\text{hosp. výsledek}}{\text{vlastní kapitál}}$

- rentabilita tržeb (ROS) $ROS = \frac{\text{hosp. výsledek}}{\text{tržby}}$

Ukazatele aktivity

Tato skupina ukazatelů měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Pokud jich podnik má zbytečně mnoho, vznikají zbytečné náklady, které snižují výsledný zisk. Pokud je tomu naopak, úměrně se zmenšují tržby. Nejvíce sledované jsou: [8, s. 168]

- obrat celkových aktiv $\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$

- obrat stálých aktiv	$\text{obrat stálých aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{stálá aktiva}}$
- rychlost obratu zásob	$\text{rychlost obratu zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$
- doba obratu zásob	$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\frac{\text{tržby}}{365}}$
- rychlost obratu pohledávek	$\text{rych.obratu pohl.} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$
- průměrná doba inkasa	$\text{doba inkasa} = \frac{\text{pohledávky}}{\frac{\text{tržby}}{365}}$

Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku či firmy dostát svým závazkům. Je to souhrn všech dostupných likvidních prostředků, které má podnik k dispozici pro úhrn svých splatných závazků. Upozorňuje na riziko platební neschopnosti. Využívají se nejvíce tyto tři ukazatele: [8, s. 165]

- rychlá (okamžitá) likvidita	$\text{rychlá likv.} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$
- pohotová likvidita	$\text{pohotová likv.} = \frac{\text{oběžný maj.} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$
- běžná (celková) likvidita	$\text{celk. likvidita} = \frac{\text{oběžný majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$

Ukazatele zadluženosti

Zadluženost znamená, že podnik používá k financování svých činností také cizí zdroje. Tato skutečnost ovlivňuje jak výnosnost kapitálu vlastníků, tak riziko, které zajímá akcionáře poskytující podniku kapitál. Nejsledovanější je první a třetí ukazatel: [8, s.167]

- celková zadluženost	$\text{celková zadluženost } t = \frac{\text{celkový dluh}}{\text{celková aktiva}}$
- míra zadluženosti vl.kapitálu	$\text{zadluženost } t \text{ vl.kap.} = \frac{\text{celkový dluh}}{\text{vlastní kapitál}}$
- úrokové krytí	$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{placené úroky}}$

EBIT = Earnings before Interest and Taxes, tedy zisk před odečtením úroků a daní. Představuje provozní hospodářský výsledek (zisk nebo ztrátu). [7, s. 95]

Ukazatele tržní hodnoty

Ukazatele, jejichž součástí je tržní cena akcie jako parametr kapitálového trhu, podávají informaci o tom, jak vidí budoucnost podniku investoři. Tyto ukazatele využívají hodnoty dividend a akcií, nedají se tedy použít u některých typů podniků jelikož tyto hodnoty u nich nejsou známé. V závislosti na typu podniku se nejčastěji používají: [7, s. 112, 113]

- dividend na akcii	$DPS = \frac{\text{celková výplata dividend za rok}}{\text{poč. emitovaných akcií}}$
- dividendový výnos	$\text{dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na 1 akcii}}{\text{tržní cena akcie}}$
- ukazatel P/E	$P / E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{zisk po zdanění na 1 akcii}}$
- výplatní poměr	$\text{výplatní } p. = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{zisk na akcii}}$

- **Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

Předpokladem je, že podnik má jedno podnikatelské zaměření, pokud ne, je oceňováno každé zaměření zvlášť jako jednotka. Podnik potřebuje provozně nutná aktiva o určité velikosti a struktuře včetně rezerv pro základní „podnikání“, vše ostatní jsou aktiva provozně nenutná. Úkolem je vyčlenění jednotlivých druhů aktiv, převážně z těchto důvodů: [3, s. 103]

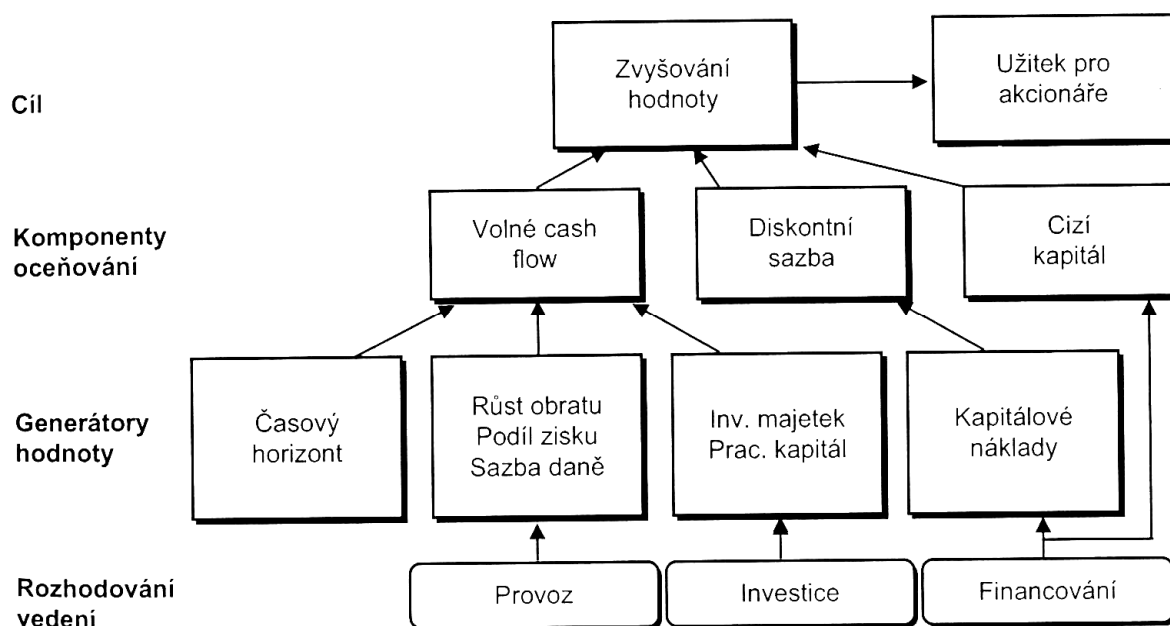
- část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy (nevyužité pozemky, peněžní prostředky, držené akcie, nevyplácené dividendy), to vede, při ocenění tohoto majetku výnosovými metodami, k jeho podcenění, nebo nebude oceněn vůbec;
- vyčleňují se i aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že příjmy přinášejí, neboť rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.

Mezi provozně nepotřebná aktiva bývá nejčastěji zařazen krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek a ostatní nepotřebná aktiva (nemovitosti a pohledávky nesouvisející se základní činností podniku, nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, nadbytečné kapacity a další). [3, s. 107]

- **Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

Generátorem hodnoty je soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Nejčastěji se vyvozují z metody diskontovaných peněžních toků. Znalost generátorů hodnoty umožňuje soustředit se na ty faktory, které jsou rozhodující pro hodnotu podniku, zprostředkovávají lepší pohled do minulosti podniku. Jak je patrné ze schématu č. 13, jde o tyto generátory hodnoty: [3, s. 109]

Obrázek č. 13 – Generátory hodnoty



Zdroj: Mařík M. Oceňování hodnoty podniku, s. 109

- tržby a jejich růst,
- marže provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně potřebného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba předpokladu generování pozitivního peněžního toku (existence podniku).

2.3.3 Sestavení finančního plánu

Pokud se oceňovatel rozhodne použít některou z výnosových metod, měl by pro oceňovaný podnik sestavit kompletní finanční plán (skládá se z výsledovky, rozvahy a výkazu cash flow). V podnicích bývá finanční plán běžnou součástí podnikového plánu, vycházejícího z dlouhodobé koncepce podniku. Většinou je podložen i finanční analýzou. Je tvořen soustavou těchto plánů: [1, s. 47]

- plány prodeje,
- plány produkce,
- plány kapacit,
- plány pracovních sil,
- plány provozního výsledku hospodaření,
- plány daní a podílů na zisku,
- plány provozního cash flow,
- plánovaná rozvaha.

2.3.4 Ocenění

Závěrečným a nejdůležitějším krokem je samotné určení hodnoty podniku nejméně dvěma vybranými metodami. Stanovení výsledné hodnoty nemá žádný obecně platný ani pevně daný postup. Ve skutečnosti oceňovatel na závěr určuje hodnotu podniku dle jednotlivých výsledků na základě zkušeností a intuice, samozřejmě se řídí doporučeními.

2.4 Metody oceňování podniku

Metod stanovení hodnoty podniku existuje jak z teoretického, tak z praktického pohledu celá řada. Volba správné metody oceňování rozhodujícím způsobem determinuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba metod je také silně ovlivněna účelem ocenění

a subjektivním postojem oceňovatele. V zásadě lze jednotlivé přístupy k oceňování členit dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. [9, s. 147]

2.4.1 Přehled základních metod

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Výsledná hodnota, kterou hledáme, se většinou opírá o více než dvě rozličné metody a jejich porovnání. Existuje několik základních skupin oceňovacích metod. [1, s. 19, 21]

1. Výnosové metody - ocenění na základě analýzy výnosů

- Metody diskontovaných peněžních toků
 - DCF entity (discount cash flow to the entity)
 - DCF equity (discount cash flow to the equity)
 - DDM (dividend discount model)
 - APV (adjustment present value)
- Metoda kapitalizovaných zisků
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

2. Tržní metody - ocenění na základě analýzy trhu

- Přímé ocenění z dat kapitálového trhu
- Ocenění metodou tržního porovnání – srovnatelné podniky
- Ocenění metodou tržního porovnání – srovnatelné transakce
- Ocenění metodou tržního porovnání – s podniky uváděnými na burzu

3. Majetkové metody - ocenění založené na stavových veličinách

- Likvidační hodnota
- Substanční hodnota na základě reprodukčních cen
- Substanční hodnota na základě úspory nákladů
- Metoda účetní hodnoty

4. Kombinované metody

- Metoda střední hodnoty

2.4.2 Ocenění na základě analýzy výnosů - výnosové metody

Ocenění na základě analýzy výnosů je nejčastěji používanou skupinou metod oceňování. Vychází především z teorie, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho majitele. Jelikož podnik patří mezi hospodářské statky, považují se za očekávané budoucí užítky příjmy (zisk, dividendy, finanční toky) v závislosti na čase, riziku a nákladu

kapitálu. Základem pro rozhodování je investiční trojúhelník hodnocení výnosu, rizika a likvidity. Dle jednotlivých druhů výnosů pak dělíme i jednotlivé výnosové metody. Chceme tedy stanovit hodnoty kapitálu (celkového, vlastního) jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. [6, s. 145]

Princip výnosových metod je takový, že diskontujeme očekávané výnosy a ty kalkulujeme v cenách k datu ocenění, tedy stálých cenách, a to diskontní mírou také očištěnou o inflaci neboli reálnou mírou. Výnosy vyjadřujeme v jejich budoucí nominální výši, tj. v běžných cenách. Diskontní míra pak musí být včetně inflace, tj. nominální. [3, s. 143]

Do této skupiny metod patří zejména metoda diskontovaných peněžních toků (Discounted Cash Flow – DCF), metoda kapitalizovaných zisků, metoda ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added – EVA) a metody kombinované.

- **Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)**

Metoda diskontovaných peněžních toků DCF patří v současné praxi k metodám, které mají největší využití zejména v anglosaských zemích. V podmínkách českých podniků je taktéž tato metoda stále častěji využívána a zaujímá významné místo v procesu oceňování podniků. Je založena na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Právě budoucí volný peněžní tok je jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy. [9, s. 147]

Při použití těchto metod se setkáváme s několika základními úkoly. Prvním je správné vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění, druhým je stanovení nákladu kapitálu, kterým jsou peněžní toky diskontovány, a třetím je stanovení hodnoty pomocí metody ocenění. [6, s. 160]

Metoda DCF má několik modifikací, dle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál, a podle toho, jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu. Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“, nebo v mezinárodní terminologii hodnotu „vlastního kapitálu“. Jednotlivé metody se liší v tom, jak k výsledné hodnotě dospějeme, to dokazuje i schéma č.14. V praxi je nejvíce používaná metoda entity. [3, s. 144, 145]

- **metoda „entity“** (entity = podnik jako celek)
- **metoda „equity“** (equity = vlastní kapitál)
- **metoda „DDM“** (dividend discount model = diskontované dividendy)
- **metoda „APV“** (adjustment present value = upravená současná hodnota)

Modely DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Podle toho, pro koho je peněžní tok určen, rozlišujeme následující: [6, s. 160]

- peněžní tok pro věřitele a pro akcionáře (free cash flow to the firm, FCFF),
- peněžní tok pro akcionáře (free cash flow to the equity, FCFE),
- dividenda (dividend discount model),
- EVA (peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklady akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství).

Při využívání metody DCF musí být dodrženy určité zjednodušující předpoklady, které zaručují použitelnost těchto modelů: [6, s. 157]

- kapitálové trhy jsou efektivní,
- existuje pouze daň z příjmů,
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním jměním a dluhem,
- podnik musí trvale investovat do výše odpisů (going-concern princip).

Obrázek č. 14 – Faktory ovlivňující výpočty jednotlivých metod

PODNIK	Zadlužený				
	DCF - Entity	DCF - Equity	DDM	APV	
PODNIK	FCFF	FCFE	Dividendy	FCFE _t +daňový štít	Symboly
Cash flow				+ daň z úroků	+ úroky · t = TS
	+ zdaněné úroky				+ úroky (1 - t)
			Dividendy		+ dividendy
	+ čistý zisk + odpisy - Δ čistý prac. kapitál	+ čistý zisk + odpisy - Δ čistý prac. kapitál		+ čistý zisk + odpisy - Δ čistý prac. kapitál	+ EAT + ODP - Δ ČPK
		+ čerpání úvěru - splátky úvěru			+ S
	- investice	- investice		- investice	- INV
Nákl. kap.	$R_A = WACC$	R_E	R_E	R_U, R_D	R
Hodnota podniku	Hodnota celkového kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota celkového kapitálu	

Zdroj: Dluhošová D., Finanční řízení a rozhodování podniku, s. 151

Metoda DCF entity

V této metodě je oceňován celkový kapitál. Volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele FCFF je diskontován nákladem celkového kapitálu WACC. Výsledkem je tržní ocenění celkového kapitálu podniku. Model vážených nákladů kapitálu zní: [6, s. 169]

$$DCF = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

$FCFF_t$ volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t

n počet let

WACC vážené kapitálové náklady

$$FCFF_t = EBIT_t(1-d) + O_t - \Delta WC_t - I_t$$

$EBIT_t$ provozní zisk před zdaněním v roce t

d sazba daně z příjmů

O_t odpisy v roce t

ΔWC_t změna čistého pracovního kapitálu v roce t

I_t investice v roce t

$$WACC = r_d \cdot (1 - d) \cdot (D/V) + r_e \cdot (E/V)$$

r_d běžná výpůjční sazba podniku

d sazba daně z příjmů

D úročené cizí zdroje

V celkový kapitál (pasiva)

r_e náklady vlastního kapitálu

E vlastní kapitál

V praxi se používá tzv. dvoufázový model výpočtu, neboť nelze odhadnout vývoj peněžních toků na nekonečně mnoho let. První fází je výpočet hodnoty podniku za několik minulých let, ve druhé fázi je kalkulována tzv. pokračující hodnota: [1, s. 53 - 58]

$$DCF = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T}$$

$FCFF_t$ volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t

n počet minulých let

T počet let stejných jako pro fázi 1

PH pokračující hodnota

$$PH = \frac{KPV_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_i} \right)}{i_k - g}$$

KPV_{T+1} korigovaný provozní výsl. hosp. po daních v prvním roce fáze 2

g předpokládané tempo růstu volného peněžního toku

r_i rentabilita čistých investic

i_k kalkulovaná úroková míra = WACC

Metoda DCF equity

V této metodě je oceňován pouze vlastní kapitál. Od DCF entity se liší způsobem výpočtu volných peněžních toků. Volné peněžní toky se vztahují pouze k vlastnímu kapitálu FCFE a jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu. Výpočet je pomocí vzorce: [6, s. 172]

$$DCF_q = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t}$$

$FCFE_t$ volný peněžní tok k vlastnímu kapitálu

r_e náklady vlastního kapitálu

Při použití metody equity, vyčíslujeme hodnotu vlastního kapitálu na základě volných peněžních toků pro vlastníky, označovaného jako FCFE. Jeho výpočet zní: [3, s. 171]

$$FCFE = EBIT (1 - d) + ODP - PD - SJV - I - \Delta WC$$

EBIT provozní zisk před zdaněním

d sazba daně z příjmů

O odpisy

I investice

PD prioritní dividendy

SJV splátky jistin věřitelům

ΔWC změna čistého pracovního kapitálu

Metoda DDM

Tento model je modifikací metody DCF, používá se velmi často ve vyspělých zemích. Je zde oceňován vlastní kapitál. Peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy, což je peněžní tok pro vlastníky. Využití tohoto modelu je vázané na podnik, který dosahuje zisk a stabilně vyplácí dividendy. Výše hodnoty je ovlivněna řadou faktorů, kterými jsou úroveň dividendy, očekávaná prodejní cena akcie, očekávané tempo růstu atd. Tento model je také možno aplikovat vícefázově s předpokládaným různým tempem růstu, výpočet zní: [9, s. 150]

$$DDM = \frac{DIV}{r_e} \quad \text{nebo} \quad DDM = \frac{DIV}{r_e - g}$$

DIV dividendy v běžném období

r_e náklady vlastního kapitálu

g očekávaná hodnota růstu dividend

Metoda APV

Tento model slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky tvoří toky nezadlužené firmy $FCFE_U$, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy. Takto se získá hodnota nezadluženého podniku. Aby bylo možno ocenit zadlužený podnik, je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít diskontovat náklady dluhu. [9, s. 151]

$$APV = \frac{FCFE_U}{r_U} + \frac{TS}{r_D}$$

$FCFE_U$ toky nezadlužené firmy

r_U náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy

TS daňový štít

r_D náklady dluhu

- **Metoda kapitalizovaných zisků**

Tato metoda představuje asi nejjednodušší způsob, jak stanovit hodnotu firmy, naráží však na několik překážek. Je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, tedy odhad z minulých období, vycházející z údajů v bilanci a výkazu zisku a ztrát za období nejméně tří let. Stěžejním je údaj o trvale udržitelném zisku, tedy účetní zisk po řadě korekcí (úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisí s hlavní činností podniku, průměrování

nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv atd. Předpokládá se také tzv. going-concern (= nekonečně dlouhé trvání firmy) a to, že firma investuje do výše odpisů – prostá reprodukce podniku. Propoččet postupuje dle následujícího vzorce:[6 s. 153]

$$KZ = \frac{Z}{r}$$

Z trvale udržitelný zisk

r míra kapitalizace

$$Z = \frac{\sum_{i=1}^n z_i \cdot q_i}{\sum q_i}$$

Z_i korigovaný zisk minulých období

q_i váhy jednotlivých let

i počet období

- **Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA**

Základním principem EVA je, že měří ekonomický zisk. Ekonomickou přidanou hodnotu lze v praxi totiž využít jako nástroj finanční analýzy, nástroj řízení podniku a nástroj oceňování podniku. Metoda smazává nedostatky jiných používaných metod založených na účetním výsledku hospodaření. Výpočet hodnoty je jednoduchý a obsahuje v sobě oproti tradičním indikátorům také časovou hodnotu peněz a riziko. Při oceňování podniku metodou EVA se vychází z faktu, že akcionářská hodnota a tržní hodnota vlastního kapitálu jsou dvě totožné věci. Tato tržní hodnota potom odpovídá současné hodnotě čistých výnosů investora, které vyplývají z držení akcie. Skládá se z plateb podniku pro investora (dividenda apod.) a z plateb třetích osob ve prospěch investora (např. plateb souvisejících s prodejem a nákupem akcií). Výpočet ukazatele EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti, který je snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu. Základní obecná podoba vzorce pro výpočet EVA je tato: [3, s. 244 - 247]

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot I_k$$

NOPAT provozní hospodářský výsledek po zdanění

WACC vážené kapitálové náklady

I_k investovaný kapitál

2.4.3 Ocenění na základě analýzy trhu - tržní metody

Neméně významnou skupinou metod oceňování podniku jsou metody oceňování na analýze trhu. Tyto metody spočívají v odvození hodnoty jednotlivých složek aktiv nebo kapitálu společnosti z dostupných srovnatelných aktiv, respektive zjištění kolik je ochoten kdo zaplatit a kolik je rozumné požadovat, tak jak je tomu v běžné obchodní praxi (u podniků je situace samozřejmě složitější s ohledem na šíři jeho vlastností). Za vhodný indikátor hodnoty podniku jsou tyto metody považovány především na nejvyspělejších kapitálových trzích. Na volných trzích méně vyspělých států dochází k periodickým chybám v tvorbě cen. Z výše uvedeného vyplývá, že tyto metody jsou na pochopení běžnému uživateli nejjednodušší. Rozlišujeme dva základní druhy, přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnávání. [1, s. 77]

- **Přímé ocenění z dat kapitálového trhu**

Tato metoda je často využívána pro ocenění akciové společnosti, jejíž akcie jsou na trhu běžně obchodovány. Nejjednodušší způsob vypočtení hodnoty je potom vynásobit tržní cenu akcie s celkovým počtem akcií firmy. Tím získáme tzv. tržní kapitalizaci, která se ovšem od tržní hodnoty podniku trochu odlišuje. [3, s. 267]

První zdroj odlišností je cena akcie. Pro tržní hodnotu nelze brát v úvahu pouze cenu aktuální, ale musíme počítat s průměrnou cenou za poslední období. Druhou odlišností je vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Při vypočtení aktuální tržní ceny se totiž počítá pouze s prodejem malého procenta z celkového počtu akcií, a proto by při prodeji 100% akcií cena určitě nebyla pro všechny akcie stejná. V praxi se cena při koupi většího podílu akcií pohybuje v rozmezí 120 - 150% ceny akcií na burze. Souvisí to s tím, že při nákupu takového podílu je možno kontrolovat chod společnosti, což je dokonce daleko větší prémie. [3, s. 267]

- **Ocenění metodou tržního porovnání**

Používá se pokud chceme ocenit jinou než akciovou společnost nebo akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány. Tržní hodnotu lze získat z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Principem této metoda srovnává hodnotu tržního aktiva s konkrétní cenou nebo tržní hodnotu obdobných aktiv. Je to relativně přesný a jednoduchý princip. Problém u této metody je ovšem nalézt srovnatelný podnik, jehož cena by byla k dispozici (každý podnik je jiný, cena jeho zboží je jiná), a to je u nás téměř nemožné. Nejlepší podmínky pro tuto metodu jsou v USA, protože zde mají

největší trh s podniky a nejlepší datovou základnu o těchto transakcích. Rozlišujeme tři roviny ocenění metodou tržního porovnání: [3, s. 268 - 277]

- Metoda srovnatelných podniků

Tato metoda srovnává podobné podniky, u kterých je známá cena jejich obchodovaných akcií. Základním předpokladem srovnatelného podniku je, že by měl být srovnatelný z hlediska výnosnosti a rizika. Jelikož takový podnik nelze nalézt snadno, používá se v praxi několik parametrů srovnání: odvětví a obor podnikání, vyráběné produkty, velikost podniku, právní norma, struktura financování, základní technologie, struktura dodavatelů a odběratelů, výkonnost a perspektivy podniku. Pomocí těchto znaků se vybere 5 – 8 srovnatelných podniků, které budeme analyzovat. U těch se provede mezipodnikové srovnání. Výsledkem by mělo být to, který ze srovnávaných podniků má nejbližší k oceňovanému a v jakém stavu je oceňovaný podnik k souboru podniků srovnatelných (průměrný, nadprůměrný, špičkový). Tento krok postupu je asi nejobtížnější a do značné míry rozhoduje o výsledku celé metody.

- Metoda srovnatelných transakcí

Jde o srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí, a známe tedy jejich realizační cenu. Tato metoda je obdobná jako předešlá, s tím, že údaje se určují na základě skutečných zaplacených cen za srovnatelné podniky, a to v blízké minulosti. Hodnotu podniku tak získáme jednoduše za celý celek.

- Srovnání s podobnými podniky uváděnými na burzu

Zde je postup opět podobný jako u metody srovnatelných podniků, avšak jde spíše o doplňkovou metodu, jelikož zde není tolik dostupných informací.

2.4.4 Ocenění na základě analýzy majetku podniku – majetkové metody

Při tomto přístupu k oceňování podniku je individuálním způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen je pak získáno souhrnné ocenění aktiv podniku. Odečtením všech závazků dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. Majetkové ocenění se dělí pomocí toho, jakých zásad a předpokladů budeme jednotlivé složky majetku dělit. Pokud bude kritériem doba trvání podniku, pak za předpokladu trvalé existence podniku oceňujeme majetek pomocí reprodukčních cen. Naopak za předpokladu krátkodobější existence podniku, přecházíme k likvidační hodnotě. [1, s. 88]

- **Metoda likvidační hodnoty**

Podstata metody likvidační hodnoty spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Přitom se nepředpokládá dlouhodobější existence podniku, naopak jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Konkrétní výnos z prodeje závisí na mnoha nesnadno odhadnutelných okolnostech, proto není snadné likvidační hodnotu přesně kvantifikovat. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku. [9, s. 275]

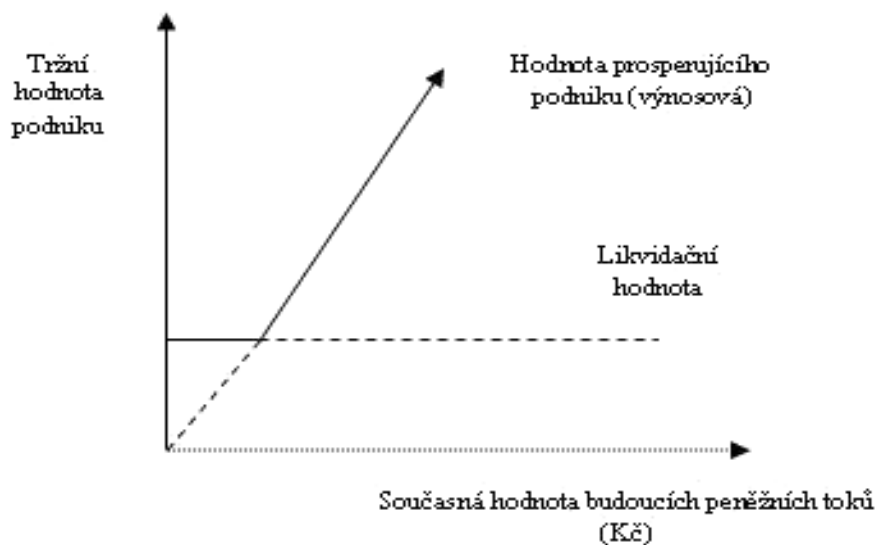
Vlastní likvidační hodnota plyne, v závislosti na rychlosti likvidace, z těchto hlavních veličin: [3, s. 282]

- **příjmy z prodeje majetku** (pokud se očekává, že odprodej potrvá určitou dobu, nebo se předpokládá postupný rozprodej majetku, je třeba počítat současnou hodnotu příjmů z prodeje majetku),
- **výdaje na vyrovnání dluhů,**
- **výdaje na úhradu nákladů likvidace** (náklady odprodeje majetku, odměna likvidátora),
- **běžné podnikové příjmy a výdaje** (po předpokládanou dobu likvidace, jako je například odstupné zaměstnancům).

Z výše uvedeného vyplývá, že výpočet likvidační hodnoty je v principu jednoduchý, v praxi však nastává několik překážek, neboť je třeba odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek vstřebat a za jaké ceny (obzvláště specializovaný a nehmotný majetek). Zároveň je obecně platné, že pokud bude na prodej vyvíjen velký tlak, bude nižší i cena a tím i likvidační hodnota podniku. [3, s. 282]

Výpočet likvidační hodnoty je především zajímavý pro majitele podniku. Jestliže je likvidační hodnota kladná a větší než hodnota stanovená pomocí jiných metod, může být likvidace, i když brána jako poslední definitivní řešení, pro vlastníky výhodnější než pokračování v činnosti podniku. Tato metoda se využívá především pro ocenění podniků ztrátových a s omezenou životností.

Obrázek č. 15 – Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku



Zdroj: Eva Kislingerová, Oceňování podniku, s. 143.

- **Substanční hodnota na základě reprodukčních cen**

Jádrem metody je reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snižená o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti. Substanční hodnotou rozumíme souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Výsledkem ocenění substanční metodou je substanční hodnota netto. Výpočet substanční hodnoty lze zjednodušeně schematicky znázornit následovně. [6, s. 129]

Tato metoda je zpřesněním k metodě účetní hodnoty, neboť veškerý majetek je oceňován dle reprodukčních cen a ne dle účetní hodnoty (historických cen). Tedy zjišťujeme kolik by stálo pořízení veškerého majetku podniku při dané míře opotřebení. Pomocí metody substanční lze tak reálněji zobrazit hodnotu majetku podniku. Dělíme ji na: [3, s. 285]

- **substanční hodnotu brutto** = aktuální reprodukční ceny – opotřebení,
- **substanční hodnotu netto** = sub. metoda brutto – dluhy = **ocenění vl. kapitálu**,
- **neúplná substanční hodnota** = hmotný a nehmotný majetek (vymežitelný),
- **úplná substanční hodnota** = neúplná substanční hodnota + nehmotný majetek (např. patenty, ochranné známky, know-how, goodwill).

Za nedostatek neúplných metod lze považovat skutečnost, že se nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku. Dále se pomíjí hodnota goodwillu, specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku jako celku. Toto se snaží eliminovat úplná substanční hodnota [1, s. 97]

- **Substanční hodnota na základě úspory nákladů**

Tato metoda je používána, pokud se investor rozhoduje mezi koupí existujícího podniku a vybudováním úplně nového podniku. Určování hodnoty na základě úspory nákladů je velmi složité. Za předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota podniku uvažovaného ke koupi plyne ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového podniku. [3, s. 287]

- **Metoda účetní hodnoty**

Tato metoda, používaná spíše jako doplňková, vychází ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha, tedy na základě historických cen. Sledujeme zejména: [6, s. 128]

- hodnotu podniku celkem = aktiva (pasiva),
- hodnotu základního kapitálu,
- hodnotu vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.

Základem je ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Vypovídací schopnost této metody je však nízká vinou použitých účetních technik nebo nezahrnutí všech aktiv podniku a navíc později existují velké diference mezi vypočtenou hodnotou a ekonomickou realitou. [6, s. 128]

2.4.4 Kombinované metody

Tato skupina metod využívá poznatky z výsledků metod výše uvedených, respektive kombinují majetkové a výnosové ocenění. Existuje mnoho možností kombinace, nejvyužívanější však je kombinace výnosového a substančního ocenění. Obecně to lze vyjádřit jako vážený průměr: [6, s. 237]

$$KM = \sum_i w_i \cdot X_i$$

w_i váhy přiřazené jednotlivým metodám

X_i hodnota vypočtená jednotlivými metodami

- **Metoda střední hodnoty**

Někdy je označována jako Schmalenbachova metoda. Jde o kombinaci ocenění výnosového a substančního, neboť se zohledňuje majetková i výnosová stránka podniku. Je nejčastěji používaná, protože tyto dvě metody mají často odlišné výsledky, v praxi se oba výsledky od sebe liší o cca 10%. [3, s. 241]

Odvozením od základního tvaru se hodnota podniku stanoví jako vážený aritmetický průměr výnosové a substanční metody. Navíc částečně odstraní nedostatky metody substanční hodnoty, kde nejsou zohledněny očekávané výnosy podniku, a metody výnosové, která nezachycuje skutečnou hodnotu využívaného majetku. Konkrétně: [3, s. 241]

$$H = \frac{w_1 \cdot V + w_2 \cdot S}{w_1 + w_2}$$

$w_{1,2}$ váhy přiřazené jednotlivým metodám

V hodnota vypočtená výnosovou metodou

S hodnota vypočtená substanční metodou

3 Stanovení hodnoty firmy

Při stanovení hodnoty firmy je vhodné se držet osvědčeného algoritmu, jehož prvním krokem je sběr vstupních dat. Základní potřebné informace jsou uvedeny v kapitole 1 této práce, proto lze následně přejít na část analytickou, která navazuje, respektive rozšiřuje tuto kapitolu.

3.1 Strategická analýza

Strategická analýza je teoretickým podkladem pro další směřování podniku. Podnikové vedení má jasnou představu, kudy by se měl podnik ubírat, a tak definuje vize v několika směrech, které se dají shrnout do následujících bodů. Z důvodů poměrně úzkého sortimentu zaměřeného na jednu technologii je cílem další rozšiřování doprovodných služeb a výrobní diverzifikace. Podnik by se měl také zaměřit na stále rostoucí poptávku po přepravní technice. Dalším a neméně důležitým bodem je zesílení obchodních vztahů na trzích střední a východní Evropy, hlavně pak na trzích Ruska a Ukrajiny. Důležitý je i rozvoj směrem k severní Evropě.

Komplexní analýza by měla být základem při identifikování možných příležitostí a hrozeb pro podnik. Lze ji rozdělit na dvě části, v následujícím textu budou uvažovány nejdůležitější skutečnosti ovlivňující oceňovaný podnik.

- **Analýza vnějšího prostředí**

Vnější okolí podniku se skládá z několika výrazných aspektů. Ekonomické podmínky v České republice jsou synchronizovány v rámci EU, proto lze označit podnikání v tomto oboru za jednotné po celé Evropě. Od roku 2010 je daň z příjmu právnických osob snížena z 24% na 19%. Nižší efektivní zdanění firem lze pokládat za jasné pozitivum pro podnikání. Negativní vliv mají dozvuky finančně-ekonomické krize, která samozřejmě zasáhla i výrobní sektor a měla vliv na počet zakázek a ziskovost podniku. Momentálně také existují dobré příležitosti pro získávání cizích zdrojů pro podnikání, například z rozvojových fondů EU. Ukazatel hrubého domácího produktu vykazoval v České republice dlouhodobý růst a po překonání vrcholu krize jsou další predikce příznivé. Nezaměstnanost vykazuje podobný trend. Do roku 2008 byla nezaměstnanost do 6 %, opět v důsledku krize se její hodnota výrazně zvýšila a jen velmi pomalu se bude opět zlepšovat, a to ve srovnání s ostatními regiony je Pardubický kraj nadprůměrný. V tomto výrobním oboru však není přebytek

dostatečně kvalifikované pracovní síly. Mzdy se výrazně nezměnily, jejich růst je jen pozvolný a nepokrývá inflaci. Vliv na podnikání má i dosavadní dočasný pokles cen energií a komodit vstupujících do výroby, ale předpokládá se, že opět dojde k jejich růstu.

Jak již bylo uvedeno, trh v tomto odvětví není příliš velký, ani nezažívá expanzi. Konkurence není příliš silná, a ani nelze předpokládat její výraznější růst, neboť existují poměrně silné vstupní bariéry (technologie, certifikace atd.). Struktura zákazníků je také relativně stabilní, hlavně co se týče ČR. Z povahy předmětu podnikání společnosti vyplývají i negativa v podobě omezeného počtu možných potencionálních zákazníků nebo úzkého sortimentu. Na českém trhu lze nalézt pouze 5 větších odběratelů, s nimiž podnik obchoduje.

Z výše uvedeného vyplývá, že v blízké budoucnosti se tyto klíčové ukazatele nebudou příliš měnit, a pokud ano, předpokládá se mírné zlepšení situace. To znamená přijatelnou perspektivu pro lepší výsledky, které jsou doposud spíše průměrné.

- **Analýza vnitřního prostředí**

Vnitřní okolí podniku ovlivňuje především kvalita managementu. Management podniku má poměrně jasné strategie a prognózy založené na realistickém pohledu. Technická hlediska vyvažují ta ekonomická. Výkonný personál podpořený kvalitní technickou základnou a investičními akcemi je schopen výrazně zlepšit finanční situaci.

Podnik je závislý na odborné pracovní síle, fluktuace zaměstnanců není vysoká a daří se i nadále zvyšovat kvalifikaci pracovníků. Obecné klima v podniku lze označit za dobré, naplněné důvěrou do budoucna, osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně a náklady na školení nerostou.

V oblasti inovací a výzkumu byly v posledních letech provedeny významné kroky vpřed. Podnik také vlastní množství certifikátů, a to i pro zahraniční trhy. Podíl z tržeb nových výrobků však není nijak zásadní, další investice do inovací budou záviset na získávání nových obchodních příležitostí. Vybavení podniku je na dobré úrovni i díky pravidelné údržbě a investicím do obnovy zařízení.

Kvalita a technická úroveň výrobků firmy je velice dobrá, s přiměřenou cenovou úrovní, propracovaným servisem a revizními činnostmi. Distribuční výhody plynou z umístění firmy ve středu Evropy a také z možnosti vlastních dopravních služeb. Image podniku plyne hlavně z dlouholetého působení, propagace není nijak intenzivní.

Z výše uvedeného jasně vyplývá, že podnik VPS Rosice, a.s. ve většině sledovaných oblastech dosahuje nadprůměrných hodnot a je zde i předpoklad perspektivní budoucnosti.

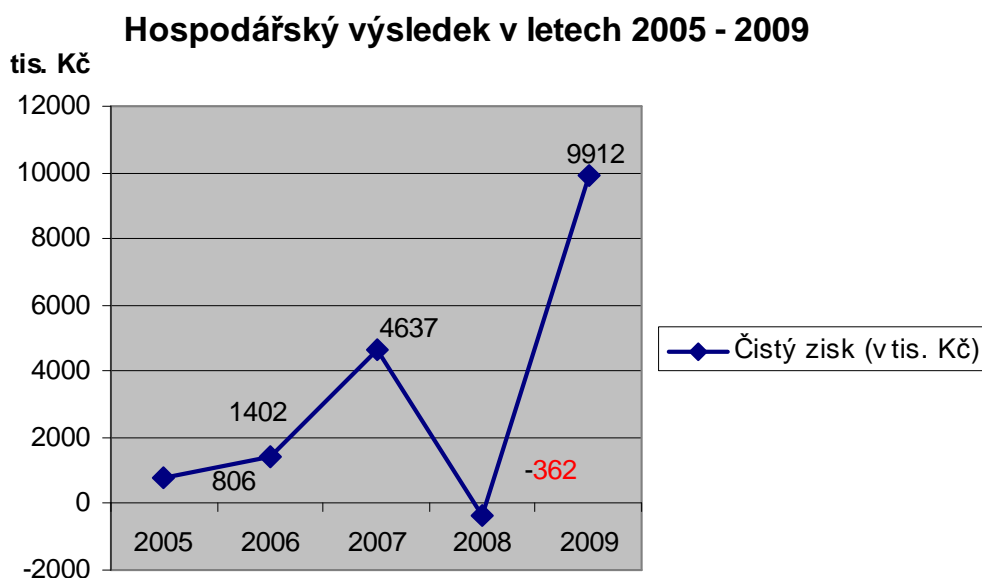
3.2 Finanční analýza

Nejrozšířenější metodou je analýza pomocí poměrových ukazatelů, která je časově nenáročná a dobře reprezentuje základní finanční charakteristiku podniku. Tyto poznatky jsou jedním z nepostradatelných zdrojů informací potřebných pro rozhodování vedení podniku. Data finanční analýzy pocházejí ze základních účetních výkazů za posledních 5 let, přičemž výkazy roku 2008 a 2009 jsou uvedeny v příloze. Použity budou pouze vybrané ukazatele.

- **Ukazatele rentability**

Hodnotí schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku za použití investovaného kapitálu. Důležitou hodnotou pro všechny ukazatele rentability je vývoj čistého zisku podniku, uvedený v následujícím grafu.

Obrázek č. 16 - Vývoj hospodářského výsledku v letech 2005 - 2009



Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní zpracování

Rentabilita aktiv (ROA)

Měří, jak velký zisk před zdaněním je schopna vyprodukovat každá koruna vloženého kapitálu podniku. Protože se jedná o klíčovou veličinu v posuzování úspěšnosti podniku, měla by být hodnota minimálně 0,08. [8, s. 168]

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Měří, jak velký podíl na zisku vyprodukovala každá koruna vloženého kapitálu. Hodnota by se minimálně měla pohybovat v hranicích běžné úrokové míry.

Rentabilita tržeb (ROS)

Měří, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč tržeb. Stejně jako u předchozích dvou ukazatelů by se měl podnik snažit o jeho maximalizaci, samozřejmě dle vyráběných produktů.

Tabulka č. 1 – Ukazatele rentability v letech 2005 - 2009

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	0,0050	0,0076	0,0268	-0,0019	0,0590
ROE	0,0076	0,0135	0,0439	-0,0035	0,0886
ROS	0,0040	0,0046	0,0159	-0,0013	0,0310

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

Z tabulky č. 1 je nejvýraznější vliv záporného hospodářského výsledku roku 2008, kdy byly všechny ukazatele nejnižší. Příčina byla v přeskupování finančních prostředků na úhrady ztrát z minulých období a dále také v každoročně stoupající hodnotě celkových aktiv (průměrně meziročně stouply o 10 %). Pokud by tento rok nebyl uvažován, je dobře patrný trend postupného zvyšování všech tří ukazatelů. V roce 2009 vyprodukovala 1 Kč celkových aktiv 0,06 Kč zisku, 1 Kč vloženého kapitálu přinesla 0,09 Kč zisku a 1 Kč tržeb více než 0,03 Kč zisku. Tyto hodnoty nelze označit za ideální, ale pokud si podnik udrží tempo růstu, bude to kladným signálem pro další fungování podniku.

- **Ukazatele aktivity**

Hodnotí efektivnost hospodaření podniku se svými aktivy. Jsou rozděleny dle jednotlivých skupin aktiv. Nejdůležitějším parametrem jsou celková aktiva uvedená v grafu č. 17. Zásoby a pohledávky jsou nejsledovanější položky z pohledu provozního fungování výroby.

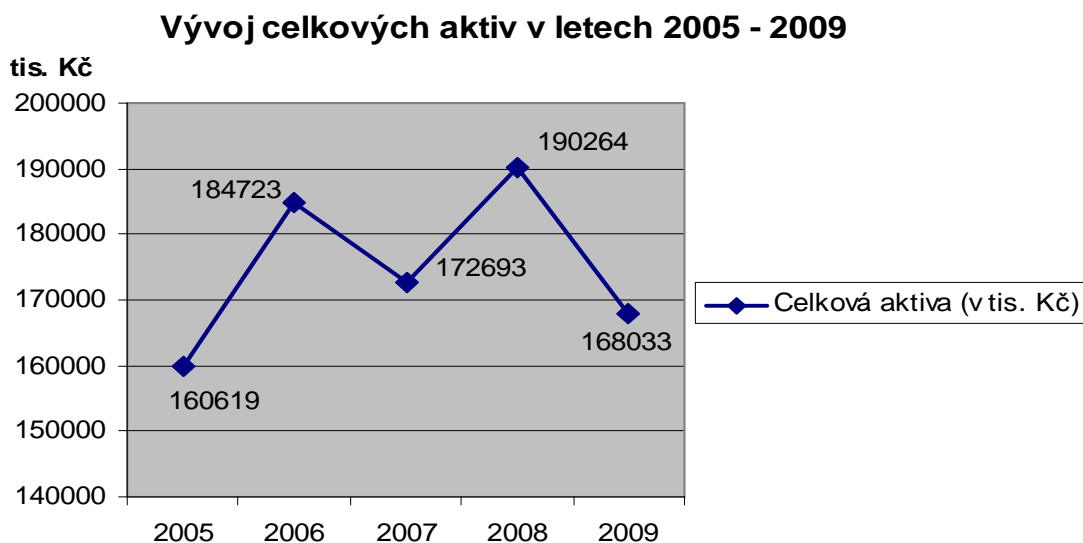
Obrat celkových aktiv

Vyjadřuje, kolik Kč tržeb připadá na 1 Kč celkových aktiv. Snaha je o co největší hodnotu nejméně v rozmezí hodnot 1 a 3. [8, s. 168]

Obrat stálých aktiv

Stejný jako předchozí, s tím rozdílem, že počítá jen se stálými aktivy, tedy kolik Kč tržeb připadá na 1 Kč stálých aktiv.

Obrázek č. 17 - Vývoj celkových aktiv v letech 2005 – 2009



Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní zpracování

Rychlost obratu zásob

Ukazuje, kolikrát za rok se přemění zásoby v další formy oběžného majetku.

Doba obratu zásob

Měří dobu (ve dnech), po kterou je kapitál vázán v zásobách. Nejlépe je, když je tato doba co nejkratší, ale zase je tu riziko aktuálního nedostatku zásob.

Rychlost obratu pohledávek

Ukazuje, kolikrát za rok transformuje podnik pohledávky zpět v další formy oběžného majetku. Čím je vyšší hodnota ukazatele, tím je lepší prosperování podniku na trhu.

Doba obratu pohledávek

Měří dobu (ve dnech), než se z pohledávek vůči svým zákazníkům získají zpět peněžní prostředky. V praxi jde o 30 dnů (při mezinárodním obchodu je to 90 dnů, což je maximum).

Tabulka č. 2 – Ukazatele aktivity v letech 2005 - 2009

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv	1,2281	1,6598	1,7351	1,4671	1,9110
Obrat stálých aktiv	4,1821	5,7698	5,8616	5,4723	6,3187
Rychlost obratu zásob	2,7908	4,2904	4,2622	3,8169	4,2839
Doba obratu zásob (dny)	130	85	86	97	85
Rychlost obratu pohledávek	5,7864	6,5013	9,0976	8,9131	9,7353
Doba obratu inkasa (dny)	57	55	40	41	38

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

U této série ukazatelů se opakuje situace předchozí, tedy silný výkyv hospodaření v roce 2008. Avšak dlouhodobý trend patrný z tabulky č. 2 je u všech ukazatelů pozitivní. Obrat celkových aktiv neklesl pod hranici minima, tedy hodnotu 1, a dokonce se dostal do ideálního rozmezí, které je 1,6 až 2,9. Obrat stálých aktiv je na tom podobně, výrobní kapacitu firma využívá stále lépe. Kromě zmíněného roku 2008 je dobře znatelné ustálení rychlosti obratu zásob na hodnotu 4,2krát za rok, což souvisí i s dobou obratu zásob, která se pohybuje okolo 85 dnů. Podnik tedy zvyšuje svou výnosnost a snaží se zbytečně nedržet přebytečné zásoby. Výsledné hodnoty rychlosti obratu pohledávek jsou dle výsledků z tabulky č. 4 na relativně vysoké úrovni. To poukazuje na dobré prosperování podniku. Výsledky posledního ukazatele jsou v mezích standardní obchodní praxe, což je doba do 60ti dnů. Podniku tedy trvá přibližně 40 dní, než dokáže z pohledávek vůči svým klientům získat zpět peněžní prostředky. To je ovlivněno hlavně zahraničními obchodními partnery.

- **Ukazatele likvidity**

Vyjadřují schopnost podniku hradit své „dluhy“, hlavně krátkodobé. Dochází k porovnání toho, čím je podnik schopen platit závazky a toho, co má skutečně zaplatit.

Okamžitá likvidita

Vyjadřuje, kolikrát je podnik schopen uhradit své závazky hotovostí, kterou aktuálně disponuje. Doporučená hodnota by měla být v rozmezí 0,2 – 0,5. [7, s. 103]

Pohotová likvidita

Tento ukazatel vyloučí z oběžných aktiv vysoce nelikvidní zásoby. Lépe tedy odráží skutečnost. Standardně má dosahovat hodnot mezi 1 – 1,5. [7, s. 103]

Běžná likvidita

Tento ukazatel používá oběžná aktiva, ve kterých najdeme vysoce nelikvidní prostředky, pokrývající krátkodobé závazky. Hodnota by měla být mezi 1,5 a 2,5. [7, s. 103]

Tabulka č. 3 - Ukazatele likvidity v letech 2005 - 2009

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Okamžitá likvidita	0,1050	0,1293	0,2690	0,4504	0,1474
Pohotová likvidita	0,6792	0,8470	0,9702	0,9071	0,8264
Běžná likvidita	1,9673	1,9345	2,4671	1,9737	2,3696

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

Vypočtené hodnoty z prvních let, stejně jako hodnota poslední lehce vybočují ze standardních hranic ukazatele, jak dokládá tabulka č. 3. To je zapříčiněno především 4násobným poklesem krátkodobého finančního majetku. Znamená to, že podnik by v praxi nebyl schopen dostát všem svým závazkům v roce 2009. I u pohotové likvidity je zřejmé, že podnik se trvale pohybuje těsně pod standardní hranicí, ale klesající hodnota krátkodobých závazků by měla přispět k eliminaci tohoto stavu. V roce 2009 by podnik své závazky dokázal splnit jen na 82 %, okamžitá platební schopnost je tedy lehce oslabena. Z vypočtených hodnot pro běžnou likviditu vyplývá, že podnik si vede v této oblasti dobře a pohybuje se okolo přijatelné hodnoty 2. Znamenalo by to, že kdyby podnik proměnil veškerá svá aktiva v hotovost, dokázal by uspokojit své věřitele dvojnásobně. To je pro věřitele velmi příznivé, protože v případě potíží v podniku by dostali zpět všechny vložené finanční prostředky.

- **Ukazatele zadluženosti**

Vyjadřují schopnosti podniku násobit své zisky využíváním cizích zdrojů. Při hodnocení se vychází především z dlouhodobého hlediska.

Ukazatel celkové zadluženosti

Čím je vyšší tento ukazatel, tím je vyšší podnikatelské riziko. Ovlivňuje ho hlavně celková zadluženost podniku. Průměrně by se měl pohybovat okolo hodnoty 0,5, pod 0,3 je hodnota zadluženosti nízká, nad 0,7 je hodnota riziková. [8, s. 167]

Míry zadluženosti vlastního kapitálu

Má stejnou vypovídací schopnost jako celková zadluženost. Roste s tím, jak roste proporce dluhů ve finanční struktuře firmy.

Ukazatel úrokového krytí

Tento ukazatel informuje o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky, tedy kolikrát nižší může mít podnik zisk, než se stane neschopným platit náklady na cizí kapitál. Minimum by mělo být 6. [8, s. 167]

Tabulka č. 4 - Ukazatele zadluženosti v letech 2005 - 2009

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadluženost	0,3531	0,4364	0,3878	0,4622	0,3340
Zadluženost vl. kapitálu	0,5459	0,7743	0,6335	0,8594	0,5015
Ukazatel úrokového krytí	10,095	10,370	10,088	3,0670	32,519

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

Celková zadluženost podniku je stabilně udržována v průměrných hodnotách, spíše na nižší hranici, jedinou výjimkou je opět rok 2008, ale ani ten neznamenal nepřiměřené riziko pro věřitele. Platební schopnost podniku je tedy vysoká a věřitelé se nemusejí obávat, že přijdou o svoje vložené finance. Naopak vlastníci mají zájem na vyšší zadluženosti z důvodů větší výnosnosti jejich kapitálu, což ukazuje další řádek hodnot tabulky č. 4, který osciluje od 0,5 do 0,9. Zajímavé je také srovnání cizího kapitálu, jehož hodnota neustále strmě rostla, až rok 2009 znamenal pokles o 40%, a vlastního kapitálu, který se stále pohybuje okolo hodnoty 105 mil. Kč. Ukazatel úrokového krytí vykazuje velmi dobré hodnoty a podnik je plně schopen platit své náklady na cizí kapitál.

- **Ukazatele tržní hodnoty**

Tato skupina ukazatelů používá tržní cenu akcie jako parametr kapitálového trhu. Jsou důležité pro přehled investorů o minulém a budoucím vývoji podniku. Jak už bylo uvedeno v kapitole 2, ne u všech podniků se dají tyto hodnoty zjistit. Pro zjednodušení uvažujeme, že podnik emitoval 90 961 ks akcií v nominální hodnotě 1000 Kč.

Dividenda na akcii

DPS je zřejmě nejsledovanější ukazatel pro vlastníky společnosti, zobrazuje kolik Kč ročně přinese jedna držená akcie. Pokud je nízký, firma dává přednost rozvoji před výplatou vysokých dividend a naopak. [7, s. 1112]

Výplatní poměr

Doplňuje předchozí ukazatel. Pokud vychází hodnota 1, je celý zisk rozdělen mezi akcionáře. U obou ukazatelů se ideální hodnota odvíjí od reálné hodnoty zisku. [7, s. 112]

Tabulka č. 5 - Ukazatele tržní hodnoty v letech 2005 - 2009

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Dividenda na akcii	25	25	30	0	25
Výplatní poměr	2,8214	1,6220	0,5885	0	0,2294

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

Z tabulky č. 5 jasně plyne, že výše zisku přímo ovlivňuje rozhodování o výplatě dividend, a samozřejmě zde hraje roli i nerozdělený zisk minulých let. Hodnoty vyšší než 1 znamenají, že výplata dividend byla vyšší než hospodářský výsledek toho roku, nerozdělený zisk minulých let tak s časem klesal, nárůst znamenal až poslední sledovaný rok. V roce 2008 se žádné dividendy nevyplácely z důvodů záporného hospodářského výsledku. Pozitivní je, že

část zisku je vždy použita nebo ji lze použít na další rozvoj podniku, což je prostředek dalšího zvyšování výplaty dividend.

3.3 Rozdělení aktiv

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je důležité především pro výnosové metody, u kterých právě druhá zmíněná aktiva mohou vést k podcenění podniku. Nejčastěji vyčleňovány jsou: krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek a ostatní nepotřebná aktiva (nemovitosti a pohledávky nesouvisející se základní činností podniku, nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, nadbytečné kapacity atd.). Tato podkapitola je zaměřena především na první dvě složky. Ostatní nepotřebná aktiva buď v podniku představují zanedbatelné položky nebo nejsou zastoupeny vůbec. Jak je vidět z tabulky č. 6, v podniku je trend snižování dlouhodobých financí, naopak krátkodobý finanční majetek byl do roku 2008 několikrát navýšen. Vzhledem k hospodářskému výsledku v posledním roce opět poklesl. Důležité je, že podle výsledků by k podcenění podniku nemělo dojít.

Tabulka č. 6 – Provozně nepotřebná aktiva v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč)

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Krátkodobý finanční majetek	5856	8493	12632	30881	7158
Dlouhodobý finanční majetek	670	472	472	361	361

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

3.4 Analýza generátorů hodnoty

Jak vyplývá z teorie, jde o výběr několika podnikohospodářských veličin, které souhrnně přiblíží hodnotu podniku. Zkrácený výpočet používá zaokrouhlené procentní vyjádření změn jednotlivých položek z účetních výkazů za rok 2005 - 2009. Dílčí propočty nebudou uvedeny, neboť jde o základní matematické operace. Většinou bývá propočet doplněn o pesimistický a optimistický odhad, za tímto účelem se procentní vyjádření změn upraví žádoucím směrem. Základními generátory hodnoty v podniku jsou:

- průměrné tempo růstu tržeb $t = 3\%$
- marže provozního zisku $z = 5\%$
- investice celkem $i = 5\%$
- kalkulovaná úroková míra $u = 10\%$

$$H = \frac{\text{tržby}_{2009} \cdot (1 + t) \cdot z \cdot (1 - \text{sazba daně}) - \text{tržby}_{2009} \cdot t \cdot i}{u - t}$$

$$H = \frac{312\,292 \cdot (1 + 0,03) \cdot 0,05 \cdot 0,79 - 312\,292 \cdot 0,03 \cdot 0,05}{0,1 - 0,03}$$

$$H = \underline{178\,871 \text{ tis. Kč}}$$

Vzhledem k tomu, že jde o velmi jednoduchý postup, je výsledek **179 000 000 Kč** pouze orientační. Malá procentní změna uvedených generátorů hodnoty změní výsledný odhad v řádech desítek milionů Kč, proto se mohou oceňovací metody poměrně lišit.

3.5 Sestavení finančního plánu

Finanční plán je pro přesnější a objektivnější určení hodnoty podniku důležitý, a to platí zejména u výnosových metod. Rozšiřuje analýzu generátorů hodnoty o následnou prognózu. Pro potřeby této práce však nebude podrobný plán nijak rozveden, neboť ani v podniku není uceleně sestaven, a je předpoklad, že firma se od svého současného vývoje nijak zásadně neodchýlí. Aktiva budou mírně narůstat, struktura majetku se bude měnit pouze v řádech procent, hospodářský výsledek bude nadále růst. Samozřejmě je také předpoklad že nedojde ke skokovým výkyvům jako například mezi lety 2008 a 2009.

3.6 Ocenění podniku

Po zpracování části analyzující vstupní data následuje závěrečná a nejdůležitější část, ocenění podniku. V první řadě je stěžejní vybrat nejvhodnější metody pro ocenění, které budou nejlépe reprezentovat cíl ocenění, což je zhodnocení současné pozice firmy jako informace pro management podniku, za předpokladu setrvání současného stavu.

Volba metody a jejího správného porozumění je stejně důležitá jako kvalitní informační základna. Nevhodné jsou metody založené na principu tržní hodnoty nebo metody srovnávací, neboť se na trhu nenachází podnik s podobným zaměřením, velikostí a strukturou, případně zahraniční firmy nemají stejné legislativní a tržní podmínky, navíc mají vliv kurzu měny. Vhodnější budou metody založené na analýze majetku a metody výnosové, pro názornost doplněné jednou metodou tržního porovnání. Zvolené metody pak budou v závěru souhrnně zhodnoceny. Ocenění je prováděno ke dni 31.12.2009, tedy dle posledních známých dat z účetních výkazů, viz přílohy. Nejvhodnějšími metodami budou:

- **Likvidační hodnota,**
- **Substanční hodnota,**
- **Metoda DCF entity,**
- **Metoda srovnatelných transakcí.**

3.6.1 Ocenění likvidační hodnotou

Základním předpokladem je, že firma neukončí svoji činnost. Tato metoda je uváděna pro prvotní názornou orientaci a jejím výsledkem bude minimální hodnota podniku. Pod vypočtenou hodnotu podniku by neměl klesnout výsledek metod výnosových, jinak by bylo výhodnější činnost podniku ukončit likvidací.

Tabulka č. 7 – Postup výpočtu metodou likvidační hodnoty (v tis. Kč)

Položka	Pozn.	Hodnota
Stálá aktiva	<i>hodnota z rozvahy</i>	<i>50 290</i>
odhad prodejní ceny	Stavby	35 000
	samostatné movité věci	10 000
	Pozemky	1 000
	Celkem	46 000
Oběžná aktiva	<i>hodnota z rozvahy</i>	<i>115 104</i>
odhad prodejní ceny	Zásoby	70 000
	krátkodobé pohledávky	33 000
	finanční majetek	7 000
	Celkem	110 000
Ostatní aktiva	odhad prodejní ceny	2 000
Odhad celkových aktiv	<i>46 000 + 110 000 + 2000</i>	158 000
Závazky	Dlouhodobé	624
	Krátkodobé	48 567
	Ostatní	6 925
Odhad celkových závazků		56 125
Odhad likvidační hodnoty	<i>Aktiva – Závazky</i> <i>158 000 – 56 125</i>	102 000

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

Výsledek metody ocenění likvidační hodnotou je **102 000 000 Kč**, tímto je stanovena minimální hranice, pod kterou by se neměly dostat další metody, jinak by bylo vhodnější činnost podniku ukončit. Tabulka č. 7 dokládá algoritmus výpočtu. Důležitý je fakt, že mnoho

položek je pouze odhadem prodejních cen majetku a při lepší znalosti trhu (např. s nemovitostmi nebo strojním vybavením podniků) by se daly hodnoty dále zpřesňovat.

3.6.2 Ocenění substanční hodnotou

Tento způsob ocenění je dalším zástupcem skupiny majetkového ocenění. Výpočet probíhá na základě reprodukčních cen, tedy stejných, jakých by bylo dosaženo při znovupořízení majetku. Předpokládá se tzv. gong-concern princip, tj. princip trvalého pokračování podniku. Oproti metodě likvidační hodnoty je to tedy zásadní rozdíl. Využíván je většinou finančními institucemi, pokud se podnik snaží získat například úvěr.

Tabulka č. 8 – Postup výpočtu metodou substanční hodnoty (v tis. Kč)

Položka	Poznámka	Hodnota
Stálá aktiva	pozemky a komunikace	988
	budovy a stavby - odhad	62 000
	stroje a zařízení - odhad	68 000
	finanční investice	361
	Celkem	131 349
Oběžná aktiva	zásoby - odhad	70 000
	pohledávky	33 073
	peníze	7 158
	Celkem	110 213
BRUTTO SUBSTANČNÍ HOD.	131 349 + 110 213	241 580
Cizí zdroje	dlouhodobé	624
	krátkodobé	48 567
	rezervy	4 174
	Celkem	53 365
NETTO SUBSTANČNÍ HOD.	241 580 – 53 365	188 215

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice, vlastní výpočty a schéma výpočtu

Tabulka č. 8 dokazuje, že podnik není výrazně financován „na dluh“. Pokud by byla kapacita podniku předimenzovaná, hodnotu by to negativně ovlivnilo, avšak výrobní kapacity jsou využity zcela. Také je třeba počítat s tím, že nezahrnujeme možné budoucí výnosy, u kterých je předpoklad, že nebudou výrazně odlišné od stávajících. Výsledek metody ocenění likvidační hodnotou, který dokladuje algoritmus v tabulce č. 8 je **188 000 000 Kč**, je to výrazně více než ocenění předešlé, což se také očekávalo.

3.6.3 Ocenění metodou DCF - entity

Tato metoda je velmi používaná, to platí hlavně pro variantu dvoufázovou. Pro výpočet hodnoty podniku je výchozím krokem hodnota zdaněného výsledku hospodaření. Dle postupu v kapitole 2.4.1 je sestavena následující tabulka pro první fázi dvoustupňové metody.

Postup výpočtu jednotlivých veličin je předveden na modelovém roce 2007. Vstupními veličinami jsou: úroková sazba 6,6% (stanoveno z dostupných informací o úvěrech podniku) a náklady vlastního kapitálu 9,68% (odhad na základě dostupných informací). Souhrnné výsledky jsou uvedeny v tabulce č. 9. Zkrácený výpočet FCFF a následně WACC zní:

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - \text{sazba daně}) - \text{netto Investice} = 7\,828 \cdot (1 - 0,24) + 5\,580 = \underline{11\,529}$$

$$WACC = 0,066 \cdot (1 - \text{sazba daně}) \cdot (\text{úr.cizí zdroje/celkový kapitál}) + 0,0968 \cdot (\text{vlastní kapitál/celkový kapitál}) = 0,066 \cdot (1 - 0,24) \cdot (66\,976 / 172\,693) + 0,0968 \cdot (105\,717 / 172\,693) = \underline{0,07871}$$

$$DCF_t = FCFF_t / (1 + WACC)^t = 11\,529 / (1 + 0,07871)^3 = \underline{9\,185}$$

Tabulka č. 9 – Postup výpočtu 1. fáze metody DCF – entity (v tis. Kč)

Položka	2005	2006	2007	2008
EBIT	3 069	2 831	7 828	3 024
Daň z příjmu PO (%)	26	24	24	21
Investice netto	-4 772	-5 127	-5 580	-7 630
FCFF	7 043	7 278	11 529	10 019
Úročené cizí zdroje	57 644	80 617	66 976	87 939
Vlastní kapitál	105 599	104 109	105 717	102 325
Celkový kapitál	163 243	184 723	172 693	190 264
WACC	0,07986	0,07645	0,07871	0,07616
DCF entity 1.fáze	6 522	6 281	9 185	7 470
Σ DCF entity 1.fáze	29 458			

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice, vlastní výpočty

Dalším krokem je odhad tzv. pokračující hodnoty podniku jako složky druhé části vzorce výpočtu hodnoty podniku pomocí metody DCF entity, kde KPV (provozní výsledek hospodaření upravený o daně) je 12 975 tis Kč. Odhad tempa růstu g do nekonečna

s přihlédnutím ke stávajícímu vývoji je 0,03. Náklady kapitálu i_k jsou po zhodnocení minulých let 0,07 a rentabilita investic r_i je 0,059.

$$PH = (KPV \cdot (1 - g/r_i)) / (i_k - g) = (12\,975 \cdot (1 - 0,03/0,059)) / (0,07 - 0,03) = \underline{159\,439}$$

Následně pak můžeme dopočítat kompletní hodnotu DCF entity jako součet obou uvedených fází.

$$DCF = 29\,458 + 159\,439 / (1 + 0,07)^4 = \underline{151\,093}$$

Výsledek metody DCF entity je **151 000 000 Kč**, což vzhledem k předchozím výsledkům představuje mezilehlou hodnotu. Pozitivní je fakt, že likvidační hodnotu výsledek převýšil o 50%, takže pokračování podniku je žádoucí. Negativní fakt je, že tato metoda je velmi citlivá na vstupní parametry, takže pokud by například došlo ke změně tempa růstu či hodnoty WACC kvůli změně kapitálové struktury, tržní hodnotu to ovlivní v řádech mil. Kč.

3.6.4 Ocenění metodou srovnatelných transakcí

Tato metoda je ze skupiny metod využívajících analýzu trhu jediná vhodná. Jelikož není jednoduché najít podobné firmy, bude výsledek relativně nepřesný, ale přesto nám poskytne dobrý náhled na reálnou situaci na trhu. V následující tabulce jsou základní údaje dvou firem, které byly pro srovnání vyhledány.

Tabulka č. 10 – Základní údaje srovnávaných firem (v mil. Kč)

Firma	AB s.r.o.	YZ, a.s.
Rok založení	1992	1995
Obor činnosti	Prodej, výroba a skladování strojírenských polotovarů; kovovýroba; apod.	Obrábění kovů; výroba ocelových konstrukcí; apod.
Počet zaměstnanců	30	90
Tržby	400	110
Podíl exportu	40%	70%
Zisk	40	12
Celková aktiva	200	45
Vlastní kapitál	100	20
Prodejní cena	300	90

Zdroj: www.trhfirem.cz, www.profirm.cz a vlastní zpracování

Z výše uvedeného se dá jednoduchým srovnáním odvodit tržní hodnota sledovaného podniku zhruba v rozmezí **150 000 000 Kč - 170 000 000 Kč**, což také odpovídá předchozím výpočtům. Vše velmi záleží také na aktuálním vývoji firmy v momentě prodeje a dalších faktorech uvedených v kapitole 3.1, jde tedy opravdu o velmi hrubý odhad. Pro přesnější stanovení hodnoty firmy by bylo třeba znát více transakcí s firmami podobných vlastností. V rámci České republiky by to znamenalo dlouhodobější sledování trhu.

3.7 Závěrečné hodnocení ocenění podniku

Z výsledků jednotlivých metod je zřejmé, že různé metody mohou vést k velmi různorodým výsledkům. Spodní hranici poměrně přesně stanovila metoda likvidační hodnoty. Na základě provedených analýz lze tržní hodnotu podniku stanovit na **150 000 000 Kč**. Tomuto závěru odpovídá i výsledek teoreticky nejpřesnější z uvedených metod, metody DCF – entity. Stále je však nutné pohlížet na tuto hodnotu jako na veličinu, která se s časem výrazně mění, a také ji lze vhodnými postupy zvyšovat, viz následující kapitola.

4 Návrhová opatření na zvýšení hodnoty podniku

Provedená analýza a ocenění podniku nám podalo obraz sledovaného podniku, vstupní data pocházela z minulých let. Byly identifikovány silné a slabé stránky podniku a tato kapitola bude prostřednictvím návrhů možných změn sledovat zvýšení tržní hodnoty podniku.

4.1 Definice cílů podniku

Přestože s výslednou hodnotou podniku by mohl být management spokojen, cílem každého podnikání je mít prosperující podnik s co největší hodnotou. Tento cíl by se dal rozdělit do několika dílčích bodů:

- optimalizace nákladů a produktivita práce,
- zlepšení finanční situace,
- růst tržeb a zisků,
- expanze na domácím a zahraničním trhu,
- rozšíření výrobní základny,
- zvyšování kvalifikace zaměstnanců,
- lepší podvědomí o firmě.

Jde pouze o obecné body kterých se drží většina firem, v následujícím textu budou tyto body převedeny do konkrétní podoby a poté bude opět odhadnuta tržní hodnota podniku.

4.2 Návrhy zlepšení v jednotlivých oblastech

Vysoké náklady jsou brzdou konkurenceschopnosti. U výrobního podniku se těžko hledají možnosti ke snížení nákladů, avšak z výkazů je jasný nárůst všech nákladových složek. Základem je správné vytipování hlavních oblastí nákladů u nichž je možná realizace úspor. Materiál je nakupován ve velkém, což náklady na jednu stranu spoří, na druhou stranu jde o náklad z držení nadbytečných zásob. Dlouhodobou úsporu je možno hledat ve spotřebě energií, použitím úsporných (moderních) spotřebičů, dále v oblasti vytápění budov například pokračující výměnou oken a světlíků, zateplení fasád, apod. Na tyto akce je potřeba vytvořit rezervní finanční prostředky. Optimalizace počtu zaměstnanců, jako nepopulární, avšak účinný nástroj úspor by také mohla pomoci ke zlepšení situace, zejména zaměstnanců na administrativních pozicích, popřípadě redukce na logistických postech. Dále lze navrhnout outsourcing některých činností. Konkrétní opatření by tedy mohly být následující:

- postupná výměna zařízení a strojů na konci životnosti za energeticky úspornější (světelné zdroje, stroje, atd.);
- tvorba rezerv na zateplení fasád, výměnu oken, modernizaci vytápění;
- snížení administrativních sil o 3 zaměstnance, logistika o 2 pracovníky a montéry taktéž o 2 nadbytečné pracovníky;
- outsourcing dodávek některých materiálů, stravování zaměstnanců a IT.

Financování podniku převážně vlastními zdroji je také finančně náročnější než zdroji cizími. V podniku je zhruba 70 % vlastního kapitálu a 30 % cizího. Tato struktura se změnila hlavně v posledním roce. Dále je potřeba cíleně řídit likviditu podniku, tedy na nedostatek peněžních prostředků ovlivňujících okamžitou a pohotovou likviditu, ukazatele těchto hodnot by ideálně měly dosahovat přibližně 2násobek současného stavu. Měl by být vytvořen plán efektivnějšího využití finančních zdrojů a vytipovány důležité zdroje, například rychlejší získávání pohledávek nebo zvýšení podílů záloh na zakázky od odběratelů. Dále by bylo možné odprodat zbytek podílu VPS Slovakia, neboť se odklání od podnikatelského záměru mateřské organizace a slovenský trh je stejně jako český téměř nasycen.

Snahou podniku je udržení stávajícího sortimentu i jeho rozšíření, které by mohlo přinést další zákazníky jak na domácím tak hlavně na zahraničním trhu. Je vhodné se cílit hlavně na území bývalého Sovětského svazu, kde roste kupní síla, trh není nasycen a ceny LPG jsou tam poměrně nižší než u nás, například v oblasti vytápění rodinných domů by se daly nalézt značné příležitosti. Dále se otevírají trhy Kazachstánu, Rumunska, Bulharska, severovýchodních a pobaltských států kde je kladen větší důraz na ekologičtější formy vytápění. Na těchto trzích je také vyšší podíl automobilů na LPG, takže je předpoklad dalšího rozšiřování (případně rekonstrukcí) čerpacích stanic s tímto palivem. Cenová politika je nastavena přijatelně, avšak je důležité sledovat kursové změny, vzhledem k majoritnímu podílu vývozu.

- rozšíření sortimentu cisteren a přepravní techniky na plyn CO₂,
- expanze do severovýchodních a pobaltských států, trvalá spolupráce,
- zvýšit podíl prodeje i na českém trhu – technikou s CO₂,
- cenová politika při obchodování se zahraničím (využití výhod eura),
- alternativní zdroje financí, např. pronájem střech hal a budov či volných ploch na umístění slunečních kolektorů, popřípadě vlastní využití získané energie.

Podnik by měl postupně přecházet na modernější technologie výroby, svařování, lakování, atd. Bude to potřebné i pro získávání certifikátů ve výše zmíněných zemích. Měla by být dostavěna nová kompletační hala, tím by došlo k rozšíření výrobních prostor, neboť výroba vzhledem k bezpečnostním podmínkám je prostorově náročná. To plyne také z předpokládaného růstu zakázek (technika na CO₂), které by v opačném případě nebylo možné uspokojovat a už nyní je situace s nedostatkem výrobních prostor hraniční. Modernizaci výroby a vývoj by bylo možno zčásti financovat ze Strukturálních fondů EU. Zvyšování kvalifikace zaměstnanců by bylo možné dotovat z operačního programu EU - Lidské zdroje a zaměstnanost i prostřednictvím vlastní svářečské školy. Dovednosti zaměstnanců jsou jedním z pilířů zvyšování hodnoty firmy.

Firma VPS Rosice, je na českém trhu v této oblasti podnikání prakticky jedinou. Avšak při rozšíření výrobní základny mimo současnou hlavní činnost, by se muselo počítat se značnou konkurencí, která je v rámci Pardubického kraje poměrně vysoká. Pak by bylo výhodné více firmu propagovat, například v odborných časopisech, na internetu, pravidelně aktualizovat stránky a v neposlední řadě zlepšit komunikaci se zákazníkem. Šlo by především o následující návrhy:

- zlepšení komunikace se zákazníkem vhodným zaměřením z hlediska jejich struktury, výrobků, distribučních kanálů a objemů prodeje;
- přeorganizování obchodu a rozdělení obchodních činností;
- management pohledávek (prevence, vymáhání, atd.);
- modernizace webových stránek, pravidelná aktualizace;
- články a reklamy o výrobcích a firmě v odborných časopisech.

Dalo by se uvažovat o dalších a dalších možných návrzích a dílčích vylepšení v čem podnik změnit a jak dosáhnout vyšší tržní hodnoty. Hlavní možná opatření jsou zřejmá z textu výše. Některé z uvedených návrhů však nelze aplikovat společně. Cíl podniku je znám, zbývá už jen vybrat správnou a nejschůdnější kombinaci prostředků k dosažení stanoveného cíle. V další podkapitole budou popsány možné vlivy výše uvedených opatření na situaci podniku prostřednictvím odhadů jednotlivých položek účetních výkazů, ukazatelů finanční analýzy a následné zkrácené výpočty tržní hodnoty podniku.

4.3 Nové ocenění podniku podle možného budoucího vývoje

Nelze přesně odhadnout jaké by mohly mít výše uvedené změny vliv na hospodaření podniku, obzvláště v dnešní turbulentní době a ve stále doznívající krizi, která v některých zainteresovaných státech zažívá svůj vrchol. Následující tabulka předkládá možné změny jednotlivých účetních položek tak, jak by se mohly vyvíjet v budoucnosti, v závislosti na aplikaci uvedených návrhů.

Tabulka č. 11 – Vliv uvažovaných změn na položky hospodaření (v tis. Kč)

Ukazatel	2009	Odhad bud. let	Poznámka	Změna (%)
Celková aktiva	168 033	170 000		1,2
Dlouhodobý majetek	50 812	55 000	hala, stroje	8
Oběžná aktiva	115 104	115 000	viz níže	0
Zásoby	74 960	65 000	odprodej nadbyt.	-13
Krátkodobý fin. majetek	7 158	10 000	pohl., pronájem	43
Celková pasiva	168 033	170 000		1,2
Vlastní kapitál	111 906	95 000	zisk min. let	15,2
Cizí zdroje	56 126	80 000	rezervy, úvěry	43
Dlouhodobé závazky	624	1 000	společníci	17
Krátkodobé závazky	48 576	50 000	zálohy	11,3
Tržby	319 292	340 000	plán	6,3
Hospodářský výsledek	9 912	12 000	plán	20

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

Samozřejmě změna hodnot v účetních výkazech povede k nemalým změnám ve finanční analýze podniku, konkrétně v oblasti poměrových ukazatelů. Tyto změny by měly směřovat k hodnotám optimálním pro každý jednotlivý ukazatel, avšak neexistuje dokonalá hodnota, vždy záleží na typu podniku a jeho činnosti, stylu řízení a vývoji makrookolí i mikrookolí.

Jak je vidět v tabulce č. 12 na následující stránce, změny v jednotlivých položkách hospodaření firmy přinesly ve většině ukazatelů zlepšení, prakticky všechny již dosahují optimálních hodnot. Podnik lze považovat za „zdravý“ a pokud by se tyto hodnoty dařilo dlouhodobě udržet a stabilizovat, vedlo by to k dalším kladným výsledkům.

Tabulka č. 12 – Vliv uvažovaných změn na poměrové ukazatele

Ukazatel	2009	Výpočet odhadu	Optimum
ROA	0,059	0,071	min 0,07
ROE	0,089	0,13	cca 0,11
ROS	0,031	0,036	max
Obrat celkových aktiv	1,911	2	1 - 3
Obrat stálých aktiv	6,318	6,2	min 5
Rychlost obrátu zásob	4,284	5,23	max
Rychlost obrátu pohledávek	9,735	10,1	max
Okamžitá likvidita	0,147	0,2	0,2 - 0,5
Pohotová likvidita	0,826	1	1 - 1,5
Běžná likvidita	2,3696	2,3	1,5 - 2,5
Celková zadluženost	0,334	0,47	0,3 - 0,7
Zadluženost vl. kapitálu	0,5015	0,84	cca 0,5

Zdroj: Účetní výkazy VPS, a.s. Rosice a vlastní výpočty

Posledním krokem je zkrácené přecenění podniku na základě nových vstupních hodnot. Tržní cena podniku by měla narůst zhruba o 10 až 20 mil Kč v závislosti na zvolené výpočetní metodě. V následující tabulce jsou uvedeny výsledky jednotlivých metod po dosažení nových hodnot vstupních veličin uvedených v textu výše.

Tabulka č. 13 – Souhrnný přehled výsledků ocenění (v tis. Kč)

Metoda	Původní hodnota	Nová hodnota	Změna
Likvidační hodnota	102 000	114 000	12 000
Substanční hodnota	188 000	195 000	7 000
DCF entity	151 000	165 000	14 000
Průměr	147 000	158 000	11 000

Zdroj: Vlastní výpočty

Metoda srovnatelných transakcí nebyla uvažována, neboť ji principiálně dostatečně neovlivní navrhovaná opatření a navíc vliv možných změn by byl pro tak nepřesnou metodu neznatelný. U metody DCF - entity šlo jen o dopočítání následujícího „fiktivního“ roku do první fáze výpočtu (výsledek tohoto roku byl vypočten na 14 mil. Kč), při zachování stejného počtu uvažovaných let.

4.4 Zhodnocení návrhových opatření

Výsledky u všech metod se podařilo prostřednictvím návrhových opatření navýšit hodnotu podniku v průměru o 11 mil. Kč, což je na spodní hranici odhadovaného předpokladu, přesto je to dobrý výsledek a je zřetelné, že i relativně malé změny ve struktuře podnikových aktiv, pasiv atd. mohou znamenat 10 % navýšení tržní hodnoty podniku. Také to dokazuje jak moc hodnotu ovlivňuje aktuální situace.

Je velice složité odhadnout zda by změny měly skutečně vliv v takovémto rozsahu. Pokud by se však v podniku podařilo prosadit alespoň některé navrhované alternativy, tržní hodnotu podniku by to jistě navýšilo a celkově vylepšilo situaci firmy. Realizace návrhů závisí na managementu podniku, který je změnám nakloněn, avšak v době krize jsou klíčová rozhodnutí složitější a v řízení převažuje opatrnost.

Závěr

Předmětem této diplomové práce bylo porozumění obsáhlé problematice určování tržní hodnoty podniku a aplikace nabytých znalostí na konkrétní firmu. Výběr metod byl podřízen vlastnostem sledovaného podniku a účelu ocenění.

V úvodu práce byl charakterizován současný stav firmy (nabídka produktů, důležití obchodní partneři, apod.) s ohledem na několik posledních let. Seznámení s výsledky hospodaření odhalilo obtíže, se kterými se firma potýkala, a které vyvrcholily v roce 2008. S maximálním nasazením se managementu podniku podařilo eliminovat nepříznivý vývoj, ale všechna negativa nebyla zatím trvale odstraněna. V této části je také uvedena strategie firmy do dalších let. Dalším krokem bylo provedení obecné charakteristiky teorie oceňování podniku, jejich cílů, uživatelů, vstupních údajů a metod zpracování. Na tomto základě bylo vybráno spektrum metod vhodných pro aplikaci na hodnocení podniku.

Naplňování cíle začalo sběrem dat z účetních výkazů a jejich podrobná analýza pomocí poměrových ukazatelů rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti podniku za posledních pět let. Z výsledků pak bylo vytipováno několik slabých míst v hospodaření firmy. Část práce je věnována také analýze vnějšího a vnitřního okolí podniku. Hlavní část je pak věnována výpočtům hodnoty podniku pomocí metod likvidační hodnoty, metody substanční hodnoty, metodou DCF-entity a jako doplňková byla zvolena metoda srovnatelných transakcí, která zastupuje metody tržního porovnání. Očekávanou spodní hranici hodnoty podniku 102 000 000 Kč přinesl výpočet metodou likvidační hodnoty. Metoda substanční pak tuto hodnotu skoro zdvojnásobila, což je zapříčiněno specifickým oborem podnikání podniku. Výsledek 151 000 000 Kč stěžejní metody DCF-entity je považován za nejobjektivnější a metoda srovnatelných transakcí ho potvrdila. Podnik tak prosperuje a není důvod uvažovat o ukončení jeho činnosti. Důležitý je i fakt, že ocenění proběhlo k datu 31.12.2009, takže dnes již může být skutečný stav odlišný. Také je potřeba brát v úvahu, že nejpřesnějších hodnot dosahují pouze špičkoví odhadci, kteří mají potřebné dlouhodobé zkušenosti, ale i uvedené výsledky lze považovat v rámci této práce za relevantní.

Cílem této práce bylo pomocí znalosti metod oceňování určit současnou hodnotu podniku VPS, a.s. Rosice a navrhnout optimalizační opatření na zvýšení této metody v blízkém časovém horizontu. Firma VPS, a.s. Rosice úspěšně působí ve strojírenském odvětví již několik desetiletí a její hospodaření prodělalo v posledních obdobích značné výkyvy, které vyvolávají potřebu nových návrhů. Ke splnění cíle bylo nutné se seznámit

s finančními výkazy firmy, teorií oceňování podniku a úskalími, která mohou v průběhu práce vyvstat.

Před návrhem konkrétních optimalizačních opatření bylo třeba si uvědomit, co je v podniku realizovatelné a co spadá do strategie podniku. Pro zvýšení tržní hodnoty podniku promítnutou do jednotlivých přepočtených metod, lze doporučit několik základních rad. Optimalizace nákladových položek, zaměření se na produktivitu práce a redukce nadbytečných pracovních sil. Dalšími možnostmi jsou: úprava majetkové struktury ve prospěch cizího kapitálu, rozšíření sortimentu mimo trh s LPG, prohlubování spolupráce s partnery v zemích severní a východní Evropy. A v neposlední řadě by firma měla využít rozvojových Fondů EU na potřebné investiční akce. Aplikace konkrétních návrhů spadajících do těchto oblastí, přinesla v konečném přepočtu zvýšení hodnoty podniku o 10 % na sumu 165 000 000 Kč (v případě metody DCF- entity). Tento výsledek je potvrzením přínosu jednotlivých návrhů, a proto by tak práce mohla posloužit jako prvotní podklad dílčích změn, které by využil management podniku.

Cílem práce nebylo negativně hodnotit vývoj firmy VPS, a.s. Rosice, ale objektivně zhodnotit situaci a vypočítat konkrétní hodnoty ocenění podniku, což vyústilo v návrhy opatření, které by vedly ke zvýšení tržní hodnoty podniku. Tímto se stanovený cíl práce podařilo v rámci možných mezí naplnit.

POUŽITÁ LITERATURA

- [1] MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [2] MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku – ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
- [3] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1 vydání. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [4] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardní hodnoty*. 1 vydání. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [5] IVS – International value standards 2000. český překlad *Mezinárodní účetní standardy 2000*. Praha: IVSC, 2000. ISBN 80-238-2029-0.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2 vydání. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN: 80-7179-529-1.
- [7] VALACH, Josef a kolektiv. *Finanční řízení podniku*. 2 vydání. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-26-1.
- [8] MELICHAR, Vlastimil; JEŽEK, Jindřich. *Ekonomika dopravního podniku*. 1 vydání. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2003. 208 s. ISBN 80-7194-510-2.
- [9] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1 vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0
- [10] VPS, a.s. Rosice. *Výroční zpráva VPS, a.s. Rosice za rok 2009*. 17.5.2009, 16 s.

Elektronické dokumenty

- [11] *Oficiální stránky VPS, a.s. Rosice* [online]. c2004, poslední revize 13.4.2010, [cit. 2010-04-11]. Dostupné z: <<http://www.vspr.cz/>>.
- [12] *Trh firem* [online]. c2004, poslední revize 20.5.2010, [cit. 2010-04-18]. Dostupné z: <<http://www.trhfirem.cz/>>.
- [13] *Prodej firem a společností* [online]. c2006, poslední revize 22.4.2010, [cit. 2010-04-18]. Dostupné z: <<http://www.profirm.cz/>>.
- [14] *Server českého soudnictví* [online]. c2000, poslední revize 17.5.2010, [cit. 2010-03-15]. Dostupné z: <<http://www.justice.cz/>>.
- [15] *Ekonomické a daňové poradenství* [online]. c2006, poslední revize 6.5.2010, [cit. 2010-03-27]. Dostupné z: <<http://www.testyzucetnictvi.cz/>>.
- [16] *Manažerské poradenství v akci* [online]. c2003, poslední revize 26.11.2009, [cit. 2010-04-15]. Dostupné z: <<http://www.practical.cz/>>.

SEZNAM TABULEK

	strana
Tabulka č. 1 – Ukazatele rentability v letech 2005 -2009	51
Tabulka č. 2 – Ukazatele aktivity v letech 2005 – 2009.....	52
Tabulka č. 3 – Ukazatele likvidity v letech 2005 - 2009.....	53
Tabulka č. 4 – Ukazatele zadluženosti v letech 2005 – 2009.....	54
Tabulka č. 5 – Ukazatele tržní hodnoty 2005 – 2009.....	55
Tabulka č. 6 – Provozně nepotřebná aktiva v letech 2005 – 2009 (v tis. Kč).....	56
Tabulka č. 7 – Postup výpočtu metodou likvidační hodnoty (v tis. Kč)	58
Tabulka č. 8 – Postup výpočtu metodou substanční hodnoty (v tis. Kč)	59
Tabulka č. 9 – Postup výpočtu 1. fáze metody DCF – entity (v tis. Kč).....	60
Tabulka č. 10 – Základní údaje srovnávaných firem (v mil. Kč).....	61
Tabulka č. 11 – Vliv uvažovaných změn na položky hospodaření (v tis. Kč)	66
Tabulka č. 12 – Vliv uvažovaných změn na poměrové ukazatele.....	67
Tabulka č. 13 – Souhrnný přehled výsledků ocenění (v tis. Kč).....	67

SEZNAM OBRÁZKŮ

	strana
Obrázek č. 1 – Logo firmy.....	10
Obrázek č. 2 – Letecký pohled na areál firmy v Rosicích.....	12
Obrázek č. 3 – Tržby za nádrže v letech 1994 - 2008	13
Obrázek č. 4 – Tržby za přepravní techniku v letech 1994 - 2008.....	14
Obrázek č. 5 – Struktura prodeje	16
Obrázek č. 6 – Čistý zisk po zdanění a jeho vývoj v letech 1994 - 2008.....	17
Obrázek č. 7 – Výkon, tržby a přidaná hodnota v letech 1994 - 2008	18
Obrázek č. 8 – Počet zaměstnanců, produktivita práce a mzdy v letech 1994 – 2008.....	19
Obrázek č. 9 – Vztahy funkcí oceňování.....	24
Obrázek č. 10 – Vztah subjektivní a objektivní hodnoty ocenění.....	26
Obrázek č. 11 – Vývoj potenciálu podniku	28
Obrázek č. 12 – Vzájemný vztah rozvahy, výkazu zisku a ztrát a cash flow.....	29
Obrázek č. 13 – Generátory hodnoty.....	33
Obrázek č. 14 – Faktory ovlivňující výpočet jednotlivých metod	37
Obrázek č. 15 – Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku	45
Obrázek č. 16 – Vývoj hospodářského výsledku v letech 2005 – 2009.....	50
Obrázek č. 17 – Vývoj celkových aktiv v letech 2005 – 2009.....	52

SEZNAM ZKRATEK

a.s.	akciová společnost
ADR	Accord européen au transport international des marchandises dangereuses par route – Evropská dohoda o mezinárodních silniční dopravě nebezpečných věcí
APV	adjustment present value = upravená současná hodnota
CE	Communauté Européenne = značka požadavků evropských norem
CF	Cash Flow = peněžní tok (PT)
CO ₂	oxid uhličitý
CZK	česká koruna [Kč]
DCF	discount cash flow = diskontované peněžní toky
DDM	dividend discount = diskontované dividendy
DIČ	daňové identifikační číslo
DPS	dividend per share = dividendy na akcii
EBIT	Earnings before Interest and Taxes = Zisk před odečtením úroků a daní (ZUD)
EU	European Union - Evropská unie
EVA	economic value added = ekonomická přidaná hodnota
FCFF	free cash flow to the firm = peněžní tok pro věřitele
FCFE	free cash flow to the equity = peněžní tok pro akcionáře
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung = společnost s ručením omezeným (s.r.o.)
IČ	identifikační číslo
ISO	International Organization of Standardization = Mezinárodní organizace pro standartizaci
LPG	kapalný ropný plyn
P/E	price-earnings ratio = poměr tržní ceny akcie a čistého zisku
PH	pokračující hodnota
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
s.p.	státní podnik
s.r.o.	společnost s ručením omezeným
TÜV	Technischer Überwachungs–Verin = Inspekční a certifikační orgán
WACC	weighted average cost of capital = vážené kapitálové náklady

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 – Výkaz zisků a ztát za rok 2009 (2008) – 2 strany

Příloha č. 2 – Rozvaha v plném rozsahu za rok 2009 (2008) – 4 strany

Příloha č. 3 - Cash flow 2009 – 2 strany

Příloha č. 1

Minimální závazný výčet informací
podle vyhlášky č. 500/2002 Sb.

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT v plném rozsahu

IČO
60108819

Obchodní firma a sídlo účetní jednotky
Východočeské plynárenské strojírný, a.s.
Rosice 16, 538 34 Rosice Czech Republic
zápis v OR KS Hradec Králové v odd.B
vločka 1017

(vyslori1)

12_09 DATUM : 24.2.2010

označ. a	TEXT b	řad. c	Běžné účetní období	Minulé účetní období
I.	Tržby za prodej zboží	2010 01		
A.	Naklady vynaložene na prodane zboží	2020 02		
+	OBCHODNI MARZE r.01 - 02	2030 03		
II.	VÝKONY	2040 04	327 383	274 535
II.1.	Tržby za prodej vlastnich výrobků a služeb	2050 05	319 292	276 917
II.2.	Změna stavu vnitropod. zásob vlastní výroby	2060 06	5 875	-4 476
II.3.	Aktivace	2070 07	2 215	2 094
B.	VÝKONOVÁ SPOTŘEBA	2080 08	243 750	214 234
B.1.	Spotreba materialu a energie	2090 09	205 837	180 573
B.2.	Sluzby	2100 10	37 912	33 660
+	PŘIDANÁ HODNOTA	2110 11	83 633	60 301
C.	OSOBNÍ NAKLADY r.13 az 16	2120 12	60 084	47 008
C.	Mzdove naklady	2130 13	44 787	32 739
C.1.	Odmeny clenum organu spolecnosti	2140 14	2 025	2 025
C.2.	Naklady na socialni zabezpeceni	2150 15	11 993	11 071
C.3.	Socialni naklady	2160 16	1 277	1 171
D.	Dane a poplatky	2170 17	1 627	999
E.	Odpisy dlouhodobého neh. a hm. majetku	2180 18	9 186	8 481
III.	TRŽBY Z PRODEJE DLOUHOD.MAJETKU A MATERIÁLU ²¹⁹⁰	19	1 826	2 163
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	2220 20	179	827
III.2.	Tržby z prodeje dlouhodobého materiálu	2210 21	1 647	1 335
F.	ZŮST.CENA PRODANÉHO DLOUH.MAJETKU A MATERIÁLU ^{2200J}	22	1 013	739
F.1.	Zust. cena prod. dlouhod. majetku	2230 23	96	88
F.2.	Prodaný materiál	2240 24	916	650
G.	Změna stavu rezerv a oprav.položek	2245 25	-3 471	2 090
IV.	Ostatni provozni vynosy	2250 26	803	1 356
H.	Ostatni provozni naklady	2260 27	4 847	1 478
V.	Prevod provoznich vynosu	2270 28		
I.	Prevod provoznich nakladu	2280 29		
	PROVOZNI HOSPODARSKY VYSLEDEK	2290 30	12 975	3 024

(vysioriz)

označ. a	T E X T b	řád. c	Běžné účetní období	Minulé účetní období
VI.	Trzby z prodeje cenných papírů a podílů	2300		52
J.	Prodane cenne papiry a vklady	2310		110
VII.	VÝNOSY Z DLOHODOB.FIN.MAJETKU	2320		
VII.1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách	2330		
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cen.papírů	2340		
VII.3.	Vynosy z ostat. dlohodob.majetku	2350		
VIII.	Vynosy z kratkodobeho financniho majetku	2360		
K.	Náklady z finančního majetku	2361		
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů	2362		
L.	Náklady z přecenění cenných papírů	2363		
M.	Změna stavu rezerv a opr.položek ve fin.obl.	2370		
O.	Zuctovani opravnych polozek do financ.nakladu	2400		
X.	Vynosove uroky	2410	19	78
N.	Nakladove uroky	2420	399	986
XI.	Ostatni financni vynosy	2430	8 987	9 292
O.	Ostatni financni naklady	2440	11 670	11 023
XII.	Prevod financnich vynosu	2450		
P.	Prevod financnich nakladu	2460		
	FINANČNÍ HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK	2470	-3 062	-2 697
Q.	DAN Z PRIJMU ZA BEZNOU CINNOST	2480	0	689
Q.1.	-splatna	2490	0	670
Q.2.	-odlozena	2500		18
**	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	2520	9 912	- 362
XIII.	Mimoradne vynosy	2530		
R.	Mimoradne naklady	2540		
S.	DAN Z PRIJMU Z MIMORADNE CINNOSTI	2550		
S.1.	-splatna	2560		
S.2.	-odlozena	2570		
	MIMORADNY HOSPODARSKY VYSLEDEK	2580		
W.	Prevod podilu na hosp. vysledku spolecnikum	2590		
	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA OBDOBÍ	2600	9 912	- 362

Sestaveno dne :	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky :
	Podpis :
Právní forma účetní jednotky	Předmět podnikání :

Příloha č. 2

Minimální závazný výčet informací
podle vyhlášky č. 500/2002 Sb.

ROZVAHA v plném rozsahu

Ke dni :

IČO
60108819

Obchodní firma a sídlo účetní jednotky
Východočeské plynárenské strojírny, a.s.
Rosice 16, 538 34 Rosice Czech Republic
zápis v OR KS Hradec Králové v odd.B
vločka 1017

(rozvorí1)

12_09 DATUM : 24.2.2010

označ. a	AKTIVA b	řád. c	Běžné účetní období			Minulé úč.ob.
			BRUTTO 1	KOREKCE 2	NETTO 3	NETTO 4
	AKTIVA CELKEM 0010	01	283 937	115 904	168 033	190 264
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál 0020	02				
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK 0030	03	166 629	115 816	50 812	51 007
B.I.	DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK 0040	04	1 023	861	161	111
B.I.1.	Zřizovací výdaje 0050	05				
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje 0060	06				
B.I.3.	Software 0070	07	771	681	90	111
B.I.4.	Ocenitelná práva 0080	08	180	180		
B.I.5.	Goodwill (+/-) 0082	09				
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek 0090	10				
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehm.majetek 0100	11	71		71	
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodob nehm. majetek 0110	12				
B.II.	DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK 0120	13	165 244	114 954	50 290	50 535
B.II.1.	Pozemky 0130	14	988		988	878
B.II.2.	Stavby 0140	15	75 042	41 181	33 861	33 154
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory MV 0150	16	88 510	73 773	14 736	16 456
B.II.4.	Pěstitelské celky trvalých porostů 0160	17				
B.II.5.	Základní stádo a tažná zvířata 0170	18				
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek 0180	19				
B.II.7.	Nedokončený dlouhodob. hmotný majetek 0190	20	703		703	45
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodob. hmot.majetek 0200	21				
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytemu majetku (+/-) 0210	22				
B.III.	DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK 0220	23	361		361	361
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách 0230	24	361		361	361
B.III.2.	Podíly v úč.jednotkách s podstatným vlivem 0240	25				
B.III.3.	Ostatní dlouhodob cenné papíry a podíly 0250	26				
B.III.4.	Půjčky a úvěry ovl. a říz.osobám 0260	27				
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek 0270	28				
B.III.6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek 0271	29				
B.III.7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodob fin.majetek 0272	30				

(rozvori2)

DATUM : 24.2.2010

označ. a	AKTIVA b	řád. c	Běžné účetní období			Minulé úč.ob.	
			BRUTTO 1	KOREKCE 2	NETTO 3	NETTO 4	
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	0280	31	115 192	88	115 104	135 329
C.I.	ZÁSoby	0290	32	74 960		74 960	73 131
C.I.1.	Material	0300	33	53 712		53 712	57 759
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	0310	34	21 248		21 248	14 748
C.I.3.	Výrobky	0320	35				623
C.I.4.	Zvířata	0330	36				
C.I.5.	Zboží	0340	37				
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0350	38				
C.II.	DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY	0360	39				
C.II.1.	Pohledavky z obchodních vztahů	0370	40				
C.II.2.	Pohledavky za ovládanými a řízenými osobami	0380	41				
C.II.3.	Pohledavky za úč. jednotkami pod podst.vlivem	0390	42				
C.II.4.	Pohledavky za společníky, členy družstva a sdr	0400	43				
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0401	44				
C.II.6.	Dohadné účty aktivní	0402	45				
C.II.7.	Jiné pohledavky	0410	46				
C.III.8.	Stat-odložena danova pohledavka	0470	47				
C.III.	KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY	0420	48	33 073	88	32 985	31 317
C.III.1.	Pohledavky z obchodních vztahů	0430	49	28 788	88	28 699	27 427
C.III.2.	Pohledavky za ovládanými a řízenými osobami	0440	50				
C.III.3.	Pohledavky za úč.jednotkami s pods.vlivem	0480	51				
C.III.4.	Pohledavky za společníky, členy družstev a sdr	0490	52				
C.III.5.	Sociální zabezpečení a zdravotní poj.	0450	53				
C.III.6.	Stát-daňové pohledavky	0460	54	2 952		2 952	2 992
C.III.7.	Ostatní poskytnuté zálohy	0462	55	977		977	627
C.III.8.	Dohadné ucty aktivni	0600	56	375		375	315
C.III.9.	Jine pohledavky	0500	57	-19		-19	-45
C.IV.	KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK	0510	58	7 158		7 158	30 881
C.IV.1.	Penize	0520	59	387		387	252
C.IV.2.	Ucty v bankach	0530	60	6 770		6 770	30 629
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0540	61				
D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0560	62	2 116		2 116	3 927
C.IV.4.	Pořízený krátkodobý finanční majetek	0541	62				
D.I.1.	Naklady prístich období	0570	63	1 941		1 941	3 333
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	0572	64	174		174	593
D.I.3.	Prijmy prístich období	0580	65				

DATUM : 24.2.2010

(rozvori3)

označ. a	PASIVA b	řád. c	Běžné účetní období	Minulé účetní období
	PASIVA CELKEM	0610	168 033	190 264
A.I.	VLASTNI KAPITÁL	0620	111 906	102 325
A.I.	ZAKLADNI KAPITAL	0630	90 961	90 961
A.I.1.	Zakladni kapitál	0640	90 961	90 961
A.I.2.	Vlastni akcie a vlastni obchodni podily (-)	0650		
A.I.3.	Zmena zakladniho kapitalu (+/-)	0651		
A.II.	KAPITALOVE FONDY	0660		
A.II.1.	Emisni azio	0670		
A.II.2.	Ostatni kapitalove fondy	0680		
A.II.3.	Ocenovaci rozdily z preceneni majetku	0690		
A.II.4.	Ocenovaci rozdily pri premenach	0700		
A.III.	REZERVNI, NEDELITELNY A OSTATNI FONDY	0710	7 947	8 278
A.III.1.	Zakonny rezervni fond / Nedelitelný fond	0720	8 212	8 212
A.III.3.	Statutarni a ostatni fondy	0740	- 264	66
A.IV.	HOSPODARSKY VYSLEDEK MINULYCH LET	0750	3 085	3 085
A.IV.1.	Nerozdeleny zisk minulych let	0760	3 085	3 085
A.IV.2.	Neuhrazena ztrata minulych let	0770		
A.V.	HOSP.VYSLEDEK BU OBD	0780	9 912	
B.	CIZI ZDROJE	0790	56 126	87 939
B.I.	REZERVY	0800		4 174
B.I.1.	Rezervy podle zvláštñích předpisů	0810		3 503
B.I.2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0812		
B.I.3.	Rezerva na daň z příjmu	0811		670
B.I.4.	Ostatni rezervy	0830		
B.II.	DLOUHODOBE ZAVAZKY	0840	624	2 380
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	0842		
B.II.2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0850		
B.II.3.	Závazky k úč.jednotkám s podstatným vlivem	0860		
B.II.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a sdr	0862	-1 331	- 887
B.II.5.	Dlouhodobě přijaté zálohy	0870		
B.II.6.	Emitovane dluhopisy	0880		
B.II.7.	Dlouhodobé směnky k uhradě	0890		
B.II.8.	Dohadné účty pasivní	0892		
B.II.9.	Jiné závazky	0900	1 163	2 475
B.II.10.	Odložený daň.závazek	0835	792	792

DATUM : 24.2.2010

(rozvori4)

označ. a	PASIVA b	řád. c	Běžné účetní období	Minulé účetní období
B.III.	KRATKODOBE ZAVAZKY 0910	101	48 576	68 566
B.III.1.	Zavazky z obchodních vztahů 0920	102	31 531	47 455
B.III.2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám 0990	103		1 100
B.III.3.	Závazky k úč.jednotkám s podstatným vlivem 0980	104		
B.III.4.	Zavazky ke společníkům, členům družstva a sdr. 0930	105	164	210
B.III.5.	Zavazky k zaměstnancům 0940	106	7 653	3 213
B.III.6.	Zavazky ze sociálního zabezpečení a zdr.poj. 0950	107	1 180	1 165
B.III.7.	Stat-danové závazky a dotace 0960	108	675	
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy 0925	109	6 938	14 810
B.III.9.	Vydané dluhopisy 0927	110		
B.III.10.	Dohadné účty pasivní 1100	111	432	610
B.III.11.	Jiné závazky 1000	112		
B.IV.	BANKOVNI UVERY A VYPOMOCI 1010	113	6 925	12 817
B.IV.1.	Bankovní uvery dlouhodobé 1020	114	6 925	7 817
B.IV.2.	Bankovní úvěry krátkodobé 1030	115		5 000
B.IV.3.	Krátkodobé finanční vypomoci 1040	116		
C.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ 1050	117		
C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ 1060	117		
C.I.1.	Vydaje přistich období 1070	118		
C.I.2.	Vynosy přistich období 1080	119		
	KONTROLNI CISLO 1990	120	662 220	761 058

Sestaveno dne :	Podpisový záznam statutárního orgánu účetní jednotky :
	Podpis :
Právní forma účetní jednotky	Předmět podnikání :

Příloha č. 3

Minimální závazný výčet informací
podle vyhlášky č. 500/2002 Sb.

CASH FLOW

IČO
60108819

Obchodní firma a sídlo účetní jednotky
Východočeské plynárenské strojírný, a.s.
Rosice 16, 538 34 Rosice Czech Republic
zápis v OR KS Hradec Králové v odd.B
vložka 1017

(vyslori1)

12_09 DATUM : 24.2.2010

označ. a	T E X T b	řád. c	Běžné účetní období
	PREHLED O PENEZNIICH TOCICH CASH FLOW	3010	01
P.	OBRAT PENEZNIICH PROSTREDKU ZA BEZ.OBD.	3020	02
	ROZDIL P-A-B-C	3030	03
	A+B+C PENEZNI TOK	3040	04
A.	CISTY PENEZNI TOK Z BEZNE A MIMORADNE	3050	05
Z.	UCETNI HOSP.VYSLEDEK VYSLEDOVKA	3060	06
A.1.	UPRAVY O NEPEZNI OPERACE	3070	07
A.1.1	Odpisy stálých aktiv	3080	08
A.1.2	Odpis opr.položek k majetku	3090	09
A.1.3	Změna zůstatku rezerv	3100	10
A.1.4	Změna čas.rozlišení	3110	11
A.1.4.1	dtto	3112	11
A.1.4.2	dtto	3114	11
A.1.5	Změna zůstatku opr.položek	3120	12
A.1.6	Zisk z prodeje stálých aktiv	3130	13
A.1.7	Zúčtování oceňovacích rozdílů	3140	14
A.2.	UPRAVY OBEZNYCH AKTIV	3150	15
A.2.1	Změna stavu pohledávek	3160	16
A.2.2	Změna stavu krátkodobých závazků	3170	17
A.2.3	Změna stavu zásob	3180	18
A.2.4	Změna stavu fin.majetku	3190	19
B.	INVESTICNI CINNOST	3200	20
B.1.	NABYTI STALYCH AKTIV	3210	21
B.1.1	Nabytí hmotného majetku	3220	22
B.1.2	Nabytí nehmotného majetku	3230	23
B.1.3	Nybytí fin.investic	3240	24
B.2.	VYNOSY Z PRODEJE STALYCH AKTIV	3250	25
B.2.1	Výnosy z prodeje majetku	3260	26
B.2.2	Výnosy z prodeje fin.investic	3270	27
B.3.	KOMPLEXNI PRONAJEM	3280	28
B.3.1	Úhrada pohledávek z komplex.pronájmu	3290	29
B.3.2	Úhrada závazků z pronájmu	3300	30

IČO
60108819

Obchodní firma a sídlo účetní jednotky
Východočeské plynárenské strojírny, a.s.
Rosice 16, 538 34 Rosice Czech Republic
zápis v OR KS Hradec Králové v odd.B
vločka 1017

(vyslori1)

12_09 DATUM : 24.2.2010

označ. a	T E X T b	řad. c	Běžné účetní období
C.	FINANČNÍ ČINNOST 3310	31	-2 979
C.1.	ZMĚNA STAVU DLOUHODOBYCH ZAVAZKU 3320	32	-2 648
C.1.1	Zvýšení dlouhodobých úvěrů 3330	33	2 000
C.1.2	Snížení dlouhodobých úvěrů 3340	34	-2 892
C.1.3	Zvýšení závazků z dluhopisů 3350	35	
C.1.4	Snížení závazků z dluhopisů 3360	36	
C.1.5	Zvýšení ostatních dlouhodobých závazků 3370	37	- 424
C.1.6	Snížení ostatních dlouhodobých závazků 3380	38	-1 331
C.2.	ZVÝŠENÍ A SNÍŽENÍ ZÁKLADNÍHO KAPITÁLU 3390	39	- 330
C.2.1	Upsání cenných papírů 3400	40	
C.2.2	Přeměna dluhopisů na akcie 3410	41	
C.2.3	Peněžní dary a dotace 3420	42	
C.2.4	Kapitalizace závazků 3430	43	
C.2.5	Úhrada ztráty společnosti 3440	44	
C.2.6	Nárok na dividendy a podíly na zisku 3450	45	
C.2.7	Vyplacení vlastního jmění společníkům 3460	46	
C.2.8	Odpis vlastních akcií 3470	47	
C.2.9	Ostatní změny 3480	48	- 330