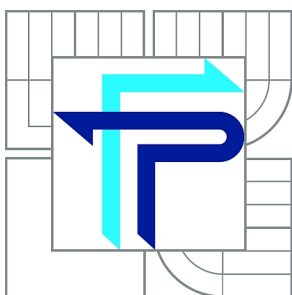


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

FIRMS VALUE ESTIMATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. MARIKA SMRČKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Smrčková Marika, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku

v anglickém jazyce:

Firms Value Estimation

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce: přístupy k určování hodnoty podniku

Strategická analýza odvětví a podniku

Finanční plán

Stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd Edition. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012. 974 s. ISBN 9781118011522.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vydání Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2014/2015.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 22.8.2014

ANOTACE

Tato diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku pomocí výnosových metod ocenění. Teoretická část práce obsahuje základní teoretický rámec, týkající se oceňování podniku. Dále je provedena strategická a finanční analýza podniku. Praktická část práce se věnuje analýze a prognóze generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu a samotnému ocenění podniku na základě metody DCF a metody EVA. Závěrem je výrok o hodnotě společnosti k 31.12.2013.

ANNOTATION

This diploma thesis is focus on business valuation by using income - based valuation methods. The theoretical part comprises the fundamentals of valuation theory. Furthermore the strategic and financial analysis is done. The practical part includes the analysis and forecast of value drivers, financial plan and the valuation itself. The valuation is based on Discounted Cash flow method and Economic Value added method. In conclusion the statement about the value of the company at 31.12.2013 is reported.

KLÍČOVÁ SLOVA

Hodnota podniku, finanční plán, diskontované cash flow, strategická analýza, finanční analýza, SWOT analýza, generátory hodnoty, průměrné vážené náklady kapitálu.

KEY WORDS

Business value, financial plan, Discounted Cash flow, strategic analysis, financial analysis, SWOT analysis, value drivers, weighted average cost of capital.

SMRČKOVÁ, M. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2015. 120 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Mária Režňáková, CSc..

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 22.01.2015

.....

PODĚKOVÁNÍ

Ráda bych poděkovala paní prof. Ing. Márii Režňákové, CSc. za její neocenitelné vedení při celé práci, za její profesionalitu a za velmi cenné rady, které mi poskytla. Dále děkuji předsedovi představenstva Markovi Bukalovi, MBA z oceňované společnosti za jeho ochotu při získávání podkladů k ocenění a za to, že si vždy našel čas na konzultace, kterých bylo mnoho.

OBSAH

ÚVOD	6
CÍL PRÁCE, METODY, PŘEDPOKLADY A OMEZENÍ	13
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	15
1.1 HODNOTA PODNIKU	15
1.1.1 HLADINY HODNOTY PODNIKU	15
1.1.2 KATEGORIE HODNOTY	16
1.2 DOPORUČENÝ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	18
1.3 PŘEHLED METOD PRO FINANČNÍ OCENĚNÍ	18
1.4 SHRNUÍ PROCESU OCEŇOVÁNÍ	19
1.5 STRATEGICKÁ ANALÝZA	21
1.5.1 POSTUP STRATEGICKÉ ANALÝZY	21
1.6 FINANČNÍ ANALÝZA	22
1.6.1 POSTUP FINANČNÍ ANALÝZY	22
1.7 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ	23
1.8 PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL	24
1.9 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	24
1.10 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	25
1.11 PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	29
1.12 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	29
1.13 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	31
1.13.1 METODA DISKONTOVANÉHO CASH FLOW	31
1.13.2 DISKONTNÍ MÍRA PRO METODU DCF	36
1.13.3 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	40
2 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI A OBLAST PODNIKÁNÍ	44
2.1 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	44
2.2 HISTORIE SPOLEČNOSTI	45
2.3 STRATEGICKÉ OBCHODNÍ JEDNOTKY SPOLEČNOSTI	46
2.4 PRODUKTY SPOLEČNOSTI	47
2.5 ROZDĚLENÍ MAJETKOVÝCH PODÍLŮ, MAJETKOVÉ ÚČASTI V JINÝCH SPOLEČNOSTECH	47
2.6 VIZE SPOLEČNOSTI	47
2.7 ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	48
3 STRATEGICKÁ ANALÝZA	49
3.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ – SLEPT ANALÝZA	49
3.1.1 ZÁVĚREČNÍ SHRNUÍ SLEPT ANALÝZY POMOCÍ DÍLČÍ SWOT ANALÝZY	62
3.2 RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNÓZA	63
3.2.1 ANALÝZA ATRAKTIVITY TRHU	65
3.2.2 PROGNÓZA VÝVOJE TRHU	66
3.3 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY OCEŇOVANÉHO PODNIKU	68
3.3.1 STANOVENÍ TRŽNÍHO PODÍLU OCEŇOVANÉHO PODNIKU	68
3.3.2 IDENTIFIKACE HLAVNÍCH KONKURENTŮ	68
3.3.3 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY OCEŇOVANÉHO PODNIKU	71
3.3.4 ODVOZENÍ PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU A PROGNÓZY TRŽEB	73
4 FINANČNÍ ANALÝZA PRO ÚČELY OCENĚNÍ	77

4.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	77
4.1.1	HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA AKTIV	78
4.1.2	HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA PASIV	79
4.1.3	ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	79
4.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	80
4.2.1	SROVNÁNÍ S PODNIKY Z ODVĚTVÍ, ZÁVĚRY Z POMĚROVÉ ANALÝZY	82
4.3	SOUHRNNÉ HODNOCENÍ POMOCÍ RYCHLÉHO TESTU	84
4.3.1	SWOT ANALÝZA	85
5	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	86
5.1	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ	86
5.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	86
5.3	ANALÝZA A PROGNÓZA TRŽEB	87
5.4	ANALÝZA A PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE	87
5.5	ANALÝZA A PROGNÓZA PRACOVNÍHO KAPITÁLU	89
5.6	ANALÝZA A PROGNÓZA INVESTIC DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU	90
5.7	ANALÝZA RENTABILITY PROVOZNĚ NUTNÉHO INVESTOVANÉHO KAPITÁLU	91
5.8	PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	91
6	FINANČNÍ PLÁN	93
7	NÁVRH OCENĚNÍ	97
7.1	OCENĚNÍ METODOU DCF	97
7.1.1	VÝPOČET DISKONTNÍ MÍRY	97
7.1.2	STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI	100
7.2	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	103
7.2.1	ZÁVĚREČNÉ SHRUTÍ METOD DCF A EVA	104
7.3	OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ METODY SROVNATELNÝCH TRANSAKCÍ	105
8	ZMĚNA POUŽITÝCH PŘEDPOKLADŮ	107
ZÁVĚR		109
SEZNAM LITERATURY		112
SEZNAM OBRÁZKŮ		117
SEZNAM GRAFŮ		117
SEZNAM TABULEK		117
SEZNAM ZKRATEK		119
SEZNAM PŘÍLOH		120

ÚVOD

Co je to vlastně cena či hodnota ? Pro někoho se jedná o množinu finančních prostředků na bankovních účtech, pro někoho jde o hodnotný přístup k rodině a životu, pro jiné se může jednat o cenný přínos pro společnost jako celek. Z výše uvedeného sdělení vyplývá, že hodnoty našich celoživotních snažení mohou být pochopitelně měřitelné, na libovolné veličiny, ale především i neměřitelné, které společnost většinou vnímá subjektivně.

Každý z nás se již od útlého dětství podvědomě snaží měřit svoji cenu či hodnotu. Jako malé dítě v poměrování počtu krásných báboviček na pískovišti, na základní škole v množství bezchybně napsaných diktátů či v počtu přeskočení švihadla v tělesné výchově, na střední škole v předhánění se, kdo půjde na rande s nejhezčím klukem či holkou ze školy a dnes na vysoké škole, kdy měříme svoji hodnotu a srovnáváme ji na trhu práce při hledání své budoucnosti. Všichni moc dobře víme, že tvrdá práce je odměněna zářivou seberealizací v činnostech, které nás naplňují. A nejen proto neustále porovnáváme, kdo pracuje tvrději, kdo má jaké výsledky, kdo byl na kolika pracovních pohovorech, stážích či praxích. Je zřejmé, že hodnota resp. znalost hodnoty je pro každého z nás klíčovým atributem našich životů.

Co jiného je podnik, než skupina jednotlivců, které baví stejná věc a mají stejný cíl. Skupina lidí, kteří si díky své práci realizují své životní sny a při tom neustále měří svoji cenu. Podnik je jeden velký organizmus, který funguje stejně jako člověk. Má své slabé a silné stránky, má své dobré a špatné dny, je úspěšný nebo neúspěšný, podnik je zkrátka lidský. Pokud má být podnik cenný a hodnotný, musí kontinuálně znát svoji cenu, musí vědět, stejně jako my všichni, jaké jsou jeho generátory hodnoty, na co se má zaměřit, co rozvíjet a kde ubrat. Je stejný jako my všichni a proto má touhu po sebepoznání a zvyšování hodnoty sebe sama, mě přivedla k oceňování podniku. Osobně chci být tím člověkem, který do společnosti přináší měřitelnou i neměřitelnou hodnotu a oceňování podniku je pro mě další kapitola sebepoznání, kdy lépe pochopím další ekonomické souvztažnosti, které my budou k užitku nejen při výběru mého povolání, ale i k přiblížení toho, jak svět po kterém chodíme funguje.

Když se řekne oceňování podniku většina z nás si představí velké množství čísel, oceňovacích metod a modelů. A tato představa je správná. Oceňování podniku je velice komplexní a rozsáhlá disciplína. Na druhé straně souhlasím se slovy profesora Damodarana, který říká:

1. Ocenění je ve svém jádru jednoduché a každý, kdo je ochoten strávit nějaký čas shromážděním a analyzováním informací je schopen stanovit hodnotu aktiva.
2. Pokud ocenění sebou nese životní příběh podniku, pak je tento příběh důležitější než čísla.
3. Pokud nám hodnota podniku vychází špatně, není to vždy z důvodu použitých čísel a modelů, ale je to z důvodu tří hlavních úskalí, které oceňování v sobě skrývá:
 - a) Zaujatost
 - b) Nejistota
 - c) Komplexnost

Oceňování lze tedy považovat za individuální tvůrčí proces. Samotný výsledek závisí na mnoha faktorech, jako je poslání ocenění, dostupnost informací, časových možnostech, zkušenostech znalce apod. Hodnotu podniku lze pouze a jenom odhadnout nikoliv přesně určit. Dle Maříka je hodnota podniku „víra v budoucnost vyjádřená v penězích“. Jiní autoři zase tvrdí, že oceňování je mix vědy a umění vcítit se do očekávání trhu. Proto důležitou roli u stanovení hodnoty podniku hraje její obhajitelnost a schopnost podložit získané výsledky. Samotnému ocenění vždy předchází obsáhlá strategická a finanční analýza podniku. Výsledky této analýzy jsou pak použity pro stanovení předpokládaného budoucího vývoje, na němž je celý odhad hodnoty podniku založen.

Cíl práce, metody, předpoklady a omezení

Cílem práce je odhadnout objektivizovanou hodnotu oceňované společnosti k datu 31. prosince 2013. Informace o hodnotě aktiva (podniku) je určena managementu oceňované společnosti. V návaznosti na tento cíl je provedena dekompozice na cíle dílčí:

1. **Vypracování teoretické části**, jejímž cílem je za pomoci dostupné literatury nastudovat a pochopit základy procesu oceňování. Tato část se věnuje především těm částem teorie oceňování, ze kterých později diplomantka vychází v praktické části.
2. **Zpracování analytické části** v rámci, které je nejprve *představena oceňovaná společnost*. Následuje *strategická analýza* a *finanční analýza*. Výsledky těchto dvou klíčových analýz potřebných pro další fáze ocenění jsou shrnuty *pomocí SWOT analýzy*. Součástí této kapitoly je i rozdělení majetku podniku na *provozně potřebný a nepotřebný*. Navazuje *analýza a prognóza generátorů hodnoty*, na jejímž základě, je stanovena *předběžná hodnota oceňované společnosti*.
3. **Sestavení finančního plánu**, který je potřebný pro stanovení hodnoty podniku.
4. **Zpracování návrhu ocenění**, které vychází z informací a dat předešlých kapitol. Tato část obsahuje výpočet diskontní míry a následně stanovení hodnoty společnosti pomocí výnosových metod.
5. **Shrnutí použitých předpokladů platnosti ocenění, jejich změna a následný dopad na konečnou hodnotu společnosti.**

PODKLADY PRO OCENĚNÍ

Ocenění vychází z informací a údajů poskytnutých managementem oceňované společnosti a dále z informací získaných z veřejně dostupných zdrojů v období od 20. června 2014 do 20. ledna 2015.

OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZENÍ

Ocenění je vypracováno za následujících předpokladů a omezujících podmínek:

- diplomantka neprovedla žádnou formu auditu ani jiné šetření směřující k potvrzení pravosti, korektnosti a celosti informací poskytnutých managementem společnosti.
- Finanční výkazy společnosti jsou řádně ověřeny auditorem, jehož výrok byl ve všech letech bez výhrad. Diplomantka, tedy předpokládá, že finanční výkazy zobrazují věrně a poctivě hospodaření oceňované společnosti.
- Diplomantka zpracovala ocenění na základě podmínek na trhu v době jeho zpracování a nezohledňuje případné změny na trhu, ke kterým by došlo po odevzdání diplomové práce.
- Z podstaty oceňování vyplývá, že jej nelze považovat za exaktní vědní obor, a že účinné závěry jsou v řadě případů subjektivní a podléhají názoru jednotlivce.
- Ocenění musí být posuzováno jako celek. Hodnocení jednotlivých částí ocenění by mohlo být zkreslující.

VOLBA METODY PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

U tohoto ocenění je díky závěrům ze strategické a finanční analýzy předpokládán princip „going concern“, tedy se předpokládá, že společnost bude pokračovat v provozní činnosti do budoucna a její budoucí fungování není bezprostředně ohroženo. V takovém případě, je nejvhodnější použít metody výnosové. Jako primární metoda pro odhad celkové hodnoty společnosti je zvolena:

- **metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),**
- **metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).**

Pro ověření správnosti předchozích metod je použit přístup založený na tržním srovnání, kde je hodnota podniku odhadována na základě tržních cen nedávných transakcí srovnatelných podniku.

1 Teoretická východiska práce

Pro stanovení hodnoty společnosti je nejprve důležité nastudovat teoretický rámec, tykající se této disciplíny. V této kapitole se diplomantka věnuje především těm částem teorie oceňování, které jsou později použity v praktické části.

1.1 Hodnota podniku

„Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (bud‘ na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků a věřitelů) převedenými na jejich současnou hodnotu.“¹

U této definice, je třeba si povšimnout výrazu „očekávané budoucí příjmy“. U většiny podniku se při oceňování předpokládá prakticky neomezené trvání. Budoucí příjmy lze však pouze odhadnout, nikoliv „objektivně“ určit. Při ocenění jde pak o to, která prognóza bude považována za věrohodnou. Tato skutečnost vede k závěru, že hodnota podniku není vlastně nic jiného, než víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.² Dle Maříka a kol. platí pro hodnotu podniku následující:

- Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad oceňovatele.
- Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.
- Hodnota se bude odvíjet jednak od účelu ocenění a jednak od subjektu, z jehož hlediska je určována.

1.1.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik může být oceněn na různých hladinách:³

¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 195.

² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 195.

³ SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniky, s. 13.

- **Hodnota brutto (H_b)** – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, zahrnuje tedy hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Při aplikaci výnosových metod je v mezinárodní terminologii označována jako hodnota Entity.
- **Hodnota netto (H_n)** – zde se jedná o ocenění podniku na úrovni jejich vlastníků. Jedná se tedy o oceňování vlastního kapitálu. Při aplikaci výnosových metod je v mezinárodní terminologii označována jako hodnota Equity.

1.1.2 Kategorie hodnoty

Kategorie hodnoty plynou dle Mařika a kol. z následujících otázek:

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

Na základě těchto otázek se postupně vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

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

TRŽNÍ HODNOTA

*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*⁴

SUBJEKTIVNÍ HODNOTA (INVESTIČNÍ HODNOTA)

Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se

⁴ International Valuation Standards 2013 (Paragraf 29).

*specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než je hodnota tohoto majetkové aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*⁵

OBJEKTIVIZOVANÁ HODNOTA

Již dříve bylo zmíněno, že objektivní hodnota podniku v podstatě neexistuje. Odhadci proto začali pracovat s pojmem „objektivizovaná“ hodnota. Podle německých oceňovacích standardů⁶ je objektivizovaná hodnota definována takto: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby - vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působící na hodnotu podniku*“.

Objektivizovaná hodnota může být tedy odpovědí na otázku: **Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?** Dle běžně zastoupených názorů by tato hodnota měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Objektivní je evidentně to, co existuje nezávisle na našem vědomí a případně na našem rozhodování. Objektivizaci lze rozumět postup založený na datech, která jsou nezávislá na konkrétním znalci nebo investorovi, a na obecně přijímaných metodách.⁷

KOLÍNSKÁ ŠKOLA

Kolínská škola vychází z toho, že ocenění se modifikuje v závislosti na obecných funkcích. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

⁵ International Valuation Standards 2013 (Paragraf 36).

⁶ IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer, německý institut auditorů, který publikuje standardy IDW Standards.

⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 28-29.

- a) funkci poradenskou
- b) funkci rozhodčí
- c) funkci argumentační
- d) funkci komunikační
- e) funkci daňovou.⁸

Těmto funkcím pak odpovídají i odlišné kategorie hodnoty. Za nejdůležitější považuje funkci poradenskou. Smyslem této funkce je poskytnout kupním stranám podklady o:

- **maximální ceně**, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal (mluvíme o hraniční hodnotě kupujícího),
- **minimální ceně**, kterou ještě můžeme prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (mluvíme o hraniční hodnotě prodávajícího).⁹

1.2 Doporučený postup při oceňování podniku

Dle literatury Mařík a kol. je postup při oceňování následující:¹⁰

1. Zpracování strategické a finanční analýzy, pro posouzení celkového stavu podniku, jeho postavení na trhu, jeho konkurenční síly a zejména pro posouzení schopnosti:
 - dlouhodobě přežít,
 - tvořit hodnotu.
2. Na základě prvního bodu, zvolit vhodné metody ocenění.

1.3 Přehled metod pro finanční ocenění

Lze rozlišit následující metody pro oceňování podniku:¹¹

1. **OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ (VÝNOSOVÉ METODY)**
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 30.

⁹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 31.

¹⁰ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 36.

¹¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 37.

- Kombinované (korigované) výnosové metody
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- 2. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU (TRŽNÍ METODY)**
- Ocenění na základě tržní kapitalizace
 - Ocenění na základě srovnatelných podniků
 - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
 - Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
- 3. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU (MAJETKOVÉ METODY)**
- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů
 - Likvidační hodnota
 - Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

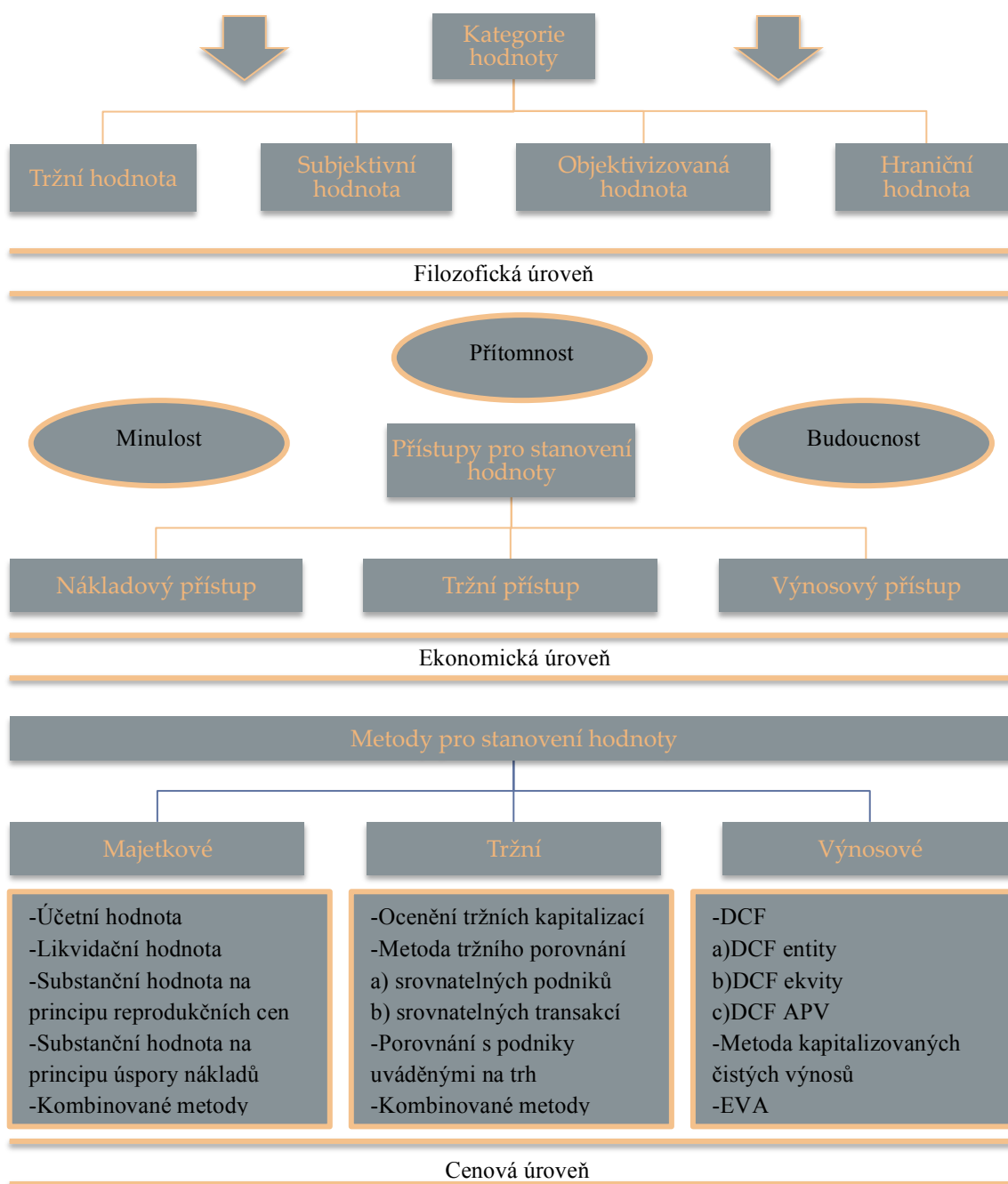
1.4 Shrnutí procesu oceňování

Oceňování podniku lze považovat za uspořádaný individuální tvůrčí proces. Hodnotu v procesu oceňování lze pouze a jenom odhadnout. Názory na objektivitu oceňování jsou velmi odlišné.¹² Dle Damodarana¹³ neznámá ještě komplikovanější metoda lepší výsledek. Dle amerických oceňovacích standardů (Standards Rule 9-5, USPAP 2008-2009) je závěrečný výrok o hodnotě podniku výsledkem úsudku oceňovatele a ne nevyhnutelně výsledkem matematického procesu. Dle Saboloviče je oceňování mix vědy a umění vcítit se do očekávání trhu.¹⁴ Přesto, že z výše uvedeného pro oceňování neexistují přesné návody ani vzorce, lze proces oceňování provádět dle rámcových schémat, které jsou však vždy potřeba přizpůsobit, zvažovat a rozvíjet. Možný proces oceňování je uveden na následujícím schématu:

¹² SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniku, s. 23.

¹³ DAMODARAN, A., The little book of valuation, s. 15.

¹⁴ SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniku, s. 23.



Obr. 1 Proces oceňování. Zdroj: Upraveno dle Saboloviče¹⁵

¹⁵ SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniky, s. 23.

1.5 Strategická analýza

Strategická analýza je základním předpokladem pro stanovení hodnoty podniku. Příslušnost podniku k určitému odvětví je velmi důležitá. Z provedené strategické analýzy vyplývá: ¹⁶

- identifikace základních charakteristických znaků odvětví,
- prognóza vývoje odvětví,
- vývoj podnikových tržeb a tržního podílu společnosti,
- konkurenční síla podniku a obecně perspektivy podniku z dlouhodobého vývoje.

Hlavní funkcí strategické analýzy je tedy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku. Vnější potenciál podniku jsou jeho šance a rizika zatímco vnitřní potenciál se týká toho, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Vnitřní potenciál podniku tvoří tedy jeho silné a slabé stránky. ¹⁷

1.5.1 Postup strategické analýzy

Postup strategické analýzy se může skládat z následujících kroků:

1. Vymezení relevantního trhu, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu).
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (výsledek dvou předcházejících kroků). ¹⁸

Celá strategická analýza by měla být řádně okomentována a každá skutečnost zdůvodněna. Zároveň by měla brát v úvahu i předpoklady, jiným slovy co se stane, pokud náš výrok ve strategické analýze nebude uskutečněn, jaký dopad to bude mít na konečnou hodnotu podniku. Rozhodně by se oceňovatel neměl omezit pouze na strohé konstatování typu: předpoklad je, že tržby porostou n % ročně.

¹⁶ KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku, s. 32.

¹⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 56.

¹⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 58.

1.6 Finanční analýza

Nedílnou součástí prací při oceňování podniku je finanční analýza. Její funkcí je poskytnout:

1. Informaci o finančním zdraví podniku.
2. Vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová metoda.¹⁹

Oceňovatel musí z finanční analýzy vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění, a to především v těchto směrech:

- Měl by z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy.
- Doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření podniku najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.²⁰

1.6.1 Postup finanční analýzy

Postup finanční analýzy v rámci ocenění může být shrnut do následujících kroků:

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů.
2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů.
3. Provedení analýzy poměrových ukazatelů.
4. Zpracování souhrnného zhodnocení finanční situace podniku.

Poměrových ukazatelů existuje celá řada, proto při jejich analýze je důležité vybrat jen ty, které mají význam pro ocenění podniku. V praktické části, je použito uspořádání které vychází z požadavků na vedení podniku. Prvním požadavkem je „udržet podnik při životě“. Přežití nás bude zajímat především v rámci bezprostřední budoucnosti. Zajímá nás tedy ukazatel **krátkodobá likvidita**. Druhým požadavkem je „schopnost podniku hradit dlouhodobé závazky“. Zde nás tedy zajímají ukazatelé vypovídající o **dlouhodobé finanční rovnováze**.

¹⁹ KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku, s. 39.

²⁰ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 97.

Jsou- li oba dva předchozí požadavky splněny, zajímá nás výnosnost podniku. Tu měříme **ukazateli rentability**.

1.7 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je založeno na předpokladu, že oceňovaný podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen a pro které potřebuje aktiva v určité velikosti. Tato aktiva nezbytná pro hlavní podnikání (core business) se označují jako **aktiva provozně nutná**. Všechna ostatní aktiva jsou označována jako **aktiva provozně nenutná**.

Podle literatury Mařík a kol.²¹ hlavními důvody pro toto rozčlenění jsou následující:

- Část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen minimální příjmy. Jedná se např. o nevyužitě pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně nutném rozsahu, dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendy atd. Pak může dojít k tomu, že ocenění tohoto majetku pomocí výnosových metod, povede k jeho podcenění, nebo tento majetek, ačkoliv hodnotu má, nebude oceněn vůbec.
- Vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy generují, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.
- Třetím důvodem je, že k ocenění obou skupin aktiv budeme přistupovat rozdílně. Provozně potřebná aktiva budeme například oceňovat výnosovými metodami, provozně nepotřebná aktiva, budeme oceňovat odděleně od majetku provozního jinými metodami např. metodami majetkovými. Hodnota neprovozních aktiv se poté přičítá k hodnotě provozní části podniku.

Mezi nejčastěji zařazované neprovozní aktiva patří např. majetkové a dluhové cenné papíry k obchodování, podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku a další. Vymezení

²¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 119.

provozně nutných a nenutných aktiv závisí vždy na konkrétním podniku, a proto u každého podniku může být rozdělení odlišné.

1.8 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná, je důležité vyčíslit pro minulé roky i kapitál investovaný do aktiv provozně nutných. Tento vyčíslený kapitál nazýváme provozně nutný investovaný kapitál. Provozně nutný investovaný kapitál je jedna z nejdůležitějších veličin, která bude sloužit pro další propočty při oceňování podniku. Propočet provozně nutného investovaného kapitálu vychází z rozvahy podniku. Jedná se v podstatě o bilanční sumu, která je upravena ve dvou směrech: ²²

- Z aktiv jsou vyřazeny ty položky, které jsou provozně nepotřebné.
- Oběžná aktiva jsou snížena o neúročené závazky. Po této úpravě pak dále pracujeme s nikoli s oběžnými aktivy, ale s **upraveným pracovním kapitálem**, přičemž za součást tohoto pracovního kapitálu se považují i ostatní aktiva (přičítají se) a ostatní pasiva (odečítají se).

Provozně nutný investovaný kapitál, pak získáme jako součet **provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného úpravného u pracovního kapitálu**. ²³

Termín provozně nutný upravený kapitál je totéž, co čistý pracovní kapitál. V práci je používán termín dle literatury Mařík a to provozně nutný upravený kapitál.

1.9 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pokud byly v podniku nalezeny aktiva neprovozního charakteru, pak je potřeba zjistit, zda s nimi nejsou spojené nějaké náklady nebo výnosy. Pokud ano, je třeba tyto výnosy či náklady z výsledku hospodaření vyloučit. Za východisko úprav je nejvýhodnější použít přímo provozní výsledek hospodaření. Mezi nejtýpější příklady položek, které je třeba z provozního výsledku hospodaření vyloučit patří:

²² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 122-123.

²³ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 123.

- Tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.
- Odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání a další významnější náklady spojené s neprovozním majetkem.²⁴

Naopak je třeba k provoznímu výsledku hospodaření přidat finanční výnosy a náklady spojené s provozními aktivy. Jedná se například o tyto případy:

- Výnosy z cenných papírů v případě, že bychom se rozhodli v provozně potřebném majetku tyto cenné papíry ponechat.
- Případně některé finanční náklady, pokud by souvisely s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně potřebný.²⁵

Takto upravený provozní výsledek hospodaření je nazýván jako korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále jen KPVH). **Tento KPVH je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.** Prognózované hodnoty korigovaného výsledku hospodaření jsou další důležitým východiskem pro další výpočty při oceňování podniku výnosovými metodami.²⁶

1.10 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Analýza a prognóza generátorů hodnoty je jednou ze zásadních činností při stanovení hodnoty podniku, která tvoří základ pro sestavení finančního plánu. Generátory hodnoty (value drivers) se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.²⁷ Při sestavování finančního plánu společnosti pomocí generátorů hodnoty pracujeme s těmito základními generátory hodnoty:

1. TRŽBY (OBRAT) A JEJICH RŮST

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Tato prognóza může být v této části korigována. Korekce může vyplynout především z úvah o

²⁴ Viz. 23.

²⁵ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 123.

²⁶ Viz. 25.

²⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 125.

potřebných investicích, jejich financování a rychlosti, se kterou jsou uváděny do provozu. V této fázi, ale již předpokládáme, že máme k dispozici první představu o tržbách.²⁸

2. PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE

Tato marže je definována jako poměr:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Prognózu ziskové marže lze spočítat dvěma postupy²⁹

a) Prognóza ziskové marže shora

Tento postup vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazuje zdůvodněný vývoj budoucnosti. Nejprve vypočítáme KPVH a z něho odvozenou ziskovou marži za minulé roky. Minulou ziskovou marži podrobíme analýze. Na základě provedené analýzy odhadneme jak se bude zisková marže vyvíjet do budoucnosti. Dopočítáme KPVH v budoucích letech jako součin již dříve na prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže.

b) Prognóza ziskové marže zdola

Zde nejprve sestavíme prognózu hlavních provozních nákladových položek. Prognózu doplníme o méně významné provozní nákladové položky a popřípadě i výnosy. Dopočítáme KPVH jako rozdíl provozních výnosů a nákladů. Z tohoto zisku a tržeb můžeme dopočítat ziskovou marži.

3. PRACOVNÍ KAPITÁL

Pracovní kapitál jako další generátor hodnoty, pro účely ocenění podle literatury Mařík obsahuje dvě základní modifikace oproti běžně používaném pracovním kapitálu ve finanční analýze. Jedná se o následující modifikace:³⁰

²⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 126.

²⁹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 127.

³⁰ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 132.

- a) Od běžných aktiv odečítáme neúročený cizí kapitál. V praxi to znamená, že se odečítají krátkodobé závazky, ale neodečítají se běžné bankovní úvěry. Výpočet upraveného pracovního kapitálu je pak následující:

$$\begin{aligned} & \text{Krátkodobý finanční majetek} \\ & + \text{Zásoby} \\ & + \text{Pohledávky} \\ & - \text{Neúročené závazky} \\ & + \text{Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)} \\ & - \text{Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)} \\ & = \text{PRACOVNÍ KAPITÁL} \end{aligned}$$

- b) Započítáváme všechny uvedené veličiny jen v rozsahu provozně nutném. Například, do krátkodobého finančního majetku, se započítávají pouze peněžní prostředky, které jsou potřebné pro hladký chod podniku. Výši této položky můžeme určit například ze žádoucí výše ukazatele likvidity:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé neúročené závazky}}$$

Provozně nutné peněžní prostředky pak určíme jako součin výše okamžité likvidity a krátkodobých závazků. Ostatní peněžní prostředky započteme do ocenění až později jako majetek, který není provozně nutný a který tedy oceňujeme zvlášť.

4. INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU

Jedná se pouze o investice do dlouhodobého majetku, který je provozně nutný. Prof. Mařík rozlišuje tři přístupy k plánování investiční náročnosti.³¹

³¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 136.

1) Globální přístup

Tento přístup je vhodný v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku mají do značné míry průběžný charakter. Postup vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. **Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto (k_{DMb})** má tvar:

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného DM}}{\text{Tržby}}$$

V úvahu přichází i použití jiného výpočtu koeficientu a to jako **prostého podílu DM na tržbách (k_{DM})**:

$$k_{DM} = \frac{\text{Provozně nutný DM}}{\text{Tržby}}$$

Doplňkově lze použít i **koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto (k_{DMn})**:

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozně nutného DM}}{\Delta \text{tržeb}}$$

2) Přístup podle hlavních položek

Tento přístup je zpravidla použitelný pro nejbližší léta a vychází z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnující především jednotlivé akce a projekty. Pokud se tyto plány opírají o reálné výhledy podnikových výkonů, mohou být hlavním zdrojem pro oceňovatele.

3) Přístup založený na odpisech

Plány investic je možné kontrolovat relací k odpisům. Vycházíme zde z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, budou sotva stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce růstu podniku.

1.11 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátory hodnoty lze přímo použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku. Toto ocenění je založeno na principu peněžních toků. Při použití následujícího označení: ³²

X	- velikost tržeb za zboží a vlastní služby
g	- tempo růstu tržeb
r_{ZPx}	- provozní zisková marže propočtená z KVH
d	- sazba daně z KVH
k_{WC}	- koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
k_{DMn}	- koeficient náročnosti růstu tržeb na růst DM
t	- rok,

pak můžeme vyjádřit volné peněžní toky (FCF) pro jednotlivé roky:

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{1-t} * g * (k_{WC} + k_{DMn}), tj.:$$
$$FCF_t = \text{Korig. provozní zisk po dani} - \text{Přírůstek pracovního kapitálu a DM}$$

Smyslem výše uvedené rovnice je soustředit pozornost na klíčové veličiny ocenění, kterými jsou *tempo růstu g*, *zisková marže* a *náročnost na investice do DM a pracovního kapitálu*. V první fázi oceňování je možné na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty odhadnout průměrné hodnoty generátorů hodnoty a tak modelovat pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) lze použít následující vzorec: ³³

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{1-t} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{(i_k - g)}$$

1.12 Sestavení finančního plánu

Analýzy a prognóza generátorů hodnoty, je základním východiskem pro finanční plán. Předchozí krok nám pomohl naplánovat stěžejní položky hlavního provozu podniku,

³² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 147.

³³ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 147.

kteře budou zásadním způsobem ovlivňovat jeho hodnotu. Jedná se o následující položky:

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku.
- Ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk.
- Plánovaná výše nákladových položek.
- Plánovaná výše pohledávek, zásob, závazku.
- Výchozí prognóza investic do DM³⁴

Tyto položky budou tvořit základ pro finanční plán. Aby oceňovatel mohl sestavit kompletní výsledovku, rozvahu a výkaz peněžních toků musí základ doplnit o:

1. **Plán financování** (obsahuje např. splátky úvěru, přijímání nových úvěrů, potřebné navýšení vlastního kapitálu).
2. **Plánované hodnoty méně významných položek** (tyto položky již nemají na výsledné ocenění zásadní vliv, jedná se např. o méně významné výnosové a nákladové položky, pohledávky a závazky apod., které se však pravidelně opakují. Vzhledem k menšímu významu těchto položek, jsou použity jednodušší způsoby jejich prognózy).
3. **Položky nesouvisející s hlavním provozem podniku** (jedná se např. o plán odprodeje nepotřebného majetku a z toho plynoucí zisku z prodeje majetku, investice do cenných papírů, v případě, že z finančního plánu vyloučena peněžní prostředky apod.).
4. **Výplaty dividend nebo podílů na zisku.**
5. **Formální dopočty** (je potřebné např. dopočítat celkové peněžní toky, nerozdělený zisk nebo ziskové fondy pro sestavení rozvahy, výši dlouhodobého majetku ke konci každého roku atd.).³⁵

Podle literatury³⁶ existují následující metody finančního plánování:

³⁴ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 150.

³⁵ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 150-151.

³⁶ GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. s. 244 – 245.

- 1) Metoda procentního podílu z tržeb – v plánu peněžních toků se podíl závisle proměnných na tržbách nemění.
- 2) Metoda úměrnosti podle vývoje tržeb – závisle proměnné se vyvíjí přímo podle úměrnosti dle vývoje tržeb.

1.13 Ocenění na základě analýzy výnosů

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota podniku je určena očekávanými výnosy. Z hlediska teorie je nejsprávnější za tyto výnosy považovat peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného podniku jeho držiteli. Je však možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Podle toho, jak jsou výnosy chápány, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinace metod výnosového ocenění s oceněním majetkovým.³⁷

1.13.1 Metoda diskontovaného cash flow

Tato metoda má svůj původ v anglosaských zemích. Vychází z toho, že investor měří budoucí užítky z podniku peněžními toky. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užítku z podniku. Existuje několik variant metody DCF, a to v závislosti na tom, z pohledu jakého investora do podnikového kapitálu jsou tyto peněžní toky chápány.³⁸ Mezi základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF patří:

- METODA ENTITY, FCFF (free cash flow to firm – entity)
- METODA EQUITY, FCFE (free cash flow to equity)

³⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 163.

³⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku pro pokročilé, s. 163.

V prvním případě (FCFF entity) se jedná o metodu, která pracuje s volnými hotovostními toky směrem k **vlastníkům i věřitelům kapitálu**. Jedná se zde o tzv. **brutto hodnotu podniku** (H_b), kde se při stanovení nákladů kapitálu používá známá technika průměrných vážených nákladů na kapitál. V tomto pojetí se tedy stanovuje hodnota vlastního jmění a cizího kapitálu dohromady.³⁹

V druhém případě (FCFE) jsou brány v úvahu pouze volné hotovostní toky směrem k vlastníkům kapitálu. V tomto případě se pak jedná o tzv. **netto hodnotu podniku** (H_n), kde náklady kapitálu jsou pouze náklady vlastního kapitálu (equity). V tomto pojetí je tedy hodnota podniku oceněna pouze z pohledu vlastníků kapitálu.⁴⁰

V praktické části této práce, je podnik oceněn na základě metody FCFF entity, proto tato metoda je v následující kapitole popsána podrobněji.

1.13.1.1 Volný peněžní tok

Jak již bylo řečeno výše, volné peněžní toky představují toky, které plynou jak vlastníkům, tak věřitelům. Výpočet těchto volných peněžních toků je následující:

	Korigovaný provozní výsledek po dani (KPVH)
+	Odpisy
+	Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období
-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
-	<u>Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku</u>
=	Volní peněžní tok (FCF)

Investice pro výpočet FCFF

Měly by být prováděny jen ty investice do podnikové činnosti, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu. Investice uvedené ve schématu výše pro výpočet FCFF jsou myšleny jako **investice brutto**, tj. jako veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda

³⁹ PETŘÍK, T., Ekonomické a finanční řízení firmy. s. 304.

⁴⁰ Viz. 39.

slouží k nahrazení stávajícího majetku, nebo zde se jedná o investice rozšiřovací. Investice, které jsou rozšiřovací označuje jako **investice netto**.⁴¹

$$Investice\ brutto = Odpisy + Investice\ netto$$

Kde odpisy pak představují obnovu majetku a zbytek tvoří investice netto. Investice netto mohou být i záporné, pokud se v daném roce investuje méně než je činní roční výše odpisů. Investice potřebné pro výpočet volného peněžního toku pak zjistíme z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu (kap. 1.8). Pro výpočet investic můžeme použít následující vztahy:⁴²

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$
$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde: $I_{netto\ t}, I_{brutto\ t}$ = investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t

K_t = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

O_t = odpisy v roce t

Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Technikou propočtu se rozumí všechny postupy, kterými přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku.⁴³

1. URČÍME CELKOVOU HODNOTU PODNIKU

Celkovou hodnotou budeme rozumět výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku.⁴⁴

2. VYPOČÍTÁME VÝNOSOVOU HODNOTU VLASTNÍHO KAPITÁLU

Celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Poté přičteme hodnotu neprovozních aktiv opět k datu ocenění.⁴⁵ Hodnotu podniku jako celku (H_b) určíme pomocí následující rovnice:

⁴¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 175.

⁴² Viz. 41.

⁴³ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 177.

⁴⁴ Viz. 43.

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

kde: $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaný úroková míra (diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence

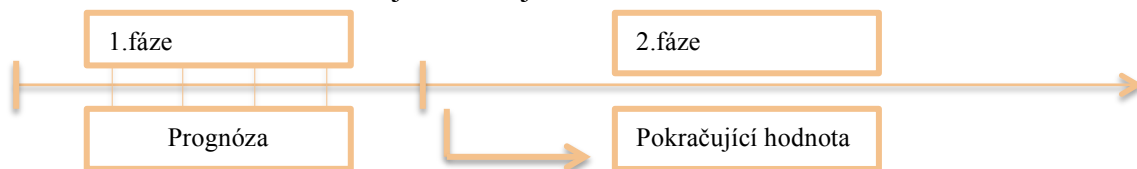
V praxi ovšem pracuje s předpokladem „going concern“. Protože, nekonečno je ale přeci jen dlouhá doba, odborná literatura odpovídá za tento problém dvěma návrhy řešení:

- a) standardní dvoufázová metoda,
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu.⁴⁶

Teoreticky bude popsána jen první metoda, protože ta se v praxi používá nejčastěji.

DVOUFÁZOVÁ METODA

Metoda vychází z představy, že budoucí období, lze rozdělit na dvě fáze. První fáze obsahuje období, pro které je oceňovatel schopný zpracovat prognózu volného peněžního toku. Dále oceňovatel není schopen odhadnou Cash Flow, a proto provede takový odhad budoucích Cash Flow, který se zastaví někde v budoucnu a pak vypočte tzv. konečnou hodnotu (terminal value), která odráží hodnotu firmy právě v tomto bodě.⁴⁷ Tento postup se označuje jako druhá fáze, která tedy zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku druhé fáze se označuje jako tzv. **pokračující hodnota** (continuing value, někdy také právě terminal value). Dvoufázovou metodu znázorňuje následující obrázek:⁴⁸



Obr. 2 Dvoufázová metody. Zdroj: Zpracováno dle Mařík⁴⁹

⁴⁵ Viz. 43.

⁴⁶ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 178.

⁴⁷ DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation, s. 143.

⁴⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 178.

Hodnota podniku se pak dle dvoufázové metody vypočítá jako:

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

Kde: T = délka první fáze

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

Výpočet pokračující hodnoty

Mezi nejčastější způsoby výpočtu pokračující hodnoty patří:

- a) Gordonův vzorec
- b) Parametrický vzorec

Gordonův vzorec (model stabilního růstu):

Pokud předpokládáme, že volný peněžní tok ve druhé fázi bude mít stabilní a trvalý růst, pak můžeme pokračující hodnotu odhadnout následovně:⁵⁰

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu

g = předpokládané tempo růstu FCF do nekonečna

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$.

Parametrický vzorec⁵¹

Vzorec pracuje s dvěma základními generátory hodnoty:

⁴⁹ Viz. 48.

⁵⁰ DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation, s. 144.

⁵¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 186.

- **tempo růstu** korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně
- **očekávaná rentabilita nových investic** (r_I)

Rentabilita čistých investic se vypočítá:

$$r_I = \frac{\text{Přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přísůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}}$$

Model pro pokračující hodnotu má pak následující tvar:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

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

1.13.2 Diskontní míra pro metodu DCF

Volba postupu stanovení nákladů kapitálu při výnosovém ocenění závisí na tom, pro které investory plynou výnosy, které zvolenými náklady kapitálu budeme investovat, to znamená, že volba se odvíjí od druhu metod pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF (kap. 1.13.1):

- U metody FCFF se používá diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).
- U metody FCFE se používá diskontní míra pouze na úrovni nákladů na vlastní kapitál.⁵²

PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU (WACC)

Průměrné vážené náklady kapitálu obsahují výpočet jak nákladů vlastního kapitálu, tak nákladů cizího kapitálu. Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

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

⁵² MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 26.

Kde: n_{CK}	= náklady na cizí kapitál
d	= sazba daně z příjmu
CK	= tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (jen úročený)
$n_{VK(Z)}$	= náklady na vlastní kapitál
VK	= tržní hodnota vlastního kapitálu
K	= Celkový kapitál, součet vlastního a cizího

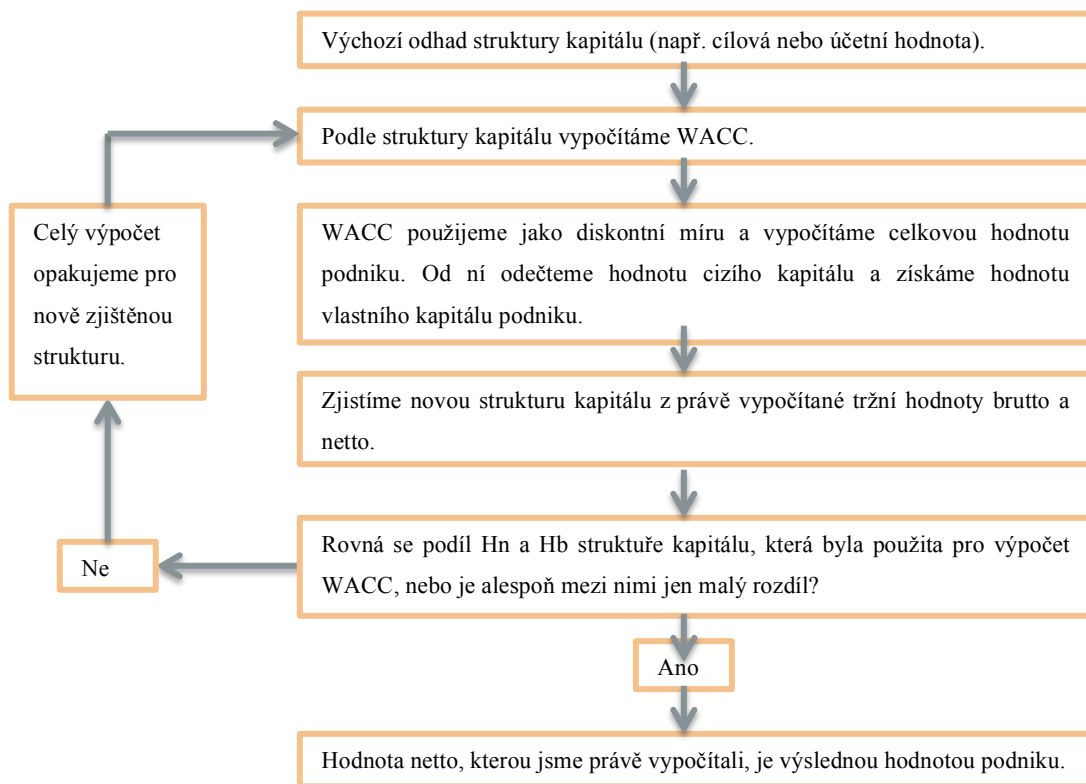
Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu lze rozdělit do tří hlavních kroků:

1. vymezení kapitálové struktury
2. kalkulace nákladů na cizí kapitál
3. odhadnutí nákladů na vlastní kapitál

1. KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PRO DISKONTNÍ MÍRU

V prvním kroku výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu je potřeba stanovit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Je třeba zdůraznit, že kapitálovou strukturu počítáme na základě tržních hodnot, a nikoliv účetních hodnot. Někdy je však možné se setkat s názorem, že lze použít i účetní hodnoty a to například tehdy, když podnik má pouze úvěry a jeho akcie nejsou obchodovány. Účetní a tržní hodnoty se však mohou významně lišit. Pak se bude odlišovat i kapitálová struktura a odhad průměrných vážených nákladů kapitálu. Použití tržních hodnot způsobuje tedy značné problémy. Jedná se především o problém cirkulační, kdy vyžadujeme do výpočtu dosadit tržní ocenění kapitálu, tedy včetně tržní hodnoty vlastního kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu je však závěrečnou metou našeho snažení. Tento problém, lze řešit iterační postupy.⁵³ Princip tohoto postupu znázorňuje obrázek č. 3:

⁵³ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 29-30.



Obr. 3 Schéma postupu při iteračním výpočtu kapitálové struktury. Zdroj: Zpracováno dle Mařík⁵⁴

2. KALKULACE NÁKLADŮ NA CIZÍ KAPITÁL

Pro dluhopisy se za náklady cizího kapitálu zpravidla dosazuje výnosnost těchto dluhopisů ve formě výnosu do doby splatnosti. Jsou-li obchodované na trhu, je možné výnos do doby splatnosti stanovit přímo z tržních dat daného dluhopisu, v opačném případě je ho nutné odhadnout například pomocí ratingu oceňovaného podniku. Co se týče úvěrů, používá se nejvíce faktická úroková míra placená podnikem bance z těchto úvěrů. Tento přístup můžeme použít pouze za předpokladu že: ⁵⁵

- se jedná o velmi solventní firmu
- že úvěr byl přijat nedávno a odráží tedy současné podmínky
- že se podmínky výrazně neliší od standardních podmínek pro obdobné úvěry na trhu

⁵⁴ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 211.

⁵⁵ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 75.

- že lze vypočítat efektivní úrok.

Další položky u kterých je potřeba stanovit náklady na cizí kapitál jsou např. leasingy, půjčky od jiných podniků apod. Stanovení nákladů u těchto položek by mělo být vždy provedeno principem efektivní úrokové míry na principu vnitřního výnosového procenta.⁵⁶

3. ODHADNUTÍ NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL

Náklady na vlastní kapitál jsou dány **výnosovým očekáváním příslušných investorů**. Výnosové očekávání je potřeba odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s ohledem na riziko. Problém však nastává, když chceme zjistit, kolik vlastní kapitál stojí. Metod k řešení tohoto problému existuje celá řada.⁵⁷

Úkolem této práce je stanovit objektivizovanou hodnotu podniku. U této hodnoty se nejčastěji používá pro zjištění nákladů na vlastní kapitál model CAPM. Proto je v teoretické části zaměřeno pouze na tento model a jeho modifikace. Pro podrobnější popsání dalších metod doporučuji opět literaturu Maříková, Mařík – Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku.

Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Pro tento model se často používá zkratka CAPM, která znamená Capital Asset Pricing Model. Mezi podstatné prvky tohoto modelu CAPM patří **přímka cenných papírů**, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávaného *bezrizikové výnosu* a od *prémie za tržní riziko*. Podle tohoto vztahu pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru X platí:

$$E(R_x) = r_f + [E(R_m) - r_f] \cdot \beta_x$$

kde: $E(R_A)$ = střední očekávaná výnosnost cenného papíru X

r_f = bezriziková výnosnost

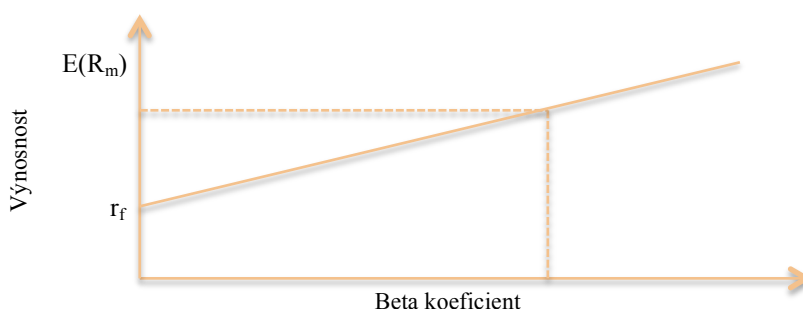
$E(R_m)$ = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

⁵⁶ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 75.

⁵⁷ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 76-77.

β_x = koeficient beta cenného papíru X

Zde je nutné si uvědomit, že právě výnosnost z cenného papíru (akcie) je z pohledu podniku nákladem vlastního kapitálu. Očekávaná výnosnost akcie tedy závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a koeficientu β_x , přičemž koeficient β_x je jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu. Následující vztah lze znázornit i graficky na následujícím obrázku:



Obr. 4 Přímka cenných papírů. Zdroj. Převzato z Mařík⁵⁸

Parametr beta vyjadřuje sklon přímky cenných papírů, který vyjadřuje vztah mezi jednotkovým rizikem a jednotkovou výnosností. Tento vztah lze vyjádřit následovně:

$$B_x = K_{xm} \cdot \frac{S_x}{S_m}$$

kde: K_{xm} = koeficient korelace mezi vývojem výnosnosti papíru X a tržního portfolia m

S_x = riziko papíru X, vyjádřené směrodatnou odchylkou

S_m = riziko tržního portfolia m , vyjádřené směrodatnou odchylkou

1.13.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added - EVA) je finanční ukazatel, který lze vymezit jako rozdíl mezi čistým provozním ziskem a kapitálovými náklady. Základním principem tohoto ukazatele je, že měří ekonomický zisk.

⁵⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 217.

je dosažen tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. Pokud tedy podnik vykazuje kladný účetní zisk (který je snížen o úroky jako náklady cizího kapitálu), vykazuje též ekonomický zisk, ale jen v případě, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.⁵⁹

Vzorec pro výpočet ukazatele EVA má následující tvar:

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - C \cdot WACC$$

kde: $EBIT$ = provozní zisk před úroky a zdaněním

t = sazba daně z příjmu

C = dlouhodobě investovaný kapitál

$WACC$ = průměrné vážené náklady na kapitál

Zápis výpočtu lze vyjádřit i takto:

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

kde: $NOPAT$ = zisk z hlavního provozu podniku po dani

Za úspěšný je považován ten podnik, jehož $EVA > 0$. V tomto případě totiž dosahuje vyšší výnosnosti investovaného kapitálu, než činily náklady spojené s jeho užitím. Jestliže $EVA = 0$, pak efektivnost investovaného kapitálu je rovna průměrným nákladům na kapitál. Pokud je $EVA < 0$, pak dochází k úbytku majetku akcionářů, protože výnosnost investovaného kapitálu je menší než náklady na cizí kapitál.⁶⁰

EVA jako nástroj ocenění

Stejně tak, jako metoda DCF rozlišuje varianty výpočtu na DCF equity a DCF entity i zde u ocenění pomocí EVA se rozlišuje mezi metodou EVA entity a EVA equity. V této části teorie bude popsána pouze varianta entity. Základní schéma pro tuto variantu výpočtu metody EVA je stejné, jako u metody DCF:⁶¹

⁵⁹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 283.

⁶⁰ REŽŇÁKOVÁ, M. Finanční management, s. 21.

⁶¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 295.

$$\begin{aligned}
& \text{Tržní hodnota provozně potřebných aktiv} \\
& + \text{Tržní hodnota neoperačních aktiv} \\
& - \text{Tržní hodnota úročených závazků} \\
& = \text{Tržní hodnota vlastního kapitálu}
\end{aligned}$$

V prvním kroku je nejprve vypočítána hodnota aktiv, tj. hodnota pro vlastníky i věřitele a poté odečtením hodnoty cizího kapitálu je získáno ocenění podniku pouze pro vlastníky (hodnota netto). Hodnota provozně potřebných aktiv je při této metodě dána součtem:

$$\begin{aligned}
& \text{Čistá provozně nutná aktiva (net operating assets – NOA)} \\
& + \text{Tržní přidaná hodnota (MVA)} \\
& = \text{Tržní hodnota provozně potřebných aktiv}
\end{aligned}$$

Tržní přidaná hodnota (MVA) je pak současná hodnota budoucích EVA. MVA je v podstatě jakýsi provozní goodwill. Vztah mezi EVA a MVA vyjadřuje následující výrok: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku; MVA je pohled do budoucnosti, který reflektuje očekávání trhu ohledně vyhlídek společnosti.⁶² MVA lze zjistit dvěma způsoby:

1. Ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tento způsob lze použít pouze u obchodovatelných akciových společností.
2. Ex ante jako současnou hodnotu budoucích EVA.⁶³

Pro výpočet hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA opět volíme dvoufázovou metodu. Obecný postup výpočtu hodnoty podniku má následující tvar:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

⁶² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 296.

⁶³ Viz. 62.

kde: H_n	= hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)
EVA_t	= EVA v roce t
NOA_0	= čistá operační aktiva k datu ocenění
NOA_{t-1}	= čistá operační aktiva ke konci předchozího roku
$NOPAT_t$	= operační výsledek hospodaření pod dani v roce t
T	= počet let explicitně plánovaných EVA
$WACC$	= průměrné vážené náklady na kapitál
D_0	= hodnota úročených dluhů k datu ocenění
A_0	= ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

2 Charakteristika společnosti a oblast podnikání

ZÁKLADNÍ ÚDAJE

Tab. 1 Základní údaje o společnosti. Zdroj: Výroční zpráva za rok 2013 ⁶⁴

Obchodní jméno:	SMART Comp. a.s.
Sídlo:	Brno – Bystrc, Kubičkova 1115/8, PSČ 635 00
Právní forma:	Akciová společnost
Datum vzniku:	11. února 1998
Základní kapitál:	15 700 00 Kč / splaceno 100%
Akcie:	Na jméno, 157 ks v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 100 000 Kč

2.1 Představení společnosti

Společnost SMART Comp. a.s. (dále jen společnost) je dle zákona č. 127/2005 Sb., o elektronických komunikacích poskytovatel služeb elektronických komunikací. Společnost již více než 15 let provozuje síť NETBOX, která v deseti městech České Republiky (dále jen ČR) poskytuje domácnostem a okrajově firmám internet, digitální televizi a telefonování. Dnes síť pokrývá přes sto tisíc bytových jednotek v osmi městech ČR s průměrnou penetrací 35%. Od roku 2013 společnost jako virtuální operátor nabízí svým zákazníkům NETBOX Mobil, prostřednictvím sítě T-Mobile. ⁶⁵

Na obrázku č. 1., je zobrazeno logo společnosti. Vedle něho pak obrázek č. 2. zobrazující logo služeb NETBOX, tak jak ho znají zejména zákazníci.



Obr. 5 Logo společnosti. Zdroj: Web společnosti ⁶⁶



Obr. 6 Logo služeb. Zdroj: Web společnosti ⁶⁷

⁶⁴ Výroční zpráva za rok 2013.

⁶⁵ Smart Comp, O nás.

⁶⁶ Viz. 65.

⁶⁷ Netbox, Nechte se unést.

2.2 Historie společnosti

Historický vývoj společnosti je znázorněn v následující tabulce, zachycující nejdůležitější události ze života společnosti. Podrobnější popis historie společnosti je uveden v příloze č.1.

Tab. 2 Historický vývoj společnosti. Zdroj: Concept of strategic management ⁶⁸

Rok	Událost
1998	Vznik společnosti v Brně, poskytuje připojení k internetu pomocí telefonních linek, výstavba internetové bezdrátové sítě.
2001	Veletrh Invex - prezentace projektu "Internet všem".
2003	Zanechání rozvoje bezdrátové technologie, rozvoj sítě pomocí optických kabelů
2004	Z s.r.o. se stává a.s., rozšíření společnosti do Jihlavy, služby společnosti využívá 7 tis. domácností.
2005	Rozšíření do Prahy, Havlíčkova Broda, Zlína, Olomouce.
2007	Příchod na trh s novou službou - digitální televizi IPTV.
2008	Služby společnosti využívá 20 tis. domácností.
2009	Akvizice společnosti OpavaNet a.s., služby využívá 28 tis. domácností.
2010	Uskutečnění projektu koncepce sítě FTTH, nabídka internetu oběma směry o rychlosti 100Mbitů, televizní archiv, 3D televize a síťové nahrávání, atp.
2012	Číslo jedna v segmentu NGA sítí, provozuje síť o velikosti 100 tis. přípojek s více jak 30 tis. domácností v 10 městech ČR.
2013	Stává se virtuálním operátorem prostřednictvím společnosti T-Mobile.

Současný stav

V říjnu 2014 společnost uvedla na trh nový produkt – digitální multimediální přehrávač. Zázračná služba, která změní pohled a užití televize mnoha lidem na českém trhu. Tento produkt bude moci používat prakticky kdokoli, kdo má televizi a připojení k internetu, bez ohledu na to, kde se nachází. Naskýtá se zde tedy možnost postupně se rozšířit i na zahraniční trhy. Další strategií společnosti je se maximálně soustředit na trh domácností (retail) a postupně opouštět trh firem a velkoobchod. V současné době se společnost řadí na telekomunikačním trhu, mezi přední hráče poskytovatelů triple play služeb: vysokorychlostní internet, digitální televize spolu s multimediálním přehrávačem, pevná linka a mobil jako virtuální operátor v rámci sítě T-Mobile.⁶⁹

⁶⁸ BUKAL, M., Concept of strategic management and business strategy formulation, s. 31-32.

⁶⁹ Netbox, Nechte se unést.

2.3 Strategické obchodní jednotky společnosti

Společnost má v současné době tři hlavní SBU. Následující tabulka obsahuje jejich stručný popis a jejich podíl na celkových tržbách společnosti.

Tab. 3 SBU společnosti. Zdroj: Interní dokumenty společnosti ⁷⁰

SBU	Stručný popis	Výška tržeb za rok 2013
1	Služby pro domácnosti (retail)	168 mil. Kč 86,2%
2	Služby pro firmy (corporate)	11 mil. Kč 5,6%
3	Velkoobchod (wholesale)	9 mil. Kč 4,6%
X	Ostatní služby	7 mil. Kč 3,6%

Z pohledu tržeb firmy představuje SBU1 majoritní část s 86% podílem na tržbách společnosti. SBU1 se věnuje výstavbě telekomunikační sítě, prodeji služeb (internet, telefon, televize, mobil a dalších doplňkových služeb) výlučně pro zákazníky v domácnostech (retail).

SBU2 znamená pro společnost minoritní zdroj tržeb a to na úrovni 5% z celkových tržeb společnosti. SBU2 se zabývá poskytováním nabídky internetových služeb pro firmy. SBU2 již několik let po sobě stagnuje a nemá sílu konkurovat etablovaným subjektům na trhu.

SBU3 bylo zřízeno v roce 2011 pro podporu obchodních příležitostí, které nebylo schopno SBU1 a SBU2 uchopit a realizovat. Dnes je SBU3 nejvíce dynamickým segmentem, i přesto, že je jeho podíl na tržbách firmy pouze 4,6%. SBU3 se věnuje velkoobchodnímu prodeji různých služeb, bez kterých se neobejde fungování SBU1 a SBU2. Jedná se například o virtualizované IPTV, dodávky TV signálu, pronájem přenosových tras apod. SBUX zahrnuje například neplánované státní zakázky a partnerské záležitosti.

⁷⁰ Interní dokumenty společnosti, výtah z manažerského účetnictví.

2.4 Produkty společnosti

Následující kapitola popisuje pouze služby, které jsou poskytovány domácnostem. Jak již bylo zmíněno výše, domácnosti tvoří 86% tržeb společnosti. Služby poskytované firemní klientele a velkoobchodu jsou uvedeny v příloze č. 2.

Služby pro domácnosti

Tab. 4 Služby pro domácnosti. Zdroj: Concept of strategic management ⁷¹

ID	Služby	Popis
1	Internet	Společnost využívá dva typy technologií, které zajišťují rychlosti do 100 Mb/s případně do 1Gb/s. Vše provozováno na technologicky nejmodernějších sítích v celosvětovém měřítku.
2	Pevná linka a mobil	Společnost provozuje plnohodnotnou telefonní ústřednu a je schopna zákazníkům nabídnout klasické pevné linky s přidanou hodnotou (příkladně volání v síti zdarma) a současně v rámci virtuálního mobilního operátora dnes nabízí mobilní služby (hlasové a datové).
3	Digitální televize IPTV	Společnost disponuje komplexně vybaveným head-endem pro akvizici TV signálů ze satelitu, případně přímo ze studií a to v SD, HD i 3D rozlišení. Současně provozuje IPTV platformu, která zákazníkům zajišťuje služby s vysokou přidanou hodnotou příkladně: pauza, start-over, time-schift zpět až 30 hodin, videopůjčovna, archiv, atd.
4	Multimediální přehrávač	Digitální přenosný přehrávač, fungující na jakékoliv internetové síti.

2.5 Rozdělení majetkových podílů, majetkové účasti v jiných společnostech

Společnost má v současné době tři akcionáře podílející se na základním kapitálu 20 a více procenty. Největší podíl má předseda představenstva Marek Bukal (44%), za ním následuje Daniel Tureček (36%), který je pouze akcionářem společnosti (není zaměstnanec společnosti). Zbýlých 20% vlastní Pavel Vávra, člen představenstva. Společnost dále drží 49% podíl ve společnosti OpavaNet a.s.

2.6 Vize společnosti

Vize společnosti je být lídrem v oblasti NGA sítí v České Republice s nabídkou jednoduchých, přitom velice kvalitních telekomunikačních služeb s vysokou přidanou hodnotou. Chce nabízet významně odlišné služby, které zákazník na trhu nikde nenajde. Veškeré procesy ve firmě chce mít co nejvíce zákaznický orientované, zákazník vždy musí určovat prioritu. Služby, které jsou zákazníkovi nabízeny musí splňovat maximální ergonomii, jednoduchost užití, v rámci více služeb nabídnout ekosystém –

⁷¹ BUKAL, M., Concept of strategic management and business strategy formulation, s. 36.

tedy propojení jednotlivých služeb mezi sebou. Společnost hodlá své služby kontinuálně zdokonalovat a inovovat, tak aby zákazník měl vždy pokryto 100% svých potřeb.⁷²

2.7 Organizační struktura

Představenstvo společnosti strategicky vede management společnosti, který se následně rozpadá do pěti oddělení, které jsou řízeny konkrétním manažerem.

Tab. 5 Organizační struktura společnosti. Zdroj: Upraveno dle výroční zprávy 2013⁷³

Akcionáři společnosti				
Představenstvo a dozorčí rada společnosti				
Generální ředitel				
Finanční ředitel	Výrobní ředitel	Ředitel marketingu a péče o zákazníka	Obchodní ředitel	Technický ředitel

⁷² Interní dokumentace společnosti.

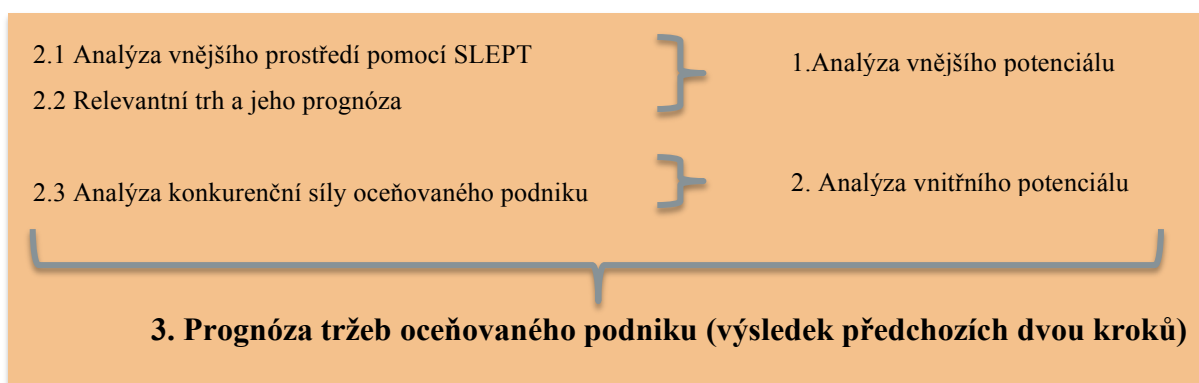
⁷³ Výroční zpráva společnosti 2013.

3 Strategická analýza

Strategická analýza oceňované společnosti, je jednou z nejdůležitějších částí procesu oceňování. Tato část, tvoří základnu, ze které vychází další fáze ocenění. Inspirace pro vymezení, strukturu a postup strategické analýzy je čerpána z literatury od pana profesora Maříka – Metody oceňování podniku.

Hlavním cílem této kapitoly je odhadnout vývoj tržeb oceňované společnosti v návaznosti na vývoj a analýzu trhu telekomunikací. Dále identifikovat rizika (hrozby) a příležitosti, které by mohly mít na vývoj tržeb vliv a které se by se mohly později promítnout do diskontní míry jako faktor rizika

POSTUP STRATEGICKÉ ANALÝZY:



3.1 Analýza vnějšího prostředí – SLEPT analýza

Pro analýzu vnějšího prostředí je využita SLEPT analýza, která rozděluje vlivy makro okolí do 5 základních skupin, tj. sociální, legislativní, ekonomické, politické a technologické. Celá analýza je zaměřena na významné faktory, změny a události, které ať už přímo či nepřímo ovlivňují trh telekomunikací. Závěrem této kapitoly je tabulka, shrnující hlavní příležitosti a hrozby, které pro společnost z trhu vyplývají.

SOCIÁLNÍ A SPOLEČENSKÉ FAKTORY

Internet, stejně jako elektřinu či dopravní cesty, lze v současné době považovat za jednu ze základních veřejných infrastruktur nepostradatelných pro plnohodnotné fungování společnosti. Internetová infrastruktura je základním stavebním prvkem většiny

informačních technologií a informační společnosti jako celku. Internet je tedy skutečným fenoménem dnešní doby.⁷⁴

V České Republice využívá internet mnoho subjektů od veřejné zprávy, zdravotnictví, soukromých společností až po jednotlivce a domácnosti. Pro účely ocenění podniku se práce zabývá právě domácnostmi, protože to je trh, kde se oceňovaná společnost pohybuje. Domácnosti společnosti tvoří největší podíl na tržbách a současně nová strategie společnosti na příští období se zaměřuje pouze na trh domácností.

Sociální a společenské faktory popisují kolik lidí v domácnostech v České Republice je připojeno k internetu, jaký typ technologie internetu využívají, jakého jsou pohlaví, jak jsou staří, jaké mají nejvyšší dosažené vzdělání a jaký je trend růstu internetové populace. Všechny tyto faktory ovlivňují trh s internetem a každý kdo se zabývá oceněním telekomunikačního podniku, by měl tyto základní sociální a společenské faktory brát na zřetel.

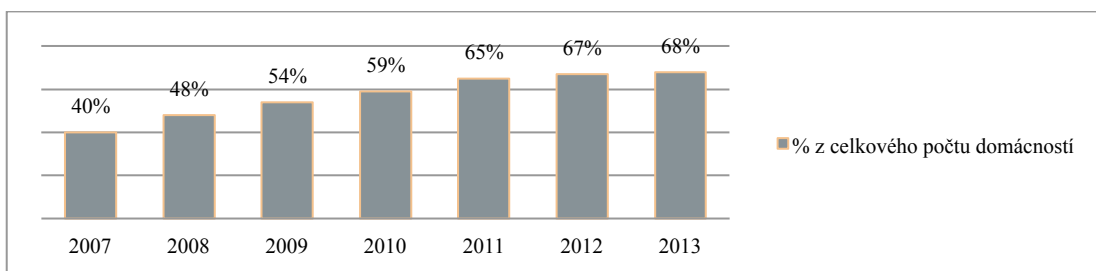
Analýza se zaměřuje především na využívání internetu, protože všechny produkty, které společnost nabízí jsou na něm závislé. V menší míře se zaměřuje na využívání digitální placené televize v České republice, protože i ta má pro oceňovanou společnost význam, především kvůli nově uvedenému produktu – multimediální přehrávač. Nutno dodat, že i tento produkt je závislý na připojení k internetu.

Internet na české trhu

Dle výzkumu, který realizoval Český Statistický Úřad ve 2.čtvrtletí 2013 a kterého se zúčastnilo 4679 domácností a 9017 jednotlivců, jsou již více než dvě třetiny českých domácností vybaveny počítačem a internetem. Za posledních 7 let vzrostl počet domácností vybavených počítačem o 1,2 mil., což představuje relativní nárůst o 29 %.⁷⁵

⁷⁴ Internet v české společnosti, Statistika&My, s. 26.

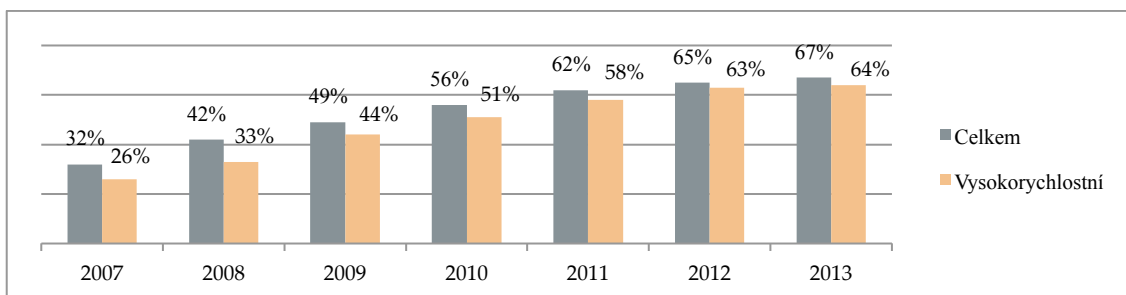
⁷⁵ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.



Graf 1 Domácnosti s počítačem v %. Zdroj: Vlastní zpracování dle dat ČSÚ⁷⁶

Ve druhém čtvrtletí roku 2013 bylo připojeno k internetu 67 % (2,8 mil.) domácností, což představuje dvě třetiny z celkového počtu domácností. Z grafu č. 2 níže si můžeme povšimnout dvou faktů. První fakt poukazuje na to, že během posledních let se podíl domácností připojených k internetu více než zdvojnásobil. V roce 2007 bylo k internetu připojeno 32 % domácností, v roce 2013 již o 1,5 mil. více. Druhým faktem je, že data v grafu č.2 jsou podobná s grafem č.1, na základě tohoto lze jednoduše říci, že skoro každá domácnost, která vlastní počítač, má zároveň i přístup k internetu.⁷⁷

Vysokorychlostní připojení k internetu patří ke standardu českých domácností. Ve druhém čtvrtletí roku 2013 mělo rychlý přístup k internetu 64 % domácností (96 % z domácností s připojením k internetu). Přitom v roce 2007 měla vysokorychlostní připojení k internetu pouze čtvrtina českých domácností (O1).⁷⁸



Graf 2 Domácnosti s připojením k internetu v % z celkového počtu domácností. Zdroj: Vlastní zpracování dle dat ČSÚ⁷⁹

Zajímavé také je, že velký vliv na využívání internetu má naše nejmladší generace. Domácnosti s dětmi jsou vybaveny internetem daleko častěji, než domácnosti bez dětí (O2).⁸⁰

⁷⁶ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.

⁷⁷ Viz. 76.

⁷⁸ Viz. 76.

⁷⁹ Viz. 76.

Pokud se zaměříme na domácnosti z hlediska příjmů, zjišťujeme, že v kategorii domácností s nejnižším příjmem, pouze 29% domácností využívá internet, zatímco u domácností s nejvyšším příjmem je to v roce 2013 až 95% (O3).⁸¹

Více než dvě třetiny z celkového počtu domácností vybavených počítačem, používaly počítač stolní a více než 63% domácností počítač přenosný. Zhruba třetina domácností byla vybavena jak stolním, tak i přenosným počítačem. V tomto ohledu došlo u českých domácností k velkému posunu, neboť před čtyřmi lety měla přenosný počítač k dispozici pouze pětina domácností. Roste rovněž podíl domácností s více počítači. Vybavenost dvěma a více počítači uvedlo v roce 2013 téměř 27 % domácností (O4).⁸²

Pokud jde o způsob připojení českých domácností k internetu, tak jednoznačně nejrozšířenější je připojení bezdrátové (Wi-Fi), kterým se v současné době k internetu připojuje více než polovina českých domácností. Naopak ještě nedávno nejrozšířenější způsob připojení k internetu, prostřednictvím vytáčené telefonní linky upadá, v roce 2013 ho využívalo jen 4% domácností. Podíl domácností připojených k internetu prostřednictvím ADSL v posledních letech nepatrně klesá, stejně tak jako podíl domácností připojených k internetu přes kabelovou televizi.⁸³

Oceňovaná společnost disponuje rozsáhlou optickou sítí, tedy z pohledu vývoje připojení pomocí ADSL technologie a kabelových televizí, které jsou v klesajícím trendu, je tato skutečnost pro společnost příležitostí (O5).

Závěrem k demografickým faktorům z pohledu internetu lze ještě zmínit, že internet v České Republice využívají o několik procent více muži (73%) než ženy (68%). Dále také čím vyšší je dosažené vzdělání u jednotlivce, tím je větší pravděpodobnost, že bude využívat internet (O6). Mezi vysokoškoláky je devět z deseti uživatelů internetu, mezi středoškoláky používá internet osm z deseti osob, osoby které mají pouze základní

⁸⁰ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.

⁸¹ Viz. 80.

⁸² Viz. 80.

⁸³ Viz. 80.

vzdělání je to pouhá pětina jednotlivců. Specifickou skupinu osob tvoří studenti, u kterých se podíl uživatelů počítače i internetu blíží k 100 % (O7).⁸⁴

Televizní trh v ČR

Následující odstavec je zaměřen především na placenou digitální televizi (pay TV) v ČR, protože to je jeden z hlavních produktů, který oceňovaná společnost poskytuje. Situaci na Českém trhu za rok 2012 znázorňuje tabulka č. 6 níže. Z tabulky je patrné, že nejvíce předplatitelů má digitální televizi provozovanou na platformě CaTV, naopak nejmladší digitální platforma IPTV má v současnosti nejméně předplatitelů. IPTV byla na Český trh poprvé uvedena v roce 2006 společností Telefonica O2. V současnosti v platformě IPTV má O2 stále nejvíce předplatitelů, ale kvůli nedostatečnému technologickému zázemí společnosti, lze předpokládat pokles oproti jiným společnostem (O8).

V platformě IPTV dochází postupně ke konsolidaci trhu, větší hráči kupují menší (O9). Takto se stala poměrně velkým hráčem na trhu IPTV společnost Rio Media, která avizovala několik kabelových společností. I přesto, že se Rio Media soustředí především na IPTV, část jejích sítí není na tento způsob digitální televize technicky způsobilá a umožňuje pouze analogové kabelové vysílání.⁸⁵ Oproti tomu oceňovaná společnost, poskytuje digitální televizi přes optické sítě, což ji umožňuje nabídnout zákazníkovi kvalitnější služby.

⁸⁴ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.

⁸⁵ POTŮČEK, J., Průvodce světem IPTV.

Tab. 6 Poskytovatelé placené televize a počet předplatitelů. Zdroj: Interní dokumenty společnosti ⁸⁶

Platform	TV provider	Subscribers (^{'000})	% of main TV set reception	% of PayTV
DTH	One-off satellite	1,200	27%	
DTH	Skylink + CS Link	284	6%	18%
DTH	Digi TV	190	4%	12%
DTH	UPC Direct	106	2%	7%
CaTV	UPC	566	13%	36%
CaTV	NejTV	68	2%	4%
CaTV	Rio Media CaTV	17	0%	1%
CaTV	SELF servis, s.r.o.	17	0%	1%
CaTV	Kabelová televize CZ s.r.o.	14	0%	1%
CaTV	ELSAT, s.r.o.	11	0%	1%
CaTV	Kabelová televize Kadaň, a.s.	7	0%	0%
CaTV	Kabelová televize Kopřivnice, s.r.o.	6	0%	0%
CaTV	SATT, a.s.	5	0%	0%
CaTV	Kabelová televize Ústí nad Orlicí, spol. s.r.o.	4	0%	0%
CaTV	4M Rožnov, spol. s.r.o.	4	0%	0%
CaTV	TVNET, s.r.o.	3	0%	0%
CaTV	TKR Jašek, s.r.o.	2	0%	0%
CaTV	TETA s.r.o.	2	0%	0%
CaTV	CORSAT s.r.o.	1	0%	0%
CaTV	MAKRO, spol. s.r.o.	1	0%	0%
CaTV	M - servis Zlín s.r.o.	1	0%	0%
CaTV	STAR - MONT Pardubice, s.r.o.	1	0%	0%
CaTV	Multi vision, s.r.o.	0	0%	0%
CaTV	Other CatV	61	1%	4%
IPTV	O2	156	4%	10%
IPTV	NetBox	15	0%	1%
IPTV	Rio Media IPTV	10	0%	1%
IPTV	Other IPTV	39	1%	2%
	DVB-T	1,641	37%	
	PayTV subscribers	1,590	36%	
	Total subscribers	4,431		

Shrnutí sociálních faktorů

Celkově lze shrnout, že internetová populace každým rokem zvyšuje svůj podíl a s rozvojem nových technologií (nové zařízení, které lze připojit k síti internet – chytré televize, chytré hodinky, bílá technika, tablety, sportovní pomůcky, pomůcky pro nevidomé atp.) bude růst i v dalších letech. Trend internetové populace je tedy rostoucí (O10). Oblíbenost televize přes internetový protokol (IPTV) v ČR stále roste a s postupným zánikem digitálních kabelových televizí, bude tento segment trhu růst i nadále (O11). ⁸⁷

⁸⁶ Interní dokumenty společnosti.

⁸⁷ DIGI ZONE, IPTV v České republice.

LEGISLATIVNÍ FAKTORY

Legislativní faktory mají významný vliv na telekomunikační sektor a následně na každou společnost, pohybující se v tomto odvětví. Telekomunikační činnost vyžaduje znalost většího počtu zákonů, sledování vyhlášek, novel, regulačního opatření atp. V následujících odstavcích jsou popsány aktuální skutečnosti legislativní povahy, které by mohly odvětví telekomunikací a následně oceňovanou společnost ohrozit či naopak zvýhodnit.

- **Sít'ová neutralita**

V dubnu 2014 prošel ve výboru Evropského parlamentu pro průmysl, výzkum a energie tzn. Telekomunikační balíček – Jednotný evropský trh elektronických komunikací. Hlavní body tohoto balíčku jsou zrušení roamingu a přísnější pravidla pro dodržování sít'ové neutrality.

K zrušení roamingu by podle přijatých návrhů mělo dojít 15. prosince 2015. Poté již operátoři nebudou moci účtovat zákazníkům maloobchodní poplatky za hovory, SMS či datové připojení uskutečněné v jiné zemi EU.⁸⁸ Tato informace je pro oceňovaný podnik zajímavá, nikoliv však rozhodující. Mnohem důležitější je pro oceňovanou společnost téma sít'ové neutrality.

V otázce dodržování tzv. sít'ové neutrality se poslanci podle vlastníků sítí postavili proti nim, když odhlasovali přísnější pravidla, než původně navrhovala Evropská komise.⁸⁹ Pro oceňovanou společnost, která se však rozhodla nabízet služby i na cizích sítích by to ale naopak mohlo znamenat příležitost. A to u nově uvedeného produktu – multimediální přehrávač. Podle definice sít'ové neutrality, by užívání tohoto produktu nikdo nemohl blokovat (O12).

Zároveň by se však mohlo jednat i hrozbu. Tou by mohly být konkurenční produkty, nabízeny na síti oceňované společnosti a ta je nebude díky sít'ové neutralitě schopna ovlivnit / blokovat (T1). Příklad takového produktu je Skype, který dnes kanibalizuje

⁸⁸ SLÍŽEK, D., Internetový provoz si je rovný.

⁸⁹ Viz. 89.

zákazníky oceňované společnosti na pevném a mobilním hlase, sms a apod. V rámci zachování síťové neutrality, společnost nemůže provoz Skypu zakázat a převést jeho uživatele na své služby.

V následujícím textu je uvedeno co to vůbec síťová neutralita znamená:

„Neutralitou sítě“ se rozumí zásada, podle které se s veškerým internetovým provozem nakládá rovnocenně, bez diskriminace, omezení nebo zásahů a bez ohledu na odesílatele, příjemce, typ, obsah, zařízení, službu nebo aplikaci“⁹⁰

- **4G a 5G sítě**

Kromě síťové neutrality a zákaz roamingových poplatků telekomunikační balíček obsahuje také pravidla pro efektivní nakládání s radiovým spektrem, která by měla umožnit další rozvoj 4G a 5G sítí na našem kontinentu a tím rychlejší mobilní data. Jaký vliv to má na trh s internetem v České Republice a posléze na oceňovanou společnost?

4G a 5G sítě z pohledu služby společnosti „mobil“ jsou příležitost, jelikož zákazník oceňované společnosti dostane k dispozici ještě rychlejší data. Jelikož tato služba nebude do ocenění zahrnuta, nebudeme brát tuto příležitost v úvahu.

U produktu společnosti „multimediální přehrávač“, který umožňuje sledování televizního vysílání včetně prémiových funkcí (posun v čase, nahrávání atp.) i na mobilních zařízeních, které jsou provozovány na platformách iOS (iPhone, iPad) a Android se pak jedná o významnou příležitost (O13).

Na druhé straně pro službu společnosti „internet“, který je provozován na optické síti tzn. je fixní (u každého doma), by se zrychlení mobilního internetu (4G a 5G) mohlo jednat o hrozbu. Samotná rychlost internetu by se teoreticky v čase mohla vyrovnat internetu fixnímu, ovšem kvalita nikoliv, nic nenahradí kvalitu kabelů proti bezdrátové technologii. Zákazník tento fakt ovšem velmi často přehlédne, jelikož ve většině případů není technickým odborníkem (T2).

⁹⁰ SLÍŽEK, D., Internetový provoz si je rovný.

- **Vysokorychlostní internet v ČR**

Zhruba před rokem a půl schválila tehdejší vláda Petra Nečase dokument Digitální Česko 2.0. aneb „Cestu k digitální ekonomice“. Klíčový bod z tohoto dokumentu pro telekomunikace je podpora rozvoje vysokorychlostních přístupových sítí k internetu umožňující přenosové rychlosti 30 Mbit/s pro všechny obyvatele a 100 Mbit/s minimálně pro polovinu domácnosti do roku 2020 (O14).⁹¹

Z výše uvedeného vyplývá, že je smysluplné podporovat možnosti efektivního využití kofinancování výstavby z veřejných prostředků jako možného doplňujícího mechanismu vytvářejícího potřebné stimuly pro soukromé investice do infrastruktury pro vysokorychlostní přístup k internetu a vznik projektů, které by se pravděpodobně bez této podpory vůbec nerealizovaly.⁹²

Dotovat vysokorychlostní internet se rozhodla i Evropská unie. Na rozvoj broadbandu ve fondu CEF původně bylo 9,2 miliardy €, ale zhruba před rokem, kvůli dohodám na novém rozpočtu Unie jako takové, byly prostředky v celém fondu CEF sníženy. Alokovaných 9 miliard bylo zredukováno na 1 miliardu €. Nyní evropský parlament schválil návrh, podle kterého z celé jedné miliardy (prakticky desetiny původní částky) přeci jen půjde určitá část na rozvoj broadbandu, a to 15%. Což sice v absolutní hodnotě stále jsou nemalé peníze, ale ve skutečnosti to znamená, že rozvoj broadbandu (a to tam, kde na něj nestačí tržní mechanismy) bude muset být podporován především z jiných veřejných prostředků, hlavně asi národních (O15).⁹³

EKONOMICKÉ FAKTORY

V následujících odstavcích jsou uvedeny základní makroekonomické veličiny (HDP, inflace, úrokové sazby, stabilita měny), které mají na oceňovanou společnost zpravidla velký vliv, zatímco možnost společnosti ovlivňovat tyto ukazatele je spíše omezená.⁹⁴

⁹¹ Digitální Česko v. 2.0, Cesta k digitální ekonomice.

⁹² Viz. 91.

⁹³ PETERKA, J., Parlamentní obstrukce zpozdily nový telekomunikační balíček.

⁹⁴ SYNEK, M., Podniková ekonomika. s. 15

- **HDP**

Reálný hrubý domácí produkt (dále jen HDP) je klíčovým ukazatelem vývoje ekonomiky, protože odráží celkový hospodářský vývoj dané země. Patří k hlavním faktorům, které působí na vývoj daného trhu. V následující tabulce je uveden vývoj HDP od roku 2006 a jeho prognózu dle Ministerstva financí ČR do roku 2017.

Tab. 7 Vývoj HDP. Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky červen 2014⁹⁵

Reálné HDP	Skutečnost							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
V mld. Kč	3 334	3 525	3 635	3 471	3 557	3 622	3 585	3 551
Meziroční změna v %	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9
Reálné HDP	Predikce							
	2014	2015	2016	2017				
Mld. Kč	3 648	3 739	3 834	3 932				
Meziroční změna v %	2,7	2,5	2,5	2,6				

Z tabulky č. 7 výše je patrné, že do roku 2008 se ekonomika České republiky nacházela v růstové fázi hospodářského cyklu. V roce 2009 se již i v České republice naplno projevíly důsledky pádu Lehman Brothers a následně celosvětové finanční krize. HDP tehdy kleslo o 4,5%. Krize zasáhla celý ekonomický sektor a ekonomika České republiky se dostala do recese.⁹⁶ Společnost v daném období pocítila odliv zákazníků u dražších služeb a to jak u stávajících tak u nových zákazníků. Ovšem celkově se ekonomická krize ve výsledcích společnosti neprojevila.

Predikce do budoucna dle ministerstva financí předpovídá lepší časy. Na rok 2014 predikuje růst o 2,7% . Pozvolný růst ekonomiky by měl pokračovat i roce 2015, kde je předpokládán růst o 2,5%. Tento růst by měl být dán zhruba ze tří čtvrtin domácí poptávkou (O16) a z jedné čtvrtiny pak saldem zahraničního obchodu.⁹⁷ Co se týče příjmové situace českých domácností, tak lze zaznamenat zlepšení oproti minulému roku. Jejich příjmy s růstem HDP posilují a individuální spotřeba se oproti loňskému roku zvýšila o 1,6 %.

⁹⁵ Ministerstvo financí ČR, Makroekonomická predikce České republiky červen 2014.

⁹⁶ PÁLENIČEK, A., Vývoj HDP.

⁹⁷ Viz. 95.

- **Úrokové sazby**

Dalším důležitým faktorem je vývoj úrokových sazeb. Pokud by se společnost rozhodla v budoucích letech pro investiční akci, na kterou by ji nestačily její vlastní zdroje, musela by požádat o úvěr.

Tab. 8 Vývoj úrokových sazeb. Zdroj: Makroekonomická predikce červen 2014, Ministerstvo financí

Úrokové sazby	Skutečnost								Predikce	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Repo 2T ČNB v % p.a.	2,5	3,5	2,25	1	0,75	0,75	0,05	0,05	N/A	N/A
PRIBOR 3M v % p.a.	2,3	3,09	4,04	2,19	1,31	1,19	1	0,46	0,4	0,4
Úrokové sazby z úvěru	4,29	4,85	5,59	4,58	4,1	3,93	3,69	3,19	N/A	N/A

- **Inflace**

Dalším významným ekonomickým faktorem, který se projevuje v cenách vstupů a výstupů každého podniku je inflace. Zákon o účetnictví nařizuje oceňování dlouhodobého majetku historickými cenami. Při inflaci tak dochází ke podhodnocování odpisů a ke zvyšování daňové zátěže podniku.⁹⁸

Tab. 9 Vývoj inflace. Zdroj: Makroekonomická predikce červen 2014, Ministerstvo financí

Referenční rok 2005	Skutečnost					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Deflátor HDP	105,9	108,3	106,6	105,6	107,3	109,4
Růst HDP v %	1,9	2,3	-1,6	-0,9	1,6	1,9

Referenční rok 2005	Predikce			
	2014	2015	2016	2017
Rok	2014	2015	2016	2017
Deflátor HDP	111,3	112,7	114,0	115,6
Růst HDP v %	1,8	1,3	1,1	1,3

V tabulce č. 9 výše je uveden vývoj inflace v České republice od roku 2008 a její predikce do roku 2017. Podle dat ČSÚ ve druhém čtvrtletí roku 2014 inflace v Česku oproti roku 2013 stagnovala. Na nulový růst cen měly vliv především klesající ceny potravin spolu s levnějšími telekomunikačními službami (T3). Ve třetím čtvrtletím 2014 pak meziroční růst inflace akceleroval o 0,5%. Tento vývoj ovlivnilo zejména zvýšení cen v oddíle rekreace a kultura a v oddíle bydlení. Meziroční pokles cen v oddíle pošty a telekomunikace, však stále pokračoval v důsledku snížení cen telefonických a telefaxových služeb o 3,1% .^{99 100}

⁹⁸ Karas, M., Návrh ocenění podniku, s. 55.

⁹⁹ KURZY.CZ, Měsíční inflace.

¹⁰⁰ HOSPODÁŘSKÉ NOVINY, Nulová červnová inflace.

- **Intervence na devizovém trhu**

Minulý rok v listopadu spustila ČNB devizové intervence a oslabila českou měnu. Podle zástupců vedení ČNB je tento zásah potřebný, především kvůli uvolnění měnových podmínek a jako opatření proti deflaci. Tyto intervence měly skončit počátkem roku 2015.¹⁰¹ V červnu 2014 však bankovní rada deklarovala, že neukončí intervenční režim dříve, než ve druhém čtvrtletí roku 2015.

Podle analytika, není vyloučeno, že by v dalších měsících mohla ČNB přistoupit k dalšímu oslabení koruny nebo k prodloužení intervenčního režimu až do roku 2016. Důvodem takového kroku by byl další vývoj inflace, která jak bylo zmíněno výše byla v červnu skoro na nule (T4).¹⁰²

Koruna není slabší pouze vůči Euru, ale oslabuje i proti Dolaru. Americký Dolar po příznivé statistice z amerického sektoru služeb a zpracovatelském průmyslu skutečně velmi posiluje. K Euru stoupl dokonce nejvýš za devět měsíců. Lze to prezentovat na datech za třetí čtvrtletí 2013 a 2014, kdy průměrný kurz Koruny vůči Dolaru činil 19,15 CZK/USD (2013) a 21,03 CZK/USD (2014).¹⁰³

Vzhledem k tomu, že podstatná část vstupů plynoucí do oceňované společnosti, jsou pořizovány v zahraničí a v zahraničních měnách, je pro společnost každé další oslabení koruny jak vůči Dolaru, tak Euru významnou hrozbou, která má dopad do marže jednotlivých nabízených produktů (T5).

POLITICKÉ FAKTORY

Zhruba před rokem proběhly předčasné volby do poslanecké sněmovny a parlamentu, které měly přinést politickou stabilitu. Po nástupu nových stran, ale poměry byly stále nejisté a klid po němž volají ekonomové a podnikatelé zatím ještě ani v roce 2014 nenastal. Komplikace byly především spojeny s odlišnými prioritami jednotlivých stran, s pokračující statní recesí a s poloprázdnou statní kasou. V současné chvíli je politická

¹⁰¹ ČTK, IDNES.CZ, Intervence ČNB.

¹⁰² Viz. 101

¹⁰³ BENEŠ, J., SKALICKÝ, M., Koruna je vůči euru na pětiletém minimu.

situace stabilní a strany se snaží najít společnou cestu.¹⁰⁴

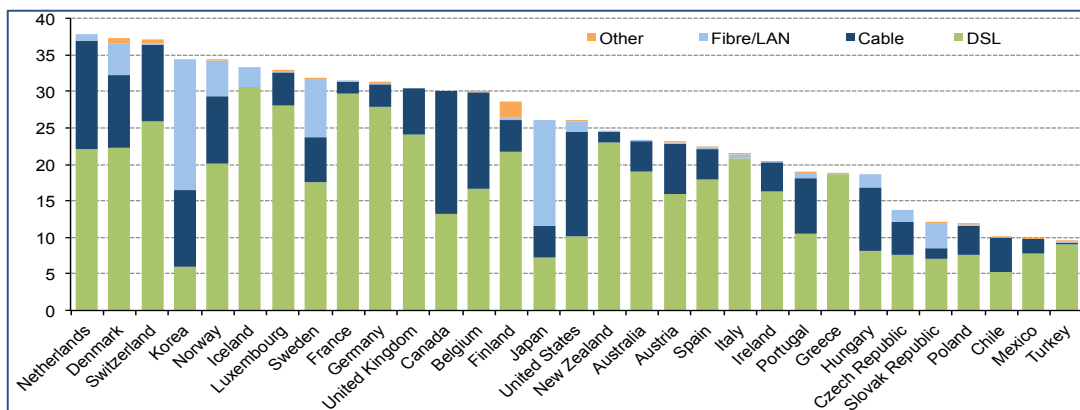
Kromě politické stability naší země, patří do politických rukou, také již velmi dlouhou dobu diskutované, přijetí Eura. Podle posledních zpráv by se Euro mělo přijmout v roce 2020 (T6).¹⁰⁵

TECHNOLOGICKÉ FAKTORY

Oceňovaná společnost se drží již řadu let na technologické špičce v oblasti NGA sítí na území České Republiky. Peněžní prostředky a znalosti investuje do nejmodernějších technologií, které přináší především kvalitu a schopnost zavádět nové produkty.

V České Republice uživatelé internetu využívají především připojení o rychlostním průměru 8 Mb/s. Nejvyšší průměrná rychlost v České Republice pak dosahuje 29 Mb/s. Hlavní podíl na tom má neustále se rozvíjející se infrastruktura optických sítí. Technologický trend, který do výroby přináší především využití technologie PON (O17).¹⁰⁶

Co se týče penetrace vysokorychlostního internetu v ČR (15%), má ČR ještě stále co dohánět. Rozvoj této oblasti lze předpokládat (O18). Na grafu č. 3 níže, vidíme umístění ČR oproti evropským i mimoevropským státům. Zároveň využití Fibre/LAN technologie, kterou disponuje i oceňovaná společnost, ukazuje trend v získávání vysokorychlostního internetu.¹⁰⁷



Graf 3 Širokopásmové připojení na 100 obyvatel v % podle typu technologie. Zdroj: OECD¹⁰⁸

¹⁰⁴ PRAVEC, J., Česká politika v roce 2014.

¹⁰⁵ ČT 24, Přijetí eura.

¹⁰⁶ PON - Pasivní optická síť.

¹⁰⁷ OECD, Fixed broadband.

Dalším technologickým faktorem, který ovlivňuje trh s internetem je mobilní internet. Mobilní operátoři usilují o vybudování sítě pro rychlý mobilní přístup k internetu. Ministerstvo od nich na oplátku za lukrativní kmitočty chce, aby jejich signálem pokryly především řídce obydlené oblasti, kam dnes rychlý internet nedosáhne.¹⁰⁹ Lze odhadovat, že mobilní data a to nejen poskytovaná prostřednictvím mobilních operátorů budou v blízké budoucnosti velice cenný zdroj tržeb, protože tento segment stále ještě postrádá kvalitní a rychlé mobilní připojení k internetu (O19),(O20).

Poslední odstavec u technologických faktorů patří terestrické digitalizaci TV. Tato změna přináší do klasických televizí nové funkce. TV se stává mnohem více interaktivním nástrojem, který umožňuje realizaci mnoha činností (internet, videopůjčovna, aplikace, archive, nahrávání pořadů, 3D obsah, vysoké rozlišení, poslech radií a hudby apod.) (T7).

3.1.1 Závěreční shrnutí SLEPT analýzy pomocí dílčí SWOT analýzy

Tab. 10 Závěrečné shrnutí SLEPT analýzy. Zdroj: Vlastní zpracování

	PŘÍLEŽITOSTI (O)		HROZBY (T)
O1, 10	Rostoucí trend poptávky po vysokorychlostním internetu	T1	Uzákonění síťové neutrality
O2	Zacílení segmentu na děti	T2	Zánik fixního internetu
O3	Oslovení nízko - příjmové domácnosti low - cost produktem	T3	Klesající ceny telekomunikačních služeb
O4	Potřeba rychlejšího internetu pro více zařízení	T4	Intervence pokračující ČNB, oslabení koruny
O5	Migrace zákazníků na optické sítě	T5	Oslabení Koruny vůči Dolaru
O6,7	Zacílení propagace na vzdělané a studenty	T6	Přijetí Eura – změny v informačních systémech
O8	Migrace zákazníku na platformu IPTV	T7	Silná konkurence DVB –T s rozvojem nových funkcí
O9	Akvizice trhu v platformě IPTV/prodej segmentu IPTV		
O11	Velký potenciál růstu trhu IPTV		
O12	Uzákonění síťové neutrality		
O13	Rozvoj 4G a 5G sítí		
O14, 15	Dotace broadbandu z EU a ČR		
O16	Rostoucí tržby v návaznosti na HDP		
O17	Technologie PON		
O18	Penetrace sítě s vysokorychlostním internetem		
O19	Virtualizace sítě		
O19	Provozování služeb na mobilní síti jako OTT		

¹⁰⁸ Viz. 107

¹⁰⁹ KONKURS A VYROVNÁNÍ, Budoucnost mobilního internetu.

3.2 Relevantní trh a jeho prognóza

V této kapitole je popsán relevantní trh, kde oceňovaná společnost působí a následně jeho prognóza. Relevantní trh je vymezen z hlediska produktu, z hlediska území, z hlediska zákazníků a z hlediska konkurentů a to tak, aby bylo možno získat základní data o tomto trhu, posoudit jeho atraktivitu a dále zpracovat prognózu dalšího vývoje trhu.

Vymezení trhu z hlediska produktu/služby

Oceňovaná společnost působí v oblasti telekomunikací. Těžiště podniku je poskytování triple play služeb, tedy portfolio 3 služeb, které plně uspokojí komunikační potřeby zákazníků. Jedná se o vysokorychlostní internet, pevnou linku a mobil, digitální televizi IPTV.

Vzhledem k tomu, že služba pevná linka a mobil, přináší oceňované společnosti minoritní podíl na tržbách není tato služba do ocenění zahrnuta. Trh mobilních komunikací a pevné linky není tedy analyzován. Relevantní trh z hlediska věcného patří do odvětvové klasifikace CZ-NACE 61 telekomunikační činnost. Velikost tohoto trhu je určena na základě statistik o průměrné spotřebě internetu. Veškeré produkty společnosti jsou závislé na internetu, proto velikost trhu bude odhadována na základě průměrné spotřeby (využívání) internetu.

Vymezení trhu z hlediska území

Společnost je ryze českou společností. V současné době působí v následující městech: Brno, Havlíčkův Brod, Holešov, Jihlava, Nový Jičín, Olomouc, Opava, Ostrava, Praha a Zlín. Trh by mohl být oceněn z hlediska jednotlivých měst, ve kterých společnost působí, pro analyzovanou společnost má však větší význam ocenit trh celé České republiky. Produkt multimediální přehrávač je totiž určen pro všechny zákazníky v ČR, kteří mají připojení k internetu a možnost ho používat má prakticky kdokoli na světě. Z hlediska území bude trh vymezen jako země České republiky.

Vymezení trhu z hlediska zákazníků

Mezi zákazníky společnosti patří domácnosti, firmy a velkoobchod. Jelikož největší podíl na tržbách společnosti vytváří domácnosti a ostatní mají zanedbatelný podíl bude při stanovení trhu zaměřeno pouze na domácnosti. Navíc strategii společnosti je do budoucna firemní a velkoobchodní segment úplně zanechat.

Vymezení trhu z hlediska konkurentů

Hlavními konkurenty oceňované společnosti jsou subjekty pohybující se na telekomunikačním trhu poskytující tzv. triple play služby:

1. vysokorychlostní internet,
2. digitální televize IPTV,
3. pevná linka a mobil.

Přičemž, nabídka, těchto služeb je orientována především na domácnosti.

Velikost stávajícího trhu

V následující kapitole je určena stávající velikost relevantního trhu, který je vymezen výše. Velikost trhu v České Republice je odhadována na základě statistik o průměrné spotřebě dané služby v peněžitých jednotkách a to následujícím způsobem:

1) Ze statistik rodinných účtů z ČSÚ, z kategorie spotřební výdaje domácností za rok, je zjištěno kolik průměrně jeden člen domácnosti utratí ročně za internet.

2) Průměrná spotřeba na 1 obyvatele je vynásobena počtem obyvatel v ČR.

Tab. 11 Velikost relevantního trhu. Zdroj: ČSÚ¹¹⁰

Rok	Průměrná spotřeba na 1 osobu (Kč)	Počet obyvatel	Věcně vymezený trh ČR (v mil. Kč)
2003	112	10201651	1 143
2004	0	10206923	0
2005	0	10234092	0
2006	435	10266646	4 466
2007	655	10322689	6 761
2008	906	10429692	9 449
2009	1063	10491492	11 152
2010	1205	10517247	12 673
2011	1308	10496672	13 730
2012	1316	10509286	13 830
2013	1324	10510719	13 920

Pozn. V roce 2004 a 2005 nebylo zjišťováno

¹¹⁰ ČSÚ, statistika rodinných účtů.

3.2.1 Analýza atraktivity trhu

Ve spolupráci s pracovníky oceňované společnosti je vypracována následující tabulka č.12, zobrazující v procentuálním vyjádření na kolik je trh, kde se společnost pohybuje atraktivní.

Tab. 12 Hodnocení atraktivity trhu. Zdroj: struktura tabulky dle Mařík. ¹¹¹

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity								Body	Váha × Body
		Negativní			Průměr		Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6			
Růst trhu	3						x			5	15
Velikost trhu	3				x					3	9
Intenzita konkurence	3		x							1	3
Průměrná ROI	2					x				4	8
Bariéry vstupu	2					x				4	8
Možnosti substituce	1						x			5	5
Citlivost na konjunkturu	1							x		6	6
Struktura zákazníků	2						x			5	10
Vlivy prostředí	1						x			5	5
Celkem	18										69
Maximální počet bodů:	108										
Dosažený počet bodů:	69										
Hodnocení:	64%										

Z následující tabulky č.13, stejně tak jako ze SLEPT analýzy, jsou pro společnost identifikovány hlavní příležitosti a hrozby.

Tab. 13 Shrnutí atraktivity trhu. Zdroj: Vlastní zpracování

PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
<ul style="list-style-type: none"> • Rostoucí trh • Velký a stále ještě volný trh • Jasně zacílení na trh domácností • Akvizice zákazníků v oblasti IPTV • Akvizice zákazníků konkurence na optické síti 	<ul style="list-style-type: none"> • Silná konkurenční prostředí • Průměrné bariéry vstupu na trh

Analýza atraktivity trhu, je úzce spojena se SLEPT analýzou viz kap. 2.1, kde se výsledné faktory (ať už se jedná o příležitost či hrozbu) navzájem doplňují a zároveň potvrzují. V analýze vnitřního potenciálu, pak pomocí analýzy konkurenční síly oceňované společnosti je zodpovězena otázka, do jaké míry je společnost schopna čelit uvedeným hrozbám a využít příležitosti, které se jí nabízejí.

¹¹¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 66.

3.2.2 Prognóza vývoje trhu

Prognóza vývoje trhu je stanovena na základě použití kombinace následujících statistických metod:

1. Analýza časových řad a jejich extrapolace
2. Jednoduchá regresní analýza

Pro regresní model by měla platit tato pravidla:

- Mezi vysvětlující (nezávislá) a vysvětlovanou (závislá) proměnou by měla být relativně silná závislost.
- Mezi vysvětlujícími proměnnými v jedné rovnici by naopak měla být vzájemná závislost nevýznamná (korelační koeficient by neměl dosáhnout hodnoty vyšší než 75%.)¹¹²

K výběru vhodné proměnné je použit Personův koeficient korelace, který měří míru lineární závislosti mezi relevantním trhem a vysvětlující proměnnou. Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu pro zvolené proměnné obsahuje tabulka č.14.

Tab. 14 Hodnoty koeficientu korelace. Zdroj: Vlastní zpracování

PROMĚNNÁ	HDP	Relevantní trh	Inflace
HDP	1		
Relevantní trh	0,85664245	1	
Inflace	0,182099925	0,189863909	1

Za uspokojivou hodnotu koeficientu korelace považuje Mařík nejméně 0,75. Tuto podmínku splňuje pouze HDP (korelační koeficient 86%). Jako vysvětlující proměnou je tedy zvoleno HDP. Ze vzájemných korelačních koeficientů nezávislých proměnných plyne nemožnost použití více jak jednoho regresoru v regresní funkci (nejsou vyšší než 0,75).

¹¹² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 470.

Pro sestavení prognózy relevantního trhu v závislosti na HDP jsou použity čtyři modely trendů – lineární, exponenciální, logaritmický a parabolický. Pro prognózu vývoje trhu je dále použita metoda časových řad. U těchto metod není potřeba hledat vysvětlující proměnnou je zřejmé, že jí je čas. Prognózovaný trh je tedy pouze závislý na jeho vývoji v minulosti a předpokládá se, že minulý trend bude následovat i v budoucnu.

Kvalita modelu je posouzena podle indexu determinace, testů regresních modelů na základě analyzovaných dat (dílní t-test jednotlivých koeficientů, celkový F-test modelu) a predikčních testů. Dále je změřena odchylka skutečných a prognózovaných hodnot a základní statistické nástroje měřící míry přesnosti odhadu.

Výsledky výpočtů a zdůvodnění výběru výsledného modelu použitého pro prognózu trhu je uvedeno v příloze č.3. Na základě statistických výsledků je vybráno pro prognózu tržeb logaritmická funkce časového trendu.

$$\text{Relevantní trh} = 3973 + 5146 \cdot \ln(X)$$

Na základě této zvolené funkce výsledná prognóza relevantního trhu je následující:

Tab. 15 Prognóza relevantního trhu. Zdroj: Vlastní zpracování

Skutečnost		
Rok	Relevantní trh v mil. Kč	Růst trhu (%)
2006	4466	
2007	6761	51,4%
2008	9449	39,8%
2009	11152	18,0%
2010	12673	13,6%
2011	13730	8,3%
2012	13830	0,7%
2013	13920	0,7%
Prognóza		
2014	15129	8,7%
2015	15658	3,5%
2016	16137	3,1%
2017	16575	2,7%
Průměrný meziroční růst 2006 - 2012		21,78%
Průměrný meziroční růst 2013 - 2017		3,72%

Je předpokladem, že v dalším období od roku 2017 a dále zůstane růst relevantního trhu na úrovni 2,7%.

Spolehnoutí se pouze na statistické metody u stanovení prognózy trhu je rizikové. U stanovení prognózy tržních podílů a tržeb oceňované společnosti je tato skutečnost brána na zřetel.

3.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

V této kapitole je odhadnut vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Postup bude rozdělen do následujících kroků (podkapitol):

1. Stanovení současných tržních podílů oceňované společnosti,
2. identifikace konkurentů,
3. analýza konkurenční síly oceňované společnosti,
4. prognóza tržních podílů.

3.3.1 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Pro účely samotného ocenění je odhadnut tržní podíl oceňovaného podniku za poslední období jako poměr jeho tržeb a odhadnuté velikosti relevantního trhu. Vývoj tržního podílu podle takto zvolené metody je uveden v tabulce č. 16.

Tab. 16 Vývoj tržního podílu podniku. Zdroj: vlastní zpracování

Rok	Relevantní trh (v mil. Kč)	Tržby Smart Comp. (v mil. Kč)	Tržní podíl
2006	4466	68	1,52%
2007	6761	80	1,18%
2008	9449	136	1,44%
2009	11152	136	1,22%
2010	12673	159	1,25%
2011	13730	162	1,18%
2012	13830	172	1,24%
2013	13920	189	1,36%

3.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

Přímou konkurenci společnosti tvoří zejména společnost **UPC Česká Republika, s.r.o.** (dále jen UPC). **UPC** je nadnárodní společností provozující telekomunikační služby po celé Evropě a současně je největším operátorem kabelové televize v České Republice. Hlavním předmětem podnikání této společnosti je tedy výstavba a provozování sítí kabelové televize a poskytování služeb elektronických komunikací. Na základě údajů uvedených ve výročních zprávách společnosti, jsou identifikovány jejich tržby za roky

2006-2013 a určen jejich tržní podíl, stejnou metodou jako v předcházející kapitole. Výsledky zobrazuje následující tabulka:

Tab. 17 Tržní podíl UPC. Zdroj: Zpracováno dle výročních zpráv 2006-2013¹¹³

Rok	Relevantní trh (v mil. Kč)	Tržby UPC (v mil. Kč)	Tržní podíl
2006	4466	2724	60,99%
2007	6761	4577	67,70%
2008	9449	4772	50,50%
2009	11152	4971	44,57%
2010	12673	4617	36,43%
2011	13730	4450	32,41%
2012	13830	4426	32,00%
2013	13920	4273	30,70%

Z tabulky je patrné, že společnost **UPC** v České Republice na telekomunikačním trhu je opravdu velkým hráčem.

Díky akvizicím, které **UPC** realizuje od samotného vstupu na český trh, dnes disponuje rozsáhlou síťovou infrastrukturou na které nabízí služby kabelové televize služby připojení k internetu a služby telefonu tzn. klasické pevné linky.

UPC technologicky provozuje síť „druhé generace“, pokud uvažujeme, že síť „první generace“ jsou telefonní dvoulinky, která je postavena na koaxiálních kabelech určených především pro přenos televize. Od roku 2005 **UPC** své síť modernizuje na tzv. HFC (hybrid fibre coax) síť, kdy se využívá standard DOCSIS, který umožňuje po analogových koaxiálních sítích provozovat digitální služby, příkladně internet.

Oceňovaná společnost provozuje síť „třetí generace“ kdy využívá maximálně optické síť v kombinaci s UTP kabely (pro posledních maximálně 100 m). Síť má velmi nízkou odezvu, je schopná dodržet kvalitu nabízených služeb (QoS) formou prioritizace paketů, je jednoduše a levně škálovatelná, nemá problémy s agregací a především veškerý vývoj v této oblasti směřuje k těmto sítím, tzn. stále se objevují nové a nové vlastnosti, které jsou poskytovatelé schopni využít pro kvalitu nabízených služeb (S2).

¹¹³ Výroční zprávy UPC od roku 2006-2013.

Z pohledu zákazníka pouze cca 5 % uživatelů je schopno ocenit technologické výhody oceňované společnosti proti **UPC**, které jsou dány především modernější sítí. Běžného uživatele zajímá pouze to, co je na propagačních letáčích a webových stránkách, bohužel často srovnává pouze čísla **UPC** proti číslům oceňované společnosti (poměr cena výkon). Služby jako takové, na první pohled fungují téměř totožně a běžná domácnost rozdíl nepozná, nebo jej není schopná využít. Oceňovaná společnost zatím nebyla schopna marketingově ani obchodně své technologické výhody využít a vysvětlit potenciálním zákazníkům rozdíl v kvalitě a úrovni služeb (W1).

UPC je tedy nejvýznamnější konkurentem oceňované společnosti, jelikož téměř ve 100 % dochází k překryvu infrastruktury, tedy i překryvu pro zákazníka velmi podobných služeb. Tedy v domech, kde poskytuje služby oceňovaná společnost se téměř vždy setkáme i s **UPC**. Pro zákazníka nepředstavuje přechod k jinému operátorovi, kterého má již v domě, žádné komplikace, což může být hrozbou i příležitostí.

V stejném 100% překryvu infrastruktury je i **O2 (dnes skupina PPF)**, nicméně vzhledem k velmi zastaralé technologii (telefonní dvou linka) a standardu xDSL není **O2** schopno nabídnout adekvátní služby a konkurovat oceňované společnosti ani **UPC**. Jedná se jak o kvalitu služeb, rychlost služeb i o cenu. **O2** si většinou berou zákazníci, kteří na něj mají dotace od firem, kde jsou zaměstnaní, atp.

Dalším případným konkurentem společnosti by mohla být společnost **PODA a.s.** **PODA** je jeden z konkurentů, který většinou využívá stejnou technologii jako oceňovaná společnost (FTTx - NGA síť). **PODA** ovšem nenabízí služby a nestaví své síť tam, kde dnes již působí oceňovaná společnost. Dochází tak spíše k náhodnému překryvu sítí a služeb. **PODA** je low-cost operátor, její technologie jsou často velmi průměrné za velmi nízké pořizovací náklady. Marketingová a obchodní politika je velmi agresivní, dumpují často ceny na trhu a nabízí své služby na hranici návratnosti.

Další skupinou konkurentů jsou různí **WiFi operátoři**, kteří dnes nabízejí často pouze přístup k internetu, jelikož bezdrátové síť nemají dostatečnou kapacitu na kvalitní

přenos jiných služeb, třeba televize. Z pohledu kvality služeb jsou srovnatelné s xDSL co dnes provozuje příkladně O2.

3.3.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Pro analýzu konkurenční síly oceňovaného podniku je použita hodnotící tabulka č.18 níže od pana profesora Maříka. Strukturu tabulky je upravená tak, aby lépe vyhovovala oceňované společnosti. Z tabulky jsou poté stanoveny hlavní konkurenční výhody a nevýhody společnosti.

Tab. 18 Hodnocení konkurenční síly. Zdroj: struktura tabulky dle Mařík.¹¹⁴

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Body	Váha × Body		
			Negativní		Průměr		Pozitivní					
			0	1	2	3	4	5			6	
Přímé faktory	1	Cenová úroveň	3						x		5	15
	2	Šíře produktů a služeb ¹	2							x	6	12
	3	Kvalita služeb ²	3				x				3	9
	4	Kvalita technologie ³	2						x		5	10
	5	Zákaznická podpora ⁴	2					x			4	8
	6	Zákaznická a prodejní centra ⁵	2			x					2	4
	7	Účinnost marketingu	2				x				3	6
	8	Image a síla firmy	2		x						1	2
Nepřímé faktory	9	Kvalita managementu	3					x			4	12
	10	Výkonní pracovníci	2					x			4	8
	11	Inovace a vývoj služeb ⁶	2						x		5	10
	12	Služby mimo vlastní síť ⁷	1							x	5	5
	13	Majetek a investice	1				x				3	3
	14	Akvizice v oboru ⁸	1		x						1	1
	15	Finanční situace	1			x					2	2
Celkem			29									107

Maximální počet bodů:	174
Dosažený počet bodů:	107
Hodnocení:	61%

Pozn.

¹ počet nabízených služeb, uspokojení všech potřeb zákazníka, atp.

² odpovídají nabízené parametry služeb realitě, výpadky služeb, atp.

³ kvalita infrastruktury, škálovatelnost, údržba atp.

⁴ kvalita a rychlost technické a obchodní podpory na telefon, email, atp. Rychlost servisu, reklamací, atp.

⁵ kamenná centra – nákup služeb, řešení koncových zařízení, podpora

⁶ schopnost inovovat a přinášet na trh nové a lepší produkty

¹¹⁴ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku, s. 91.

⁷ schopnost provozovat služby na cizích sítích / infrastruktura

⁸ schopnost akvizice tzn. kapitálová síla

Ke konkurenčním výhodám společnosti, které mají význam pro zákazníky patří:

- Poměr cena/výkon. Společnost je často při stejné nebo vyšší kvalitě služeb levnější než UPC (S3),
- nabídka více služeb, které si zákazník může objednat pod "jednou střechou" (S4),
- kvalita služeb může být konkurenční výhodou, pokud společnost vyřeší technologické potíže a výpadky služeb (W2),
- investice do nejmodernějších světových technologií (Cisco Systems), které jsou primárně určeny pro přenos dat (S5), tedy přesně k tomu účelu jaké služby společnost poskytuje. V čase je tato technologie významnou příležitostí,
- zákaznická podpora je na vyšší úrovni než je UPC, zákazník se vždy dovolá na call centrum a je schopen řešit své dotazy. Obsluha je periodicky školená a dbá se na co nejvíce pro zákaznický přístup (S6),
- schopnost neustále inovovat stávající služby a přinášet zákazníkům nové funkcionality na stávajících produktech případně zcela nové služby (S7),
- schopnost sledování trendu v telekomunikačním odvětví a přinášet produkty i mimo vlastní síť (S8). Příkladem jsou chytré mobilní telefony, tablety a chytré televize. Zákazník se tak nemusí u konzumace služeb omezovat a hledat jiné řešení / jiného poskytovatele.

Mezi hlavní konkurenční nevýhody oceňované společnosti oproti UPC patří:

- Nedostatek kontaktních center (kamenných prodejen) v konkrétních městech (W3),
- úroveň marketingu nijak nepřekračuje běžnou kvalitu a současně nemá vliv na preferenci při výběru služeb (W4),
- střední podnik, který poskytuje služby v 10 městech ČR. Z pohledu nadnárodní společnosti, která poskytuje služby v desítkách městech v ČR (W5),
- organické rozšiřování sítí tzn. výstavba nové sítě na zelené louce v blízkosti stávajících investic. Akvizice jsou pro management zatím stále těžko

uchopitelné (W6), společnost má stále mnoho nedořešených provozních výzev a hrozilo by "přehřátí celého organismu" (W7).

Oceňovaná společnost může čelit konkurenci především tím, že dokáže nejen poskytovat internetové připojení, ale že na něj navazují i další služby a produkty (S9). Příkladem je multimediální přehrávač, který umožňuje sledování televizního vysílání, na kterékoliv internetové síti. Výhodou tedy je, že ho může používat kdokoliv v ČR, kdo má připojení k internetu. Zde se ukazuje velká příležitost k akvizici nových zákazníků a **zvýšení tržního podílu do budoucna**. Dále do budoucna společnost čelí konkurenci především typem použité technologie, přes kterou dochází k přenosu dat (S10).

Tržní podíl oceňované společnosti je stanoven jako součin průměrné změny tržního podílu a tržního podílu předcházejícího roku. Výslednou prognózu znázorňuje tabulka č. 19 níže.

Tab. 19 Prognóza tržního podílu. Zdroj: Vlastní zpracování.

ROK	Minulost									Prognóza		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržní podíl (%)	1,52	1,18	1,44	1,22	1,25	1,18	1,24	1,36	1,35	1,34	1,33	1,32
Tržní podíl po úpravě										1,34	1,35	1,36

Na základě uvedených informací v kapitole 3.3.3. Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku a po konzultaci s pracovníky společnosti je v roce 2015 určen podíl společnosti na 1,34% a v roce 2016 1,35% a v roce 2017 na 1,36. Takto stanovený podíl vychází z prognózy tržeb, která je uvedena v následující kapitole 3.3.4. Pokud společnost neuvede na trh další novinku či větší inovaci stávajících služeb a stejně tak i konkurence, pak je předpokladem, že si od roku 2017 bude držet podíl na českém trhu 1,36%.

3.3.4 Odvození perspektivnosti podniku a prognózy tržeb

Prognóza tržeb je stanovena na základě předchozích kapitol této práce tzn.: z analýzy a prognózy trhu a z analýzy konkurenční síly oceňovaného podniku. Můžeme tedy říci, že

prognóza tržeb oceňované společnosti je hlavním výsledkem celé strategické analýzy. K posouzení perspektivnosti podniku je použita matice dle Maříka.

Konkurenční síla	Velká	3. Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2. Podniky s dobrou perspektivou	1. Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6. Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	5. Podniky s přijatelnou perspektivou	4. Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9. Podniky téměř bez perspektivy	8. Podniky s malou perspektivou	7. Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
Atraktivita trhu				

Obr. 7 Matice k posouzení perspektivnosti podniku. Zdroj: Mařík.¹¹⁵

Oceňovaná společnost dosáhla v předchozích analýzách tyto výsledky:

Atraktivita trhu: 64%

Konkurenční síla: 61%

Podle matice perspektivnosti podniku výše se společnost nachází v sektoru 5. Závěrem ze strategické analýzy vyplývá, že se jedná o společnost s přijatelnou až dobrou perspektivou a má smysl přistoupit k prognóze tržeb oceňované společnosti. Tabulka č. 20 níže zobrazuje prognózované tržby pro rok 2014-2017.

Tab. 20 Prognóza tržeb oceňovaného podniku. Zdroj: vlastní zpracování

Rok	Relevantní trh	Index růstu trhu	Tržní podíl NETBOX	Index růstu tržního podílu	Tempo růstu tržeb NETBOX	Tržby NETBOX	Průměrné tempo růstu tržeb NETBOX	
2006	4 466		1,52%			68	16% 7%	2006-2013 2008-2013
2007	6 761	1,51	1,04%	0,78	2,9%	70		
2008	9 449	1,40	1,44%	1,21	94,3%	136		
2009	11 152	1,18	1,22%	0,85	0,0%	136		
2010	12 673	1,14	1,25%	1,03	16,9%	159		
2011	13 730	1,08	1,18%	0,94	1,9%	162		
2012	13 830	1,01	1,24%	1,06	6,2%	172		
2013	13920	1,01	1,36%	1,09	9,9%	189		
Prognóza								
2014	15129	1,09	1,35%	0,99	7,9%	203	5%	2014-2017
2015	15658	1,04	1,34%	0,99	2,8+0,5=3,3%	210		
2016	16137	1,03	1,35%	0,99	2,3+1,4=3,7%	218		
2017	16575	1,03	1,36%	0,99	2,0+1,6=3,6%	225		

¹¹⁵ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku, s. 93.

Z analýzy a prognózy relevantního trhu je odvozen *index růstu trhu*. Tento růst je vynásoben *indexem růstem tržního podílu* podniku získaným z analýzy vnitřního potenciálu (viz kap. 2.3.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku) a výsledkem je odhad tempa růstu tržeb oceňované společnosti.

Jak již bylo mnohokrát zmíněno, oceňovaná společnost v listopadu v roce 2014 uvedla na trh nový produkt – multimediální přehrávač. Diplomantka na základě metody předchůdce navýšila prognózované tempo růstu tržeb společnosti. Vysvětlení použité metody předchůdce je následující:

- 1) V roce 2007 oceňovaná společnost začala poskytovat svým zákazníkům novou službu - IPTV. Následující tabulka ukazuje přírůstek tržeb z této služby za roky 2008,2009,2010.

Rok	2008	2009	2010
Suma zákazníci TV	2344	6055	8779
ARPU (Kč)	299	321	298
Tržby TV (tis. Kč)	701	1 944	2 619
Celkové tržby (tis. Kč)	135 536	136 459	159 288

- 2) Nárůsty tržeb za TV jsou přičteny k plánovanému tempu růstu tržeb v letech 2015, 2016, 2017.

Průměrné tempo růstu tržeb v letech 2006 – 2013 činí 16%. Reálnost odhadnutého růstu vzhledem k růstu v minulosti je srovnávána s obdobím 2008 – 2013. Důvodem je vývoj tržeb mezi lety 2007 – 2008, který se již později neopakuje a který by průměrné tempo růstu tržeb za minulost zkresloval.

Průměrné tempo za roky 2008 – 2013 činí 7% a za prognózované období je odhadnuto na 5%. Tempa se podobají, což by mohlo značit reálnost prognózy.

Předpokladem je, že v roce 2015, 2016, 2017 dojde k většímu nárůstu tržeb a to z důvodu, již zmíněného nového produktu – multimediální přehrávač. Od roku 2018 není předpokládáno další navýšení tržeb, pokud společnost neuvede na trh další novinku či větší inovaci stálých služeb, případně nezahájí expanzi na zahraniční trhy příkladně

nedojde k anorganickému rozšiřování. Od tohoto roku je předpokladem stabilní tržní podíl společnosti na českém trhu a růst tržeb minimálně ve výši předpokládaného růstu celého trhu 2,7 %.

Předpověď trhu a tržeb společnosti, je vzhledem k použití pouze statistických metod ne zcela objektivní a mohla by představovat riziko špatného výpočtu prognózy. Prognóza vývoje tržeb respektive tempo jejich růstu je významným generátorem hodnoty společnosti, který má značný vliv na celkovou hodnotu společnosti při použití metody DCF. Proto je prognóza tržeb a tržních podílů objektivizována konzultací s odborníky z oceňované společnosti. Statistická prognóza je tedy upravena navýšením prognózy tržeb na základě metody předchůdce a následně korekcí tržních podílů v letech 2015, 2016, 2017.

4 Finanční analýza pro účely ocenění

V této kapitole je zpracován základní přehled a specifika finanční analýzy pro účely ocenění společnosti. Cílem je prověřit finanční zdraví podniku, doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy a vytvořit základ pro analýzu generátoru hodnoty a následně pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová metoda.

Postup zpracování finanční analýzy je v první řadě shromáždění vstupních údajů, následuje výběr metod analýzy ve vazbě na její cíl, vlastní zpracování analýzy a závěrem interpretace výsledků. Postup finanční analýzy zobrazuje tabulka č. 21.

Tab. 21 Postup finanční analýzy. Zdroj: Vlastní zpracování

Postup	Popis
0. krok - Shromáždění vstupních údajů	Jako vstupní údaje jsou použity výroční zprávy společnosti za rok 2008-2013, které byly ověřeny nezávislým auditorem, jehož výrok byl ve všech analyzovaných letech bez výhrad
1. krok - Analýza absolutních ukazatelů	Horizontální a vertikální analýza rozvahy, výkazu zisku a ztráty u hlavních položek a dílčí závěry plynoucí z analýz
2. krok - Analýza poměrových ukazatelů	Poměrové ukazatele likvidity, zadluženosti, rentability, aktivity
3. krok - Srovnání hodnot poměrových ukazatelů	Srovnání hodnot s obdobnými společnostmi, dílčí závěry z analýzy poměrových ukazatelů
4. krok - Závěrečné shrnutí analýz	Souhrnné hodnocení společnosti pomocí "Quick testu", vyslovení konečného verdiktu o finančním zdraví společnosti

4.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů je výchozím bodem finanční analýzy. Pomocí horizontální a vertikální analýzy jsou analyzovány absolutní údaje z účetních výkazů, jednak je pozorován jejich vývoj v čase a jednak je hodnocena jejich struktura. Analýza je provedena pouze u důležitých položek vzhledem k účelu této práce.

4.1.1 Horizontální a vertikální analýza aktiv

Tab. 22 Horizontální analýza aktiv. Zdroj: Vlastní zpracování

	Relativní změna v %	č. ř.	2009	2010	2011	2012	2013
	AKTIVA CELKEM	1	24,0	-0,4	-0,7	18,7	8,2
B.	Dlouhodobý majetek	3	34,5	5,7	-0,8	15,1	6,0
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	4	21,2	69,7	-30,1	-34,3	-54,0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	13	42,4	9,7	-1,4	17,8	7,1
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	23	5,2	-35,9	28,0	15,5	12,6
C.	Oběžná aktiva	31	13,5	-28,9	3,3	70,4	27,0
C. I.	Zásoby	32	3,9	20,1	-20,7	-43,7	44,1
C. III.	Krátkodobé pohledávky	48	4,4	-39,3	31,4	42,4	14,7
C. IV.	Finanční majetek	58	128,4	-34,1	-68,8	1149,1	48,4
D.	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	63	-2,6	42,4	-6,0	-46,5	-64,6

Tab. 23 Vertikální analýza aktiv, podíl na celkových aktivech. Zdroj: Vlastní zpracování

	Podíl na celkových aktivech v %	č. ř.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	AKTIVA CELKEM	1	100	100	100	100	100	100
B.	Dlouhodobý majetek	3	58,9	63,9	67,8	67,7	65,6	64,3
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	4	2,8	2,7	4,6	3,3	1,8	0,8
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	13	45,3	52,0	57,2	56,8	56,4	55,8
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	23	10,8	9,2	5,9	7,6	7,4	7,7
C.	Oběžná aktiva	31	29,6	27,1	19,3	20,1	28,9	33,9
C. I.	Zásoby	32	5,2	4,4	5,3	4,2	2,0	2,7
C. III.	Krátkodobé pohledávky	48	22,2	18,7	11,4	15,0	18,1	19,1
C. IV.	Finanční majetek	58	2,2	4,0	2,7	0,8	8,8	12,1

Závěry z analýzy aktiv:

Ze struktury lze vidět, že oceňovaná společnost je společností **kapitálově těžkou**, protože dlouhodobý majetek za všechny analyzované roky převažuje nad oběžným majetkem. Podíl dlouhodobého majetku (stálých aktiv) na celkových aktivech se pohybuje v rozmezí 58,9-67,8 %. Nejvýznamnější položkou dlouhodobých aktiv představuje dlouhodobý hmotný majetek, jehož podstatnou část tvoří položka stavby (výstavba optických tras) s podílem 27-55%. Nejvýznamnější položkou oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky, jejíž podíl na celkových aktivech je v rozmezí 11-22%. Dále to jsou zásoby s podílem 2-5,3%. Zásoby jsou nejméně likvidní položkou z oběžných aktiv, od roku 2008 dochází k poklesu zásob na celkových aktivech (S11).

4.1.2 Horizontální a vertikální analýza pasiv

Tab. 24 Horizontální analýza pasiv. Zdroj: Vlastní zpracování

	Relativní změna v %	ř. č.	2009	2010	2011	2012	2013
	PASIVA CELKEM	69	24,0	-0,4	-0,7	18,7	8,2
A.	Vlastní kapitál	70	2,5	-30,0	24,0	48,9	81,4
B.	Cizí zdroje	87	41,7	5,7	-3,8	14,0	-10,0
B. II.	Dlouhodobé závazky	93	101,2	-4,6	-22,8	2,8	2,2
B. III.	Krátkodobé závazky	104	32,4	-11,7	7,6	-29,9	-0,7
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	116	3,7	65,7	2,2	81,1	-20,3
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	120	-47,0	17,8	-12,8	-7,3	-18,4

Tab. 25 Vertikální analýza pasiv. Zdroj: Vlastní zpracování

	Podíl na celkových pasivech v %	ř. č.	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
	PASIVA CELKEM	69	100	100	100	100	100	100
A.	Vlastní kapitál	70	22,3	18,4	12,9	16,1	20,2	34,0
B.	Cizí zdroje	87	67,6	77,3	82,0	79,4	76,3	63,4
B. II.	Dlouhodobé závazky	93	16,7	27,0	25,9	20,1	17,4	16,4
B. III.	Krátkodobé závazky	104	33,0	35,2	31,2	33,8	20,0	18,3
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	116	17,8	14,9	24,8	25,5	38,9	28,6
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	120	10,1	4,3	5,1	4,5	3,5	2,6

Závěry z analýzy pasiv:

Ve struktuře pasiv převažují cizí zdroje financování, jejichž podíl na hodnotě celkových pasiv je 63,4 – 82 %. Cizí zdroje financování jsou především tvořeny krátkodobými závazky (18 - 35%) a bankovními úvěry a výpomoci (15 – 39 %), dlouhodobé závazky pak tvoří taktéž nezanedbatelný podíl a to 17-26%. Rezervy tvoří bezvýznamnou část hodnoty celkových pasiv (0-0,16%), navíc za poslední dva roky již nebyly ani tvořeny (přírůstek 0 v horizontální analýze). Velký nárůst cizích zdrojů byl zaznamenán v roce 2012 v položce bankovní úvěry a výpomoci (81,1%), kdy ve společnosti došlo k přefinancování více finančních subjektů jedním dlouhodobým bankovním úvěrem.

4.1.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

Tab. 26 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty. Zdroj: Vlastní zpracování

	Relativní změna v %	č. ř.	2009	2010	2011	2012	2013
I	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	0,7	16,7	1,6	6,3	9,4
+	Přidaná hodnota	11	-33,5	56,8	3,0	41,0	26,1
C.	Osobní náklady	12	26,9	9,4	-11,8	-4,2	7,4
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	3,0	59,0	5,8	9,7	4,5
*	Provozní výsledek hospodaření	30	-71,7	-11,6	181,4	172,6	56,6
*	Finanční výsledek hospodaření	48	61,4	48,0	5,6	-10,1	-30,0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	52	-99,9	-84625,0	-164,4	599,4	82,1
***	Výsledek hospodaření za účetní období	60	-99,9	-84625,0	-164,4	599,4	82,1

Tab. 27 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty. Zdroj: Vlastní zpracování

	Podíl na tržbách v %	č. ř.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
+	Přidaná hodnota	11	29,3	19,3	26,0	26,3	31,5	40,2
C.	Osobní náklady	12	18,0	22,7	21,3	18,5	16,7	16,4
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	4,1	4,2	5,8	6,0	5,8	5,9
*	Provozní výsledek hospodaření	30	9,0	2,5	1,9	5,3	10,5	19,4
*	Finanční výsledek hospodaření	48	-1,6	-2,5	-3,2	-3,3	-2,8	-1,8
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	52	5,8	0,0	-2,1	1,3	5,8	14,7
***	Výsledek hospodaření za účetní období	60	5,8	0,0	-2,1	1,3	8,9	14,7
B	výkonová spotřeba	8	70,9	80,8	75,6	74,5	69,0	60,1

Závěry z analýzy výkazu zisku a ztráty:

Z horizontální analýzy lze pozorovat stabilní růst tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (S13). Příznivou skutečností je také snižující se podíl výkonové spotřeby na tržbách společnosti (S13). Nárůst výkonové spotřeby je nižší než růst tržeb a výkony společnosti se každým rokem zvyšují. Růst výkonů a pokles výkonové spotřeby se pak pozitivně odráží ve stabilním růstu přidané hodnoty (S14). Významnou nákladovou položku tvoří osobní náklady 17 - 21%. Provozní výsledek hospodaření zaznamenává od roku 2010 pozvolný nárůst a jeho podíl na tržbách se zvyšuje. Výsledek hospodaření za účetní období tvoří podíl na tržbách v rozmezí 0 - 14,7 %. Poslední tři analyzované roky zaznamenává stabilní nárůst (S15).

4.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrových ukazatelů existuje celá řada. Tato kapitola obsahuje pouze poměrové ukazatele ve vazbě na cíl finanční analýzy. Dále je provedeno srovnání vybraných hodnot ukazatelů dosahovaných oceňovanou společností s hodnotami obdobných společností.

Tab. 28 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatelé likvidity	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita (likvidita 3. stupně)	0,9	0,77	0,59	0,45	1,04	1,27
Pohotová likvidita (likvidita 2. stupně)	0,74	0,64	0,43	0,36	0,96	1,17
Okamžitá likvidita (likvidita 1. stupně)	0,07	0,11	0,08	0,02	0,32	0,45
Dlouhodobá finanční stabilita	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	22%	18%	13%	16%	20%	34%
Celková zadluženost	68%	77%	82%	79%	76%	63%
Míra zadluženosti	3,04	4,2	6,34	4,92	3,77	1,87
Úrokové krytí	7,32	1,01	0,5	1,8	5,82	13,51
Úrokové zatížení	14%	99%	200%	56%	17%	7%
Průměrná doba splacení dluhu (roky)	-321,05	5,68	6,59	9,18	11,59	3,28
Ukazatelé rentability	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA - Rentabilita celkových aktiv (EBIT / AKT)	10%	2%	1%	5%	13%	19%
ROE - Rentabilita vlastního kapitálu (EAT / VK)	29%	0%	-17%	9%	42%	43%
ROS - Rentabilita tržeb (EAT/T)	6%	0%	-2%	1%	9%	15%
Rentabilita tržeb z provozního C/F	-0,19	15,03	11,73	7,99	6,79	19,7
Ukazatele aktivity (doby obratu)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat aktiv (T / AKT)	1,11	0,91	1,06	1,08	0,97	0,98
Doba inkasa pohledávek (POHL / (T/365))	71,79	73,79	38,71	50,07	67,09	70,07
Doba splatnosti krátko. závazků (KZ / (T/365))	106,74	139,14	106,18	112,48	74,17	67,04
EBITDA (v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA (VH před zdaněním + odpisy - F.VH - M. VH)	17 799	9 232	12 243	18 302	34 035	47 744
EBITDA marže	13%	7%	8%	11%	16%	25%

4.2.1 Srovnání s podniky z odvětví, závěry z poměrové analýzy



Graf 4 Srovnání hodnot společnosti v relaci k průměru hodnot telekomunikačních společností

Pavučinový graf č. 6 porovnává hodnoty ukazatelů oceňované společnosti v relaci k průměru hodnot obdobných společností (poskytující stejné služby). Zobrazuje poměrové ukazatele za rok 2013. Průměr obdobných společností je na grafu znázorněn jako kružnice. Většina ukazatelů jsou konstruovány tak, že vyšší hodnota ukazatelů představuje většinou lepší výsledek. Společnost je tedy hodnocena lépe, pokud jsou hodnoty ukazatelů umístěny dále od středu a naopak. Pravý horní kvadrant zachycuje likviditu, dolní pravý kvadrant finanční stabilitu, dolní levý rentabilitu a pravý levý aktivitu.

Dílčí závěry analýzy poměrových ukazatelů:

- **Likvidita:** Společnost má ve srovnání s doporučenými hodnotami za období 2008-2011 podprůměrné hodnoty všech typů likvidity. Z tab. č. 28 lze tedy vidět, že společnost měla dlouhodobě problémy s likviditou, v roce 2012 a 2013 však zaznamenává zlepšení. V roce 2012 refinancovala veškeré své toxické úvěry a leasingy jedním úvěrem od České spořitelny za přiměřenou úrokovou sazbu. Tím se společnosti významně podařilo snížit náklad na cizí zdroje. Ve srovnání s obdobnými společnostmi v roce 2013, podnik dosahuje ve všech druzích likvidity vyšší hodnoty (S16).

- **Finanční stabilita:** *Podíl vlastního kapitálu* na celkovém dosahuje hodnot v rozmezí 22 – 34 %. *Celková zadluženost*, ukazuje především věřitelské riziko, čím vyšší je hodnota, tím vyšší je riziko pro banku. V posledních dvou letech se zadluženost společnosti významně snižuje (S17). Lze očekávat, že společnost brzo bude schopna nabrat další úvěry pro další investice do budoucna (S18). *Úrokové krytí* nám říká kolikrát jsou úroky s poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření, doporučená hodnota je 6, nemělo by klesnout pod 3. *Úrokové zatížení* ukazuje kolik % ze zisku je odčerpáno placenými úroky, tato hodnota by neměla překročit 40%. Oba tyto parametry opět potvrzují v posledních dvou letech pozitivní trend ve finanční stabilitě společnosti do budoucna. Ve srovnání s obdobnými podniky, oceňovaná společnost v roce 2013 dosahuje lepších výsledků. Ze všech ukazatelů vyplývá, že společnost v posledních letech stabilně snižuje zadluženost.
- **Rentabilita:** ROA má od roku 2010 rostoucí tendenci, doporučené hodnoty jsou 3 – 10%. Stejně tak ROE od roku 2010 vykazuje růst. Rentabilita tržeb vykazuje od roku 2010 silný růst, hodnoty nad 6% lze považovat za uspokojivé. Hodnoty rentability společnosti v posledních letech mají tendenci k nárůstu. Za rok 2013 má společnost relativně vysoké hodnoty rentability, zejména ve srovnání s obdobnými podniky (S19).
- **Ukazatelé aktivity:** *Obrat aktiv společnosti* se neustále snižuje. Co se týče parametru *doby inkasa pohledávek*, tak společnost má 90% procent veškerých svých tržeb od domácností, kdy dvě třetiny jsou placeny prostřednictvím SIPA České pošty, kdy na platbu od zákazníka čeká až 90 dnů (W8). Kdežto 1/3, která je realizována prostřednictvím inkasa z bankovních účtů zákazníka do 14 dnů. V případě, kdyby společnost měla zájem jednorázově navýšit tržby (C/F) má příkladně možnost u nových zákazníků či stávajících zrušit platby SIPEM. Co se týče *ukazatele doby splatnosti krátkodobých závazků*, tak společnost měla v minulosti od roku 2008 do roku 2011 problémy s C/F a proto měla dojednané se svými dodavateli delší doby splatnosti a to až 6 měsíců. Po refinancování úvěrem od České spořitelny se společnosti uvolnily finanční prostředky a postupně dodavatele přesouvá do opačného režimu, kdy za kratší dobu splatnosti

(např. 2 týdny) získá slevu. V tomto trendu společnost hodlá pokračovat, tedy lze předpokládat, že hodnota tohoto ukazatele se bude snižovat (S20).

- **Ukazatel EBITDA:** Parametr EBITDA je nejpoužívanějším ukazatelem v telekomunikační odvětví, který velmi často determinuje i hodnotu samotné společnosti. Ukazuje nám, jak je společnost schopna vytvářet volné peněžní prostředky pro případný rozvoj, což je zajímavé příkladně pro investory (banky atp.). Obecně se v telekomunikačním odvětví považuje, že v hodnotě 30 – 40% EBITDY je společnost ve velmi dobré kondici, v situaci nad 40% se stává zajímavou pro investiční skupiny a zahraniční investory.

4.3 Souhrnné hodnocení pomocí rychlého testu

Po zhodnocení finanční situace společnosti jednotlivými ukazateli, lze říci, že v některých oblastech vykazuje hodnoty lepší, v jiných horší. Pro potřeby ocenění pomocí výnosových metod, by však měl být závěr jednoznačný a odpovědět na otázku, zda je podnik finančně zdravý a lze počítat s jeho dlouhodobou existencí. Pro vyslovení konečného verdiktu finanční analýzy je použit tzv. Králíčkův rychlý test. Výsledné hodnoty obsahuje tabulka č. 33.

Tab. 29 Králíčkův rychlý test. Zdroj: Vlastní zpracování

Rychlý test	2 008	2 009	2 010	2 011	2012	2013
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	2	3	3	3	2	1
Rentabilita tržeb z provozního C/F	5	1	1	3	3	1
Rentabilita celkového kapitálu	3	4	4	1	3	1
Doba splácení dluhu	5	3	3	3	3	1
Průměrná známka	3,8	2,8	2,8	2,5	2,8	1,0

Podnik se nachází na škále od 1 – 5 skoro na úrovni průměru. Ve všech hodnocených ukazatelích v roce 2012 a 2013 lze vidět, že se společnost opět nadechla. Dosavadní výsledky vykazují tendenci růstu společnosti a lze shrnout, že společnost je v současné chvíli finančně zdravá a z finančního hlediska není ohroženo její budoucí fungování. Celkově lze shrnout, že předpoklady výnosového ocenění jsou splněny.

4.3.1 Swot analýza

Předchozí kapitoly (3.3, 4.) shrnuje opět tabulka s dílčí SWOT analýzou.

	SLABÉ STRÁNKY		SILNÉ STRÁNKY
W1	Prezentace technických výhod zákazníkovi	S1	Největší poskytovatel optického připojení v ČR
W2	Technologické potíže a výpadky služeb	S2,S10	Technologická vyspělost (provozování sítě třetí generace)
W3	Nedostatek kamenných prodejen	S3	Levnější služby s vyšší kvalitou
W4	Průměrný marketing	S4	Ergonomie služeb, propojení služeb mezi sebou
W5	Středně velká společnost oproti konkurenci	S5	Investice do Cisco Systems
W6	Nemožnost akvizic v současné době	S6	Zákaznická podpora na vysoké úrovni
W7	Mnoho nedořešených provozních problémů	S7	Schopnost inovovat
W8	Vysoká doba obratu pohledávek (díky SIPO)	S8, S9	Nabídka produktů i mimo vlastní síť
		S11	Klesající zásoby
		S12	Stabilní růst tržeb
		S13	Klesající výkonová spotřeba
		S14	Růst přidané hodnoty
		S15	Stabilní růst VH za poslední tři roky
		S16	Postupné zvyšování likvidity
		S17, S18	Snižování zadluženosti společnosti
		S19	Vysoké hodnoty rentability
		S20	Snižování ukazatele doby splatnosti krátkodobých závazků

5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Klíčovou činností ve stanovení hodnoty podniku je analýza a prognóza generátorů hodnoty. Základem pro provedení této analýzy je rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná a určení korigovaného provozního výsledku hospodaření.

5.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Dlouhodobý finanční majetek je celý označen za provozně nepotřebné aktivum v celkové výši 14 783 tis. Část tvoří podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, zde se jedná o podíl ve společnosti Opava Net. a.s.. Zbytek tvoří položka ostatní cenné papíry a podíly. Obě tyto investice mají pouze portfoliový charakter a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku, proto jsou z provozních aktiv vyčleněny.

Po konzultaci s management společnosti dále došlo k úpravě krátkodobého finančního majetku a to tak, aby jeho výše dosahovala maximálně 20% krátkodobých neúročených závazků.

Ostatní aktiva oceňované společnosti jsou označeny jako provozně potřená. Celkové rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný, následný výpočet investovaného provozně nutného kapitálu je uvedeno v příloze č. 4.

5.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je zjištěn následovně:

<p><i>Provozní výsledek hospodaření</i></p> <p><i>- tržby z prodeje DM a materiálu</i></p> <p><i>+ ZC prodaného DM a materiálu</i></p> <p><i>Korigovaný výsledek hospodaření (KPVH)</i></p>

Za východisko úprav je použit provozní výsledek hospodaření z výsledovky, nikoliv výsledek hospodaření za účetní období. Ten je upraven pouze o tržby a zůstatkovou

cenu prodaného majetku a materiálu. Na základě rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, není potřeba u oceňované společnosti vyčleňovat z provozního výsledku hospodaření další položky. Vyčíslení korigovaného provozního výsledku hospodaření pro jednotlivé roky je uvedeno taktéž v **příloze č. 4**.

Poté po rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je pro oceňovaný podnik analýza a prognóza generátorů hodnoty následující:

5.3 Analýza a prognóza tržeb

První generátor hodnoty, tj. tržby oceňované společnosti a jejich růst je již analyzován v rámci strategické analýzy. Výsledná prognóza je následující:

Tab. 30 Analýza a prognóza tržeb. Zdroj: Vlastní zpracování

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Roční tempo růstu	69%	1%	17%	2%	6%	9%	8%	3%	4%	4%
Průměrné tempo růstu		6,94%					4,63%			
Tržby [tis. Kč]	135 536	136 459	159 288	161 780	171 988	188 199	203 071	209 720	217 569	225 436

5.4 Analýza a prognóza ziskové marže

Tab. 31 Analýza a prognóza ziskové marže. Zdroj: Vlastní zpracování

	Skutečnost						Plán			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	135 769	136 704	161 857	163 104	172 991	188 768	203 685	210 354	218 227	226 118
Výkonová spotřeba	96 074	110 323	120 487	120 503	118 744	113 139	121 064	123 979	127 532	131 016
Osobní náklady	24 426	30 997	33 901	29 896	28 651	30 783	32 200	32 206	32 323	32 365
Daně a poplatky	129	183	137	239	267	490	528	545	566	586
Ostatní provozní položky	-1 469	-9 925	-4 178	-4 091	-3 935	-2 210	-6 452	-6 664	-6 913	-7 163
KPVH před odpisy	16 609	5 126	11 510	16 557	29 264	46 566	56 345	60 287	64 719	69 314
Zisková marže	12,25%	3,76%	7,23%	10,23%	17,02%	24,74%	27,75%	28,75%	29,75%	30,75%

Provozní zisková marže je definována jako podíl KPVH před odpisy a daněmi a výší tržeb. Provozní zisková marže je vypočítaná na základě dvou nezávislých prognóz ziskové marže a to prognózy shora a prognózy zdola. Obě prognózy jsou porovnány mezi sebou a po provedení korekcí předchozích odhadů je mezi nimi získána shodnost. Protože finanční plán a obecně ocenění dvoufázovou metodou DCF předpokládá, že v plánovaném období dojde ke stabilizaci finanční situace podniku, jsou i veškeré

plánované položky takto nastaveny. Tedy plánované položky jsou do roku 2017 plánovány podle současné situace v podniku, pro další roky se pak předpokládá ustálení finanční situace podniku. Kompletní výpočet provozní marže shora a zdola je uveden **v příloze č. 5.**

Výkonová spotřeba

Podíl výkonové spotřeby na tržbách společnosti se neustále od roku 2009 snižuje. Nárůst výkonové spotřeby je nižší než růst tržeb a výkony společnosti se každý rok zvyšují. Růst výkonů a pokles výkonové spotřeby se pak odráží ve stabilním růst *přidané hodnoty*. Hlavním důvodem klesajícího trendu výkonové spotřeby na tržbách společnosti jsou úspory z rozsahu. Společnost investovala do telekomunikačních technologií, které dnes využívá k provozu svých služeb a které jsou nad dimenzované (příkladně konkrétní technologie je schopna obsloužit velké množství zákazníků tzn. s růstem zákazníků se náklad nezvedá). Tento trend současně podporuje zřízení vývojového oddělení od roku 2014, které u klíčových služeb zajišťuje vývoj vlastních produktů, místo toho, aby se zajišťoval dodavatelsky. Zde společnost šetří na vstupech až 50%. Z výše uvedených faktů, je podíl výkonové spotřeby na tržbách do budoucna stanoven klesající a to o 0,5 % ročně.

Osobní náklady

Mínulá období ukazují, že společnost má téměř konstantní podíl osobních nákladů na tržbách, tzn. s růstem zákazníků, rostou i osobní náklady. Ve strategii společnosti na období 2015-2016 je tento trend zhodnocen jako slabá stránka a společnost se s ní hodlá vypořádat převodem fixních osobních nákladů do variabilních (snížení počtu zaměstnanců na pozicích, které pro společnost nemají velkou přidanou hodnotu a tyto činnosti nahradit outsourcingem), redukce nabízeného portfolia služeb (zaměření se pouze na domácnosti) a postupné zavádění lean managementu, od kterého si společnost slibuje zjednodušení a zefektivnění pracovních procesů. Na základě toho, jsou naplánovány osobní náklady klesající o 0,5% procenta ročně.

5.5 Analýza a prognóza pracovního kapitálu

Tab. 32 Analýza a prognóza pracovního kapitálu. Zdroj: Vlastní zpracování

Tis. Kč.	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	6 388	6 636	7 969	6 319	3 559	5 130	4 520	3 619	2 667	1 636
Pohledávky	27 030	28 222	17 129	22 503	32 053	36 765	39 670	40 969	42 502	44 039
Peněžní prostředky provozně nutné	2 670	6 098	4 019	1 252	7 087	7 035	7 144	6 916	6 695	6 441
Ostatní aktiva	14 009	13 642	19 431	18 271	9 777	3 460	3 460	3 460	3 460	3 460
Krátkodobé závazky	40 185	53 217	46 982	50 549	35 435	35 176	35 719	34 579	33 477	32 204
Ostatní pasiva	12 311	6 522	7 680	6 697	6 206	5 067	5 067	5 067	5 067	5 067
Upravený pracovní kapitál	-2 399	-5 141	-6 114	-8 901	10 835	12 147	14 008	15 318	16 781	18 305
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	27,62%						16,54%			

Zásoby

Společnost disponuje vlastním skladem a několika mezisklady (typicky u dodavatelů). Sklad je využíván především pro investiční výstavbu (výstavba nových optických sítí), pro údržbu stávající sítě (servisní množství všech technologií, které společnost využívá) a pro koncová zařízení. Společnost ve strategii na rok 2015-2016 má stanovenou redukci skladu, tzn. redukci zásob na potřebné minimum (historicky je součástí skladu větší množství ležáků, tzv. větší množství položek, které nemají už několik let žádný pohyb). Současně rozsah investiční výstavby není tak velký, aby vyžadoval tak velké skladování.

Nový přístup k zásobám by měl být v režimu Just in time. Společnost se chce dostat v následujících letech na 1% zásob z tržeb. V případě, že společnost zastaví investiční výstavbu, tak bude držet zásob ještě méně (desetiny %). Společnost nehodlá zastavit v budoucích letech investiční výstavbu, proto jsou zásoby naplánovány na max. 1% z tržeb ročně.

Pohledávky a závazky

Z finanční analýzy obrátkovosti pohledávek vyplynulo, že se na 2/3 plateb od zákazníků čeká až 90 dnů a to z důvodu příjmu plateb od zákazníka prostřednictvím SIPA České pošty. Společnost tento systém plateb zatím nehodlá měnit, proto je doba obratu

převzata z minulosti a stanovena na stabilní úrovni 72 dnů. Naopak z analýzy obrátkovosti závazků vyplynulo, že společnost se bude snažit snižovat dobu obratu závazků. Doba obratu závazků je naplánována klesající a to o 6 % ročně. Strategii společností je růst likvidity, jelikož v čase uvažuje o anorganické rozšiřování formou akvizic. Jakmile tato situace nastane, musí mít společnost co nejméně závazků, aby si mohla vzít co největší bankovní úvěr a využila tak co nejsilnější pákový efekt.

Na základě vypočítání absolutní výše položek upraveného pracovního kapitálu je vyjádřen *koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál* a to jako podíl přírůstku pracovního kapitálu a přírůstku tržeb ve výši 16,54%.

5.6 Analýza a prognóza investic do dlouhodobého majetku

Tab. 33 Analýza a prognóza investic do DM. Zdroj: Vlastní zpracování

	2013	2014	2015	2016	2017
Odpisy	11 167	11 167	12 860	14 785	16 988
Zůstatková hodnota	107 268	121 347	135 425	149 504	163 583
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	5 069	14 079	14 079	14 079	14 079
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	7 961	25 246	26 939	28 864	31 066

Největší investice společnosti jsou do položky do účetní položky stavby. Tato položka představuje především výstavbu optických sítí, které společnost v minulosti každým rokem rozšiřovala a hodlá v investiční výstavbě optických sítí pokračovat i nadále. Společnost podle výpočtů v plánovaných letech investuje přibližně částku 12 % z tržeb ročně, přičemž 10 % tvoří investice do rozvoje optických sítí. Pro ověření správnosti je tato výše investic konzultována a odsouhlasena managementem společnosti. Koeficienty náročnosti růstu tržeb na investice jsou odvozeny jak ze souboru srovnatelných podniků za minulé období tak i z čistého přírůstku dlouhodobého majetku nutného na korunu tržeb.

5.7 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Poté co jsou vypočteny prognózované odpisy a investice je možné vypočítat korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani. Výsledky zobrazuje tab. č. 38:

Tab. 34 Analýza rentability kapitálu. Zdroj: Vlastní zpracování

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Daňová sazba	0,21	0,2	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	8 684	-661	1 872	5 524	15 584	28 673	36 594	38 416	40 446	42 384
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	6,41%	-0,48%	1,18%	3,41%	9,06%	15,24%	18,02%	18,32%	18,59%	18,80%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	26,98%						10,26%			

Z prognózy provozně nutného kapitálu a dlouhodobého majetku je dopočítán provozně nutný investovaný kapitál. Pomocí něho je pak dopočítána obrátka kapitálu a jeho rentabilita.

Tab. 35 Investovaný kapitál a jeho rentabilita. Zdroj: Vlastní zpracování

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	56 164	77 520	87 028	80 940	114 152	120 838	135 355	150 744	166 285	179 902
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného		x	2,055	1,859	2,125	1,649	1,681	1,549	1,443	1,356
Rentabilita investovaného kapitálu		x	2,41%	6,35%	19,25%	25,12%	30,28%	28,38%	26,83%	25,49%

Rentabilita investovaného kapitálu je v plánovaných letech klesající. Významných faktorem, který tuto skutečnost ovlivňuje jsou plánované investice do dlouhodobého majetku, které společnost pořizuje a společnosti nepřináší žádné nové zákazníky tedy ani tržby.

5.8 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Poté co jsou stanoveny budoucí odhady generátorů hodnoty, je možné stanovit první odhad hodnoty společnosti. Vstupní data pro výpočet, obsahuje následující tabulka:

Tab. 36 Vstupní data pro předběžné ocenění. Zdroj: Vlastní zpracování

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	2,70%
Zisková marže po odpisech a po dani	r _{ZM}	18,43%
Náročnost růstu tržeb na:		
- růst pracovního kapitálu	k _{ČPK}	16,54%
- růst dlouhodobého majetku	k _{DM}	151,23%
- investice netto celkem		167,77%
Kalkulovaná úroková míra	i	7,00%

Koeficient náročnosti růstu tržeb do dlouhodobé majetku činí 151,23%. Takto vysoká náročnost je ovlivněna především druhem použitého výpočtu. Koeficient je vypočítán jako podíl sumy celkových investic netto do dlouhodobého majetku a přírůstku tržeb od konce roku 2013 do roku 2017.

$$K_{DMn} = \frac{56\,315}{37\,327} = 153,23\%$$

Výška investice v letech 2014-2017 je v nepoměru s růstem tržeb, jelikož společnost většinu investic provádí na stávající infrastruktuře (výměna závěsných optických kabelů za zemní, výměna technologií, posílení patřících tras atp.) to znamená, že tyto investice nepřinášejí žádné nové zákazníky a tím pádem ani tržby.

Kalkulovaná úroková míra byla odhadnuta na 7%. Předběžné ocenění je pak uvedeno v tab.41.

Tab. 37 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty. Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota podniku brutto	630 255
Hodnota neprovozních aktiv	30 950
Hodnota podniku celkem (tis. Kč)	661 205

Výsledná hodnota vycházející z předběžného ocenění dává základní představu o rámci, ve kterém by se výnosové ocenění mělo pohybovat. Dále je také vytvořena zpětná vazba pro posouzení správnosti prognózy generátorů hodnoty.

6 Finanční plán

Na základně analýzy a prognózy generátorů hodnoty je sestaven celkový finanční plán, který je potřebný pro stanovení hodnoty podniku. Plán se skládá ze tří částí (výsledovka, rozvaha a výkaz CF), které jsou vzájemně provázány a fungují jako celek.

Následující kapitola obsahuje jednotlivé tabulky plánu (podle výkazů) s komentáři k jednotlivým položkám výkazů. Komentář a zdůvodnění k položkách převzatých z plánu generátorů hodnoty je obsažen v předchozí kapitole, proto již zde tyto položky nejsou znovu zdůvodňovány.

PLÁNOVANÁ VÝSLEDOVKA (tis. Kč):

Tab. 38 Plánovaná výsledovka. Zdroj: Vlastní zpracování

a) Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem					
Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Výkony	188 768	203 685	210 354	218 227	226 118
Tržby za vlastní výroby a služby	188 199	203 071	209 720	217 569	225 436
Výkonová spotřeba	113 139	121 064	123 979	127 532	131 016
Přidaná hodnota	75 629	82 621	86 374	90 695	95 102
Osobní náklady	30 783	32 200	32 206	32 323	32 365
Daně a poplatky	490	528	545	566	586
Odpisy	11 167	11 167	12 860	14 785	16 988
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	-2 210	-6 452	-6 664	-6 913	-7 163
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po odečtení odpisů	35 399	45 178	47 427	49 934	52 326
b) Náklady na cizí kapitál					
Nákladové úroky	2 655	1 931	1 931	1 931	1 931
c) Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem					
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	201	201	201	201	201
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	201	201	201	201	201
d) Celkový výsledek hospodaření					
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
Celkový výsledek hospodaření před daní	33 134	43 449	46 697	48 204	50 597
Daň z příjmu	5 481	8 255	8 682	9 159	9 613
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	27 653	35 193	37 015	39 045	40 963

Komentář k plánované výsledovce:

- **Výkony, výkonová spotřeba, osobní náklady, daně a poplatky, ostatní provozní položky:** tyto položky jsou stanoveny procentuálním podílem tržeb a převzaty z analýzy a prognózy generátorů hodnoty.
- **Odpisy:** Výše odpisů je převzata z plánu investic do dlouhodobého majetku.

- **Nákladové úroky:** pro následující roky se předpokládá stabilní úroková sazba ve výši 1M PRIBOR + 3,2% pro dlouhodobý úvěr oceňované společností.
- **Výnosy z dlouhodobého finančního majetku:** společnost v minulosti nevlastnila, žádný dlouhodobý majetek. Do budoucna se nepředpokládají žádné změny, proto je položka plánována nulová.
- **Výnosové úroky:** jsou odhadnuty, dle dosavadního vývoje, na úroveň 201 tisíc Kč.
- **Mimořádný výsledek hospodaření:** není plánován pro budoucí roky.
- **Daň:** daň z příjmu, je pro všechny roky naplánovaná stabilní výší a to 19%.

Do nákladů a výnosů spojených s neprovozním majetkem je možné také zařadit tržby za prodej majetku jako výnosovou položku a zůstatkovou hodnotu prodaného majetku jako nákladovou. Vzhledem k tomu, že záměry podniku o prodeji majetku nejsou známy není tato položka plánována.

PLÁNOVANÉ CF VE ZKRÁCENÉ PODOBĚ (tis. Kč)

Tab. 39 Plánované CF. Zdroj: Vlastní zpracování

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Stav peněžních prostředků na počátku období	15 639	23 202	42 565	63 962	87 246
Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)	28 673	36 594	38 416	40 446	42 384
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	33 728	46 009	49 737	53 549	57 593
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-7 961	-25 246	-26 939	-28 864	-31 066
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	25 767	20 764	22 798	24 685	26 527
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ	-2 655	-1 931	-1 931	-1 931	-1 931
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM	3 095	530	530	530	530
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	-13 776	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	12 431	19 363	21 397	23 284	25 126
Stav peněžních prostředků na konci období	23 202	42 565	63 962	87 246	112 372

Plánované CF v plném rozsahu je uvedeno v příloze č. 6.

Komentář k plánovanému Cash Flow:

- **Plán KPVH** převzatý z výsledovky a **změny složek pracovního kapitálu** (tj. zásoby, pohledávky, závazky) převzaté z prognózy generátorů hodnoty jsou základním podkladem pro vytvoření plánovaného Cash Flow.
- V plánu investic v kapitole generátory hodnoty jsou naplánovány investice v následující výši:

	2013	2014	2015	2016	2017
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	5 069	14 079	14 079	14 079	14 079
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	7 961	25 246	26 939	28 864	31 066
Stav peněžních prostředků na konci období	23 202	42 565	63 962	87 246	112 372

Po sestavení výkazu Cash Flow je potvrzeno, že na plánované investice má oceňovaná společnost v jednotlivých plánovaných letech dostatek finančních prostředků.

- Pro vyčíslení peněžního toku vztahující se k hlavnímu provozu podniku, je potřeba příslušným způsobem **rozdělit daň z příjmu**. Rozdělení je provedeno tak, že do Cash Flow z provozního majetku je započítána daň ve výši součinu sazby daně pro daný rok a KPVH a do Cash Flow z neprovozního majetku je započítána diference mezi daní z celkového VH a daní z KPVH. Proto se výsledek hospodaření z neprovozního majetku nerovná Cash Flow z neprovozního majetku celkem, který navíc obsahuje diferenci v dani.

PLÁNOVANÁ ROZVAHA (v tis. Kč)

Tab. 40 Plánovaná aktiva. Zdroj: Vlastní zpracování

	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	192 031	227 768	263 642	301 585	341 296
Dlouhodobý majetek	123 474	137 553	151 631	165 710	179 789
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 474	2 972	4 469	5 967	7 465
Dlouhodobý hmotný majetek	107 217	119 798	132 379	144 960	157 541
Dlouhodobý finanční majetek	14 783	14 783	14 783	14 783	14 783
a) Provozně potřebný	0	0	0	0	0
b) Provozně nepotřebný	14 783	14 783	14 783	14 783	14 783
Oběžná aktiva	65 097	86 755	108 550	132 415	158 047
Zásoby	5 130	4 520	3 619	2 667	1 636
Pohledávky	36 765	39 670	40 969	42 502	44 039
Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)	23 202	42 565	63 962	87 246	112 372
a) Provozně potřebné	7 035	7 144	6 916	6 695	6 441
b) Provozně nepotřebné	0	35 421	57 046	80 550	105 931
Časové rozlišení	3 460	3 460	3 460	3 460	3 460

Komentáře k plánovaným aktivům:

- Závěrečným dokumentem ve finančním plánu je rozvaha. Většina položek je převzata z prognózy generátorů hodnoty.
- Dlouhodobý finanční majetek je ponechán ve výši posledního reálného roku, protože nejsou známy záměry podniku s touto investicí do budoucna.

- Krátkodobý finanční majetek je převzat z plánu CF. Pro větší přehlednost jsou řádky rozčleněny na provozně nutnou a provozně nadbytečnou část peněz, přičemž, provozně nutný výše peněz je ponechána na úrovni 20% z krátkodobých neúročených závazků.

Tab. 41 Plánovaná pasiva. Zdroj: Vlastní zpracování

	2013	2014	2015	2016	2017
PASIVA CELKEM	192 031	227 768	263 642	301 585	341 296
Vlastní kapitál	65 208	100 401	137 416	176 461	217 445
Základní kapitál	15 700	15 700	15 700	15 700	15 700
Kapitálové fondy	-4 831	-4 831	-4 831	-4 831	-4 831
Fondy ze zisku	2 433	3 820	3 820	3 820	3 820
Výsledek hospodaření minulých let	24 162	50 519	85 712	122 727	161 772
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+-)	27 744	35 193	37 015	39 045	40 983
Cizí zdroje	121 756	122 299	121 159	120 057	118 784
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	31 580	31 580	31 580	31 580	31 580
Krátkodobé závazky	35 176	35 719	34 579	33 477	32 204
Bankovní úvěry a výpomoci	55 000	55 000	55 000	55 000	55 000
Časové rozlišení	5 067	5 067	5 067	5 067	5 067

Komentáře k plánovaným pasivům:

- **Základní kapitál a kapitálové fondy:** jsou ponechány na současné úrovni. Společnost neplánuje navyšování vlastního kapitálu do budoucna.
- **Fondy ze zisku:** společnost tvoří pouze zákonný rezervní fond. Na rok 2014 je zvýšen o 5% ze zisku. Od tohoto roku již společnost dosahuje požadované výše zákonného rezervního fondu, která činí min. 20% ze základního kapitálu, položky pro ostatní roky jsou již proto ponechány ve výši roku 2014.
- **Výsledek hospodaření běžného úč. období:** je převzat z posledního řádku plánované výsledovky.
- **Krátkodobé závazky:** jsou převzaty z prognózy generátorů hodnoty
- **Dlouhodobé závazky a bankovní úvěry:** jsou naplánovány tak, že budou čerpány a spláceny stejnou měrou, tj. udržovány na konstantní výši.

Dále je sestavena finanční analýza plánu, která opět potvrzuje, že z finančního hlediska není ohroženo budoucí fungování oceňované společnosti. Výsledky finanční analýzy plánu jsou uvedeny v **příloze č. 7**.

7 Návrh ocenění

V této části práce je vypočtena hodnota společnosti. Ocenění vychází z omezujících podmínek a předpokladů uvedených v úvodu práce a dále z výroků učiněných ve strategické analýze. Hodnota společnosti je stanovena pomocí výnosových metod k datu 31.12.2013.

7.1 Ocenění metodou DCF

Pro ocenění byla zvolena dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity. Cílem ocenění je stanovit objektivizovanou hodnotu vlastního kapitálu. Metoda DCF je aplikována v následujících krocích:

1. **Odhad budoucích peněžních toků do roku 2017** v první fázi (viz. strategická analýza, analýza finančního plánu, analýza investičních výdajů).
2. **Přepočítání čistých hotovostních toků na současnou hodnotu.** Tento krok vyžaduje **stanovení diskontní sazby**, která zohledňuje časovou hodnotu peněz a riziko spojené s dosažením peněžních toků.
3. **Odhad pokračující hodnoty** ve druhé fázi (parametrický nebo Gordonův vzorec).
4. **Součet diskontované prognózy (první fáze) a pokračující hodnoty.**
5. **Odečtení úročeného cizího kapitálu.**
6. **Přičtení hodnoty provozně nepotřebných aktiv.**

Ve čtvrtém kroku je vyčíslena hodnota podniku ve variantě entity, tedy hodnota podniku jak pro vlastníky tak věřitele. Po odečtení úročeného cizího kapitálu (krok 5) a přičtení hodnoty neprovozních aktiv (krok 6) je získána hodnota podniku netto, tedy hodnota podniku pouze pro vlastníky.

7.1.1 Výpočet diskontní míry

Pro stanovení diskontní míry je použita průměrná výše vážených nákladů (WACC), která je složena z nákladů na vlastní kapitál a z nákladů na cizí kapitál.

NÁKLADY NA CIZÍ KAPITÁL

Jako náklad na cizí kapitál, je použita úroková sazba z dlouhodobého úvěru oceňované společnosti. Tato sazba je upravena o úrokový daňový štít.

$$N_{CK} = 3,51\% * (1 - 19\%)$$

Po této úpravě náklady na cizí kapitál činí 2,84 %.

NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL

Základem určení nákladů na vlastní kapitál je Damodaranova modifikace modelu CAPM pro neamerické podniky. Model CAPM lze jednoduše interpretovat následovně – požadovaná výnosnost investora je dána výnosem jaký by mohl získat na kapitálovém trhu při stejné míře rizika. Tato požadovaná výnosnost vychází z *bezrizikové výnosnosti* ke které je *přičtena přírážka za riziko*. Damodaranova modifikace modelu CAPM vychází z *bezrizikové výnosnosti realizované na americkém kapitálovém trhu* a k té přičítá rizika spojené se zemí, ve které se model použije (*riziková prémie země*). Pro použití tohoto modelu je tedy třeba zjistit následující údaje.

Bezrizikovou výnosnost, která je odvozena od výnosnosti desetiletých státních dluhopisů (T-Bonds) USA. K 31.12.2013 byla výnosnost státních dluhopisů **3,04%**.¹¹⁶

Rizikovou prémii trhu, která ukazuje o kolik bude vyšší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia oproti výnosu z bezrizikových aktiv na americkém kapitálovém trhu. Vychází tedy z bezrizikové premie trhu USA, která lze zjistit na stránkách prof. Damodarana a činí **4,93%**.¹¹⁷ **Rating České Republiky**, zveřejněný agenturou Moodys za rok 2013 je **A1**.¹¹⁸ Rating země se promítá do určité výše rizikové přírážky, nazývané **selhání země**. Ta lze vypočítat jako rozdíl mezi výnosností dluhopisů s ratingem České Republiky a vládními dluhopisy USA (rating AAA).¹¹⁹ Tento rozdíl činí **0,72**. (viz. **příloha č. 8**) Riziko selhání země je pak ještě potřeba upravit o rozdíl volatility trhu akcií k volatilitě státních dluhopisů. Tento údaj je v českých podmínkách

¹¹⁶ U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, Daily Treasury Yield Curve Rates.

¹¹⁷ DAMODARAN ONLINE, Geometric risk premium estimator.

¹¹⁸ ČNB, Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí.

¹¹⁹ MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK M., Diskontní míra pro výnosové ocenění podniku, s. 29-30.

velice těžké zjistit, proto je použit orientační koeficient doporučený dle literatury¹²⁰ a to **1,5**. Jelikož diskontní míra je počítána z pohledu českého investora a ne zahraničního je potřeba zvýšit rizikovou přírážku ještě o rozdíly v inflaci mezi Českou republikou a USA.

Poslední veličinou, potřebnou pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je koeficient beta. Hodnota tohoto koeficientu je převzata ze webových stránek Damodaran online.¹²¹ Výše koeficientu beta nezadluženého podniku v oboru telekomunikační služby činí **0,52**. Protože oceňování podnik čerpá bankovní úvěr, je nutné vypočítat beta koeficient zadluženého podniku. Převod bety z nezadlužené na zadluženou lze provést pomocí tzv. Hamadovi rovnice:

$$\beta_{zadlužená} = 0,52 \cdot (1 + (1 - 0,19) \cdot 0,09) = 0,558$$

Hodnota 0,09 představuje poměr cizích explicitně úročených cizích zdrojů a vlastního kapitálu v tržní hodnotě. Tento poměr (kapitálová struktura) je vychází z výpočtu WACC, kde jsou náklady vlastního kapitálu určeny iteračním metodou.

Dále lze celou rovnici CAPM ještě upravit o další přírážky. Například přírážka za menší společnosti, přírážka pro společnost s nejasnou budoucností a nebo přírážka za nižší likviditu vlastnických podílů. Pro oceňovanou společnost je připočítána pouze přírážka za velikost. Obecně platí, že velké podniky jsou investory vnímány jako méně rizikové, než podniky malé. Inspiraci pro zařazení oceňované společnosti z hlediska velikosti je čerpána z rozdělení publikovaném na portálu Ibbotson Associates, který rozděluje americké podniky dle velikosti tržní kapitalizace. Oceňovaná společnost by se v tomto rozdělení pravděpodobně pohybovala až v desátém decilu, který zobrazuje podniky s nejmenší tržní kapitalizací. Tomuto zaražení v roce 2013 odpovídala přírážka za velikost podniku 3,81%. V České republice však dochází k problému, že řada oceňovaných firem (někdy v rámci našeho prostředí velice poměrně významných) je

¹²⁰ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku, s. 234

¹²¹ Damodaran online, Updated date, Leveraged and Unleveraged Beta by Industry.

menších než firmy s mikro kapitalizací z amerických trhů. Přirážky je nutné brát pouze jako orientační a konečnou volbu výše přirážky musí udělat odhadce. Proto byla přirážka za velikost podniku stanovena menší a to ve výši **3%**.¹²²

Výpočet nákladů na vlastní kapitál dle metody CAPM shrnuje následující tabulka:

Konkrétní aplikace Damodaranovy modifikace modelu CAPM	
r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	3,04%
Beta nezadlužené pro Telecom services Europa	0,52
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2012)	4,93%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,72%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	1,08%
Riziková prémie země upravená o rozdíl v inflaci (0,6%)	-0,30%
Riziková přirážka za menší společnost	3,0%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	10%
Daňová sazba	19%
Beta zadlužené	0,560
Náklady vlastního kapitálu	8,50%

Průměrné vážené náklady na kapitál

Nyní je již možné vypočítat celkové průměrné vážení náklady kapitálu. Konečná výše je vyčíslena podle následující rovnice:

$$WACC = 0,091 \cdot 0,085 + 0,074 \cdot 0,0284 = 8,01 \%$$

7.1.2 Stanovení hodnoty společnosti

Nyní již lze přistoupit ke stanovení hodnoty oceňované společnosti. Nejprve je nutné vypočítat volné peněžní toky (FCFF) a odtud je již možné stanovit současnou hodnotu první fáze. Výpočet FCFF a současné hodnoty první fáze zobrazuje tabulka č. 46:

¹²² MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK M., Diskontní míra pro výnosové ocenění podniku, s. 138-139.

Tab. 42 Výpočet FCFF a současné hodnoty první fáze. Zdroj: Vlastní zpracování

Volné cash flow pro 1. fázi	2014	2015	2016	2017
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	45 178	47 427	49 934	52 326
Upravená daň	8 584	9 011	9 487	9 942
Korigovaný provozní VH po dani	36 594	38 416	40 446	42 384
Odpisy	11 167	12 860	14 785	16 988
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-25 246	-26 939	-28 864	-31 066
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-1 861	-1 310	-1 463	- 1 524
FCFF	20 655	23 026	24 905	26 781
WACC (8,01%)	0,9258758	0,857245953	0,793703262	0,734870623
Diskontované FCFF k 1. 1. 2013	19 124	19 739	19 767	19 682
Současná hodnota první fáze	78 314			

Základ tvoří *KPVH*, který je převzat z finančního plánu. *Odpisy* jsou taktéž převzaty z plánu výsledovky. *Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku* jsou vypočítány jako změna provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok plus odpisy. *Investice do provozně nutného pracovního kapitálu* jsou vypočítány jako změna upraveného pracovního kapitálu daného roku. Současná hodnota první fáze ocenění je pak vyčíslena podle následujícího vztahu:

$$H_1 = \sum_{t=1}^4 \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Pro výpočet druhé fáze je potřeba určit položky, které obsahuje tabulka níže.

Tab. 43 Podklady pro výpočet druhé fáze. Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo růstu	2,70%
Míra investic netto do DM a PK	11,37%
Rentabilita investic netto	23,75%
FCFF 2018	38 579
KPVH 2018	43 529

Tempo růstu

Východiskem pro stanovení tempa růstu je prognóza růstu tržeb, která vyplývá z provedené strategické analýzy. I přesto, že společnost v minulém období vykazovala vyšší tempo růstu tržeb (okolo 7%), od roku 2018 není předpokládáno další navýšení tržeb a to za předpokladu, že společnost neuvede na trh další novinku či větší inovaci stálých služeb, nebo nezahájí expanzi na nové příkladně zahraniční trhy. Ze strategické analýzy dále vyplynulo, že lze předpokládat zvyšování penetrace sítě

vysokorychlostního internetu, toto zvyšování však nelze provádět do nekonečna. Proto je pro druhou fázi předpokladem růst minimálně ve výši předpokládaného růstu celého trhu **2,7%**.

Pro výpočet pokračující hodnoty je použit jak Gordonův tak Parametrický vzorec. Při správné aplikaci se tyto vzorce rovnají.

GORDONŮV VZOREC

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} = \frac{38\,579}{0,0801 - 0,027} = 727\,323 \text{ tis. Kč}$$

PARAMETRICKÝ VZOREC

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot (1 - \frac{g}{r_f})}{i_k - g} = \frac{43\,529 \cdot (1 - \frac{0,027}{0,2375})}{0,0801 - 0,027} = 727\,323 \text{ tis. Kč}$$

Diskontem PH dle následujícího vzorce je vypočítána hodnota druhé fáze:

$$H_2 = 723\,323 \cdot \frac{1}{(1 + 0,0801)^4} = 534\,519 \text{ tis. Kč}$$

Po sečtení současné hodnoty první fáze a druhé fáze je získána hodnota podniku brutto. Od této hodnoty je odečten cizí úročený kapitál a je získána hodnota podniku netto. Poslední krok je přičtení již dříve vyčleněného provozně nepotřebného majetku. Po této poslední úpravě je získána výsledná hodnota vlastního kapitálu. Konečný výpočet hodnoty vlastního kapitálu shrnuje tabulka č. 48.

Tab. 44 Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle DCF. Zdroj: Vlastní zpracování

Současná hodnota 1. fáze	78 314 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	534 519 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	612 833 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	55 000 tis. Kč
Provozní hodnota netto	557 833 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	14 783 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	572 616 tis. Kč

7.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pro výpočet hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA opět volíme dvoufázovou metodu. Postup výpočtu hodnoty podniku má následující tvar:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

NOA odpovídá provozně nutnému investovanému kapitálu k datu ocenění. NOPAT odpovídá KPVH po dani. WACC je ve stejné výši jako u metody DCF. Výpočet první fáze zobrazuje tab. č. 49.

Tab. 45 První fáze dle metody EVA. Zdroj: Vlastní zpracování

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT (KPVH po daních)	28 673	36 594	38 416	40 446	42 384	43 529
NOA (investovaný kapitál celkem)	120 838	136 778	152 167	167 708	183 311	188 260
WACC x NOA _{t-1}	x	9 674	10 950	12 182	13 424	14 517
EVA		26 922	27 468	28 266	28 960	28 856
WACC		0,925875776	0,857245953	0,793703262	0,734870623	
EVA diskontovaná		24 925	23 545	22 433	21 283	

Z tabulky lze vidět, že oceňovaná společnost ve všech letech první fáze tvoří ekonomický zisk. Součet diskontovaných EVA 2014 až 2017 tvoří současnou hodnotu první fáze ve výši 92 193 tis. Kč.

Poklady, shodující se s metodou DCF pro druhou fázi obsahuje tabulka. č 50.

Tab. 46 Podklady pro druhou fázi metoda EVA. Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo růstu	2,70%
Míra investic netto	11,37%
Rentabilita investic netto	23,75%

EVA v prvním roce druhé fáze (rok 2018) se vypočítá jako

$$EVA = NOPAT_{2018} - WACC \cdot NOA_{2017}$$

$$EVA = 42\,384 \cdot 1,027 - 183\,311 \cdot 0,0801 = 28\,856 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota je poté:

$$PH = \frac{EVA_{2018}}{WACC - g} = \frac{28\,856}{0,0801 - 0,027} = 544\,012 \text{ tis. Kč}$$

Diskontování PH je získána současná hodnota druhé fáze:

$$H_2 = \frac{544\,012}{(1 + 0,0801)^4} = 399\,802 \text{ tis. Kč}$$

Výsledné ocenění dle metody EVA k 31.12.2013 shrnuje tabulka č. 51 níže:

Tab. 47 Výsledné ocenění dle metody EVA. Zdroj: Vlastní zpracování

Výnosové ocenění k 31. 12. 2013	
Současná hodnota 1. fáze	92 193 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	399 802 tis. Kč
MVA	491 995 tis. Kč
NOA k datu ocenění	120 838 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	612 833 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	55 000 tis. Kč
Provozní hodnota netto	557 833 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	14 783 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle EVA	572 616 tis. Kč

7.2.1 Závěrečné shrnutí metod DCF a EVA

Výsledné ocenění 574 625 tis. Kč i provozní hodnota brutto 614 842 tis. Kč jsou shodné u obou metodou. U metody EVA lze však navíc vidět, že z provozní hodnoty brutto je asi 120 mil. Kč v oceňované společnosti již nyní a zhruba 494 mil. Kč tvoří přidaná hodnota vytvořená v budoucnu (MVA). Dále z metody EVA lze vidět, že oceňovaná společnost ve všech letech první fáze tvoří ekonomický zisk. Pro dosažení stejného výsledku oběma metodami, byly v ocenění dodrženy následující podmínky:

- KPVH, ze kterého vychází výpočet FCFF odpovídá přesně veličině NOPAT z metody EVA.
- Investice ve výpočtu FCFF odpovídají změně NOA. Tedy provozně nutný investovaný kapitál v metodě DCF = veličině NOA v metodě EVA.

- WACC jsou u obou metod stejné.¹²³

7.3 Ocenění na základě metody srovnatelných transakcí

Metoda transakcí počítá **násobitele na základě ceny skutečně zaplacené** za srovnatelné podniky, které byly prodány v poslední době.¹²⁴

Vzhledem k tomu, že běžně nelze nalézt naprosto **identické** srovnatelné společnosti a vzhledem k faktu, že ceny za zaplacené podniky většinou odrážejí nejen hodnotu samostatně pokračujícího podniku, nýbrž i očekávanou hodnotu synergií, je **považována tato metoda jako doplňková**, s cílem ověřit výsledky předchozích metod.

Pro účely této práce diplomantka obdržela od oceňované společnosti tabulku s 11 srovnatelnými podniky, které byly prodány v letech 2012, 2013 a 2014. Tato tabulka je vytažena z prezentace indikativního ocenění společnosti X, které bylo zpracováno v červnu 2014 poradenskou společností Delloite. Oceňovaná společnost byla společností Delloite oslovena jako potenciální zájemce o akvizici. Společnost X., lze považovat za srovnatelnou společnost k oceňované společnosti.

Tab. 48 M&A transakce srovnatelných podniků za od 2012-2014. Zdroj: Interní dokumenty společnosti

Prodaná společnost	Země	Rok	Násobitel EBITDA
X1	Španělsko	2014	12,6x
X2	Holandsko	2014	13,4x
X3	Francie	2014	13,3x
X4	Francie	2013	13,0x
X5	Slovinsko	2013	12,1x
X6	Německo	2013	14,2x
X7	Estonsko	2013	10,3x
X8	Norsko	2013	10,2x
X9	Belgie	2012	11,3x
X10	Dánsko	2012	11,4x
X11	Německo	2012	9,5x
1. kvartil			10,8
Average			11,94
Medián			12,1
3. kvartil			13,15

¹²³ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku pro pokročilé, s.192.

¹²⁴ MAŘÍK M., Metody oceňování podniku, s. 313.

Medián násobitele MV/EBITDA odvozený z transakcí se srovnatelnými společnostmi v období 2013-2014 činí 12,1, přičemž interkvartilové rozpětí činí **10,8x-13,15x**. Z tohoto hlediska tak metoda transakcí srovnatelných společností potvrzuje závěry DCF či EVA, jejíž implikovaný násobitel hodnoty oceňované společnosti k EBITDA činí **12,06x**.

8 Změna použitých předpokladů

V předchozích kapitolách bylo provedeno ocenění společnosti, kde byl sestaven finanční plán, který vycházel především z generátorů hodnoty a vypočtena hodnota společnosti za následujících předpokladů:

1. Pro prognózu vývoje relevantního trhu byla vybrána logaritmická funkce časového trendu
2. V roce 2015,2016,2017 došlo na základě metody předchůdce k navýšení tržeb z důvodu uvedeného nově uvedeného produktu na trhu.
3. Od roku 2018 se nepředpokládalo další navýšení tržeb společnosti a to za předpokladu, že by společnost neuvedla další novinku či větší inovaci stávajících služeb, případně nezahájila expanzi na nové trhy příkladně by nedošlo k anorganickému růstu.
4. Od roku 2018 se předpokládal stabilní tržní podíl společnosti na českém trhu a růst tržeb minimálně ve výši předpokládaného celého trhu 2,7%. ($g=2,7\%$).
5. Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny ve výši 8,01%.

V této kapitole je stručně provedeno testování hodnoty společnosti na změnu dříve uvedených předpokladů. Jinými slovy, co se stane, pokud dříve uvedené výroky nebudou uskutečněny, jaký dopad to bude mít na konečnou hodnotu společnosti. Testována je hodnota společnosti na změnu tržeb, tempa růstu g a změnu nákladů na vlastní kapitál. Protože ocenění je souhrnná soustava mnoha výpočtů, je ke každé změně uvedena pouze výsledná hodnota podniku. Výsledky zobrazuje následující tabulka č. 53.

Tab. 49 Výsledná hodnota vlastního kapitálu při změně předpokladů. Zdroj: Vlastní zpracování

č. Změny	Popis	Výsledná hodnota tis. Kč	Změna % oproti výsledné hodnotě
0.	Výsledná hodnota vlastního kapitálu za předpokladů uvedených výše	572 616	-
	ZMĚNA TRŽEB		
1.	Výběr lineárního trendu pro prognózu relevantního trhu. Ostatní předpoklady zůstávají nezměněné.	652 782	14 %
2.	Zanechání logaritmického trendu, přičemž není brán v úvahu předpoklad č. 2.	563 691	-2 %
3.	Stanovení tržeb na základě penetrace sítě, přičemž není brán v úvahu předpoklad č. 2.	620 321	8 %
4.	Stanovení tržeb na základě penetrace sítě, ostatní předpoklady zůstávají neměnné.	629 710	10 %
	ZMĚNA TEMPA RŮSTU G		
5.	Z 2,7 % na 5%	880 810	54 %
	ZMĚNA NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL		
6.	Přirážka za velikost podniku je vypuštěna	1 253 981	119 %

Z výše uvedené tabulky lze vidět rozdílné výsledné hodnoty podniku. Změna číslo 1. ukazuje situaci, kdy prognóza trhu je stanovena na základě lineární funkce časového trendu, která dosahovala také příznivých statistických výsledků. Výsledná hodnota je pak o 14% procent vyšší. U změny číslo 2. Lze vidět, že pokud nenavýšíme tržby z nově uvedeného produktu v letech 2015,2016,2017 pak je výsledná hodnota o pouhé 2 % nižší. Změna číslo 3. a 4 zobrazuje situaci, kdy jsou použity naprognózované tržby od 2014-2017, tak jak je prognózuje oceňovaná společnost, a to na základě penetrace sítě. V obou případech ať už změna počítá s tržbami z nového produktu či nikoliv je výsledné ocenění vyšší. Nejvyšší odchýlení od výsledné hodnoty zaznamenává změny číslo 5. a 6, které ukazují, že tempo růstu g a náklady na vlastní kapitál mají velký vliv na hodnotu podniku. U změny číslo 5 došlo k 54% navýšení a u změny č. 6 došlo k navýšení až o 119%.

Závěr

Cílem práce bylo odhadnout objektivizovanou hodnotu oceňované společnosti, která působí v oblasti telekomunikačních služeb k datu 31. prosince 2013. Ocenění bylo zpracováno na základě informací poskytnutých managementem společnosti a dále na základě informací získaných z veřejně dostupných zdrojů v období od 20. června 2014 do 20. ledna 2015.

Samotnému ocenění předcházelo několik dílčích kroků. Nejprve byla provedena *strategická analýza specificky zaměřená na výnosový potenciál podniku*. Strategická analýza obsahovala:

- analýzu SLEPT a zní plynoucí hlavní příležitosti a hrozby pro společnost
- Určení trhu s internetem jako relevantní trh a jeho prognóza na základě časové extrapolace logaritmického trendu
- Analýzu konkurenční síly oceňovaného podniku

Z uvedených analýz vyplynulo, že společnost má ve svém okolí jediného přímého konkurenta a tím je společnost UPC. Společnost může čelit konkurenci především tím, že dokáže nejen poskytovat internetové připojení, ale že na něj navazuje i další služby a produkty. Příkladem je multimedialní přehrávač, který umožňuje sledování televizního vysílání, na kterékoliv internetové síti. Výhodou tedy je, že ho může používat kdokoliv v ČR, kdo má připojení k internetu. Zde se ukazuje velká příležitost k akvizici nových zákazníků a zvýšení tržního podílu do budoucna. Dále do budoucna společnost čelí konkurenci především typem použité technologie, přes kterou dochází k přenosu dat.

Strategická analýza potvrdila, že se jedná o společnost s dobrou perspektivou a proto bylo přistoupeno k prognóze tržeb oceňované společnosti na období 2014-2017. Prognóza tržeb společnosti byla navázaná na prognózu tržeb dříve stanoveného relevantního trhu. Pomocí metody předchůdce došlo ke korekci plánovaných tržeb a to z důvodu nově uvedeného produktu na trh.

Po strategické analýze byla provedena finanční analýza, které potvrdila, že společnost je v současné chvíli finančně zdravá a z finančního hlediska není ohroženo její budoucí fungování. Strategická a finanční analýza byla opět shrnuta pomocí dílčí SWOT analýzy.

S využitím informací zjištěných v rámci finanční a strategické analýzy byla zpracována analýza a prognóza generátorů hodnoty, které byla následně použita pro sestavení finančního plánu na období 2014-2017.

Poté již bylo možno přikročit k samotnému ocenění. Díky závěrům ze strategické a finanční analýzy je předpokládán princip „going concern“, tedy se předpokládá, že společnost bude pokračovat v provozní činnosti do budoucna a její budoucí fungování není bezprostředně ohroženo. Proto byly použity metody výnosové. Jako primární metoda pro odhad celkové hodnoty společnosti byla zvolena:

- **metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),**
- **metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).**

Pro diskontní sazbu byly použity WACC ve výši 8,01%, vypočítány pomocí Damodaranovi modifikace modelu CAPM. Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF a metody EVA jsou shodné protože v ocenění byly dodrženy podmínky uvedeny v kapitole 7.2.1.

Pro ověření správnosti předchozích metod byla použita metoda transakcí srovnatelných společností. Medián násobitele EV/EBITDA odvozený z transakcí se srovnatelnými společnostmi činil 12,1 přičemž interkvartilové rozpětí bylo 10,8x-13,15x. Z tohoto hlediska tak metoda transakcí potvrzuje závěry DCF či EVA, jejíž implikovaný násobitel hodnoty oceňované společnosti k EBITDA činí 12,06x.

Poslední kapitola této práce se věnuje změnám použitých předpokladů pro ocenění. Cílem této kapitoly bylo prokázat, jak již v úvodu práce je zmíněno, že ocenění je spojeno s určitou dávkou nejistoty, zaujatosti a komplexnosti. A protože nikdo z nás

zatím stále nevlastní křišťálové koule budoucnosti, některé proměnné, důležité pro konečný výpočet hodnoty podniku, je třeba odhadnout a to na základě vlastního úsudků a vnímání budoucnosti. Poslední kapitola ukázala, že mezi tyto proměnné bezesporu patří očekávané tržby, tempo růstu g a náklady na vlastní kapitál, přičemž změna všech těchto tří proměnných má na konečnou hodnotu významný vliv. U stanovení hodnoty podniku tedy hraje důležitou roli její obhajitelnost a schopnost podložit své výsledky.

Na základě výše uvedeného, oceňovací teorie, materiálů a použitých předpokladů uvedených v této diplomové práci, je diplomatka názoru, že objektivizovaná hodnota oceňované společnosti k 31.12. 2013 činí: **572 616 tis. Kč**

Seznam literatury

Knížní zdroje:

- DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2. vydání. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2006. 685 s. ISBN: 0-13-140312-5.
- DAMODARAN, A. *The little book of valuation*. 1. vydání. New York: Stern school of Business, 2010. 311 s. pdf.
- GRÜNWARD, R; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vydání. Praha: Oeconomica., 2006. 318 s. ISBN 80-245-1108-08.
- KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck., 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy*. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování pro pokročilé*. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management 1. část.1*. Vydání. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská., 2002. 114 s. ISBN 80-214-2249-1.
- SABOLOVIČ, M. *Stanovení hodnoty podniku*. 1. vydání. Brno: Mendelova Univerzita v Brně., 2011. 102 s. ISBN 978-80-7375-503-4.

- SYNEK, M. *Podniková ekonomika*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010. 502 s. ISBN 80-7400-336-3.

Elektronické zdroje

- BENEŠ, J., SKALICKÝ, M. Koruna je vůči euru na pětiletém minimu. *Rozhlas.cz*. © 1997-2014, 2014-08-05 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: http://www.rozhlas.cz/zpravy/domaciekonomika/_zprava/1381741
- BUKAL, M. *Concept of strategic management and business strategy formulation*. BRNO: B.I.B.S., a.s., Nottingham Trent university. 2014. 112 s.
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Statistika rodinných účtů. *Czso.cz* [online]. 2012-06-06. [cit. 2014-08-25]. Dostupné z: http://www.czso.cz/vykazy/vykazy.nsf/i/rodinne_ucty
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci v roce 2013. *Czso.cz* [online]. © 2013 [cit. 2014-08-25]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/2013edicniplan.nsf/p/9701-13>
- ČTK, IDNES.CZ. Intervence ČNB. . *Enonomika.idnes.cz*. © 1999-2014, 2014-07-27 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/intervence-cnb-odhad-analytiku-dzv-/ekonomika.aspx?c=A140727_142723_ekonomika_hro
- ČT 24. Přijetí eura. *Českátelevize.cz*. © 1996-2014, 2014-09-10 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/svet/285748-zeman-v-sidle-oecd-ujistoval-o-brzkem-prijeti-eura/>
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí. *cnb.cz*. © 2003-2014. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/
- DAMODARAN ONLINE. The data page. *people.stern.nyu.edu*. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

- DIGI ZONE. IPTV V České republice. *Digizone.cz*. [online]. © 2005 - 2014 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.digizone.cz/specialy/iptv/>
- HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. Nulová červnová inflace. *Byznys.ihned.cz*. © 1996-2014, 2014-07-09 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-62485470-nulova-cervnova-inflace-ceny-nerostly-stalo-se-tak-poprve-za-poslednich-pet-let>
- KARAS, M. *Návrh ocenění podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 147 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.
- KONKURS A VYROVNÁNÍ, ODBORNÝ EKONOMICKÝ MĚSÍČNÍK. Budoucnost mobilního internetu. *Kokurs-vyrovnani.cz*. © 2000-2014 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.kokurs-vyrovnani.cz/index.php?idac=1592&idb=94>
- KURZYCZ. Meziměsíční inflace. *Kurzy.cz*. © 2000-2014, 2014-11-10 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/A=3>
- MALEČKOVÁ, R. Internet v české společnosti. *Statistika&My*. 2012, r. 02, č. 03, s. 26-30. ISSN 1804 – 7149. Dostupný z: [http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/BB0040342B/\\$File/18041203.pdf](http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/BB0040342B/$File/18041203.pdf)
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. Makroekonomická predikce České republiky červenec 2014. ISSN 1804-7971. Dostupný z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Digitální Česko v. 2.0, Cesta k digitální ekonomice. *Mpo.cz*. © 2005, 2013-04-02 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: http://www.mpo.cz/assets/cz/e-komunikace-a-posta/Internet/2013/4/Digi_esko_v.2.0.pdf

- NETBOX, NECHTE SE UNĚST. Provozovatel sítě, o nás. *Netbox.cz* [online]. © 2013 [cit. 2014-08-17]. Dostupné z: <http://www.netbox.cz/site/cz/provozovatel.html>
- NETBOX, NECHTE SE UNĚST. Tiskové zprávy. *Netbox.cz* [online]. © 2013 [cit. 2014-08-17]. Dostupné z: <http://www.netbox.cz/site/cz/tiskove-zpravy.html?id=11>
- OECD. Fixed broadband. *Oecd.org*. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: [http://www.oecd.org/general/searchresults/?q=fixed%20\(wired\)%20broadband%20subscriptions%20per%20100%20inhabittans%20by%20%20technology](http://www.oecd.org/general/searchresults/?q=fixed%20(wired)%20broadband%20subscriptions%20per%20100%20inhabittans%20by%20%20technology)
- PÁLENÍČEK, A. Česko vs. Slovensko, vývoj HDP. *Klubinvestorů.com*. © 2014, 2014-06-09 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.klubinvestoru.com/cs/article/2134-cesko-vs-slovensko-3-dil-vyvoj-hdp>
- PETERKA, J. Parlamentní obstrukce zpozdily nový telekomunikační balíček. *Lupa.cz* [online]. © 1998 – 2014, 2014-03-03 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.lupa.cz/clanky/parlamentni-obstrukce-zpozdily-novy-telekomunikacni-balicek/>
- POTŮČEK, J. Průvodce světem IPTV. *Digizone.cz*. [online]. © 2005-2014, 2012-10-11 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.digizone.cz/clanky/pruvodce-svetem-iptv-strucna-historie-vyvoje-nejmladsi-digitalni-platfomy-v-cesku/>
- PRAVEC J. Česká politika v roce 2014. *Ekonom.ihned.cz*. © 1996-2014 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://ekonom.ihned.cz/c1-61507160-kam-pujde-ceska-politika-v-roce-2014-budoucnost-ocima-josefa-pravce>
- SLÍŽEK, D. Internetový provoz si je rovný. *Lupa.cz* [online]. © 1998 – 2014, 2014-4-3 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.lupa.cz/clanky/vsechen-internetovy-provoz-si-je-rovny-rekli-europoslanci-kyvli-i-zruseni-roamingu/>

- SMART COMP. O nás, společnost SMART Comp a.s. *SC.cz* [online]. © 2013 [cit. 2014-08-17]. Dostupné z: <http://www.sc.cz/o-nas>
- SOVA, M. Stav broadbandu v ČR. *Internetprovsechny.cz* © 2002-2014, 2011-07-06 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.internetprovsechny.cz/stav-broadbandu-v-cr-aneb-zaostreno-na-optiku/>
- U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates. 2013. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2013>

Ostatní zdroje

- Interní dokumenty společnosti
- International Valuation Standards 2013
- IDW Standard – Institut der Wirtschaftsprüfer, německý institut auditorů, který publikuje standardy IDW Standards
- Výroční zpráva oceňované společnosti za rok 2006 a 2013
- Výroční zpráva UPC Česká republika s.r.o. 2006-2013

Seznam obrázků

Obr. 1 Proces oceňování	20
Obr. 2 Dvoufázová metody	34
Obr. 3 Schéma postupu při interaktivním výpočtu kapitálové struktury	38
Obr. 4 Příímka cenných papírů	40
Obr. 5 Logo společnosti.....	44
Obr. 6 Logo služeb	44
Obr. 7 Matice k posouzení perspektivnosti podniku	74

Seznam grafů

Graf 1 Domácnosti s počítačem v %	51
Graf 2 Domácnosti s připojením k internetu v % z celkového počtu domácností.....	51
Graf 3 Širokopásmové připojení na 100 obyvatel v % podle typu technologie	61
Graf 4 Srovnání hodnot společnosti	82

Seznam tabulek

Tab. 1 Základní údaje o společnosti	44
Tab. 2 Historický vývoj společnosti	45
Tab. 3 SBU společnosti	46
Tab. 4 Služby pro domácnosti	47
Tab. 5 Organizační struktura společnosti	48
Tab. 6 Poskytovatelé placené televize a počet předplatitelů	54
Tab. 7 Vývoj HDP	58
Tab. 8 Vývoj úrokových sazeb	59
Tab. 9 Vývoj inflace	59
Tab. 10 Závěrečné shrnutí SLEPT analýzy	62
Tab. 11 Velikost relevantního trhu	64
Tab. 12 Hodnocení atraktivity trhu.....	65
Tab. 13 Shrnutí atraktivity trhu	65
Tab. 14 Hodnoty koeficientu korelace.....	66

Tab. 15	Prognóza relevantního trhu.....	67
Tab. 16	Vývoj tržního podílu podniku	68
Tab. 17	Tržní podíl UPC	69
Tab. 18	Hodnocení konkurenční síly.....	71
Tab. 19	Prognóza tržního podílu.....	73
Tab. 20	Prognóza tržeb oceňovaného podniku.....	74
Tab. 21	Postup finanční analýzy.....	77
Tab. 22	Horizontální analýza aktiv.....	78
Tab. 23	Vertikální analýza aktiv, podíl na celkových aktivech.....	78
Tab. 24	Horizontální analýza pasiv	79
Tab. 25	Vertikální analýza pasiv	79
Tab. 26	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	79
Tab. 27	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.....	80
Tab. 28	Analýza poměrových ukazatelů.....	81
Tab. 29	Králičkův rychlý test	84
Tab. 30	Analýza a prognóza tržeb	87
Tab. 31	Analýza a prognóza ziskové marže	87
Tab. 32	Analýza a prognóza pracovního kapitálu	89
Tab. 33	Analýza a prognóza investic do DM	90
Tab. 34	Analýza rentability kapitálu.....	91
Tab. 35	Investovaný kapitál a jeho rentabilita.....	91
Tab. 36	Vstupní data pro předběžné ocenění.....	92
Tab. 37	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnota.....	92
Tab. 38	Plánovaná výsledovka	93
Tab. 39	Plánované CF.....	94
Tab. 40	Plánovaná aktiva.....	95
Tab. 41	Plánovaná pasiva	96
Tab. 42	Výpočet FCFF a současné hodnoty první fáze.....	101
Tab. 43	Podklady pro výpočet druhé fáze	101
Tab. 44	Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle DCF	102
Tab. 44	První fáze dle metody EVA.....	103
Tab. 46	Podklady pro druhou fázi metoda EVA	103

Tab. 47 Výsledné ocenění dle metody EVA.....	104
Tab. 48 M&A transakce srovnatelných podniků za od 2012-2014	105
Tab. 49 Výsledná hodnota vlastního kapitálu při změně předpokladů.....	108

Seznam zkratk

ADSL – Asymmetric Digital Subscriber Line, internetové připojení pomocí kabelu telefonní linky

CAPM – Capital Assets Pricing Model, model oceňování kapitálových aktiv

CATV – Cable Television, kabelová televize

CEF – Connecting Europe Facility, Nástroj pro propojení Evropy

DCF – Discounted Cash Flow, diskontovaný peněžní tok

DVB -T – Digital Video Broadcasting – Terrestrial, pozemní digitální vysílání

DOCSIS – Data Over Cable Service Interface Specification, datové přenosy na koaxiálních sítích

EVA – Economic Value Added, ekonomická přidaná hodnota

EU – European Union, Evropská unie

FCF – Free Cash Flow, volný peněžní tok/cash flow

FCFF - Free Cash flow to the Firm, Volný peněžní tok do firmy (jak pro vlastníky tak věřitele)

FCFE – Free Cash Flow to Equity, Volný peněžní tok pro vlastníky

FTTx – Fibre To The x, optické vlákno do x (do bytu, do budovy, do uzlu, do kabinetu...)

FTTH – Fibre To The Home, optické vlákno do bytu

Fibre/LAN – technologie optické sítě, na kterou navazuje metalická síť

H_n – Hodnota neto

H_b – Hodnota bruto

HD – High Definition, vysoké rozlišení

IPTV – Internet Protocol Television, televize přes internetový protokol

KPVH – Korigovaný Provozní Výsledek Hospodaření

LAN – Local Area Network, lokální síť, typicky se tak označuje počítačová síť

NOA – Net Operating Assets, čistá provozně nutná aktiva

NOPAT – Net Operating Profit After Taxes, čistý provozní zisk po zdanění

NGA – Next Generation Access, vysokorychlostní internetové sítě

OTT – Over The Top, služby, které umožňují dodávku medií přes internet (IP protokol) bez spolupráce s jinými operátory či poskytovateli internetových služeb.

pay TV – placený obsah v televizi, příkladně prémiové kanály

PON – Passive Optical Network, Pasivní optická síť (mezi ústřednou a zákazníkem není potřeba používat žádné aktivní (napájené) prvky

SBU – Strategic Business Unit, strategická podnikatelská jednotka

SD – Standard Definition, standartní rozlišení

xDSL – x Digital Subscriber Line, (x = typ DSL služby)

WACC – Weighted Average Cost of Capital, průměrné vážené náklady na kapitál

4G – Fourth Generation, čtvrtá generace mobilního internetu

5G – Fifth Generation, pátá generace mobilního internetu

Seznam příloh

Příloha č. 1 Historie společnosti

Příloha č. 2 Produkty společnosti

Příloha č. 3 Výběr vhodného modelu pro prognózu trhu

Příloha č. 4 Vymezení provozovně nutného majetku, investovaného kapitálu provozně nutného a korigovaného provozního výsledku hospodaření

Příloha č. 5 Generátory hodnoty

Příloha č. 6 Plánované CF v plném rozsahu

Příloha č. 7 Finanční analýza plánu

Příloha č. 8 Riziko selhání země

Příloha č. 9 Výkazy oceňované společnosti za období 2008 – 2013

Příloha č.1

HISTORIE SPOLEČNOSTI

Společnost SMART Comp. s.r.o. vznikla v roce 1998. Byla zaměřena na obor IT - informační technologie. Zákazníkům prodávala dodávky výpočetní a kancelářské techniky, správu a údržbu počítačových sítí a v neposlední řadě jim poskytovala připojení k internetu pomocí telefonních linek. Postupně, jak rostla poptávka ostatních firem po rychlém a levném internetu, společnost začala měnit svoji strategii a začala se plně věnovat výstavbě internetové bezdrátové sítě. Firemní trh se podstatně rychle zaplnil podobně orientovanými společnostmi a zrodilo se dost silné konkurenční prostředí. Bylo potřeba najít nové trhy, nebo přijít s revoluční službou. V té době době se už rozšířenost počítačů v domácnostech přiblížila k 30 %, a to pro SMART Comp. s.r.o. znamenalo příležitost.

V roce 2001 byl prezentován na veletrhu Invox projekt „NETBOX Internet všem“, jehož základním cílem bylo oslovení brněnských zákazníků v domácnostech s nabídkou rychlého, kvalitního a cenově přijatelného připojení do sítě internet. V roce 2003 společnost zanechává bezdrátové technologie a začíná se soustředit na další rozvoj sítě pomocí optických kabelů. Pro podporu prodeje internetových služeb, společnost přidává v téže roce do nabídky i hlasové služby, které umožňují plnou náhradu stávající pevné linky s hovorným vně sítě zdarma.

V roce 2004 dochází ke změně právní formy podnikání na akciovou společnost a k otevření společnosti vůči potenciálním investorům. Služby poskytované společností využívá přes sedm tisíc domácností a síť je rozšířena do města Jihlavy. V roce 2005 se společnost stává držitelem certifikací ČSN EN ISO 9001:2001 a ISO 14001:2005. V následujících letech se rozšiřuje na trhy v Praze, Havlíčkově Brodě, Zlíně a Olomouci. V roce 2007 přichází na trh s novou službou - digitální televize, která značně konkuruje jak kvalitou, tak cenou stávajícím kabelovým operátorům. Velice brzo si služba získává první tisíce zákazníků.

V roce 2008 obrat společnosti dosáhl přes 140 mil. Kč. Společnost je rozdělena na sedm oddělení, které se následně dělí na úseky. V tomto období společnost zaměstnává přes 60 zaměstnanců a více jak 150 externích spolupracovníků. Služby společnosti využívá více než 20 tisíc zákazníků.

Na počátku roku 2009 pokračuje v expanzi částečnou akvizicí společnosti OpavaNet a.s., která vstupuje na nové trhy v městech Opava, Nový Jičín, Bruntál a Horní Benešov. Celý rok pokračuje v penetrování sítě získáváním nových zákazníků a ke konci tohoto roku poskytuje služby více jak 28 tisícům domácnostem.

V roce 2010 dochází k uskutečnění pilotního projektu koncepce sítě FTTH (fiber to the home), kdy se instaluje optický kabel přímo do bytu u první stovky zákazníků. Mezi tím kontinuálně pracuje na inovacích již zaběhnutých služeb. Začíná nabízet internet o rychlosti 100Mbitů oběma směry, televizní archiv, 3D televizi a síťové nahrávání.

Rok 2011 a 2012 stále prokazuje, že NETBOX si drží postavení číslo jedna v segmentu NGA sítí v České republice. Provozuje síť o velikosti 100 tisíc přípojek s více jak 30 tisíci zákazníky v 8 městech České republiky. Společnost zaměstnává přes 70 zaměstnanců a stále se rozvíjí.

V roce 2013 společnost rozšiřuje svoje služby a přidává do nabídky čtvrtou službu mobilního telefonu. Stává se tedy virtuálním operátorem prostřednictvím společnosti Mobile. Smart Comp. a.s. kontinuálně zlepšuje své služby, hlavní strategií pro rok 2013 a rok další je zjednodušení nabídky a všech procesů vůči zákazníkům. V roce 2013 společnost končí s obratem přes 195 mil. Kč a je na velmi dobré cestě k dosažení obstojného obratu i v roce 2014.

Příloha č.2

PRODUKTY SPOLEČNOSTI

Služby pro firmy

Služby pro firmy jsou provozovány na různých technologiích (optické kabely, pronajaté trasy, bezdrátové spoje, atp.). Při srovnání s profesionálními službami, které jsou poskytovány domácnostem, jsou služby pro firmy spíše opakem. Smart comp. a.s. nenabízí firmám unikátní diferencované produkty, jakostní post-sale, atp. Služby, které jsou firmám poskytovány shrnuje následující tabulka.

ID	SLUŽBA	POPIS
1	Internet	jedná se o klasické připojení do internetu, jehož kvalita závisí na použité přenosové technologii
2	Pevná linka	náhrada klasické pevné linky případně celé telefonní ústředny
3	Ostatní	historicky NETBOX poskytuje služby webhostingu, serverhostingu, pronájem telekomunikačních tras VPN, apod.

Velkoobchod

Velkoobchod je zaměřen především na prodej služeb poskytovatelům telekomunikačních služeb, kteří nemohou tyto produkty realizovat sami a je pro ně tak výhodnější je nakoupit. Hlavním cíle společnosti je zde vytěžit investice do stávajících technologií, přenosových tras, do služeb apod. Jinými slovy cílem je více využít celou síť a získat z ní nové výnosové toky. Poskytované služby popisuje následující tabulka.

ID	SLUŽBY	POPIS
1	Virtualizace IPTV	NETBOX je schopen virtualizovat vlastní TV platformu a nabídnout její služby technologicky kompatibilním sítím.
2	Dodávka TV signálu	Řada poskytovatelů digitální TV řeší jak získat vstupy do své sítě, tedy televizní programy. Výstavba profesionálního plně redundantního head- endu je investičně velmi drahá a malé poskytovatele nedostupná. NETBOX nabízí služby svého head- endu a dodává TV signál přes vlastní distribuční síť napříč ČR.
3	Dodávka internetu a hlasových služeb	NETBOX díky své velikosti disponuje rozsáhlou sítí po ČR a technologickým zázemím, které je schopný dále nabízet. V tomto případě se jedná o nabídku internetu a hlasových služeb / minut pro menší poskytovatele případně pro partnery.
4	Ostatní	Přenosové trasy a datové služby, reklama v TV, apod.

Příloha č. 3

VÝBĚR VHODNÉHO MODELU PRO PROGNOZU TRHU

Prognózu vývoje trhu jsem stanovila na základě použití kombinace následujících statistických metod:

- Jednoduchá regresní analýza – analýza časového trendu
- Jednoduchá regresní analýza s regresorem HDP v b.c

Pro analýzu trendu jsem testovala vždy tyto funkce:

- Lineární
- Exponenciální
- Logaritmická
- Parabolická

Jednoduchá regrese – regresor času (plná časová řada)

Data pro výpočet regresních rovnic uvádím v následující tabulce.

Rok	X (perioda)	X ²	Y (trh)	ln (Y)	ln (X)
2006	1	1	4466	8,404248432	0
2007	2	4	6761	8,818926087	0,693147181
2008	3	9	9449	9,153664195	1,098612289
2009	4	16	11152	9,319374133	1,386294361
2010	5	25	12673	9,447229025	1,609437912
2011	6	36	13730	9,527338499	1,791759469
2012	7	49	13830	9,534595425	1,945910149
2013	8	64	13920	9,541081934	2,079441542

Pomocí analytického nástroje v Excelu jsem vypočítala regresní koeficienty, index determinace a statistickou významnost na základě F- testů a t-testů. Výsledky obsahuje tabulka níže.

Funkce	a	b	c	SV (5%)	SV (1%)	Index determinace
Lineární	4539,392857	1379,607143		OK	OK	89%
Exponenciální	8,533393341	0,152203083		OK	OK	82%
Logaritmická	4084,882037	5026,302653		OK	OK	98%
Parabolická	1024,303571	-234,3392857	3488,660714	OK	X	100%

Z tabulky je patrné, že upravený index determinace, je u všech modelů dostatečně vysoký. Vyšší determinační index znamená vyšší podíl vysvětlené variability a tím i vyšší kvalitu modelu. Statistickými testy prošly všechny funkce, při hladině významnosti na úrovni 5%. K dosažení větší přesnosti modelu jsem použila hladinu významnosti na úrovni 1%. Při takto zvolené hladině významnosti, pak parabolický model nemá ze statistického hlediska pro predikci žádný význam i přesto, že dosahuje 100% indexu determinace.

Predikční test

Jednoduchá regrese – regresor čas (časová řada zkrácená o 3 roky)

Funkce	a	b	c	SV (5%)	SV (1%)	Index determinace
Lineární	2658,7	2080,5		OK	OK	0,987243251
Exponenciální	8,25276560	0,258640923		OK	OK	0,943222566
logaritmická	3972,57172	5146,356949		OK	OK	0,9758713
parabolická	1392,2	-180,9285714	3166,07143	X	X	0,997696014

Do regresních rovnic jsem dosadila hodnoty za ověřované roky a pomocí regresní funkce jsem se je pokusila předpovědět. Jako nezávisle proměnou jsem dosadila do regresních funkcí dobu = t (počet období).

	2011	2012	2013
X (perioda)	6	7	8
Y (trh): skutečnost	12673	13730	13830
Lineární	15142	17222	19303
Exponenciální	18117	23465	30391
Logaritmická	13194	13987	14674
Parabolická	13875	14689	15141

Teoretické hodnoty jsem srovnala relativní odchylkou od skutečných dat.

	2011	2012	2013	suma	max. hodnota
Y (trh): skutečnost	0%	0%	0%	0%	
Lineární	16%	20%	28%	65%	
Exponenciální	30%	41%	54%	126%	
Logaritmická	4%	2%	6%	12%	
Parabolická	9%	4%	10%	23%	

Suma odchylek indikuje jak se chyby v odhadech kompenzují. Maximální odchylka znázorňuje, k jaké maximální chybě došlo během sledované periody. Požadované jsou minimální odchylky. Nejlépe v predikčním testu vyšly funkce logaritmická a parabolická. Parabolická funkce i přesto, že dosahuje index determinace téměř 100%, neprošla statistickými testy a nemá ze statistického hlediska pro predikci žádný význam. Jako výslednou funkci jsem proto zvolila funkci logaritmickou. Tento model prošel všemi statistickými testy a dosáhl indexu determinace 98%.

Zvolená funkce časového trendu tedy je:

$$\text{Relevantní trh} = 3973 + 5146 \cdot \ln(X)$$

Jednoduchá regrese – regresor HDP (plná časová řada)

Postup získání regresních rovnic je totožný s postupem analýzy časového trendu. Opět pomocí analytického nástroje v Excelu jsem vypočítala regresní koeficienty, index determinace a statistickou významnost na základě F- testů a t-testů. Výsledky obsahuje tabulka níže.

Funkce	a	b	c	SV (5%)	SV (1%)	Index determinace
Lineární	-56111,2351	0,017848336		OK	X	74%
Exponenciální	1,018913616	2,18887E-06		X	X	84%
logaritmická	-959361,8801	64096,23917		OK	OK	74%
parabolická	269614,3516	2,50502E-08	-0,163117736	X	X	78%

Z tabulky je patrné, že na úrovni 1% hladině významnosti dosáhl statistické významnosti pouze logaritmický model. Při hladině významnosti na úrovni 5% prošly statistickými testy pouze funkce lineární a logaritmická, jejich index determinace nedosahují však ani hodnoty 75%. Při provedení predikčních testů, všechny modely data podhodnocují. Na základě statistických výsledků jsem vybrala pro prognózu tržeb logaritmickou funkci časového trendu.

Příloha č. 4

**VYMEZENÍ PROVOZNĚ NUTNÉHO MAJETKU, INVESTOVANÉHO KAPITÁLU
PROVOZNĚ NUTNÉHO A KORIGOVANÉHO PROVOZNÍHO VÝSLEDKU
HOSPODAŘENÍ**

POLOŽKA	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
Aktiva celkem	121 838	151 119	150 575	149 560	177 479	192 031
Provozně nutná aktiva	108 660	137 259	141 690	138 186	155 793	161 081
Provozně nenutná aktiva	13 178	13 860	8 885	11 374	21 686	30 950
Dlouhodobý majetek	71 741	96 521	102 027	101 215	116 451	123 474
DNM provozně nutný	3 389	4 109	6 973	4 876	3 202	1 474
DNM provozně nenutný	0	0	0	0	0	0
DHM provozně nutný	55 174	78 552	86 169	84 965	100 115	107 217
DHM provozně nenutný	0	0	0	0	0	0
DFM provozně nenutný	13 178	13 860	8 885	11 374	13 134	14 783
Oběžná aktiva	36 088	40 956	29 117	30 074	51 251	65 097
Zásoby	6 388	6 636	7 969	6 319	3 559	5 130
Dlouhodobé pohledávky (provozně nenutné)	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky (provozně nenutné)	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky (provozně nutné)	27 030	28 222	17 129	22 503	32 053	36 765
Krátkodobý finanční majetek (provozně nenutný)	0	0	0	0	8 552	16 167
Krátkodobý finanční majetek (provozně nutný)	2 670	6 098	4 019	1 252	7 087	7 035
Ostatní aktiva	14 009	13 642	19 431	18 271	9 777	3 460

POLOŽKA	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
+ DNM provozně nutný	3 389	4 109	6 973	4 876	3 202	1 474
+ DHM provozně nutný	55 174	78 552	86 169	84 965	100 115	107 217
Dlouhodobý majetek provozně nutný	58 563	82 661	93 142	89 841	103 317	108 691
+ zásoby	6 388	6 636	7 969	6 319	3 559	5 130
+ pohledávky	27 030	28 222	17 129	22 503	32 053	36 765
+ provozně nutná výše peněz	2 670	6 098	4 019	1 252	7 087	7 035
+ ostatní aktiva	14 009	13 642	19 431	18 271	9 777	3 460
- krátkodobé závazky	40 185	53 217	46 982	50 549	35 435	35 176
- ostatní pasiva	12 311	6 522	7 680	6 697	6 206	5 067
PRACOVNÍ KAPITÁL PROVOZNĚ NUTNÝ	-2 399	-5 141	-6 114	-8 901	10 835	12 147
INVESTOVANÝ KAPITÁL PROVOZNĚ NUTNÝ	56 164	77 520	87 028	80 940	114 152	120 838

Položka	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
Provozní výsledek hospodaření	12 183	3 445	3 044	8 565	18 135	36 486
Vyloučení tržeb prodeje majetku	6 166	12 448	4 073	8 921	4 115	2 721
Přičtení ZC z prodeje majetku	4 976	8 342	3 340	7 176	5 220	1 634
KPVH po odpisech	10 993	-661	2 311	6 820	19 240	35 399
KPVH před odpisy	16 609	5 126	11 510	16 557	29 264	46 566

Příloha č. 5

GENERÁTORY HODNOTY

a) Prognóza ziskové marže shora (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	135 536	136 459	159 288	161 780	171 988	188 199	203 071	209 720	217 569	225 436
KPVH před odpisy	16 609	5 126	11 510	16 557	29 264	46 566	56 345	60 287	64 719	69 314
Zisková marže	12,254%	3,756%	7,226%	10,234%	17,015%	24,743%	27,746%	28,746%	29,746%	30,746%
Průměrné tempo růstu za minulost a plán	22,90%						10,46%			

a) Prognóza ziskové marže zdola (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	39 695	26 381	41 370	42 601	54 247	75 629	90520	107034	123548	140062
Podíl přidaná hodnoty na tržbách	1,96%	19,33%	25,97%	26,33%	31,54%	40,19%	44,58%	51,04%	56,79%	62,13%
Podíl osobních nákladů na tržbách	18,02%	22,72%	21,28%	18,48%	16,66%	16,36%	15,86%	15,36%	14,86%	14,36%
Daně a poplatky	0,10%	0,13%	0,09%	0,15%	0,16%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%
Ostatní provozní položky	-1,1%	-7,3%	-2,6%	-2,5%	-2,3%	-1,2%	-3,18%	-3,18%	-3,18%	-3,18%
Výkony (tis. Kč)	135 769	136 704	161 857	163 104	172 991	188 768	203 685	210 354	218 227	226 118
Podíl z tržeb	100,17%	100,18%	101,61%	100,82%	100,58%	100,30%	100,30%	100,30%	100,30%	100,30%
Roční tempo růstu		0,69%	18,40%	0,77%	6,06%	9,12%	7,90%	3,27%	3,74%	3,62%
Průměrné tempo růstu	6,81%						6,20%			
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	96 074	110 323	120 487	120 503	118 744	113 139	121 064	123 979	127 532	131 016
Podíl z tržeb	70,88%	80,85%	75,64%	74,49%	69,04%	60,12%	59,62%	59,12%	58,62%	58,12%
Roční tempo růstu		14,83%	9,21%	0,01%	-1,46%	-4,72%	7,01%	2,41%	2,87%	2,73%
Průměrné tempo růstu výk. spotř. za minulost a plán	0,63%						3,74%			
Osobní náklady (tis. Kč)	24 426	30 997	33 901	29 896	28 651	30 783	32 200	32 206	32 323	32 365
Roční tempo růstu		26,90%	9,37%	-11,81%	-4,16%	7,44%	4,60%	0,02%	0,37%	0,13%
Průměrné tempo růstu za minulost a plán	-0,17%						1,26%			
Korigovaný provozní zisk před odpisy (tržby - náklady)	16 609	5 126	11 510	16 557	29 264	46 566	56 345	60 287	64 719	69 314
Zisková marže z KPZ před odpisy dopočítaná	12,25%	3,75%	7,22%	10,23%	17,01%	24,74%	27,74%	28,74%	29,74%	30,74%

Příloha č. 6

PLÁNOVANÉ CF V PLNÉM ROZSAHU

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Stav peněžních prostředků na počátku období	15 639	23 202	42 565	63 962	87 246

a) Peněžní tok z provozního majetku	2013	2014	2015	2016	2017
1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU					
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVHd)	35 399	45 178	47 427	49 934	52 326
Daň připadající na korigovaný VH (d x KPVHd)	6 726	8 584	9 011	9 487	9 942
Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)	28 673	36 594	38 416	40 446	42 384
Úpravy o nepeněžní operace (=Σ)	11 597	11 167	12 860	14 785	16 988
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	11 167	11 167	12 860	14 785	16 988
Změna zůstatků rezerv	430	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných) (=Σ)	-6 542	-1 752	-1 539	-1 683	-1 779
Změna stavu pohledávek	-4 712	-2 905	-1 299	-1 533	-1 537
Změna stavu krátkodobých závazků	-259	543	-1 140	-1 102	1 272
Změna stavu zásob	-1 571	610	901	952	1 031
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	33 728	46 009	49 737	53 549	57 593
2) INVESTIČNÍ ČINNOST					
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-7 961	-25 246	-26 939	-28 864	-31 066
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-7 961	-25 246	-26 939	-28 864	-31 066
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	25 767	20 763	22 798	24 685	29 529

b) Náklady na cizí kapitál	2013	2014	2015	2016	2017
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ	-2 655	-1 931	-1 931	-1 931	-1 931

c) Peněžní tok z neprovozního majetku	2013	2014	2015	2016	2017
Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy	1 446	530	530	530	530
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	201	201	201	201	201
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	1 245	329	329	329	329
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	1 649	0	0	0	0
Nabytí dlouhodobého finančního majetku	1 649	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0	0
Snížení dlouhodobého fin. Majetku	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM	3 095	530	530	530	530

d) Finanční činnost	2013	2014	2015	2016	2017
Změna stavu dlouhodobých závazků	-14 000	0	0	0	0

Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	-14 000	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	224	0	0	0	0
Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	224	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	-13 776	0	0	0	0

e) Peněžní tok celkem	2013	2014	2015	2016	2017
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	12 431	19 363	21 397	23 284	25 126
Stav peněžních prostředků na konci období	23 202	42 565	63 962	87 246	112 372

Příloha č. 7

FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU

Likvidita	2014	2015	2016	2017
Běžná likvidita (3. stupeň)	2,43	3,14	3,96	4,91
Pohotová likvidita (2. stupeň)	2,30	3,03	3,88	4,86
Okamžitá likvidita (1.stupeň)	1,19	1,85	2,61	3,49
Zadluženost	2014	2015	2016	2017
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	44%	52%	59%	64%
Celková zadluženost	54%	46%	40%	35%
Úrokové krytí	23,51	24,67	25,97	27,21
Úrokové zatížení	4%	4%	4%	4%
Pod kapitalizování	0,96	1,11	1,26	1,39
Průměrná doba splácení dluhů (roky)	2,66	2,44	2,24	2,06
Rentabilita	2014	2015	2016	2017
ROA - Rentabilita celk. aktiv (EAT / AKT)	15%	14%	13%	12%
ROA - Rentabilita celk. aktiv (EBIT / AKT)	20%	18%	17%	15%
ROE - Rentabilita vl. kapitálu (EAT / VK)	35%	27%	22%	19%
ROS - Rentabilita tržeb (EAT/T)	17%	18%	18%	18%
ROI - Rentabilita vlož. Kapi. (EBIT/celkový kapitál)	20%	18%	17%	15%
Aktivita	2014	2015	2016	2017
Obrat aktiv (T / AKT)	0,89	0,80	0,72	0,66
Doba inkasa pohledávek (POHL / (T/365))	70,33	70,33	70,33	70,33
Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/365))	63,32	59,36	55,39	51,43
EBITDA	54 616	58 557	62 990	67 584
EBITDA/ tržby	26,89%	27,92%	28,95%	29,98%

Příloha č. 8

RIZIKO SELHÁNÍ ZEMĚ (PRÉMIE USA DLUHOVISŮ A1 OPROTI AAA)

Reuters Corporate Spreads for Industrials
03/28/2014

Rating	1 yr	2 yr	3 yr	5 yr	7 yr	10 yr	30 yr
Aaa/AAA	5	8	12	18	28	42	65
Aa1/AA+	10	18	25	34	42	54	77
Aa2/AA	14	29	38	50	57	65	89
Aa3/AA-	19	34	43	54	61	69	92
A1/A+	23	39	47	58	65	72	95
A2/A	24	39	49	61	69	77	103
A3/A-	32	49	59	72	80	89	117
Baa1/BBB+	38	61	75	92	103	115	151
Baa2/BBB	47	75	89	107	119	132	170
Baa3/BBB-	83	108	122	140	152	165	204
Ba1/BB+	157	182	198	217	232	248	286
Ba2/BB	231	256	274	295	312	330	367
Ba3/BB-	305	330	350	372	392	413	449
B1/B+	378	404	426	450	472	495	530
B2/B	452	478	502	527	552	578	612
B3/B-	526	552	578	604	632	660	693
Caa/CCC+	600	626	653	682	712	743	775
US Treasury Yield	0.13	0.45	0.93	1.74	2.31	2.73	3.55

Příloha č. 9

VÝKAZY OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI ZA OBDOBÍ 2008-2013

ROZVAHA V PLNÉM ROZSAHU K 31.12 (hodnoty netto)								
	AKTIVA	č. ř.	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
	AKTIVA CELKEM	1	121 838	151 119	150 575	149 560	177 479	192 031
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	2	0	0		0	0	0
B.	Stálá aktiva	3	71 741	96 521	102 027	101 215	116 451	123 474
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	4	3 389	4 109	6 973	4 876	3 202	1 474
1	Zřizovací výdaje	5		0	0	0	0	0
2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	6	0	0	0	0	0	0
3	Software	7	3 321	4 046	6 916	4 824	3 045	1 377
4	Ocenitelná práva	8	68	63	57	52	47	42
5	Goodwill	9	0	0	0	0	0	0
6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	10	0	0	0	0	0	0
7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	11	0	0	0	0	110	55
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	12	0	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	13	55 174	78 552	86 169	84 965	100 115	107 217
1	Pozemky	14	0	0	0	0	0	0
2	Stavby	15	32 716	73 247	82 068	80 775	88 356	91 308
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	16	1 907	4 700	2 106	1 795	10 641	14 486
4	Pěstitelské celky trvalých porostů	17	0	0	0	0	0	0
5	Základní stádo a tažná zvířata	18	0	0	0	0	0	0
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	19	0	0	0	0	0	0
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	20	20 551	605	1 995	2 395	1 118	1 423
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	21	0	0	0	0	0	0
9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	22	0	0	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	23	13 178	13 860	8 885	11 374	13 134	14 783
1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	24	0	0		0	0	0
2	Podíly v účetních jednotkách podstatným vlivem	25	13 160	13 842	8 871	11 360	13 120	14 769
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly (vklady)	26	18	18	14	14	14	14
4	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	27	0	0			0	0
5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	28	0	0		0	0	0
6	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	29	0	0		0	0	0
7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	30	0	0		0	0	0
C.	Oběžná aktiva	31	36 088	40 956	29 117	30 074	51 251	65 097
C. I.	Zásoby	32	6 388	6 636	7 969	6 319	3 559	5 130
1	Materiál	33	6 388	6 636	7 969	6 319	3 559	5 130

2	Nedokončená výroba a polotovary	34	0	0	0	0	0	0
3	Výrobky	35	0	0	0	0	0	0
4	Zvířata	36	0	0	0	0	0	0
5	Zboží	37	0	0	0	0	0	0
6	Poskytnuté zálohy na zásoby	38	0	0	0	0	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	39	0	0	0	0	0	0
1	Pohledávky z obchodních vztahů (z obchodního styku)	40	0	0	0	0	0	0
2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	41	0	0	0	0	0	0
3	Pohledávky - podstatný vliv	42	0	0	0	0	0	0
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	43	0	0	0	0	0	0
5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	44	0	0	0	0	0	0
6	Dohadné účty aktivní	45	0	0	0	0	0	0
7	Jiné pohledávky	46	0	0	0	0	0	0
8	Odložená daňová pohledávka	47	0	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	48	27 030	28 222	17 129	22 503	32 053	36 765
1	Pohledávky z obchodních vztahů (z obchodního styku)	49	21 640	24 821	15 876	21 185	30 240	34 442
2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	50	0	0	0	0	0	0
3	Pohledávky - podstatný vliv	51	0	0	0	0	0	0
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	52	0	0	0	0	0	0
5	Sociální zabezpečení (a zdravotní pojištění)	53	0	0	0	0	0	0
6	Stát - daňové pohledávky	54	0	1 179	0	0	21	0
7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	55	1 207	1 572	910	700	652	980
8	Dohadné účty aktivní	56	11	0	71	0	0	0
9	Jiné pohledávky	57	4 172	650	272	618	1 140	1 343
C. IV.	Finanční majetek	58	2 670	6 098	4 019	1 252	15 639	23 202
1	Peníze	59	534	640	826	514	576	452
2	Účty v bankách	60	2 136	5 458	3 193	738	15 063	22 750
3	Krátkodobé cenné papíry a podíly (Krátkodobý finanční majetek)	61	0	0	0	0	0	0
4	Požizovaný krátkodobý finanční majetek (Nedokončený krátkodobý finanční majetek)	62	0	0	0	0	0	0
D.	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	63	14 009	13 642	19 431	18 271	9 777	3 460
D. I.	Časové rozlišení	64	14 009	13 642	19 431	0	9 777	3 460
1	Náklady příštích období	65	13 898	13 531	19 423	0	9 777	3 410
2	Komplexní náklady příštích období	66	111	111	0	0	0	0
3	Příjmy příštích období	67	0	0	8	0	0	50

	PASIVA	ř. č.	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
	PASIVA CELKEM	69	121 838	151 119	150 575	149 560	177 479	192 031
A.	Vlastní kapitál	70	27 138	27 823	19 472	24 140	35 938	65 208
A. I.	Základní kapitál	71	15 700	15 700	15 700	15 700	15 700	15 700
1	Základní kapitál	72	15 700	15 700	15 700	15 700	15 700	15 700
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	73	0	0			0	0
3	Změny základního kapitálu	74	0	0			0	0
A. II.	Kapitálové fondy	75	-6 440	-5 758	-10 729	-8 240	-6 480	-4 831
1	Emisní ážio	76	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní kapitálové fondy	77	0	0	0	0	0	0
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku (a závazků)	78	-6 440	-5 758	-10 729	-8 240	-6 480	-4 831
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	79	0	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku (Fondy ze zisku)	80	1 570	1 570	1 570	1 570	1 679	2 433
1	Zákonný rezervní fond/ Nedělitelný fond	81	1 570	1 570	1 570	1 570	1 679	2 433
2	Statutární ostatní fondy	82	0	0	0	0	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	83	8 397	16 307	16 312	12 931	15 001	24 162
1	Nerozdělený zisk minulých let	84	8 397	16 307	16 312	12 931	15 001	24 162
2	Neuhrazená ztráta minulých let	85	0	0			0	0
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	86	7 911	4	-3 381	2 179	10 038	27 744
B.	Cizí zdroje	87	82 389	116 774	123 423	118 723	135 335	121 756
B. I.	Rezervy	88	200	200	200	0	0	0
1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	89	0	0	0	0	0	0
2	Rezerva na důchody a podobné závazky	90	0	0	0	0	0	0
3	Rezerva na daň z příjmu	91	0	0	0	0	0	0
4	Ostatní rezervy	92	200	200	200	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	93	20 304	40 857	38 961	30 064	30 900	31 580
1	Závazky z obchodních vztahů	94	0	0	10 635	5 957	2 995	2 106
2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	95	0	0	0	0	0	0
3	Závazky - podstatný vliv	96	0	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	97	0	0	0	0	0	0
5	Dlouhodobé přijaté zálohy	98	20 304	23 563	17 364	21 654	25 487	27 330
6	Emitované dluhopisy	99	0	0	0	0	0	0
7	Dlouhodobé směnky k úhradě	100	0	0	0	0	0	0
8	Dohadné účty pasivní	101	0	0	0	0	0	0
9	Jiné (dlouhodobé) závazky	102	0	17 294	10 962	2 453	2 418	1 805
10	Odložený daňový závazek	103	0	0	0	0	0	339

B. III.	Krátkodobé závazky	104	40 185	53 217	46 982	50 549	35 435	35 176
1	Závazky z obchodních vztahů	105	23 734	39 509	35 557	39 010	22 687	21 908
2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	106	0	0	0	0	0	0
3	Závazky - podstatný vliv	107	0	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	108	0	0	0		0	0
5	Závazky k zaměstnancům	109	1 214	1 623	1 434	1 338	1 547	1 622
6	Závazky ze sociálního a zdravotního zabezpečení	110	749	883	803	718	798	822
7	Stát - daňové závazky a dotace	111	2 118	477	3 676	3 507	4 394	5 425
8	Krátkodobé přijaté zálohy	112	17	17	13	20	20	73
9	Vydané dluhopisy	113	0	0	0	0	0	0
10	Dohadné účty pasivní	114	299	0	1 770	3 375	4 866	4 323
11	Jiné závazky	115	12 054	10 708	3 729	2 581	1 123	1 003
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	116	21 700	22 500	37 280	38 110	69 000	55 000
1	Bankovní úvěry dlouhodobé	117	21 700	22 500	34 640	19 500	55 000	39 000
2	Krátkodobé bankovní úvěry (Běžné bankovní úvěry)	118	0	0	2 640	15 840	14 000	16 000
3	Krátkodobé finanční výpomoci	119	0	0	0	2 770	0	0
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	120	12 311	6 522	7 680	6 697	6 206	5 067
C. I.	Časové rozlišení	121	12 311	6 522	7 680	6 697	6 206	5 067
1	Výdaje příštích období	122	1 049	277	1 713	1 029	2 898	1 820
2	Výnosy příštích období	123	11 262	6 245	5 967	5 668	3 308	3 247

VÝSLEDOVKA V PLNÉM ROZSAHU K 31.12.								
	POLOŽKA	č. ř.	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
I.	Tržby za prodej zboží	1	0	1 230	0	0	0	691
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	2	0	1 230	0	0	0	600
+	Obchodní marže	3	0	0	0	0	0	0
II.	Výkony	4	135 76 9	136 70 4	161 85 7	163 10 4	172 99 1	188 768
1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	135 53 6	136 45 9	159 28 8	161 78 0	171 98 8	188 199
2	Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	6	0				0	0
3	Aktivace	7	233	245	2 569	1 324	1 003	569
B.	Výkonová spotřeba	8	96 074	110 32 3	120 48 7	120 50 3	118 74 4	113 139
1	Spotřeba materiálu energie	9	11 330	5 997	7 665	8 579	15 455	15 814
2	Služby	10	84 744	104 32 6	112 82 2	111 92 4	103 28 9	97 325
+	Přidaná hodnota	11	39 695	26 381	41 370	42 601	54 247	75 629
C.	Osobní náklady	12	24 426	30 997	33 901	29 896	28 651	30 783

1	Mzdové náklady	13	17 729	22 830	24 647	21 267	20 152	21 773
2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	198	396	756	1 116	1 126	1 194
3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	6 175	7 374	7 914	6 858	6 705	7 064
4	Sociální náklady	16	324	397	584	655	668	752
D.	Daně a poplatky	17	129	183	137	239	267	490
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	5 616	5 787	9 199	9 737	10 024	11 167
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	19	6 166	12 448	4 073	8 921	4 115	2 721
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	37	3 030	1 338	968	1 912	820
2	Tržby z prodeje materiálu	21	6 129	9 418	2 735	7 953	2 203	1 901
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	22	4 976	8 342	3 340	7 176	5 220	1 634
1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	19	658	888	373	1 729	350
2	Prodaný materiál	24	4 957	7 684	2 452	6 803	3 491	1 284
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	211	-1 223	517	1 352	1 341	430
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	2 650	11 028	7 650	7 021	6 600	4 648
H.	Ostatní provozní náklady	27	970	2 326	2 955	1 578	1 324	2 008
V.	Převod provozních výnosů	28	0	0			0	0
I.	Převod provozních nákladů	29	0	0			0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	30	12 183	3 445	3 044	8 565	18 135	36 486
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů (vkladů)	31	0	0			0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0			0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	33	0	0	0	0	0	0
1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	0	0	0	0	0	0
2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0	0	0	0	0
3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36	0	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	0	0	0	0	0	0
M.	Změna stav rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	41	0	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	42	74	137		0	112	201
N.	Nákladové úroky	43	1 594	2 732	4 004	4 045	3 849	2 655
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	31	75	251	68	129	90
O.	Ostatní finanční náklady	45	622	888	1 290	1 348	1 180	988
XII.	Převod finančních výnosů	46	0	0			0	0

P.	Převod finančních nákladů	47	0	0			0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	48	-2 111	-3 408	-5 043	-5 325	-4 788	-3 352
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	49	2 161	33	1 382	1 061	3 309	5 481
1	Splatná	50	2 161	33	1 382	1 061	3 309	5 265
2	Odložená	51	0	0			0	216
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	52	7 911	4	-3 381	2 179	10 038	27 653
XIII.	Mimořádné výnosy	53	0	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	54	0	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti	55		0	0	0	0	0
1	Splatná	56	0	0	0		0	0
2	Odložená	57	0	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	58	0	0	0	0	0	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59	0	0			0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	60	7 911	4	-3 381	2 179	10 038	27 653
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	61	10 072	37	-1 999	3 240	13 347	33 134

VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ		2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013
P.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	4 021	2 723	6 460	4 019	1252	15639
	Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnosti)						
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	10 072	37	799	5 750	18386	33225
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	7 671	137	11 959	17 238	23582	18759
A.1.1	Odpisy stálých aktiv	5 766	6 005	8 415	9 950	10684	11167
	Odpis pohledávek (+546)						
	Odpis opravné položky k úpl. nabytému majetku (+557, -657)						
A.1.2	Změna stavu opravných položek	111	-1 223	-227	2 500	1341	430
	Změna zůstatků časového rozlišení	192	-4 814	-329	-397	8003	5178
	Změna stavu rezerv	100	0	0	1 580	0	0
A.1.3	(-) Zisk / (+) ztráta z prodeje stálých aktiv (-641+541)	-18	-2 426	112	-170	-183	-470
A.1.4	Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	0	0	0
A.1.5	Vyúčtované nákladové úroky a výnosové úroky	1 520	2 595	3 988	3 775	3737	2454
A.*	Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu						
	a mimořádnými položkami	17 743	174	12 758	22 988	41968	51984
A.2.	Změna potřeby pracovního kapitálu	-14 318	22 969	10 869	-4 501	-23245	-6972

A.2.1	Změna stavu pohledávek	-6 664	5 880	4 119	-7 062	-9550	-4712
A.2.2	Změna stavu krátkodobých závazků	-4 804	16 114	8 679	2 792	-15114	-259
A.2.3	Změna stavu zásob	-2 739	-248	-2 156	2 269	2760	-1571
	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	-111	1 223	227	-2 500	-1341	-430
A.**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	3 425	23 143	23 627	18 487	18723	45012
A.3.	Výdaje z plateb úroků(zjednodušeno na nákl. úroky)	-1 594	-2 732	-3 988	-4 050	-3849	-2655
A.4.	Přijaté úroky (zjednodušeno na výnosové úroky)	74	137	0	275	112	201
A.5.	Daň z příjmů za běž. činnost a doměrky	-2 161	-33	-953	-1 780	-3309	-5481
A.6.	Mimořádný hospodářský výsledek vč. daně	0	0	0	0	0	0
A.7.	Přijaté dividendy a podíly (+)						
A.** *	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-256	20 515	18 686	12 932	11677	37077
	Peněžní toky z investiční činnosti						
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-30 302	-31 484	-25 676	-7 809	-32688	-18540
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv (+641)	37	3 030	1 338	1 170	1912	820
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám (investiční)						
B.***	Čistý peněžní tok k investiční činnosti	-30 265	-28 454	-24 338	-6 639	-30776	-17720
	Peněžní toky z finanční činnosti						
C.1.	Změna stavu dlouhodobých a krátkodobých závazků (půjčky, úvěry)	35 664	10 993	5 437	-9 050	31726	-13659
C. 2.	Dopady změn vlastního kapitálu na peněž. prostředky a peněžní ekvivalenty	-6 440	682	0	0	-310	224
C.2.1.	Zvýšení základního kapitálu a rezervního fondu vč. složených záloh	1 270	0	0	0	-2070	-1425
C.2.2.	Vyplacení podílu na vl. kapitálu společníkům (-)						
C.2.3.	Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu (+)	-6 440	682	0	0	1760	1649
C.2.4.	Úhrada ztráty společníky (+)						
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů (-)	-1 270	0	0	0	0	0
C.2.6.	Vyplacené dividendy podíly na zisku včetně sráž. daně (-)						
C.3.	Změna stavu odložené daně (+ pohledávka, - závazek)	0	0	0	0	0	339
C.** *	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	29 224	11 675	5 437	-9 050	31416	-13096
F.	Čisté zvýšení, snížení peněžních prostředků	-1 297	3 736	-215	-2 757	12317	6261
R.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	2 723	6 460	6 245	1 262	15639	23202