Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta podnikohospodářská

Studijní obor: Podniková ekonomika a management

Název seminární práce:

Due Diligence společnosti ERNST LEOPOLD s.r.o. z pohledu strategického investora

Autoři seminární práce: Šimon Böhm
Alexandra Chmelíková
Matúš Melicherčík
Sára Ondříšková
Tuan Truong Anh

Obsah

1 Společnost Ernst Leopold 1
1.1 Úpadek dlužníka 1
1.2 Charakteristika strategického investora 1
2 Obchodní a provozní Due Diligence 2
2.1 Obchodní charakteristika podniku 2
2.2 Produktové portfolio 2
2.3 Zákazníci 5
2.4 Dodavatelé 6
2.5 Zaměstnanci 6
2.6 Marketing a jeho náročnost 7
2.7 Trh a konkurence 7
2.8 Makrookolí 9
2.9 Ostatní faktory: Technologické a politické 10
2.10 Závěry z obchodní a provozní Due Diligence 11
3 Finanční Due Diligence 12
3.1 Identifikace ekonomického stavu společnosti 12
3.1.1 Výkaz zisku a ztráty 12
3.1.1.1 Výnosy 13
3.1.1.2 Náklady 14
3.1.1.3 Rozvaha 16
3.1.2 Dlouhodobý majetek 18
3.1.2.1 Zásoby 19
3.1.2.2 Pohledávky 20
3.1.2.3 Krátkodobý finanční majetek 20
3.1.2.4 Cizí zdroje 21
3.2 Analýza finanční situace společnosti 22
3.2.1 Ukazatele aktivity 22
3.2.2 Ukazatele likvidity 22
3.2.3 Ukazatele rentability 23
3.3 Závěry z finanční Due Diligence 23
4 Odhad hodnoty předmětu akvizice 24
4.1 Volba metody ocenění 24
4.2 Výchozí rok finančního plánu 25
4.3 Generátory hodnoty 26
4.3.1 Tržby 26

4.3.2 Výkonová spotřeba 27
4.3.3 Osobní náklady 28
4.3.4 Pracovní kapitál 28
4.3.5 Investiční plán 29
4.3.6 Způsob financování 30
4.3.7 Další položky finančního plánu 30
4.3.8 Konstrukce účetních výkazů jednotlivých variant ocenění 31
4.3.8.1 Optimistická varianta 32
4.3.8.2 Střední varianta 35
4.3.8.3 Konzervativní varianta 38
4.4 Konstrukce diskontní sazby 41
4.5 Stanovení pokračující hodnoty a vlastní ocenění 42
4.5.1 Optimistická varianta 44
4.5.2 Střední varianta 45
4.5.3 Konzervativní varianta 46
4.6 Závěr ocenění podniku společnosti 47
4.6.1 Navrhovaný způsob realizace transakce 47

1 Společnost Ernst Leopold

1.1 Úpadek dlužníka

Dne 14. prosince 2015 soud obdržel návrh dlužníka na zahájení insolvenčního řízení a současně dlužník navrhl řešení úpadku reorganizací, poněvadž nepočítá se zastavením výroby a provozu závodu. Insolvenční soud 27. ledna 2016 rozhodl o úpadku a ustanovil jako insolvenčního správce Administrace insolvencí CITY TOWER, v.o.s. Krajským soudem v Brně byla 2. května 2016 povolena reorganizace a znalcem na ocenění majetkové podstaty byl určen Equity Solutions Appraisals s.r.o. Usnesením ze dne 13. října 2016 soud schválil reorganizační plán dlužníka, který nabyl účinnosti 1. prosince 2016. Dne 15. prosince 2016 insolvenční soud obdržel od insolvenčního správce zprávu o splnění reorganizačního plánu. Dne 20. prosince 2016 soud ve svém usnesení vzal na vědomí splnění reorganizačního plánu.

Problémy dlužníka počaly v roce 2013. Ekonomická krize měla dopad na dvě pětiny českých sléváren a nejvíce postihla slévárny vyrábějící odlitky pro automobilový průmysl, které měly výpadek produkce 50 - 70% a slévárny vyrábějící středně sériové a malosériové výrobky. Na pokles poptávky měla vliv také změna majitele strategického partnera, což mělo za následek tržební propad o zhruba 100 milionů korun (výrobky pro těžké obráběcí stroje). Se změnou majitele ČKD Blansko se společnost rovněž musela osamostatnit na dodávkách energií od bývalé části kdysi společného podniku. Nutná investice do pokládky potrubí plynovodu a osamostatnění trafostanice elektrického napětí se tak podepsala na cash-flow firmy.

V reakci na nízkou poptávku po ocelolitinových dílech se musela společnost zaměřit i na jiné díly, s většími nároky na výrobu a kvalitu. Tahle změna obchodních politik znamenala další vedlejší náklady například ve formě penalizací za nesplnění dodacích lhůt. Už tak ztížené ekonomické situaci v roce 2013 nepomohlo ani opoždění plateb o 3 měsíce za tyto nově smluvené zakázky. Výpadek cashflow ve výši okolo 350 000 EUR od zákazníků z jižní Evropy způsobilo další zpoždění plateb dlužníka. (důkaz: VZ 2014)

1.2 Charakteristika strategického investora

Strategického investora jakožto subjekt zvažující akvizici podniku společnosti Ernst Leopold v rámci realizované reorganizace představuje společnost podnikající ve shodném průmyslovém sektoru v odvětví navazujícím na podnikatelskou činnost objektu akvizice. Jedná se o významného účastníka daného segmentu trhu, který je dostatečně solventní pro případné dluhové financování akvizice, či případné zaujetí pozice ručitele.

Strategický investor v současnosti nakupuje produkty odpovídající výrobním možnostem podniku společnosti Ernst Leopold, zvažovaná akvizice by mu umožnila výrobu vlastních vstupů a související významnou úsporu nákladů. V rámci návazných výrobních procesů by byla využita významná část produkce podniku společnosti zvažované pro akvizici, pro zbývající „nevyužitou“ část produkce pak je strategický investor schopen zajistit odběratele vzhledem ke svým znalostem daného průmyslového sektoru, v jehož rámci v průběhu své podnikatelské činnosti navázal řadu dodavatelsko-odběratelských vztahů.

2 Obchodní a provozní Due Diligence

2.1 Obchodní charakteristika podniku

Ernst Leopold je jihomoravský výrobce odlitků z litiny a oceli s kořeny sahajícími až do roku 1698. V současné době se EL specializuje na kusovou a malosériovou výrobu, na umělecké odlitky z širokého spektra materiálů a je světovou jedničkou v litém výtvarném umění.

Mezi hlavní konkurenční výhody společnosti patří především dobrá pověst a dlouhá historie působení ve slévárenství. Kromě toho se společnost dává důraz na flexibilitu a výrobu na míru - jsou to specialisté na zakázkovou, atypickou a malosériovou výrobu a jejich výrobní program jsou schopní rychle customizovat jakýmkoliv požadavkům různé náročnosti. To vše dělají s příslušnými certifikacemi.

Společnost Ernst Leopold si dává za cíl pokračovat ve stávajícím výrobním programu, který stojí na stávajících nosných produktech, a vzhledem ke své finanční situaci nemá v plánu zásadní rozšiřování svých podnikatelských aktivit. Logicky se tak při prodeji chce snažit zejména o zvýšení ziskovosti jednotlivých zakázek na jejím stávajícím produktovém portfoliu.

Těchto strategických cílů chce dosáhnout soustředěním se na udržování dobrých vztahů se stávajícími tuzemskými zákazníky. Při tom chce dávat důraz na platební morálku odběratelů a dosáhnout tak včasného a efektivního inkasa pohledávek. Lepší ziskovosti pak chce docílit především různými úspornými opatřeními z hlediska provozních nákladů a restrukturalizací vnitřních procesů, například využitím nových manažerských procesů při plánování výroby.

2.2 Produktové portfolio

Společnost disponuje slévárnou s výrobní kapacitou 14 000 tun a vlastní modelárnou, což ji umožňuje uspokojit požadavky kusové, ale i sériové výroby a pružně reagovat na rozličné požadavky zákazníků. V produktovém portfoliu jsou zastoupeny kompresory, ložata obráběcích strojů, vřeteníky, razníky, oběžné a rozváděcí lopaty, stojany, nosiče lopatek, tělesa ventilů, skříně či oběžná kola. Odlitky vyrábí z šedé, tvárné a ocelové litiny. Výroba odlitků je určená pro potřeby zákazníků z automobilového, strojního, lodního, průmyslu, offshore a energetického průmyslu.

MODELÁRNA

Modelárna vyrábí, opravuje a upravuje dřevěné a kovové modely a modely z pryskyřičných materiálů pro ruční i strojní formování.

ÚMĚLECKÁ LITINA

Výroba a prodej odlitků z šedé a tvárné litiny, bronzu, mosazi a hliníku podle přání a potřeb klienta.

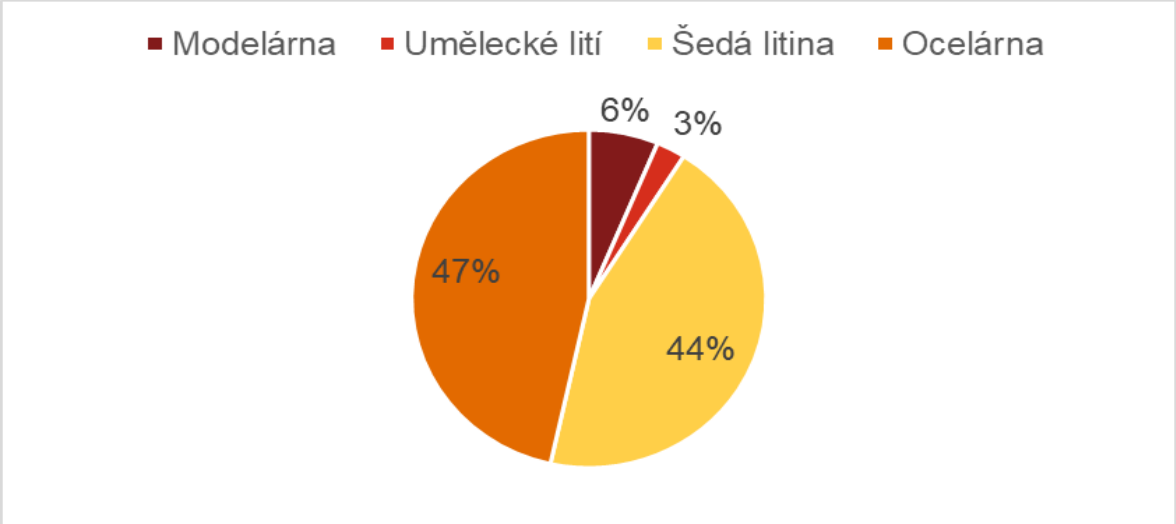
SLÉVÁRNA ŠEDÉ LITINY

Společnost vyrábí odlitky ze šedé litiny jak na klasické dřevěné modelové zařízení, tak i spalitelný polystyrenový model o hrubé hmotnosti do 30 t.

SLÉVÁRNA OCELI

Společnost vyrábí odlitky z tvárné litiny a ocelolitiny jak na klasické dřevěné modelové zařízení, tak i spalitelný pol. model. Odlitky z tvárné litiny jsou vyráběny do 4 t hrubé hmotnosti a odlitky z uhlíkatých i legovaných ocelí do 10 t hrubé hmotnosti.

Graf 2-1: Produktové portfolio



Zdroj: Dataroom

Největší podíl na vnitropodnikových výkonech (viz graf 1) za rok 2016 vykazoval provoz šedé litiny a ocelárny. Ve slévárně oceli se vyrábí díly pro energetické účely a petrochemický průmysl. Provoz šedé litiny se ze dvou třetin věnuje výrobě lisovacích nástrojů pro nářaďovny a kalírny.

Tabulka 2-1: Odlévaný materiál (v tunách)

Odlévaný materiál	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	t	t	t	t	t	t	t	t	t	t	t
Šedá litina	4 578	4 595	4 506	3 662	4 133	4 394	4 844	4 274	4 940	4 538	4 531
Tvárná litina	1 148	1 516	1 276	672	1 167	885	769	862	727	796	722
Ocel	2 340	2 224	2 663	2 193	2 239	1 835	1 496	1 226	1 351	1 203	977
Celkem	**8 066**	**8 335**	**8 445**	**6 527**	**7 539**	**7 114**	**7 109**	**6 362**	**7 018**	**6 537**	**6 230**

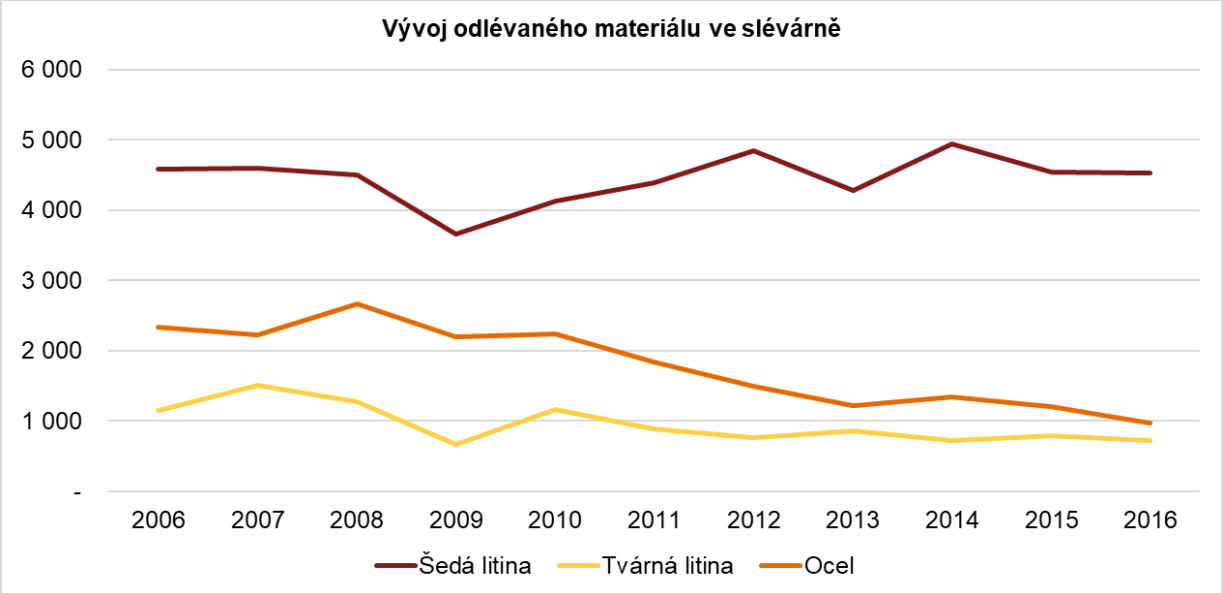
Odlévaný materiál v %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Šedá litina	57%	55%	53%	56%	55%	62%	68%	67%	70%	69%	73%
Tvárná litina	14%	18%	15%	10%	15%	12%	11%	14%	10%	12%	12%
Ocel	29%	27%	32%	34%	30%	26%	21%	19%	19%	18%	16%
Celkem	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

Zdroj: Dataroom

Ve sledovaném období 2013-2016 společnost průměrně vyrobila 6 537 tun odlitků za rok, což je zhruba objem představující 2-3 % z celkové produkce odlitků v České republice.

Podíváme-li se na vývoj používaného materiálu na celkové produkci odlitků, všimneme si, že po hospodářské krizi podíl tvárné a ocelové litiny s každým rokem klesal. Šedá litina naopak po roce 2009 vykazovala rostoucí vývoj a po dalším propadu v roce 2013 sledujeme v posledních dvou letech spíše stagnaci.

Graf 2-2: Vývoj odlévaného materiálu ve slévárně (v tunách)

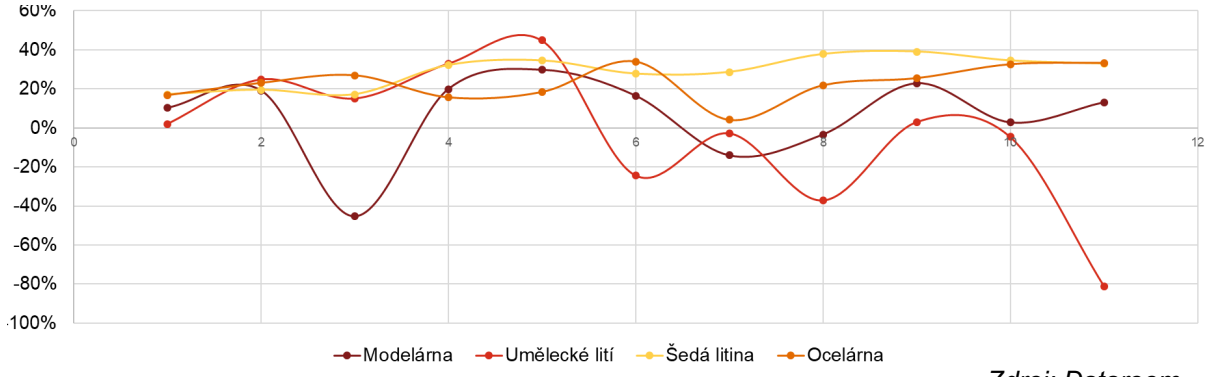


Zdroj: Dataroom

Pro výpočet přidané hodnoty jsme vycházeli z výkonů podle jednotlivých provozů, které jsme ponížily o výkonovou spotřebu vyjma nákladů na odpisy. Výkony jsou vykazovány v kalkulovaných vnitropodnikových cenách a níže zobrazený přehled prezentuje procentuální vyjádření marží po sobě jdoucích měsících za rok 2016, počínaje lednem a konče měsícem listopad.

Co se výkonnosti týče, největší a nejstabilnější marže jsou v provozech šedé litiny a ocelárny. Oba tyto provozy si zachovaly ve sledovaném období roku 2016 kladný výsledek. Naopak u modelárny a uměleckého lití si všímáme velké kolísání hodnot. Nejhůře na tom byl v roce 2016 provoz uměleckého lití, kdy se marže dostala do záporných hodnot celkem šestkrát.

Graf 2-3: Přidaná hodnota dle provozů



Zdroj: Dataroom

V tabulce 2 můžeme sledovat vývoj přidané hodnoty v absolutních hodnotách. Na konci sledovaného období se přidaná hodnota ustálila na 35,71 %, což bylo nejvíce za poslední čtyři roky.

Tabulka 2-2: Vývoj přidané hodnoty

Provozní výkonnost	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Tržby za vlastní výrobky	365 173 659	388 605 229	358 100 261	295 644 790
Tržby z prodeje služeb	9 690 574	8 753 596	7 836 389	7 275 838
Změna stavu nedokončené výroby	(961 370)	4 648 592	(2 018 505)	(9 042 032)
Změna stavu výrobků	(3 515 519)	607 725	(3 103 281)	178 398
Aktivace materiálu a zboží	236 139	71 100	191 308	21 000
Aktivace vnitropodnikových služeb	14 025	-	-	-
Výkony	**370 637 508**	**402 686 242**	**361 006 171**	**294 077 994**
Spotřeba materiálu	(166 409 493)	(165 592 179)	(154 412 217)	(111 070 118)
Spotřeba energií	(49 556 999)	(44 887 221)	(43 106 668)	(30 516 256)
Služby	(55 947 853)	(53 248 277)	(50 071 923)	(47 467 388)
Přidaná hodnota	**98 723 163**	**138 958 564**	**113 415 364**	**105 024 232**
Marže přidané hodnoty	*26,64%*	*34,51%*	*31,42%*	*35,71%*
Osobní náklady	(124 015 163)	(133 155 840)	(129 266 708)	(100 563 607)
Daně a poplatky	(755 982)	(735 399)	(736 725)	(670 965)
Primární EBITDA	**(26 047 982)**	**5 067 325**	**(16 588 070)**	**3 789 660**
Marže primární EBITDA	*-7,03%*	*1,26%*	*-4,59%*	*1,29%*
Ostatní provozní výnosy/(náklady)	3 741 818	7 653 776	(12 542 732)	5 799 485
Provozní EBITDA	**(22 306 164)**	**12 721 102**	**(29 130 801)**	**9 589 145**
Marže provozní EBITDA	*-6,02%*	*3,16%*	*-8,07%*	*3,26%*

Zdroj: Dataroom

2.3 Zákazníci

Z analýzy portfolia odběratelů, které je poměrně stabilní, nám nevychází, že by našemu subjektu hrozilo vysoké riziko z hlediska vyjednávací síly odběratelů. Ernst Leopold sice nemá na trhu výrazný podíl, zároveň zde ale nehrozí ani situace monopsonu. V obou letech pět největších zákazníku tvoří okolo 30 % tržeb. Mezi ty stabilnější patří PILSEN TOOLS, KOVOVÝROBA HOFFMANN a Siemens.

Tabulka 2-3: Analýza odběratelů

Odběratelé	2016 (v tis. Kč)	Podíl
PILSEN TOOLS, s.r.o.	21 583	7%
TSS, spol. s r.o.	20 138	6%
KOVOVÝROBA HOFFMANN, s.r.o.	16 469	5%
ŠVEC a SPOL, s.r.o.	15 468	5%
Siemens, s.r.o.	12 939	4%
Celkem TOP 5	**86 596**	**27%**
	2015 (v tis. Kč)	**Podíl**
Siemens, s.r.o.	26 416	7%
KOVOVÝROBA HOFFMANN, s.r.o.	23 576	7%
Ganz Engineering és Energetikai Gépgyárto Ki	22 389	6%
BM - Bohemiamodell, s.r.o.	20 645	6%
PILSEN TOOLS, s.r.o.	18 325	5%
Celkem TOP 5	**111 350**	**31%**

Zdroj: Dataroom

PILSEN TOOLS je společnost, která má v oblasti energetiky, automobilového průmyslu a velkoobchodů se speciálním nářadím zkušenosti na českém trhu 20 let. I přes problémy v personální oblasti, kde se potýká s nedostatkem dělnických odborných profesí, dosáhla v roce 2016 zisku 343 tis. Kč při obratu 176 898 tis Kč. KOVOVÝROBA HOFFMANN je rodinná

firma, které funguje od roku 1996 a zabývá se výrobou lisovacích – tvářecích nástrojů pro automobilový průmysl. Společnost Siemens působí v oblastech průmyslu, energetiky, či zdravotnictví. Vlastní výrobní závody na parní turbíny, elektromotory či generátory. Počtem 9 tis. zaměstnanců patří mezi největší zaměstnavatele v republice.

2.4 Dodavatelé

Co se zdrojů týče, Ernst Leopold obchoduje s vícero smluvními stranami. Největším nákladem za období leden – listopad byly energie a to ve výši 28 781 tis. Kč. ASK Chemical Czech, který poskytuje pojivové systémy, nátěry či aditiva díky kterým jsou odlitky odolnější proti vzniku vad, si v roce 2016 vyfakturoval druhou nejvyšší částku. Třetím největším dodavatel byla společnost Z-MODEL, která poskytuje výrobu forem, dodávky odlitků a slévárenských materiálů. Zbylí partneři dodávají například metalurgické suroviny, zpracovaný kovový odpad, chemické směsi či formy na odlitky.

Tabulka 2-4: Analýza dodavatelů

Dodavatelé	XI. 2016	Podíl
Pražská energetika, a.s.	28 781	24%
ASK Chemical Czech s.r.o.	10 420	9%
Z-MODEL, spol. s.r.o.	8 957	7%
TROJEK a.s.	7 572	6%
MAT BOHEMIAN CZ s.r.o.	6 983	6%
TSS, spol. s r.o.	5 758	5%
Steelberry, s.r.o.	5 334	4%
PROMET CZECH s.r.o.	4 895	4%
Alrema spol. s r.o.	4 550	4%
Ferrus Group Sp. Z o.o. sp.k.	4 409	4%
Celkem	**87 659**	**44%**

Zdroj: Dataroom

2.5 Zaměstnanci

V první části tabulky sledujeme vývoj počtu zaměstnanců v posledních pěti letech. Po roce 2013 sledujeme výraznější pokles zaměstnanců v porovnání s předchozími roky. Můžeme spekulovat, zda šlo o implementaci nových politik nebo o nevyhnutelné snižování stavů s ohledem na události v roce 2013, které byly popsány v úvodu.

V druhé části tabulky jsme se zaměřili na ukazatele produktivity práce a průměrnou mzdu, která se stabilizovala na 23 tis. Kč na jednoho zaměstnance. Produktivitu práce jsme vypočítali jako vztah výkonů k počtu zaměstnanců. I když vidíme po roce 2013 růst produktivity, nemusí to nutně znamenat, že k tomu přispívá vyšší pracovní kvalifikace, zručnost dělníků nebo inovativnější postupy výroby. Ovlivňujícím faktorem mohlo být naplnění výrobních kapacit a příjem nových zakázek.

Tabulka 2-5: Analýza zaměstnanců

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
Průměrný počet pracovníků	432	417	417	362	350
z toho dělnické profese	337	325	325	278	-
z toho TH	95	92	92	84	-
Výkony (v tis. Kč)	417 752	402 080	371 134	402 686	361 006
Produktivita práce (v tis. Kč)	967	964	890	1 112	1 031
Mzdové náklady (v tis. Kč)	105 798	98 276	92 696	99 369	94 884
Průměrná mzda (v tis. Kč)	20	20	19	23	23

Zdroj: Dataroom

2.6 Marketing a jeho náročnost

Vzhledem k povaze produktů, odběrateli společnosti Ernst Leopold nejsou koncoví spotřebitelé, ale jiné firmy, často rovněž výrobci, kteří výrobky EL používají ke kompletaci jejich vlastních produktů. Společnost se tak z hlediska marketingu pohybuje na B2B trhu a 66 % jejích tržeb realizuje na 12 % zákazníků. Při nákupu, na rozdíl od B2C trhu v zákazníkově rozhodovacím procesu, hrají emoce téměř zanedbatelnou roli a Ernst Leopold se tak v rámci své marketingové snahy musí soustředit především na logickou podstatu a funkční atributy jeho produktů jako jsou například návratnost investice pro kupujícího, včasnost odbavení zakázek, kompatibilita a podobně.

Aby společnost mohla své výrobky efektivně prodávat, musí napřed rozumět svým klientům – společnostem (kteří jsou často zastoupeni manažery či přímo jejich vlastníky). Musí rozumět oborům, v nichž její zákazníci operují, do jaké fáze jejich činnosti její produkty vstupují, co je pro ně důležité a také v neposlední řadě musí rozumět tomu, jakou roli hrají lidé, které tyto společnosti zastupují. Marketingové aktivity jsou o to komplexnější vzhledem k tomu, že se osoby, s kterými EL přichází v rámci obchodních jednání do styku, většinou nerozhodují samy. Konkrétně Ernst Leopold získává nové zákazníky a udržuje vztah s těmi stávajícími pomocí vlastních aktivit prostřednictvím obchodního oddělení. Společnost ke každému zákazníkovi přistupuje individuálně – to znamená, že si svůj vynaložený čas a prostředky pro péči o zákazníky musí pečlivě usměrňovat a efektivně priorizovat progresivní klienty.

2.7 Trh a konkurence

Se svojí činností se společnost Ernst Leopold dle CZ-NACE pohybuje v devatenácti odvětvích naráz. Jako hlavní obor činnosti společnosti se považuje “Slévárenství” (245), které bude představovat relevantní odvětví pro následující strategickou analýzu společnosti. Vedle slévárenství se mj. také věnuje například **“**Výrobě ostatních kovodělných výrobků j. n.” (2599), “Povrchové úpravě a zušlechťování kovů” (2561) a “Obrábění” (2562).

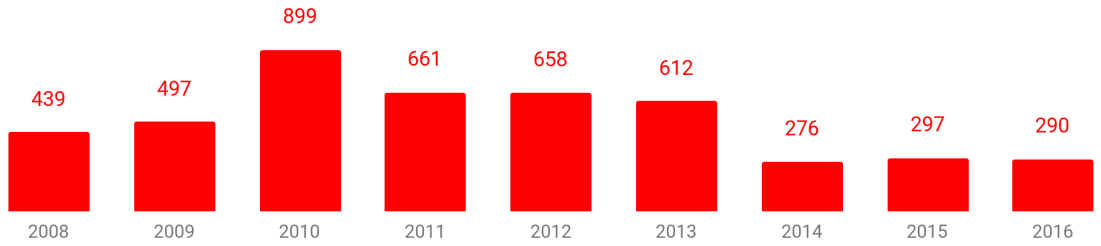
Tabulka 2-6: Celkové tržby v odvětví

Rok	2014	2015	2016
Celkové tržby	185 977 855 tis. Kč	194 475 130 tis. Kč	196 043 774 tis. Kč

Zdroj: Databáze Albertina

Z tabulky můžeme vidět, že celková velikost trhu ve slévárenství je 196 miliard Kč. Do roku 2016 lze pozorovat postupně zpomalující se růst trhu a lze se tak domnívat, že je trh nasycený.

Graf 2-4: Počet podniků v odvětví



Zdroj: Dataroom

Počet podniků rostl až do roku 2010 do výše 899 - poté začal prudce klesat. Nejdříve odvětví opustilo okolo 240 subjektů a po roce 2013 dalších 326. V posledních třech letech jejich počet kolísá na necelé třetině počtu v roce 2010. To potvrzuje naší domněnku, že se odvětví nachází ve fázi nasycení. Klesající počet podniků lze také zřejmě přičíst převaze nabídky nad poptávkou, vysoká míra konkurence a z toho vyplývající nízká ziskovost, kvůli které podstatná část firem začala odvětví opouštět. Kvůli nasycenému trhu a zvýšenému konkurenčnímu tlaku ze strany velkých hráčů lze do budoucna očekávat zvýšenou míru horizontální i vertikální integrace, kdy se budou nedominantní hráči snažit konsolidovat své síly. Počet firem v odvětví by se tak měl postupně stabilizovat.

Tabulka 2-7: TOP 10 firem a srovnání s Ernst Leopold

Pořadí	Společnost	Tržby v tis. Kč	Podíl
1	**Třinecké Železárny, a. s.**	36 921 486	19 %
2	**ArcelorMittal Ostrava, a.s.**	30 637 383	15,8 %
3	**Witte Nejdek, s.r.o.**	8 958 059	4,6 %
4	**Vítkovice Steel, a. s.**	7 320 327	3,8 %
5	**Bonatrans Group, a.s.**	6 267 176	3,2 %
6	**Constellium Extrusions Děčín, s.r.o.**	5 549 803	2,9 %
7	**AL Invest Břidličná, a.s.**	4 444 315	2,3 %
8	**Brano, a.s.**	3 924 446	2,0 %
9	**Vítkovice Heavy Machinery, a.s.**	3 787 980	1,9 %
70	**Ernst Leopold, s.r.o.**	**365 937**	**0,2 %**

Zdroj: Databáze Albertina

CR4 odvětví je 43,1 % což znamená, že čtyři největší hráči realizují téměř polovinu veškerých tržeb v odvětví. Jedná se tedy o středně oligopolní odvětví s několika dominantními společnostmi. Ernst Leopold je z hlediska tržního podílu 70. firma s podílem 0,2 %. Jako největší hrozbu z hlediska konkurence lze považovat současnou konkurenci, která svým

působením snižuje ziskovost podnikání ve zkoumaném odvětví. Díky tomu, že v posledních letech ale odvětví opustilo přes dvě třetiny původního množství konkurentů, otevírá se příležitost společnostem obsadit tržní podíl zachycením neobsloužených zákazníků a přebíráním tržního podílu od nižšího počtu hráčů. Potenciální konkurence má ve slévárenství prakticky minimální vliv vzhledem k tomu, že je trh nasycený a existují relativně vysoké vstupní bariéry do odvětví. Dominantní společnosti v tomto odvětví realizují extenzivní úspory z rozsahu, činnost v odvětví předpokládá pořízení drahých a specializovaných aktiv a kvalifikovaná pracovní síla je v odvětví nedostatková.

Tabulka 2-8: Srovnání s odvětvím

Ukazatel	CZ-NACE 24.5	Ernst Leopold
ROS	114,0 %	**-11,51 %**
Průměrná celková zadluženost	72,4 %	**107,2 %**
Běžná likvidita	3,51	**0,39**
Pohotová likvidita	2,77	**0,23**
Okamžitá likvidita	1,16	**0,02**
Doba obratu aktiv	562 dní	**184 dní**
Doba obratu zásob	70 dní	**31 dní**
Měsíční produktivita práce	197 700 Kč	**81 000 Kč**

Zdroj: Damodaran, A.

Vzhledem k aktuálnímu stavu společnosti Ernst Leopold není překvapením, že při srovnání s odvětvím vykazuje rizikových úrovní ukazatelů rentability, zadluženosti i likvidity. Co je však překvapivé, že společnost má na svojí majetkovou základnu relativně efektivní odbyt a systém řízení stavu zásob. Z hlediska produktivity práce je na tom společnost vůči odvětví poměrně slabě, měla by tak začít co nejdříve zahájit provozní restrukturalizaci, optimalizovat tak využití svých zdrojů či investovat do modernizace techniky ke zvýšení produktivity práce na zaměstnance.

2.8 Makrookolí

Graf 2-5: Ekonomické faktory

Zdroj: ČSÚ (2019); Kurzy.cz, spol. s r.o. & AliaWeb, spol. s r.o. (2019)

Z grafu vyznačujícího vývoj **hrubého domácího produktu** v České republice lze pozorovat rapidní růst od roku 1999 až do období světové ekonomické krize, jejíž důsledky česká ekonomika pocítila v roce 2008. Těsně po krizi se pak naše země v rámci ekonomického cyklu dostala ještě do fáze vlastní recese a ČR tak prožila hned dvě krize těsně za sebou. Český HDP se z obou zásahů začal pořádně zotavovat až po roce 2014, odkdy neustále roste vysokým tempem. Lze však předpokládat že se ekonomický růst v následujících několika letech značně zpomalí, což může pro přesycená odvětví znamenat podstatné riziko.

Od roku 1998 **česká koruna** neustále posiluje vůči společné měně Evropské unie, vyjma dočasných výkyvů, například v období české ekonomické recese po světové krizi. Posilování Koruny vůči euru se však v roce 2011 zastavilo a naše měna začala naopak oslabovat. V roce 2014 totiž Česká národní banka zahájila měnovou intervenci. Ta do konce sledovaného období (2016) stále trvá a kurz české koruny se tak dlouhodobě pohybuje na úrovni 27 Kč za jedno euro. V případě ukončení intervencí lze očekávat posílení české koruny vůči zahraničním měnám. To by pro společnost představovalo riziko z hlediska snížení prodeje zahraničním zákazníkům. Na druhou stranu však může při posílení koruny společnost levněji nakupovat zahraniční suroviny a techniku.

Od roku 2012 se **úrokové sazby** ČNB pohybují na historickém minimu. 2W repo sazba a diskontní sazba jsou téměř nulové (0,05 %) a lombardní sazba se pohybuje ve výši 0,25 %. Jedná se tak o hlavní sazby, které sice nepřímo, ale ve značné míře, ovlivňují ceny půjček. Důvodem takto nízkých sazeb je zejména podnícení procesu regenerace ekonomiky po hospodářské krizi a zahájení hospodářského růstu a zvýšení investic. Jelikož jsou sazby téměř nulové a česká ekonomika již prosperuje, lze v blízkých letech očekávat jejich postupné zvýšení. Dle prognóz dvacítky bankovních institucí může například dvoutýdenní repo sazba dosahovat úrovně 1,79 % v roce 2020 (Bloomberg Terminal, 2018). Tento faktor má na firmy jako je Ernst Leopold podstatný vliv, zejména kvůli vysokému podílu cizího kapitálu, který kryje majetek firmy. Zvýšení sazeb by pro EL znamenalo zvýšení nákladů na cizí kapitál a vice versa.

Česká republika je v posledních letech také středem pozornosti v hospodářských publikacích poté, co dlouhodobě dosahuje jedné z nejnižších **mír nezaměstnanosti** v Evropské unii. Na podzim 2016 míra nezaměstnanosti České republiky činí 3,7 % (Eurostat, 2019). Pokud se bude nezaměstnanost nadále snižovat, bude pro EL obtížnější sehnat nové pracovníky. Zaměstnávání vhodné pracovní síly za dlouhodobě nízké nezaměstnanosti také znamená rostoucí mzdy, které musí společnost vyplácet.

2.9 Ostatní faktory: Technologické a politické

Pokroky v oblasti technologií znamenají neustále se snižující **pořizovací ceny** techniky, softwaru a mimo jiné také zvýšení efektivity výroby a prodeje. Kromě toho také začínají být moderní technologie čím dál více nápomocnější i v odvětvích, ve kterých byly historicky spíše méně využívané.

Díky zvyšujícím se výkonům výpočetní techniky, jejich čím dál nižší ceně a všudypřítomnosti počítačů se v poslední době v rozsáhlé míře zavádí **automatizace a robotizace** nákupu, výroby a prodeje. Snižují se personální náklady, zvyšuje se rychlost výroby a zároveň se

snižuje míra chybovosti. Digitalizace pak pro Ernst Leopold znamená efektivnější řízení podniku.

Členství České republiky v Evropském hospodářském prostoru (EEA) znamená svobodný pohyb zboží, služeb, osob a kapitálu. Kromě **EEA** a **Evropské unie** je Česká republika také členem **Visegrádské čtyřky**, která prohlubuje vzájemnou ekonomickou spolupráci mezi Českou republikou, Slovenskem, Polskem a Maďarskem. To vše představuje pro společnost Ernst Leopold obrovskou příležitost např. v případě exportu jejích výrobků či nákupu surovin a služeb ze zahraničí.

2.10 Závěry z obchodní a provozní Due Diligence

Mezi hlavní hrozby lze považovat nasycenost odvětví CZ-NACE 24.5 Slévárenství a její konkurenční prostředí z hlediska silné současné konkurence. Z pohledu makrookolí pak lze najít nejvíce hrozeb mezi ekonomickými faktory. Očekávané zpomalení růstu HDP bude mít vliv například na celkovou velikost odvětví, ve kterém se EL pohybuje, a cenovou senzitivitu zákazníků. Pokud dojde k ukončení intervencí ze strany ČNB lze očekávat posílení české koruny, kvůli čemuž mohou být produkty EL dražší pro zahraniční klienty a případné zvýšení úrokových sazeb může pro společnost znamenat zvýšené náklady na cizí kapitál. Klesající nezaměstnanost pro společnost znamená zvyšující se mzdy a také o to těžší proces vyhledávání vhodné kvalifikované pracovní síly do jejích řad. V případě technologických faktorů se pak jedná především o příležitosti spojené s vývojem moderních technologií a metod.

Z analýzy zákazníků, kde 5 největších odběratelů tvoří okolo 30 % tržeb, nám výrazné riziko nevyplynulo. Stejně tak ani z analýzy dodavatelů. Co je však na další diskuzi s investorem, je využití výrobních kapacit, které se za posledních 10 let využilo nejvýše na 60 %.

3 Finanční Due Diligence

Finanční Due Diligence byla provedena k datu 31. 11. 2016 a opírá se o dostupné výkazy poskytnuté společností. V rámci reorganizace je uvažováno následující:

- Restrukturalizace závazků, kdy je část odpuštěna;
- Financování uspokojení věřitelů z externích zdrojů, které budou společnosti poskytnuty, avšak nebudou mít vliv na cash flow, ani zisk.

3.1 Identifikace ekonomického stavu společnosti

V této kapitole je provedena analýza ekonomického stavu společnosti jak z pohledu výkazu zisku a ztráty, tak z pohledu rozvahy. Jednotlivé položky výkazů jsou následně hlouběji analyzovány. Je uvažováno období od roku 2013 do listopadu 2016, přičemž některé položky jsou upraveny o tzv. předinsolvenční závazky.

3.1.1 Výkaz zisku a ztráty

Tabulka 3-1: Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Tržby za vlastní výrobky	365 173 659	388 605 229	358 100 261	295 644 790
Tržby z prodeje služeb	9 690 574	8 753 596	7 836 389	7 275 838
Tržby celkem	**374 864 233**	**397 358 825**	**365 936 650**	**302 920 628**
Spotřeba materiálu	(166 409 493)	(165 592 179)	(154 412 217)	(111 070 118)
Spotřeba energií	(49 556 999)	(44 887 221)	(43 106 668)	(30 516 256)
Služby	(55 947 853)	(53 248 277)	(50 071 923)	(47 467 388)
Osobní náklady	(124 015 163)	(133 155 840)	(129 266 708)	(100 563 607)
Ostatní provozní výnosy/(náklady)	2 985 836	6 918 377	(13 279 457)	5 128 520
Změna stavu nedokončené výroby	(961 370)	4 648 592	(2 018 505)	(9 042 032)
Změna stavu výrobků	(3 515 519)	607 725	(3 103 281)	178 398
EBITDA	**(22 556 328)**	**12 650 002**	**(29 322 109)**	**9 568 145**
% z tržeb	*-6,02%*	*3,18%*	*-8,01%*	*3,16%*
Aktivace DLHM	496 230	-	-	1 727 352
Aktivace materiálu a zboží	236 139	71 100	191 308	21 000
Aktivace vnitropodnikových služeb	14 025	-	-	-
Odpisy majetku	(8 579 880)	(9 265 101)	(9 146 661)	(74 295 340)
Finanční výnosy/(náklady)	(3 304 856)	(4 720 910)	(3 829 630)	(3 757 064)
Čistý zisk/(ztráta)	**(33 694 671)**	**(1 264 909)**	**(42 107 092)**	**(66 735 907)**
% z tržeb	*-8,99%*	*-0,32%*	*-11,51%*	*-22,03%*

Zdroj: Obratové předvahy

Hned na úvod máme k dispozici náhled na zjednodušený VZZ. Jak výnosy, tak i náklady a jejich jednotlivé položky jsou analyzovány níže, zaměříme se tedy na komplexní pohled, vztah mezi nimi a na zisk společnosti v průběhu let.

Co se EBITDA týče, v průběhu analyzovaných let klesající trend narušuje zejména rok 2014, kdy rostou hlavně výnosy, což se odrazilo i na výsledku. Čistý zisk se v daném roce pohybuje těsně pod nulou. Pokles tržeb a také relativně vysoké osobní náklady se podepsaly na vysoké záporné EBITDA v roce 2015, po započtení odpisů a finančních nákladu je čistá ztráta ještě vyšší. V roce 2016 se podařilo optimalizovat nákladovou stranu, a i v případě stále klesajících tržeb dosáhnout kladnou EBITDA. Čistý VH ovlivňují vysoké nedaňové odpisy, více v podkapitolách níže.

3.1.1.1 Výnosy

Tabulka 3-2: Analýza výnosů

Výnosy	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Tržby za výrobky a služby	**374 864 233**	**397 358 825**	**365 936 650**	**302 920 628**
Tržby za vlastní výrobky	365 173 659	388 605 229	358 100 261	295 644 790
Tržby z prodeje služeb	9 690 574	8 753 596	7 836 389	7 275 838
Ostatní provozní výnosy	**113 302 498**	**131 566 555**	**116 215 715**	**7 673 824**
Tržby z prodeje DLM	42 662	5 160 331	658 256	1 321 595
Tržby z prodeje materiálu	1 820 559	2 432 122	1 513 117	94 505
Výnosy z odepsaných pohledávek	100 084 784	115 532 641	106 756 811	(1 678 415)
Ostatní provozní výnosy	11 354 493	8 441 461	7 287 531	7 936 138
Finanční výnosy	**3 509 059**	**809 663**	**1 449 315**	**301 218**
Úroky	912	1 645	5 644	788
Kursové zisky	3 508 147	808 018	1 443 671	300 430
Mimořádné výnosy	**(3 730 495)**	**5 327 417**	**(4 930 479)**	**6 454 812**
Změna stavu nedokončené výroby	(961 370)	4 648 592	(2 018 505)	4 070 970
Změna stavu výrobků	(3 515 519)	607 725	(3 103 281)	2 362 842
Aktivace materiálu a zboží	236 139	71 100	191 308	21 000
Aktivace vnitropodnikových služeb	14 025	-	-	-
Aktivace DLHM	496 230	-	-	-
Celkové výnosy	**487 945 296**	**535 062 459**	**478 671 202**	**317 350 482**

Zdroj: Obratové předvahy

Největší položkou výnosů jsou tržby za vlastní výrobky (365 174 tisíc Kč), tedy výnosy z hlavní podnikatelské činnosti. Tržby z prodeje služeb jsou zcela marginální. Je ovšem nutné brát v potaz, že výnosy jsou značně nadhodnoceny položkou Výnosy z odepsaných pohledávek (100 085 tisíc Kč), která představuje factoringové financování pohledávek. Tržby za vlastní výrobky a odepsané pohledávek a z nich plynoucí výnosy a náklady jsou analyzovány níže. Celkově mají výnosy klesající tendenci, což je nejspíše zapříčiněno úpadkem společnosti.

Tabulka 3-3: Analýzy tržeb za vlastní výrobky

Tržby za vlastní výrobky	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Tržby za vlastní výrobky - tuzemsko celkem	**261 060 552**	**258 785 940**	**253 879 175**	**234 976 872**
Tržby za vlastní výrobky - tuzemsko	264 191 722	260 079 834	255 262 881	237 095 875
Tržby za zmetky - tuzemsko	(3 131 171)	(1 293 894)	(1 383 706)	(2 119 003)
Tržby za vlastní výrobky - vývoz celkem	**104 107 194**	**129 813 105**	**104 218 494**	**60 667 111**
Tržby za vlastní výrobky - vývoz	107 820 824	130 991 087	105 567 770	61 148 874
Tržba za zmetky - vývoz	(3 713 630)	(1 177 982)	(1 349 276)	(481 763)
Tržby za drobný prodej	**5 913**	**6 184**	**2 593**	**807**
Celkové tržby za vlastní výrobky	**365 173 659**	**388 605 229**	**358 100 261**	**295 644 790**

Zdroj: Obratové předvahy

Hlavní položku tržeb za vlastní výrobky tvoří tržby v tuzemsku, které tvoří 65,9 % celkových tržeb za vlastní výrobky. Samotné tržby je nutné očistit o hodnotu zmetků, ty však nepřekračují 1 % z tržeb ani v případě tuzemska, ani v případě zahraničí. Neskrývá se zde tedy riziko vysoké zmetkovosti.

3.1.1.2 Náklady

Tabulka 3-4: Analýza nákladů

Náklady	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Spotřebované nákupy	**215 966 492**	**210 479 400**	**197 518 885**	**141 586 374**
Spotřeba materiálu	166 409 493	165 592 179	154 412 217	111 070 118
Spotřeba energií	49 556 999	44 887 221	43 106 668	30 516 256
Služby	**55 947 853**	**53 248 277**	**50 071 923**	**47 467 388**
Opravy a udržování	3 083 312	2 620 802	2 494 376	3 232 299
Cestovné	176 419	258 666	93 412	777 739
Náklady na reprezentaci	64 408	183 362	20 066	675 815
Ostatní služby	52 623 715	50 185 447	47 464 068	42 781 536
Osobní náklady	**124 015 163**	**133 155 840**	**129 266 708**	**100 563 607**
Mzdové náklady	92 695 758	99 368 950	94 883 699	74 166 049
Odměny členům orgánů	-	-	-	100 000
Zákonné sociální pojištění	29 703 625	32 139 359	31 345 039	25 118 939
Zákonné sociální náklady	1 615 780	1 647 531	1 572 259	1 178 620
Ostatní sociální náklady	-	-	1 465 711	-
Daně a poplatky	**755 982**	**735 399**	**736 725**	**670 965**
Daň silniční	84 639	85 428	78 272	85 738
Daň z nemovitostí	420 238	420 238	420 238	385 220
Ostatní daně a poplatky	251 105	229 733	238 215	200 007
Jiné provozní náklady	**109 474 706**	**122 318 737**	**120 574 919**	**14 262 530**
Zůstatková cena prodaného DLHM a DLNHM	79 972	1 579 858	198	992 071
Prodaný materiál	661 093	852 940	586 673	29 773
Dary	20 000	7 000	20 000	20 000
Smluvní pokuty a úroky z prodlení	5 610 138	1 937 465	3 129 368	246 021
Ostatní pokuty a penále	991 511	36 827	7 588 209	526 440
Odpisy pohledávek	100 118 782	116 017 845	107 385 215	10 811 773
Ostatní provozní náklady	1 913 209	1 886 803	1 865 255	1 636 452
Manka a škody z provozní činnosti	80 000	-	-	-
Odpisy majetku	**8 579 880**	**9 265 101**	**9 146 661**	**74 295 340**
Finanční náklady	**6 899 890**	**7 124 614**	**13 462 473**	**(8 329 909)**
Tvorba a zúčtování zákonných opravých položek v provozní činnosti	85 975	1 594 041	(67 818)	(4 260 216)
Tvorba a zúčtování opravých položek v provozní činnosti	-	-	8 251 346	(8 127 974)
Úroky	2 559 790	3 210 160	2 923 513	3 338 234
Kurzové ztráty	3 469 919	1 767 760	1 849 471	568 231
Ostatní finanční náklady	784 206	552 653	505 960	151 817
Mimořádné náklady	**-**	**-**	**-**	**13 570 093**
Změna stavu nedokončené výroby	-	-	-	13 113 002
Změna stavu výrobků	-	-	-	2 184 444
Aktivace DLHM	-	-	-	(1 727 352)
Náklady celkem	**521 639 967**	**536 327 368**	**520 778 293**	**384 086 389**

Zdroj: Obratové předvahy

Náklady mají stejně jako výnosy klesající tendenci, což je dále zhodnoceno na konci této podkapitoly.

Hlavní položkou nákladů jsou spotřebované nákupy, především spotřeba materiálu (28,92 % v roce 2016). Hlavní položkou spotřeby materiálu je pak nákup železa a jeho slitin, které tvoří 26 % celkové spotřeby materiálu.

Spotřeba energií je v porovnání se spotřebou materiálu marginální, avšak nikoliv zanedbatelná. Hlavní položkou spotřeby energií e elektrická energie (55 %) a zemní plyn (25 %).

Významnou položkou jsou také osobní náklady, především mzdové náklady. Ty jsou sice vysoké, avšak s ohledem na charakteristiku potenciálního investora je zde prostor pro efektivnější využití těchto nákladů.

Zanedbatelné nejsou ani odpisy majetku, které v roce 2016 představovaly 19,34 % z celkový nákladů. V roce 2016 se však tato položka značně zvýšila oproti letem předchozím, kdy tvořila marginální položku. To bylo způsobeno především značným a náhlým navýšením nedaňových odpisů. Ty souvisejí především s odpisem ocenitelných práv na značkách, která měla v datu vyhlášení insolvence hodnotu 67 649 000 Kč, jak je patrné z Tabulka 6.

Tabulka 3-5: Analýza odpisu majetku

Odpisy majetku - detail	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Odpisy nehmot. inv. majetku	12 405	67 180	85 884	66 317
Odpisy ocenitelných práv	952 620	1 541 941	1 919 352	1 599 460
Odpisy hmot. inv. majetku	4 278 803	4 358 751	3 960 699	2 906 563
Odpisy nedaňové	-	-	-	66 183 852
Zůstatková cena likvid. IM	-	182 988	-	-
Odpisy DHIM	688 696	468 228	538 746	1 117 333
Odpisy movit.majetku-budovy a haly	2 647 356	2 646 012	2 641 980	2 421 815
Odpisy majetku celkem	**8 579 880**	**9 265 101**	**9 146 661**	**74 295 340**

Zdroj: Obratové předvahy

Jak již bylo zmíněno, factoring (financování pohledávek) tvoří podstatnou část ostatních provozních výnosů i nákladů (v oblasti nákladů se jedná o odpisy postoupených pohledávek). Nadhodnocuje náklady, výnosy i čistý obrat. Rozdíl výnosů a nákladů plynoucích z postoupených pohledávek představuje ekonomicky finanční náklady na financování pohledávek. Detail odpisů pohledávek a z nich plynoucích výnosů a nákladů je uveden v Tabulka 7.

Tabulka 3-6: Analýza odpisu pohledávek a postoupených pohledávek

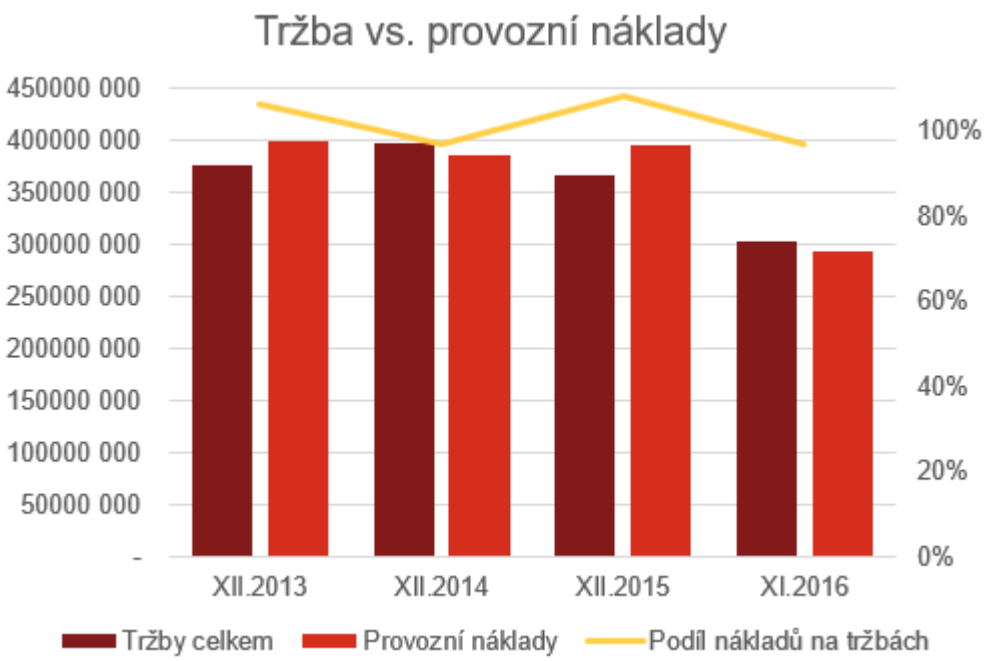
Odpisy pohledávek - detail	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Odpis postoupených pohledávek	100 084 784	116 017 845	107 052 190	(1 690 240)
Odpis pohledávek	33 998	-	-	4 260 216
Odpis pohledávek - nedaňové	-	-	333 025	8 241 796
Odpisy pohledávek celkem	**100 118 782**	**116 017 845**	**107 385 215**	**10 811 773**

Postoupené pohledávky - výnosy a náklady	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Odpis postoupených pohledávek	100 084 784	116 017 845	107 052 190	(1 690 240)
Výnosy z postoupenýchpohledávek	(100 084 784)	(115 532 641)	(106 756 811)	1 678 415
Rozdíl výnosů a nákladů z postoupených pohledávek	**0**	**485 204**	**295 380**	**(11 826)**

Zdroj: Obratové předvahy

Jak již bylo zmíněno, mají výnosy i náklady klesající tendenci. S tím souvisí také vývoj tržeb a provozních nákladů. Podíl provozních nákladů na tržbách je relativně stabilní (výkyvy max. okolo 10 %). V roce 2016 tedy sice klesly tržby, avšak ekvivalentně k tomu klesaly i provozní náklady, jak je patrné z Graf 3. Není tedy pravděpodobné, že by se zde skrývalo nějaké významné riziko, kdy se např. vedení firmy snažilo něco maskovat, a buď nadhodnocovalo tržby či podhodnocovalo náklady.

Graf 3-1: Podíl nákladů na tržbách



Zdroj: Vlastní zpracování

3.1.1.3 Rozvaha

Pro účel větší přehlednosti není rozvaha uváděna ve standardní podobě, ale v rozčlenění na čistý dluh a čistý pracovní kapitál. Konkrétní položky rozvahy jsou poté detailněji analyzovány.

Tabulka 3-7: Rozvaha

Rozvaha	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016	XI.2016 (upravené)
Dlouhodobý nehmotný majetek	18 041 030	70 228 209	68 222 973	396 334	396 334
Dlouhodobý hmotný majetek	82 176 585	80 025 566	74 846 501	71 691 546	71 691 546
Oceňovací rozdíl	(45 546 383)	(38 627 963)	(31 709 543)	(25 367 658)	(25 367 658)
Dlouhodobý majetek celkem	**54 671 231**	**111 625 811**	**111 359 930**	**46 720 222**	**46 720 222**
Zásoby	34 175 715	43 288 467	31 670 699	25 683 623	25 683 623
Pohledávky z obchodních vztahů	57 828 372	63 837 933	36 281 998	70 295 180	70 295 180
Pohledávky za zaměstnanci	(202 197)	(502 896)	0	92 164	92 164
Krátkodobé poskytnuté zálohy	25 478	687 325	3 739 577	2 665 252	2 665 252
Dohadné účty aktivní	(0)	300 000	0	-	-
Jiné pohledávky	1 668 549	1 623 419	204 708	200 543	200 543
Závazky z obchodních vztahů	(99 168 436)	(118 787 545)	(104 290 494)	(111 302 670)	(13 004 951)
Závazky vůči zaměstnancům	(5 539 756)	(5 904 644)	(5 626 011)	(5 131 219)	(5 131 219)
Zúčtování s institucemi sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	(14 282 238)	(12 095 347)	(21 537 498)	(17 837 199)	-
Ostatní závazky ke společníkům a členům družstva	-	-	(1 316 201)	(1 316 201)	(201)
Přijaté provozní zálohy	-	(0)	(315 216)	(331 127)	(16 127)
Dohadné účty pasivní	(53 071)	(0)	(3 119 774)	(4 459 242)	(4 459 242)
Jiné závazky	(1 266 267)	(1 454 189)	(1 614 292)	(1 798 498)	(1 798 498)
Čistý pracovní kapitál	**(26 813 852)**	**(29 007 476)**	**(65 922 502)**	**(43 239 394)**	**74 526 524**
Krátodobý finanční majetek	2 459 302	130 196	3 024 855	9 899 514	9 899 514
Bankovní úvěry krátkodobé	(46 098 998)	(44 481 339)	(41 260 473)	(0)	(0)
Krátodobé finanční výpomoci	-	-	-	(44 204 026)	(44 204 026)
Bankovní úvěry dlouhodobé	(381 347)	(4 911 727)	(3 227 077)	(2 982 308)	(2 982 308)
Dlouhodobé závazky	-	-	(5 000 000)	(35 000 000)	(35 000 000)
Stát - daňové závazky a dotace	(8 791 903)	(5 573 550)	(12 717 558)	(12 168 884)	(392 884)
Čistý dluh	**(52 812 946)**	**(54 836 420)**	**(59 180 252)**	**(84 455 704)**	**(72 679 704)**
Výdaje příštích období	(27 866)	(22 507)	(179 254)	0	0
Náklady příštích období	1 036 447	656 518	543 942	860 833	860 833
Příjmy příštích období	312 850	313 030	-	-	-
Čistá aktiva	**(23 634 135)**	**28 728 956**	**(13 378 136)**	**(80 114 043)**	**49 427 875**
Základní kapitál	7 718 000	75 388 000	75 388 000	75 388 000	75 388 000
Kapitálové fondy	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000	4 200 000
Změna základního kapitálu	14 042 000	-	-	-	-
Zákonný rezervní fond	1 019 626	1 019 626	1 019 626	1 019 626	1 019 626
Výsledek hospodaření minulých let	(16 919 090)	(50 613 761)	(51 878 670)	(51 878 670)	(51 878 670)
Výsledek hospodaření ve schvalovacím řízení	-	-	-	(42 107 092)	(42 107 092)
Výsledek hospodaření běžného období	(33 694 671)	(1 264 909)	(42 107 092)	(66 735 907)	62 806 011
Vlastní kapitál	**(23 634 135)**	**28 728 956**	**(13 378 136)**	**(80 114 043)**	**49 427 875**

Zdroj: Obratové předvahy

V posledním sloupci v tabulce 14 je provedeno očištění o předinsolvenční závazky. Jedná se o úpravu položek cizích zdrojů, které jsou z předmětu transakce vyjmuty a budou hrazeny v rámci insolvenčního řízení a nejsou tudíž dále uvažovány. Jedná se především o závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení a závazky vůči státu a závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění (viz analýza cizích zdrojů níže).

V oblasti čistého pracovního kapitálu (dále NWC) je položka jiné pohledávky v letech 2013-2014 tvořena především pohledávkou vůči Generali Pojišťovně a.s. Dohadné účty pasivní představují primárně nevyfakturované služby a jiné závazky plynou především z nájemní smlouvy a vůči pojišťovnám. Hlavní položkou NWC jsou pohledávky z obchodních vztahů (70 295 tisíc Kč) a zásoby (25 684 tisíc Kč). Závazky z obchodních vztahů netvoří po úpravě o předinsolvenční závazky tolik významnou položku a NWC dosahuje kladných hodnot až díky této úpravě. V letech předchozích bylo NWC záporné právě z důvodu enormně vysokých závazků z obchodních vztahů. Po úpravě dosahuje NWC ke konci období 74 527 tisíc Kč.

V oblasti čistého dluhu byl účet u UniCredit Bank (450656656/2700) vyjmut z bankovních účtů spadajících pod krátkodobý finanční majetek a byl reklasifikován jako kontokorentní účet spadající pod krátkodobé bankovní úvěry. V roce 2016 byla částka 24 997 885 Kč převedena z účtu bankovních úvěrů na účet krátkodobých finančních výpomocí. Navíc k ní přibyla dodatečná krátkodobá finanční výpomoc ve výši 19 206 140 Kč. Položku závazků vůči státu

tvoří především DPH, ostatní přímě daně a ostatní daně a poplatky, dotace nejsou přítomny. I tato položka byla očištěna od předinsolvenčních závazků a tudíž snížena, což má za důsledek snížení čistého dluhu, který po úpravě dosahuje 72 680 tisíc Kč.

Náklady příštích období jsou tvořeny především leasingem.

3.1.2 Dlouhodobý majetek

Tabulka 3-8: Analýza dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek	XII.2013	XII.2014	XII.2015	26.I.2016*	XI.2016
Dlouhodobý hmotný majetek	**36 630 201**	**41 397 603**	**43 136 958**	**43 279 000**	**46 323 888**
Stavby	77 794 041	77 632 879	77 632 879	53 239 000	77 632 879
Oprávky ke stavbám	(18 970 819)	(21 567 551)	(24 209 531)	n/a	(26 631 346)
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	62 641 253	64 483 898	66 144 152	17 450 000	67 439 713
Oprávky k samostatným movitým věcem a souborům movitých věcí	(42 711 784)	(44 262 733)	(48 515 531)	n/a	(51 114 036)
Pozemky	3 369 704	3 369 704	3 369 704	3 370 000	3 369 704
Pořízení dlouhodobého hmotného majetku	54 190	369 369	424 829	n/a	994 631
Oceňovací rozdíl	(45 546 383)	(38 627 963)	(31 709 543)	(31 226 000)	(25 367 658)
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-	-	-	446 000	-
Dlouhodobý nehmotný majetek	**18 041 030**	**70 228 209**	**68 222 973**	**68 083 000**	**396 334**
Software	2 412 517	2 580 817	2 580 817	434 000	2 572 292
Oprávky k softwaru	(1 988 092)	(2 055 272)	(2 141 156)	n/a	(2 198 948)
Ocenitelná práva	19 760 000	73 388 000	73 388 000	67 649 000	-
Oprávky k ocenitelným právům	(2 143 395)	(3 685 336)	(5 604 688)	n/a	0
Pořízení dlouhodobého nehmotného majetku	-	-	-	-	22 990
Dlouhodobý majetek celkem	**54 671 231**	**111 625 811**	**111 359 930**	**111 362 000**	**46 720 222**

Zdroj: Obratové předvahy

Dlouhodobý majetek společnosti je tvořen pouze dlouhodobým hmotným a nehmotným majetkem, společnost nedisponuje dlouhodobým finančním majetkem, jak je patrné z tabulky 9. K 26. 1. 2016 je stav uváděn včetně oprávek, jelikož byly tyto v dostupných výkazech zahrnuty v ocenění jednotlivých položek dlouhodobého majetku.

Největší položku tvoří stavby (průmyslový areál v obci Blansko) a samostatné movité věci a soubory movitých věcí, které jsou tvořeny stroji, pracovními zařízeními a dopravními prostředky společnosti. Minoritní podíl mají pozemky a software. Značnou část tvořila také ocenitelná práva, která zahrnují ochranné známky. Tato ocenitelná práva však byla v roce 2016 plně odepsána, proto je jejich hodnota k listopadu 2016 nulová, což výrazně snižuje také celkovou hodnotu dlouhodobého majetku.

Tabulka 3-9: Analýza meziročních změn dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek - meziroční změny	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Dlouhodobý hmotný majetek	**13,01%**	**4,20%**	**7,39%**
Stavby	-0,21%	0,00%	0,00%
Oprávky ke stavbám	13,69%	12,25%	10,00%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	2,94%	2,57%	1,96%
Oprávky k samostatným movitým věcem a souborům movitých věcí	3,63%	9,61%	5,36%
Pozemky	0,00%	0,00%	0,00%
Pořízení dlouhodobého hmotného majetku	581,62%	15,01%	134,13%
Oceňovací rozdíl	-15,19%	-17,91%	-20,00%
Dlouhodobý nehmotný majetek	**289,27%**	**-2,86%**	**-99,42%**
Software	6,98%	0,00%	-0,33%
Ocenitelná práva	271,40%	0,00%	-100,00%
Pořízení dlouhodobého nehmotného majetku	-	-	-
Oprávky k softwaru	3,38%	4,18%	2,70%
Oprávky k ocenitelným právům	71,94%	52,08%	-100,00%
Dlouhodobý majetek celkem	**104,18%**	**-0,24%**	**-58,05%**

Zdroj: Obratové předvahy

Jak vyplývá z tabulky 10, největší meziroční pohyby lze pozorovat u nehmotného majetku, což je způsobeno hodnotovou změnou položky Ocenitelná práva, kdy v roce 2014 došlo k ocenění a vytvoření ochranné známky na název DSB EURO (vyčíslená hodnota 29 670 tisíc Kč) a DSB (vyčíslená hodnota 38 000 tisíc Kč). V roce 2016 došlo k úplnému odpisu ochranných známek kvůli změně podnikatelského jména společnosti.

Dlouhodobý hmotný majetek je stabilní bez větších meziročních výkyvů. Rostoucí trend dlouhodobého hmotného majetku je zapříčiněn postupným odepisováním pasivního oceňovacího rozdílu, který vznikl v roce 2005 při převzetí Druhé Slévárny Blansko současným vlastníkem Piacera a.s.

3.1.2.1 Zásoby

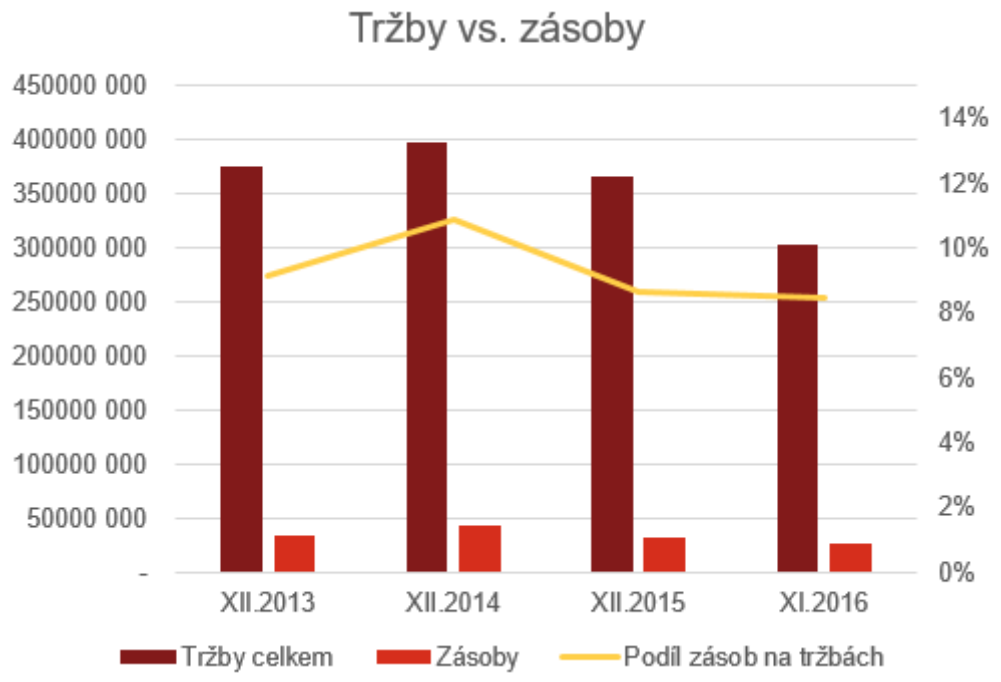
Tabulka 3-10: Analýza zásob

Zásoby	XII.2013	XII.2014	XII.2015	26.I.2016	XI.2016
Materiál	6 827 836	10 684 272	4 188 291	5 916 000	7 064 848
Výrobky	5 579 742	6 187 468	3 084 186	5 447 000	3 262 584
Nedokončená výroba	21 768 136	26 416 727	24 398 222	28 469 000	15 356 190
Zásoby celkem	**34 175 715**	**43 288 467**	**31 670 699**	**39 832 000**	**25 683 623**

Zdroj: Obratové předvahy

Majoritní složku zásob je nedokončená výroba a materiál. Hlavními položkami materiálu jsou pak různé chemické sloučeniny, surové železo a drobné nářadí. Nedokončenou výrobu tvoří rozpracované zakázky společnosti v oblasti oceláren, umělecké litiny, šedé litiny a modelárny. Vývoj stavu celkových zásob kopíruje trend vývoje tržeb, jak vyplývá z grafu 3-2. Přestože meziročně hodnota zásob kolísá, podíl zásob na tržbách se pohybuje v celém sledovaném období v rozmezí 8 až 11 %, tudíž je podíl relativně stabilní a neskrývá se zde riziko v podobě fiktivních tržeb či neprodaného zboží.

Graf 3-2: Podíl zásob na tržbách



Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

3.1.2.2 Pohledávky

Tabulka 3-11: Analýza krátkodobých pohledávek

Krátkodobé pohledávky	XII.2013	XII.2014	XII.2015	26.I.2016	XI.2016
Pohledávky z obchodních vztahů	57 828 372	63 837 933	36 281 998	39 635 000	70 295 180
Krátkodobé poskytnuté zálohy	25 478	687 325	3 739 577	4 651 000	2 665 252
Jiné pohledávky	1 668 549	1 623 419	204 708	363 000	200 543
Krátkodobé pohledávky celkem	**59 522 398**	**66 148 677**	**40 226 283**	**44 649 000**	**73 160 976**

Zdroj: Obratové předvahy

Krátkodobé pohledávky jsou tvořeny především pohledávkami z obchodních vztahů. Krátkodobé pohledávky opět kopírují trend vývoje tržeb, především tržeb z prodeje výrobků, které v roce 2015 zaznamenaly pokles podobně jako krátkodobé pohledávky. Jiné pohledávky představují v letech 2013-2014 především pohledávky vůči Generali Pojišťovně a.s. Krátkodobé poskytnuté zálohy jsou v letech 2015-2016 tvořeny především zálohami v tuzemsku a na daňový doklad.

Tabulka 3-12: Analýza pohledávek z obchodních vztahů

Pohledávky z obchodních vztahů - detail	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Odběratelé - tuzemsko	34 574 013	25 923 551	26 630 258	52 139 557
Odběratelé - soud, konkurz	4 941 492	4 814 300	4 716 002	(0)
Odběratelé - factoring	2 079 593	1 248 333	1 075 296	94 381
Odběratelé - export	19 031 953	36 262 800	16 248 631	18 061 242
Opravné položky k pohledávkám z obchodních vztahů	(2 798 680)	(4 411 051)	(12 388 190)	(0)
Pohledávky z obchodních vztahů celkem	**57 828 372**	**63 837 933**	**36 281 998**	**70 295 180**

Zdroj: Obratové předvahy

Z detailu pohledávek z obchodních vztahů v tabulce 3-12 je patrné, že pokles pohledávek z obchodních vztahů v roce 2015 je způsoben především výrazným poklesem pohledávek plynoucích z exportu oproti roku předchozímu. Rozložený pohledávek z obchodních vztahů odpovídá struktuře exportu, kdy společnost vyváží zhruba 40 % své produkce. Ernst Leopold navíc využívá factoringu, jak bylo patrné již z analýzy výnosů a nákladů.

3.1.2.3 Krátkodobý finanční majetek

Tabulka 3-13: Analýza krátkodobého finančního majetku

Krátkodobý finanční majetek	XII.2013	XII.2014	XII.2015	26.I.2016	XI.2016
Pokladna	59 301	65 896	43 514	83 000	181 838
Bankovní účet	2 400 001	64 300	2 981 341	2 015 000	9 717 676
Krátodobý finanční majetek celkem	**2 459 302**	**130 196**	**3 024 855**	**2 098 000**	**9 899 514**
Kontokorentní účet	*(21 119 775)*	*(19 484 118)*	*(16 262 588)*	*n/a*	*(0)*

Zdroj: Obratové předvahy

Krátkodobý finanční majetek je tvořen především finančními prostředky na bankovních účtech. Byla zde však nutná rekvalifikace kontokorentního účtu vedeného u UniCredit Bank, který společnost čerpala v letech 2012 až 2014. Tato položka byla reklasifikována do krátkodobých bankovních úvěrů a je proto uvedena pouze pod tabulkou.

3.1.2.4 Cizí zdroje

Tabulka 3-14: Analýza cizích zdrojů

Cizí zdroje	XII.2013	XII.2014	XII.2015	26.I.2016	XI.2016	XI.2016 (upravené)*
Dlouhodobé závazky	**-**	**-**	**5 000 000**	**20 000 000**	**35 000 000**	**35 000 000**
Jiné závazky	-	-	5 000 000	20 000 000	35 000 000	35 000 000
Předinsolvenční závazky	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	129 541 918
Krátkodobé závazky	**128 137 745**	**142 691 895**	**149 157 585**	**145 034 000**	**152 704 061**	**23 162 143**
Závazky z obchodních vztahů	99 168 436	118 787 545	104 290 494	104 068 000	111 302 670	13 004 951
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	-	-	1 316 201	1 316 000	1 316 201	201
Závazky k zaměstnancům	5 539 756	5 904 644	5 626 011	4 730 000	5 131 219	5 131 219
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	14 282 238	12 095 347	21 537 498	19 561 000	17 837 199	-
Stát - daňové závazky a dotace	8 791 903	5 573 550	12 717 558	11 776 000	12 168 884	392 884
Krátkodobé přijaté zálohy	-	0	315 216	315 000	331 127	16 127
Dohadné účty pasivní	53 071	0	3 119 774	3 268 000	4 459 242	4 459 242
Jiné závazky	302 341	330 810	234 834	-	157 519	157 519
Bankovní úvěry a výpomoci	**46 480 345**	**49 393 066**	**44 487 550**	**44 250 000**	**47 186 334**	**47 186 334**
Bankovní úvěry dlouhodobé	381 347	4 911 727	3 227 077	3 227 000	2 982 308	2 982 308
Krátkodobé bankovní úvěry	24 979 223	24 997 222	24 997 885	41 023 000	-	-
Kontokorentní účet	21 119 775	19 484 118	16 262 588	-	-	-
Krátkodobé finanční výpomoci	-	-	-	-	44 204 026	44 204 026
Cizí zdroje celkem	**174 618 090**	**192 084 961**	**198 645 134**	**209 284 000**	**234 890 395**	**105 348 477**

Zdroj: Obratové předvahy

Jak již bylo zmíněno, účet u UniCredit Bank (450656656/2700) byl vyjmut z bankovních účtů spadajících pod krátkodobý finanční majetek a byl reklasifikován jako kontokorentní účet spadající pod krátkodobé bankovní úvěry (zde je však pro přehlednost uveden odděleně).

V roce 2016 byla částka 24 997 885 Kč převedena z účtu bankovních úvěrů na účet krátkodobých finančních výpomocí. Navíc k ní přibyla dodatečná krátkodobá finanční výpomoc ve výši 19 206 140 Kč. Poslední sloupec vyjadřuje stav cizích zdrojů k 30. 11. 2016 po vyjmutí předinsolvečních závazků, které jsou uvedeny separátně pod dlouhodobými závazky, a není s nimi dále počítáno. Dle insolvenčního plánu budou tyto závazky hrazené v rámci insolvenčního řízení a potenciálního kupce tudíž nezatěžují. Celkové cizí zdroje po vyjmutí předinsolvenčních závazků pak činí 105 348 tisíc Kč. Hlavní položkou cizích zdrojů jsou krátkodobé závazky, jak vyplývá i z grafu 3-3. Především pak závazky z obchodních vztahů, které se však nakumulovaly především před vyhlášením insolvence, a tudíž jsou pro potenciálního investora nepodstatné.

Graf 3-3: Struktura cizích zdrojů

Zdroj: Vlastní zpracování (2019)

3.2 Analýza finanční situace společnosti

V následujících podkapitolách jsme po podrobnější analýze VZZ a rozvahy využili některých poměrových finančních ukazatel pro lepší dokreslení a vysvětlení finanční situace podniku.

3.2.1 Ukazatele aktivity

Tabulka 3-15: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Doba obratu zásob (dny)	33,3	39,8	31,6	30,9
Doba obratu pohledávek (dny)	58,0	60,8	40,1	88,2
Doba obratu závazků (dny)	124,8	131,1	148,8	27,9
Obratový cyklus peněz (dny)	-34	-31	-77	91
Obrat aktiv	2,49	1,80	1,96	1,95

Zdroj: Obratové předvahy

Doba obratu zásob označuje počet dní, po které jsou zásoby vázány v podniku. U tohoto ukazatele, až na mírné zvýšení hodnoty zásob v roce 2014, která pozitivně ovlivňuje ukazatel, nevidíme zásadní výkyvy.

U pohledávek došlo k zásadnějšímu nárůstu v roce 2016, kde důvodem byla horší vyjednávací pozice s odběrateli po úpadku podniku, a proto nastavení v průměru delší doby splatnosti, co negativně ovlivnilo ukazatel doby obratu pohledávek. Doba obratu závazků je koncem roku 2016 zásadně ovlivněná očištěním o předinsolvenční závazky. Dle insolvenčního plánu však budou tyto závazky hrazeny v rámci insolvenčního řízení a potenciálního kupce tudíž nezatěžují.

Obratový cyklus peněz je ovlivněn vývojem všech tří zmíněných ukazatelů. Nicméně jelikož doba obratu pohledávek vzrostla, a naopak doba obratu závazků radikálně poklesla, stav v roce 2016 není ideální a je potřeba do budoucna optimalizovat zejména splatnosti na straně pohledávek, (nejen) což bude tento ukazatel postupně snižovat.

3.2.2 Ukazatele likvidity

Tabulka 3-16: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
Běžná likvidita (L3)	0,73	0,77	0,49	4,69
Pohotová likvidita (L2)	0,48	0,46	0,29	3,59
Okamžitá likvidita (L1)	0,02	0,00	0,02	0,43
Požadovaná LA (L1)	0,33	0,33	0,33	0,33
Přebytek/(deficit) finančního majetku	(39 826 154)	(46 958 129)	(46 197 148)	2 256 007

Zdroj: Obratové předvahy

V letech od 2013 do 2015 jsou většinou všechny tři ukazatele hodně nízko v porovnání s nastavenými intervaly*. Nejhůře je na tom ukazatel okamžité likvidity, kterého nízké hodnoty ovlivňuje malý zůstatek na krátkodobém finančním majetku. Hodnoty ukazatelů v roku 2016 jsou v, resp. nad stanovenými intervaly, na druhou stranou jsou ovlivněny očištěním krátkodobých závazků o předinsolvenční závazky.

*Požadované intervaly pro likvidity: (L3) 1,2-2,0; (L2) 0,5-1,2; (L1) 0,33-0,5.

3.2.3 Ukazatele rentability

Tabulka 3-17: Ukazatele rentability

Ukazatele rentability	XII.2013	XII.2014	XII.2015	XI.2016
ROA	(0,15)	0,06	(0,16)	0,13
ROE	-	-	-	0,41
ROS	(0,06)	0,03	(0,08)	0,07

Zdroj: Obratové předvahy

Rentabilita aktiv a také tržeb je počítána s EBITDA kvůli zaměření se na provozní stránku podniku, jelikož v roce 2016 došlo k zásadním pohybům na mimořádných položkách – konkrétně k odpisu majetku spojeného s ocenitelnými právy společnosti.

Ukazatel ROE jsme omezili pouze na rok 2016, jelikož se v předchozích letech VK a EBITDA pohybovali v záporných číslech.

3.3 Závěry z finanční Due Diligence

Finanční due diligence byla provedena na datech z roku 2013 až do roku 2016, teda po reorganizaci. Z výše provedené DD je vidět, že v letech 2013 až 2015 byla firma v špatné kondici, která se dá odpozorovat od poměrových ukazatel až po komplexní pohled na finanční výkazy, zejména ji signalizovaly vysoké závazky, relativně vysoké osobní náklady, klesající tržby, nízká úroveň likvidity a jiné.

Je evidentní, že reorganizace měla na společnost pozitivní vliv, každopádně se nedá považovat za uzdravenou a stále existuje spousta prostoru na zlepšování, což by mohl potenciální investor využít. Je také nutno podotknout, že společnost je na prodej už bez předinsolvenčních závazků, což ovlivňuje některé ukazatele, kde jsou jednou z proměnných krátkodobé závazky. V roce 2016 se z pohledu účetnictví udála ještě jedna zásadní věc, a to odpis ocenitelných práv.

Na základě výši uvedeného je tedy zřejmé, že tím, že rok 2016 byl z pohledu chodu firmy a také z finanční stránky hodně specifický, při ocenění podniku bude nutno vycházet také z finančního plánu firmy na nejbližší roky.

4 Odhad hodnoty předmětu akvizice

Za účelem umožnění podloženého zhodnocení potenciálu zvažované akvizice a doporučení, či nedoporučení koupě společnosti investorovi je nutné odhadnout hodnotu podniku společnosti, tedy ji ocenit. Vzhledem k výstupům provedené obchodní, finanční a provozní due diligence společnosti a závěru finanční analýzy spočívajícím v přijetí předpokladu **„going concern“**, tedy teoreticky neomezeného intervalu trvání podniku společnosti, se jako nejvhodnější nabízejí výnosové metody oceňování.

4.1 Volba metody ocenění

K provedení vlastního ocenění podniku společnosti byla zvolena výnosová metoda diskontovaných peněžních toků ve své variantě pro vlastníky a věřitele, tedy **metoda DCF – Entity**. Základní postup této metody spočívá ve vymezení hodnototvorného potenciálu podniku společnosti pomocí prognózy jednotlivých specifikovaných generátorů hodnoty. Výstupy těchto dílčích prognóz jsou následně použity k sestavení zjednodušeného finančního plánu (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled peněžních toků), na základě kterého lze oceňovatelskou teorií danými postupy identifikovat pro jednotlivé roky finančního plánu tzv. volné peněžní toky (FCF), které představují hodnotu, již lze v příslušných létech ze společnosti odejmout, aniž by došlo k ohrožení vlastního provozu a stability společnosti. Souhrn těchto volných peněžních toků upravený z hlediska své časové hodnoty (diskontovaný) k datu ocenění představuje hodnotu podniku společnosti pro vlastníky a věřitele, tedy tzv. **hodnotu brutto**. Pro stanovení potenciální hodnoty podniku společnosti z hlediska zvažované akvizice je potřeba od této hodnoty následně odečíst cizí úročené závazky evidované k datu ocenění, čímž je získána **hodnota netto**, a dále přičíst případný provozně nepotřebný majetek, pokud je takový v rámci podniku společnosti identifikován. Tímto postupem je získána **výsledná hodnota** podniku společnosti.

Za účelem užití výnosové metody DCF – Entity je potřeba dále vymezit některé další parametry způsobu jejího užití:

- V rámci ocenění je použita **dvoufázová metoda DCF** – Entity. První fázi představuje období od 1. ledna 2017 do 31. prosince 2026 (tedy 10 let). V průběhu této první fáze jsou zásadní hodnototvorné faktory a další podpůrné ukazatele stabilizovány tak, že lze předpokládat jejich relativní nehybnost. Toto také představuje výchozí podmínku pro druhou fázi ocenění, jež představuje teoreticky nekonečně dlouhé období počínající dnem následujícím po posledním dni fáze první.
- Pro výpočet tzv. pokračující hodnoty, tedy hodnoty druhé fáze, jsou užívány různé způsoby. Nejběžnější způsoby výpočtu představuje běžná renta, Gordonův vzorec a parametrický vzorec. Pro stanovení pokračující hodnoty byl v případě podniku společnosti použit **Gordonův vzorec**, tempo růstu bylo stanoveno na 3 %, tedy 1 % nad predikovanou inflaci, a to vzhledem k predikci národohospodářského vývoje a spíše konzervativnímu přístupu ke stanovení pokračující hodnoty.
- Při užití metody DCF – Entity představují **diskontní sazbu** dle teorie zpravidla vážené průměrné náklady kapitálu (WACC). Složka nákladů cizího kapitálu odpovídá úrokové míře příslušných čerpaných úvěrů a půjček, pro stanovení nákladů vlastního kapitálu lze využít např. komplexní stavebnicové metody, či CAPM modelu neboli modelu

oceňování kapitálových aktiv. Tento model je použit i v případě stanovení nákladů vlastního kapitálu pro výpočet WACC, resp. diskontní míry.

4.2 Výchozí rok finančního plánu

Základní výstup pro sestavení finančního plánu představovaly skutečné hospodářské výsledky společnosti za jednotlivé měsíce roku 2016 následující po datu vyhlášení úpadku, tedy za únor až listopad 2016. Jednotlivé účetní hodnoty byly upraveny z hlediska extrémů a jednorázových výjimečných položek. Následnou agregací měsíčních výkazů a dále také promítnutím jednotlivých kroků reorganizačního plánu byly sestaveny aproximované účetní výkazy ke konci roku 2016, jež slouží jako výchozí účetní struktura podniku společnosti pro sestavení finančního plánu. Následující tabulka obsahuje konstrukci zjednodušené rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti ke konci roku 2016:

Tabulka 4.2-1: Aproximované upravené účetní výkazy společnosti ke konci roku 2016:

ROZVAHA (tis. Kč)	2016			
AKTIVA	**191 552**		**PASIVA**	**191 552**
dlouhodobý majetek	**47 117**		**vlastní kapitál**	**94 096**
- nehmotný	*389*		*- základní kapitál*	*500*
- hmotný	*46 728*		*- kapitálové fondy*	*0*
- finanční	*0*		*- rezervní fondy*	*0*
oběžná aktiva	***143 574***		***- účetní úprava zpracovatele***	***95 850***
- zásoby	*25 684*		*- hosp. výsledek minulých let*	*-12 505*
- dl. pohledávky	*0*		*- hosp. výsledek úč. období*	*10 251*
- kr. pohledávky	*73 246*		**cizí zdroje**	**97 456**
- kr. fin. majetek	*0*		*- rezervy*	*0*
- oběživo	*44 645*		*- dl. závazky*	*70 195*
provozně nutné	***8 996***		*- kr. závazky*	*27 261*
provozně nenutné	***35 649***		*- bankovní úvěry a výpomoci*	*0*
časové rozlišení A	**861**		**časové rozlišení P**	**0**

VÝSLEDOVKA (tis. Kč)	2016
výkony	333 879
výkonová spotřeba	203 644
- materiál a energie	*153 743*
- služby	*49 901*
PŘIDANÁ HODNOTA	**130 235**
osobní náklady	109 644
daně a poplatky	657
odpisy	8 986
opravné položky	0
ostatní provozní V	5 342
ostatní provozní N	1 463
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**14 828**
výnosové úroky	882
nákladové úroky	2 654
ostatní finanční V	102
ostatní finanční N	502
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**-2 172**
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČ. OBDOBÍ	**12 656**
daň PPO	2 405
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PO ZDANĚNÍ	**10 251**

Zdroj: Měsíční výkazy společnosti za únor až listopad 2016, údaje reorganizačního plánu, vlastní tvorba

Zásadní úpravy byly uskutečněny zejména v položkách vlastního kapitálu, kde bylo dle údajů reorganizačního plánu modelováno užití základního kapitálu a shromážděných fondů na účetní úhradu kumulované hospodářské ztráty minulých let, snížení základního kapitálu na 500 tis. Kč, dále byly vyloučeny veškeré přihlášené předinsolvenční závazky společnosti, jejichž řešení je předmětem insolvenčního řízení (tedy přihlášené závazky). Za účelem dodržení rovnosti strany aktiv a pasiv rozvahy společnosti byla uměle upravena výše účetního vlastního kapitálu. V rámci výkazu zisku a ztráty byly vyloučeny zejména extrémní hodnoty jednorázových opravných položek a odpisů ochranných známek.

4.3 Generátory hodnoty

Pro sestavení finančního plánu je potřeba nejdříve vymezit a prognózovat vývoj jednotlivých generátorů hodnoty. Mezi základní generátory hodnoty, jejichž správná prognóza představuje klíčový krok při sestavování finančního plánu, patří zejména **tržby**, **výrobní spotřeba**, **provozní zisková marže**, **osobní náklady**, **investice do dlouhodobého majetku**, složky **pracovního kapitálu**, výše zmíněná **diskontní sazba, způsob financování** a další. Na základě postupné predikce jednotlivých generátorů hodnoty je následně sestaven komplexní finanční plán sloužící k výnosovému ocenění podniku společnosti metodou DCF – Entity.
Na základě vyhodnocení obchodního plánu pro roky 2016 a 2017 zpracovaného managementem společnosti a jeho porovnání se skutečně dosaženými výsledky v roce 2016 (při zohlednění jisté úrovně nepřesnosti při aproximaci roku 2016) byly identifikovány jisté nesrovnalosti, zejména pak v mezi plánovanou (354,3 mil. Kč pro rok 2016, resp. 453,6 mil. Kč pro rok 2017) a skutečně dosaženou (aprox. 333,9 mil. Kč) výkonností společnosti. **Proto bylo v rámci prognózy některých generátorů hodnoty přistoupeno k variantnímu řešení.**

4.3.1 Tržby

Tržby, resp. výkony podniku společnosti představují jeden z generátorů hodnoty, jejichž prognóza byla řešena variantně. Základními východisky pro jednotlivá variantní řešení jsou aproximovaný výsledek skutečné výkonnosti společnosti za rok 2016 a odhadovaná výkonnost společnosti vrcholovým managementem pro roky 2016 a 2017. Pro srovnání jsou tyto údaje uvedeny v tabulce níže:

Tabulka 4.3-1: Skutečná a plánovaná výkonnost společnosti v letech 2016 a 2017

Výkony (tis. Kč)	
Skutečné 2016 (aprox.)	333 879
Plánované 2016	354 341
Plánované 2017	453 633
Plánovaný meziroční růst	*28,02 %*

Zdroj: Údaje reorganizačního plánu, vlastní tvorba

Vzhledem k výraznému plánovanému nárůstu výkonnosti společnosti byla zpracována predikce vývoje tržeb ve třech variantách s různou mírou konzervativního přístupu:

- **Optimistická varianta** – v roce 2017 dojde k plánovanému výraznému nárůstu tržeb, následný vývoj odpovídá odhadovanému vývoji národního hospodářství.

- **Střední varianta** – Plánovaný nárůst tržeb je rozložen do pětiletého období (tedy do roku 2021), následný vývoj opět odpovídá odhadovanému vývoji národního hospodářství.
- **Konzervativní varianta** – K plánovanému nárůstu tržeb nedojde, vývoj tržeb vychází z aproximace skutečné výkonnosti roku 2016 a následně opět kopíruje odhadovaný vývoj národního hospodářství.

Pro optimistickou a střední variantu představuje klíčový předpoklad dostatečných volných výrobních kapacit podniku společnosti, který byl vzat v úvahu managementem společnosti při tvorbě finančního plánu pro rok 2017.
Následující tabulka shrnuje odhadované tržby v jednotlivých letech výše definovaných variant:

Tabulka 4.3-2: Variantně plánovaná výkonnost společnosti pro období 1 fáze

Výkony (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Optimistická varianta	**333 879**	**453 633**	**477 676**	**499 171**	**521 634**	**545 107**	**569 637**	**595 271**	**622 058**	**650 050**	**679 303**
% změna	*X*	*35,87%*	*5,30%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*
Střední varianta	**333 879**	**366 060**	**399 371**	**431 788**	**464 854**	**498 581**	**521 017**	**544 463**	**568 963**	**594 567**	**621 322**
% změna	*X*	*9,64%*	*9,10%*	*8,12%*	*7,66%*	*7,26%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*
Konzervativní varianta	**333 879**	**351 241**	**369 856**	**386 500**	**403 892**	**422 068**	**441 061**	**460 908**	**481 649**	**503 323**	**525 973**
% změna	*X*	*5,20%*	*5,30%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*

Zdroj: Vlastní tvorba

Pro vymezení míry meziročního růstu výkonů podniku společnosti na úrovni národního hospodářství byly využity údaje České národní banky, konkrétně pak predikce očekávané inflace společně s dlouhodobým inflačním cílem a predikce vývoje reálného vývoje HDP platné k listopadu 2016. K predikci hodnot reálného růstu HDP pro rok 2019 a dále bylo přistoupeno spíše konzervativně vzhledem k nasycenosti trhu a míře pravděpodobnosti očekávané budoucí recese. Souhrn obsahuje následující tabulka:

Tabulka 4.3-3: Stanovení nominální míry růstu výkonnosti podniku společnosti

Míra růstu národního hospodářství (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Predikovaná inflace	*2,30%*	*2,40%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*
Odhadovaný vývoj reálného HDP	*2,80%*	*2,90%*	*2,50%*	*2,50%*	*2,50%*	*2,50%*	*2,50%*	*2,50%*	*2,50%*	*2,50%*
Celkem (nominální míra růstu)	**5,10%**	**5,30%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**

Zdroj: Makroekonomická prognóza ČNB z listopadu 2016, vlastní tvorba

4.3.2 Výkonová spotřeba

Náklady výkonové spotřeby odpovídají podílu na výkonech, jež obsahuje finanční plán pro rok 2017 zpracovaný managementem společnosti. Hodnoty podílu jednotlivých složek výkonové spotřeby na výkonech jsou dle zmíněného plánu následující:

- **spotřeba materiálu** – 39,96 %
- **spotřeba energií** – 12,09 %
- **služby** – 17,17 %

Celkový poměr výkonové spotřeby k výkonům tak činí 69,23 %. Tento poměr je držen v rámci plánování všech tří variant ocenění (viz následující tabulka).

Tabulka 4.3-4: Plánovaná výkonová spotřeba období 1. fáze pro jednotlivé varianty

Výkonová spotřeba (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Optimistická varianta	**203 644**	**314 037**	**330 681**	**345 562**	**361 112**	**377 362**	**394 343**	**412 089**	**430 633**	**450 011**	**470 262**
materiál a energie	*153 743*	*236 135*	*248 650*	*259 839*	*271 532*	*283 751*	*296 520*	*309 863*	*323 807*	*338 379*	*353 606*
služby	*49 901*	*77 902*	*82 031*	*85 722*	*89 580*	*93 611*	*97 823*	*102 225*	*106 825*	*111 633*	*116 656*
% změna	*X*	*54,21%*	*5,30%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*
Střední varianta	**203 644**	**253 413**	**276 473**	**298 914**	**321 805**	**345 153**	**360 685**	**376 916**	**393 877**	**411 601**	**430 123**
materiál a energie	*153 743*	*190 549*	*207 889*	*224 764*	*241 976*	*259 532*	*271 211*	*283 416*	*296 169*	*309 497*	*323 424*
služby	*49 901*	*62 863*	*68 584*	*74 151*	*79 829*	*85 621*	*89 474*	*93 500*	*97 708*	*102 104*	*106 699*
% změna	*X*	*24,44%*	*9,10%*	*8,12%*	*7,66%*	*7,26%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*
Konzervativní varianta	**203 644**	**243 154**	**256 041**	**267 563**	**279 603**	**292 185**	**305 334**	**319 074**	**333 432**	**348 436**	**364 116**
materiál a energie	*153 743*	*182 835*	*192 526*	*201 189*	*210 243*	*219 704*	*229 591*	*239 922*	*250 719*	*262 001*	*273 791*
služby	*49 901*	*60 318*	*63 515*	*66 373*	*69 360*	*72 481*	*75 743*	*79 151*	*82 713*	*86 435*	*90 325*
% změna	*X*	*19,40%*	*5,30%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*	*4,50%*

Zdroj: Vlastní tvorba

4.3.3 Osobní náklady

Výše osobních nákladů je roce 2018 plánu stabilizována v daném poměru k výkonům, jež byl uveden v rámci finančního plánu pro rok 2017, jež byl zpracován managementem společnosti (27,54 %). Toto platí pro všechny tři varianty ocenění. Následně je pro optimistickou a konzervativní variantu použita prognóza vývoje osobních nákladů na úrovni 1,5 % nad inflací, je tedy předpokládán pozvolný reálný meziroční růst mezd zaměstnanců společnosti vzhledem ke stabilizaci její výkonnosti. Pro prognózu vývoje osobních nákladů společnosti v rámci střední varianty pak byl z důvodu postupného nárůstu výkonnosti společnosti v průběhu let 2017 až 2021 použit vývoj poměru osobních nákladů na výkonech shodující se s druhými dvěma variantami. Vývoj prognózovaných osobních nákladů pro jednotlivé varianty obsahuje tabulka níže:

Tabulka 4.3-5: Plánované osobní období 1. fáze pro jednotlivé varianty

Osobní náklady (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Optimistická varianta	**109 644**	**124 931**	**131 552**	**136 156**	**140 922**	**145 854**	**150 959**	**156 242**	**161 711**	**167 371**	**173 229**
% podíl na výkonech	*32,84%*	*27,54%*	*27,54%*	*27,28%*	*27,02%*	*26,76%*	*26,50%*	*26,25%*	*26,00%*	*25,75%*	*25,50%*
% změna	*X*	*13,94%*	*5,30%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*
Střední varianta	**109 644**	**100 813**	**109 987**	**117 777**	**125 582**	**133 405**	**138 074**	**142 907**	**147 908**	**153 085**	**158 443**
% podíl na výkonech	*32,84%*	*27,54%*	*27,54%*	*27,28%*	*27,02%*	*26,76%*	*26,50%*	*26,25%*	*26,00%*	*25,75%*	*25,50%*
% změna	*X*	*-8,05%*	*9,10%*	*7,08%*	*6,63%*	*6,23%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*
Konzervativní varianta	**109 644**	**96 732**	**101 858**	**105 423**	**109 113**	**112 932**	**116 885**	**120 976**	**125 210**	**129 592**	**134 128**
% podíl na výkonech	*32,84%*	*27,54%*	*27,54%*	*27,28%*	*27,02%*	*26,76%*	*26,50%*	*26,25%*	*26,00%*	*25,75%*	*25,50%*
% změna	*X*	*-11,78%*	*5,30%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*	*3,50%*

Zdroj: Vlastní tvorba

4.3.4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál z hlediska ocenění chápeme zejména jako soubor složek **zásob**, **pohledávek**, **neúročených závazků** a **provozně potřebných peněz**. Vývoj pracovního kapitálu je pak dán vývojem jeho jednotlivých komponent za platnosti rovnosti:

$$PK = Zás + Pohl - Záv + Pen$$

Kde:
PK …….. Pracovní kapitál
Zás …….. Zásoby
Pohl …….. Pohledávky

Záv …… Neúročené závazky
Pen …….. Provozně potřebné peníze

Objem provozně potřebných peněz byl stanoven v souladu s oceňovatelskou teorií na úrovni 33 % krátkodobých závazků z důvodu např. případných neočekávaných potřeb předčasné úhrady některým dodavatelům. Ostatní složky pracovního kapitálu byly standardně stanoveny pomocí ukazatelů aktivity – dob obratu. Výchozí doby obratu vypočtené z aproximované skutečnosti roku 2016 pak byly v rámci plánu upraveny. **Doba obratu zásob** byla plynule mírně snížena na 25 dní z důvodu předpokládané postupné optimalizace supply chain managementu a doprovodných procesů. **Doby obratu pohledávek a závazků** byly ze svých původních hodnot v průběhu 1. fáze plynule konvergovány shodně k hodnotě cca 60 dnů, již lze považovat v dané podnikatelské činnosti společnosti za odpovídající. Tímto vývojem je předpokládáno budoucí posilování obchodní pozice společnosti vzhledem k solventnosti a obchodní síle investora a vlastní stabilizace podniku společnosti po realizované reorganizaci. Společnost si tak postupně bude moci dovolit splácet své závazky později, aniž by ohrozila své vztahy s dodavateli a zároveň dokáže přinutit své odběratele k lepší platební morálce a včasnějšímu hrazení ceny za odebrané zboží. Vzhledem k rovnosti dob obratu pohledávek a závazků ke konci 1. fáze je pak v plánu dlouhodobě předpokládána neutrální obchodní pozice (ukazatel obchodního deficitu je nulový). Následující tabulka obsahuje vývoj dob obratu pro jednotlivé složky pracovního kapitálu, tyto hodnoty jsou shodné pro všechny tři varianty ocenění:

Tabulka 4.3-6: Plánovaný vývoj dob obratu jednotlivých složek pracovního kapitálu v průběhu 1. fáze

Doba obratu (dny)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doba obratu zásob	28,08	27,77	27,46	27,15	26,85	26,54	26,23	25,92	25,62	25,31	25
Doba obratu pohledávek	80,07	78,06	76,04	74,02	72,00	69,99	67,97	65,95	63,93	61,92	59,9
Doba obratu závazků	48,86	49,96	51,07	52,17	53,28	54,38	55,48	56,59	57,69	58,80	59,9

Zdroj: Vlastní tvorba

4.3.5 Investiční plán

Na základě skutečných výsledků a dopočtů roku 2016 byly stanoveny roční odpisy dlouhodobého majetku, tyto odpisy jsou následně stabilizovány. Z hlediska plánovaných investic je pak uvažováno nejdříve s investicemi pod úrovní objemu odpisů (80 %), tedy s investicemi nedostačujícími pro obnovu dlouhodobého majetku, následně je objem investic postupně zvyšován až na 120 % výše odpisů pro stanovení pokračující hodnoty v rámci druhé fáze. Stanovení investic nad výši odpisů představuje pro pokračující hodnotu jeden z klíčových předpokladů, neboť je tím zajištěn předpoklad, že v tomto teoreticky nekonečném období společnost tzv. nespotřebuje sebe sama. Následující tabulka obsahuje přehled výše odpisů a investic (brutto a netto), tento investiční plán je shodný pro všechny tři varianty ocenění:

Tabulka 4.3-7: Investiční plán pro období 1. fáze

Investice (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Investice (brutto)	10 059	8 047	8 389	8 731	9 073	9 415	9 757	10 099	10 441	10 783	10 783
Odpisy	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986
Investice (netto)	1 074	-938	-596	-254	88	429	771	1 113	1 455	1 797	1 797

Zdroj: Vlastní tvorba

4.3.6 Způsob financování

Společnosti z reorganizace v rámci účetní bilance zůstal úročený závazek z titulu čerpaného krizového financování. V rámci plánu je uvažováno se splacením tohoto závazku v průběhu roku 2017 pomocí provozně nepotřebných peněžních prostředků a částečným refinancováním skrze čerpání bankovního úvěru. Dále je pro společnost předpokládáno částečné financování provozních záležitostí skrze otevření revolvingové úvěrové linky. Tato revolvingová linka je obnovována v plné výši k začátku každého roku finančního plánu, pro bankovní úvěr je předpokládáno jeho splacení v rámci horizontu 7 let. Vzhledem k rozdílnému vývoji některých generátorů hodnoty dle parametrů jednotlivých variant ocenění je také výše čerpaného bankovního úvěru potřebného k refinancování krizové půjčky pro jednotlivé varianty rozdílná vždy s ohledem na vývoj výše provozně potřebných peněžních prostředků, jež nesmí po celou dobu plánu poklesnout pod stanovený limit 33 % krátkodobých závazků. Revolvingový úvěr je ve všech variantách čerpán ve shodné výši. Úroková míra pro čerpaný modelový cizí kapitál je odhadnuta na základě prognózy vývoje sazby 3M PRIBOR. Podrobněji viz kapitola stanovení vážených průměrných nákladů kapitálu níže. Následující tabulka obsahuje přehled čerpaných úvěrů v rámci jednotlivých variant ocenění:

Tabulka 4.3-8: Čerpané úročené cizí zdroje v rámci jednotlivých variant ocenění

Úročený cizí zdroj (tis. Kč)	Optimistická varianta	Střední varianta	Konzervativní varianta
Bankovní úvěr - refinancování	31 000	14 000	10 000
Revolvingový provozní úvěr	20 000	20 000	20 000

Zdroj: Vlastní tvorba

4.3.7 Další položky finančního plánu

Vyjma výše zmíněných prognóz vybraných generátorů hodnoty vstupují do konstrukce také další položky, jejichž vývoj je potřeba specifikovat.

V rámci strany aktiv účetní bilance v rámci dlouhodobého majetku figuruje položka **dlouhodobého nehmotného majetku**. Tato položka je představována zejména softwarem a různými programovými licencemi potřebnými k chodu podniku společnosti. Tato položka je v rámci všech variant plánu stabilní na úrovni roku 2016, předpokládá se obnovování daných licencí. Další takovou položku představuje **časové rozlišení aktiv**, konkrétně pak vykázané náklady příštích období, které jsou shodně pro finanční plán ve všech variantách stabilizovány na úrovni roku 2016.

Na straně pasiv účetní bilance došlo k již výše popsané úpravě složek vlastního kapitálu dle údajů obsažených v reorganizačním plánu. Tyto změny však nemají vliv na vlastní ocenění, neboť jeho cílem je právě zjištění hodnoty vlastního kapitálu. Položka **časového rozlišení pasiv** zůstává v souladu s rokem 2016 stabilně nulová.

V rámci konstrukce výkazu zisku a ztrát byly vyjma položek zmíněných v rámci generátorů hodnoty modelovány také **daně a poplatky** na stabilní úrovni dle roku 2016, podobně pak bylo přistoupeno také k **ostatním provozním výnosům a nákladům**, které jsou představovány jinak nezařaditelnými výnosy a náklady typu úhrady a inkasa smluvních pokut a penálů, plateb pojistného a inkasa z pojistných událostí a dalších. V rámci finanční části výkazu pak vystupuje okrajová položka **výnosových úroků** na úrovni 1 % z provozně nepotřebných peněžních prostředků, **nákladové úroky** vyplývající z čerpaného refinancování a revolvingového úvěru

a dále položky **ostatních finančních výnosů a nákladů**, které jsou stabilizovány na úrovni roku 2016.

4.3.8 Konstrukce účetních výkazů jednotlivých variant ocenění

Následující tabulky představují vždy soustavu účetních výkazů rozvahy, výkazu zisku a ztrát a přehledu cash flow pro jednotlivé varianty ocenění konstruovaných na základě výše vymezených a popsaných předpokladů vývoje jednotlivých účetních položek a dalších generátorů hodnoty podniku společnosti. Na základě těchto modelových výkazů pak byly pro jednotlivé varianty dopočítány volné peněžní toky (FCFF).

4.3.8.1 Optimistická varianta

Tabulka 4.3-9: Rozvaha společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou

ROZVAHA (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
AKTIVA	**191 552**	**193 473**	**198 471**	**204 923**	**213 482**	**224 289**	**237 379**	**253 046**	**271 459**	**297 017**	**325 565**
dlouhodobý majetek	**47 117**	**46 179**	**45 582**	**45 328**	**45 415**	**45 845**	**46 616**	**47 730**	**49 185**	**50 982**	**52 779**
- nehmotný	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*
- hmotný	*46 728*	*45 790*	*45 194*	*44 939*	*45 027*	*45 456*	*46 227*	*47 341*	*48 796*	*50 593*	*52 390*
- finanční	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
oběžná aktiva	**143 574**	**146 434**	**152 028**	**158 735**	**167 206**	**177 584**	**189 903**	**204 456**	**221 414**	**245 175**	**271 926**
- zásoby	*25 684*	*34 513*	*35 940*	*37 136*	*38 367*	*39 634*	*40 937*	*42 278*	*43 656*	*45 072*	*46 528*
- dl. pohledávky	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- kr. pohledávky	*73 246*	*97 010*	*99 511*	*101 231*	*102 903*	*104 521*	*106 076*	*107 560*	*108 962*	*110 272*	*111 480*
- kr. fin. majetek	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- oběživo	*44 645*	*14 911*	*16 577*	*20 368*	*25 936*	*33 429*	*42 889*	*54 619*	*68 797*	*89 831*	*113 919*
provozně nutné	**8 996**	**14 186**	**15 268**	**16 300**	**17 394**	**18 553**	**19 782**	**21 083**	**22 462**	**23 922**	**25 468**
provozně nenutné	**35 649**	**725**	**1 309**	**4 068**	**8 542**	**14 876**	**23 108**	**33 536**	**46 335**	**65 909**	**88 451**
časové rozlišení A	**861**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PASIVA	**191 552**	**193 473**	**198 471**	**204 923**	**213 482**	**224 289**	**237 379**	**253 046**	**271 459**	**297 017**	**325 565**
vlastní kapitál	**94 096**	**99 484**	**105 632**	**113 386**	**123 058**	**134 782**	**148 577**	**164 729**	**183 393**	**204 527**	**228 391**
- základní kapitál	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*
- kapitálové fondy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- rezervní fondy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- účetní úprava zpracovatele	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***
- hosp. výsledek minulých let	*-12 505*	*-2 253*	*3 135*	*9 283*	*17 036*	*26 709*	*38 432*	*52 228*	*68 379*	*87 043*	*108 178*
- hosp. výsledek úč. období	*10 251*	*5 388*	*6 148*	*7 754*	*9 672*	*11 723*	*13 796*	*16 151*	*18 664*	*21 135*	*23 864*
cizí zdroje	**97 456**	**93 988**	**92 838**	**91 537**	**90 423**	**89 508**	**88 802**	**88 317**	**88 066**	**92 490**	**97 174**
- rezervy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- dl. závazky	*70 195*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- kr. závazky	*27 261*	*42 988*	*46 267*	*49 394*	*52 709*	*56 222*	*59 945*	*63 889*	*68 066*	*72 490*	*77 174*
- bankovní úvěry a výpomoci	*0*	*51 000*	*46 571*	*42 143*	*37 714*	*33 286*	*28 857*	*24 429*	*20 000*	*20 000*	*20 000*
časové rozlišení P	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-10: Výkaz zisku a ztrát společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou

VÝSLEDOVKA (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
výkony	333 879	453 633	477 676	499 171	521 634	545 107	569 637	595 271	622 058	650 050	679 303
výkonová spotřeba	203 644	314 037	330 681	345 562	361 112	377 362	394 343	412 089	430 633	450 011	470 262
- materiál a energie	*153 743*	*236 135*	*248 650*	*259 839*	*271 532*	*283 751*	*296 520*	*309 863*	*323 807*	*338 379*	*353 606*
- služby	*49 901*	*77 902*	*82 031*	*85 722*	*89 580*	*93 611*	*97 823*	*102 225*	*106 825*	*111 633*	*116 656*
PŘIDANÁ HODNOTA	**130 235**	**139 596**	**146 995**	**153 609**	**160 522**	**167 745**	**175 294**	**183 182**	**191 425**	**200 039**	**209 041**
osobní náklady	109 644	124 931	131 552	136 156	140 922	145 854	150 959	156 242	161 711	167 371	173 229
daně a poplatky	657	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650
odpisy	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986
opravné položky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ostatní provozní V	5 342	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300
ostatní provozní N	1 463	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**14 828**	**8 830**	**9 607**	**11 617**	**13 764**	**16 056**	**18 499**	**21 104**	**23 879**	**26 833**	**29 977**
výnosové úroky	882	7	13	41	85	149	231	335	463	659	885
nákladové úroky	2 654	1 785	1 630	1 686	1 509	1 331	1 299	1 099	900	1 000	1 000
ostatní finanční V	102	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
ostatní finanční N	502	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**-2 172**	**-2 178**	**-2 017**	**-2 045**	**-1 823**	**-1 583**	**-1 467**	**-1 164**	**-837**	**-741**	**-515**
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČ. OBDOBÍ	**12 656**	**6 652**	**7 590**	**9 572**	**11 941**	**14 473**	**17 032**	**19 940**	**23 042**	**26 092**	**29 461**
daň PPO	2 405	1 264	1 442	1 819	2 269	2 750	3 236	3 789	4 378	4 957	5 598
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PO ZDANĚNÍ	**10 251**	**5 388**	**6 148**	**7 754**	**9 672**	**11 723**	**13 796**	**16 151**	**18 664**	**21 135**	**23 864**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-11: Přehled cash flow společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou

CASH FLOW (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY NA ZAČÁTKU ROKU		**44 645**	**14 911**	**16 577**	**20 368**	**25 936**	**33 429**	**42 889**	**54 619**	**68 797**	**89 831**
Výsledek hospodaření za běžnou činnost		**5 388**	**6 148**	**7 754**	**9 672**	**11 723**	**13 796**	**16 151**	**18 664**	**21 135**	**23 864**
+ Odpisy		8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986
- Změna zásob, pohledávek		-32 594	-3 928	-2 916	-2 904	-2 885	-2 858	-2 824	-2 780	-2 727	-2 663
+ Změna závazků		15 728	3 279	3 127	3 315	3 513	3 723	3 944	4 177	4 424	4 684
+ Změna stavu rezerv		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Změny stavu časového rozlišení ostatních aktiv a pasiv		1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Provozní cash flow		**-2 492**	**14 484**	**16 951**	**19 069**	**21 337**	**23 646**	**26 257**	**29 047**	**31 817**	**34 870**
- Investice / + desinvestice		-8 047	-8 389	-8 731	-9 073	-9 415	-9 757	-10 099	-10 441	-10 783	-10 783
= Investiční cash flow		**-8 047**	**-8 389**	**-8 731**	**-9 073**	**-9 415**	**-9 757**	**-10 099**	**-10 441**	**-10 783**	**-10 783**
- Splátky stávajících úvěrů		-70 195	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Přijetí nových úvěrů / - Splátky nových úvěrů		51 000	-4 429	-4 429	-4 429	-4 429	-4 429	-4 429	-4 429	0	0
+ Zvýšení základního kapitálu / - snížení základního kapitálu		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ úhrada ztráty / - výplata podílů na zisku		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Finanční cash flow		**-19 195**	**-4 429**	**-4 429**	**-4 429**	**-4 429**	**-4 429**	**-4 429**	**-4 429**	**0**	**0**
= CELKOVÉ CASH FLOW		**-29 734**	**1 666**	**3 791**	**5 568**	**7 493**	**9 460**	**11 730**	**14 178**	**21 034**	**24 087**
Peněžní prostředky na konci roku	**44 645**	**14 911**	**16 577**	**20 368**	**25 936**	**33 429**	**42 889**	**54 619**	**68 797**	**89 831**	**113 919**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-12: Výpočet volných peněžních toků společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
KPVH	**8 830**	**9 607**	**11 617**	**13 764**	**16 056**	**18 499**	**21 104**	**23 879**	**26 833**	**29 977**	**X**
- daň	-1 678	-1 825	-2 207	-2 615	-3 051	-3 515	-4 010	-4 537	-5 098	-5 696	**X**
KPVH po dani	**7 152**	**7 782**	**9 410**	**11 149**	**13 005**	**14 984**	**17 094**	**19 342**	**21 735**	**24 281**	**X**
+ odpisy	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	**X**
- brutto investice do dl. majetku	-8 047	-8 389	-8 731	-9 073	-9 415	-9 757	-10 099	-10 441	-10 783	-10 783	**X**
- investice do prac. kapitálu	-22 056	-1 731	-820	-683	-531	-364	-181	19	237	475	**X**
FCFF	**-13 966**	**6 647**	**8 844**	**10 379**	**12 045**	**13 849**	**15 800**	**17 905**	**20 175**	**22 959**	**23 648**

Zdroj: Vlastní tvorba

4.3.8.2 Střední varianta

Tabulka 4.3-13: Rozvaha společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou

ROZVAHA (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
AKTIVA	**191 552**	**166 371**	**172 867**	**181 126**	**191 593**	**204 442**	**218 097**	**234 046**	**252 443**	**275 314**	**300 913**
dlouhodobý majetek	**47 117**	**46 179**	**45 582**	**45 328**	**45 415**	**45 845**	**46 616**	**47 730**	**49 185**	**50 982**	**52 779**
- nehmotný	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*
- hmotný	*46 728*	*45 790*	*45 194*	*44 939*	*45 027*	*45 456*	*46 227*	*47 341*	*48 796*	*50 593*	*52 390*
- finanční	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
oběžná aktiva	**143 574**	**119 332**	**126 425**	**134 938**	**145 318**	**157 737**	**170 620**	**185 456**	**202 398**	**223 472**	**247 274**
- zásoby	*25 684*	*27 850*	*30 048*	*32 123*	*34 191*	*36 251*	*37 443*	*38 669*	*39 930*	*41 225*	*42 556*
- dl. pohledávky	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- kr. pohledávky	*73 246*	*78 282*	*83 199*	*87 566*	*91 702*	*95 600*	*97 022*	*98 379*	*99 661*	*100 860*	*101 965*
- kr. fin. majetek	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- oběživo	*44 645*	*13 199*	*13 178*	*15 250*	*19 425*	*25 886*	*36 155*	*48 408*	*62 807*	*81 387*	*102 753*
provozně nutné	**8 996**	**11 448**	**12 765**	**14 100**	**15 501**	**16 970**	**18 093**	**19 284**	**20 545**	**21 880**	**23 294**
provozně nenutné	**35 649**	**1 752**	**413**	**1 150**	**3 924**	**8 917**	**18 062**	**29 124**	**42 263**	**59 507**	**79 459**
časové rozlišení A	**861**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PASIVA	**191 552**	**166 371**	**172 867**	**181 126**	**191 593**	**204 442**	**218 097**	**234 046**	**252 443**	**275 314**	**300 913**
vlastní kapitál	**94 096**	**97 681**	**102 185**	**108 400**	**116 621**	**127 019**	**139 268**	**153 610**	**170 187**	**189 011**	**210 326**
- základní kapitál	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*
- kapitálové fondy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- rezervní fondy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- účetní úprava zpracovatele	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***
- hosp. výsledek minulých let	*-12 505*	*-2 253*	*1 332*	*5 835*	*12 050*	*20 272*	*30 669*	*42 919*	*57 260*	*73 837*	*92 661*
- hosp. výsledek úč. období	*10 251*	*3 585*	*4 503*	*6 215*	*8 222*	*10 397*	*12 250*	*14 342*	*16 577*	*18 824*	*21 315*
cizí zdroje	**97 456**	**68 690**	**70 682**	**72 726**	**74 972**	**77 423**	**78 828**	**80 436**	**82 256**	**86 303**	**90 587**
- rezervy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- dl. závazky	*70 195*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- kr. závazky	*27 261*	*34 690*	*38 682*	*42 726*	*46 972*	*51 423*	*54 828*	*58 436*	*62 256*	*66 303*	*70 587*
- bankovní úvěry a výpomoci	*0*	*34 000*	*32 000*	*30 000*	*28 000*	*26 000*	*24 000*	*22 000*	*20 000*	*20 000*	*20 000*
časové rozlišení P	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-14: Výkaz zisku a ztrát společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou

VÝSLEDOVKA (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
výkony	333 879	366 060	399 371	431 788	464 854	498 581	521 017	544 463	568 963	594 567	621 322
výkonová spotřeba	203 644	253 413	276 473	298 914	321 805	345 153	360 685	376 916	393 877	411 601	430 123
- materiál a energie	*153 743*	*190 549*	*207 889*	*224 764*	*241 976*	*259 532*	*271 211*	*283 416*	*296 169*	*309 497*	*323 424*
- služby	*49 901*	*62 863*	*68 584*	*74 151*	*79 829*	*85 621*	*89 474*	*93 500*	*97 708*	*102 104*	*106 699*
PŘIDANÁ HODNOTA	**130 235**	**112 647**	**122 898**	**132 874**	**143 049**	**153 428**	**160 332**	**167 547**	**175 086**	**182 965**	**191 199**
osobní náklady	109 644	100 813	109 987	117 777	125 582	133 405	138 074	142 907	147 908	153 085	158 443
daně a poplatky	657	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650
odpisy	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986
opravné položky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ostatní provozní V	5 342	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300
ostatní provozní N	1 463	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**14 828**	**5 999**	**7 076**	**9 261**	**11 631**	**14 187**	**16 422**	**18 805**	**21 342**	**24 045**	**26 920**
výnosové úroky	882	18	4	11	39	89	181	291	423	595	795
nákladové úroky	2 654	1 190	1 120	1 200	1 120	1 040	1 080	990	900	1 000	1 000
ostatní finanční V	102	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
ostatní finanční N	502	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**-2 172**	**-1 572**	**-1 516**	**-1 589**	**-1 481**	**-1 351**	**-1 299**	**-1 099**	**-877**	**-805**	**-605**
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČ. OBDOBÍ	**12 656**	**4 426**	**5 560**	**7 673**	**10 150**	**12 836**	**15 123**	**17 706**	**20 465**	**23 240**	**26 315**
daň PPO	2 405	841	1 056	1 458	1 929	2 439	2 873	3 364	3 888	4 416	5 000
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PO ZDANĚNÍ	**10 251**	**3 585**	**4 503**	**6 215**	**8 222**	**10 397**	**12 250**	**14 342**	**16 577**	**18 824**	**21 315**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-15: Přehled cash flow společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou

CASH FLOW (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY NA ZAČÁTKU ROKU		**44 645**	**13 199**	**13 178**	**15 250**	**19 425**	**25 886**	**36 155**	**48 408**	**62 807**	**81 387**
Výsledek hospodaření za běžnou činnost		**3 585**	**4 503**	**6 215**	**8 222**	**10 397**	**12 250**	**14 342**	**16 577**	**18 824**	**21 315**
+ Odpisy		8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986
- Změna zásob, pohledávek		-7 203	-7 114	-6 442	-6 204	-5 958	-2 614	-2 583	-2 543	-2 494	-2 436
+ Změna závazků		7 429	3 993	4 044	4 245	4 452	3 405	3 607	3 821	4 046	4 285
+ Změna stavu rezerv		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Změny stavu časového rozlišení ostatních aktiv a pasiv		1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Provozní cash flow		**12 797**	**10 368**	**12 803**	**15 248**	**17 877**	**22 026**	**24 352**	**26 840**	**29 362**	**32 149**
- Investice / + desinvestice		-8 047	-8 389	-8 731	-9 073	-9 415	-9 757	-10 099	-10 441	-10 783	-10 783
= Investiční cash flow		**-8 047**	**-8 389**	**-8 731**	**-9 073**	**-9 415**	**-9 757**	**-10 099**	**-10 441**	**-10 783**	**-10 783**
- Splátky stávajících úvěrů		-70 195	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Přijetí nových úvěrů / - Splátky nových úvěrů		34 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	0	0
+ Zvýšení základního kapitálu / - snížení základního kapitálu		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ úhrada ztráty / - výplata podílů na zisku		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Finanční cash flow		**-36 195**	**-2 000**	**-2 000**	**-2 000**	**-2 000**	**-2 000**	**-2 000**	**-2 000**	**0**	**0**
= CELKOVÉ CASH FLOW		**-31 445**	**-21**	**2 072**	**4 175**	**6 462**	**10 269**	**12 253**	**14 399**	**18 579**	**21 366**
Peněžní prostředky na konci roku	**44 645**	**13 199**	**13 178**	**15 250**	**19 425**	**25 886**	**36 155**	**48 408**	**62 807**	**81 387**	**102 753**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-16: Výpočet volných peněžních toků společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
KPVH	**5 999**	**7 076**	**9 261**	**11 631**	**14 187**	**16 422**	**18 805**	**21 342**	**24 045**	**26 920**	**X**
- daň	-1 140	-1 344	-1 760	-2 210	-2 696	-3 120	-3 573	-4 055	-4 568	-5 115	**X**
KPVH po dani	**4 859**	**5 731**	**7 502**	**9 421**	**11 492**	**13 302**	**15 232**	**17 287**	**19 476**	**21 805**	**X**
+ odpisy	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	**X**
- brutto investice do dl. majetku	-8 047	-8 389	-8 731	-9 073	-9 415	-9 757	-10 099	-10 441	-10 783	-10 783	**X**
- investice do prac. kapitálu	-2 226	-4 439	-3 732	-3 360	-2 975	-333	-166	17	217	435	**X**
FCFF	**3 571**	**1 889**	**4 024**	**5 973**	**8 087**	**12 198**	**13 953**	**15 849**	**17 896**	**20 443**	**21 056**

Zdroj: Vlastní tvorba

4.3.8.3 Konzervativní varianta

Tabulka 4.3-17: Rozvaha společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou

ROZVAHA (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
AKTIVA	**191 552**	**160 684**	**165 639**	**171 694**	**179 323**	**188 636**	**199 654**	**212 600**	**227 602**	**246 104**	**266 908**
dlouhodobý majetek	**47 117**	**46 179**	**45 582**	**45 328**	**45 415**	**45 845**	**46 616**	**47 730**	**49 185**	**50 982**	**52 779**
- nehmotný	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*	*389*
- hmotný	*46 728*	*45 790*	*45 194*	*44 939*	*45 027*	*45 456*	*46 227*	*47 341*	*48 796*	*50 593*	*52 390*
- finanční	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
oběžná aktiva	**143 574**	**113 646**	**119 196**	**125 506**	**133 048**	**141 931**	**152 178**	**164 010**	**177 557**	**194 262**	**213 269**
- zásoby	*25 684*	*26 723*	*27 827*	*28 754*	*29 707*	*30 688*	*31 697*	*32 735*	*33 802*	*34 899*	*36 026*
- dl. pohledávky	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- kr. pohledávky	*73 246*	*75 113*	*77 050*	*78 381*	*79 676*	*80 929*	*82 133*	*83 282*	*84 367*	*85 382*	*86 317*
- kr. fin. majetek	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- oběživo	*44 645*	*11 809*	*14 319*	*18 371*	*23 664*	*30 314*	*38 348*	*47 994*	*59 388*	*73 982*	*90 926*
provozně nutné	**8 996**	**10 984**	**11 822**	**12 621**	**13 468**	**14 366**	**15 317**	**16 324**	**17 392**	**18 522**	**19 719**
provozně nenutné	**35 649**	**825**	**2 497**	**5 750**	**10 197**	**15 948**	**23 031**	**31 669**	**41 996**	**55 460**	**71 207**
časové rozlišení A	**861**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**	**860**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PASIVA	**191 552**	**160 684**	**165 639**	**171 694**	**179 323**	**188 636**	**199 654**	**212 600**	**227 602**	**246 104**	**266 908**
vlastní kapitál	**94 096**	**97 399**	**101 244**	**106 306**	**112 797**	**120 818**	**130 383**	**141 703**	**154 899**	**169 976**	**187 153**
- základní kapitál	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*	*500*
- kapitálové fondy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- rezervní fondy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- účetní úprava zpracovatele	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***	***95 850***
- hosp. výsledek minulých let	*-12 505*	*-2 253*	*1 050*	*4 894*	*9 956*	*16 447*	*24 468*	*34 033*	*45 353*	*58 550*	*73 627*
- hosp. výsledek úč. období	*10 251*	*3 303*	*3 845*	*5 062*	*6 491*	*8 021*	*9 565*	*11 320*	*13 196*	*15 077*	*17 176*
cizí zdroje	**97 456**	**63 285**	**64 395**	**65 388**	**66 526**	**67 818**	**69 271**	**70 897**	**72 702**	**76 128**	**79 755**
- rezervy	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- dl. závazky	*70 195*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
- kr. závazky	*27 261*	*33 285*	*35 824*	*38 245*	*40 812*	*43 532*	*46 414*	*49 468*	*52 702*	*56 128*	*59 755*
- bankovní úvěry a výpomoci	*0*	*30 000*	*28 571*	*27 143*	*25 714*	*24 286*	*22 857*	*21 429*	*20 000*	*20 000*	*20 000*
časové rozlišení P	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-18: Výkaz zisku a ztrát společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou

VÝSLEDOVKA (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
výkony	333 879	351 241	369 856	386 500	403 892	422 068	441 061	460 908	481 649	503 323	525 973
výkonová spotřeba	203 644	243 154	256 041	267 563	279 603	292 185	305 334	319 074	333 432	348 436	364 116
- materiál a energie	*153 743*	*182 835*	*192 526*	*201 189*	*210 243*	*219 704*	*229 591*	*239 922*	*250 719*	*262 001*	*273 791*
- služby	*49 901*	*60 318*	*63 515*	*66 373*	*69 360*	*72 481*	*75 743*	*79 151*	*82 713*	*86 435*	*90 325*
PŘIDANÁ HODNOTA	**130 235**	**108 087**	**113 816**	**118 937**	**124 289**	**129 882**	**135 727**	**141 835**	**148 217**	**154 887**	**161 857**
osobní náklady	109 644	96 732	101 858	105 423	109 113	112 932	116 885	120 976	125 210	129 592	134 128
daně a poplatky	657	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650
odpisy	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986
opravné položky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ostatní provozní V	5 342	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300	5 300
ostatní provozní N	1 463	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**14 828**	**5 520**	**6 121**	**7 678**	**9 340**	**11 114**	**13 006**	**15 023**	**17 172**	**19 459**	**21 893**
výnosové úroky	882	8	25	58	102	159	230	317	420	555	712
nákladové úroky	2 654	1 050	1 000	1 086	1 029	971	1 029	964	900	1 000	1 000
ostatní finanční V	102	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
ostatní finanční N	502	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	**-2 172**	**-1 442**	**-1 375**	**-1 428**	**-1 327**	**-1 212**	**-1 198**	**-1 048**	**-880**	**-845**	**-688**
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČ. OBDOBÍ	**12 656**	**4 078**	**4 746**	**6 250**	**8 014**	**9 902**	**11 808**	**13 976**	**16 292**	**18 614**	**21 205**
daň PPO	2 405	775	902	1 187	1 523	1 881	2 244	2 655	3 095	3 537	4 029
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PO ZDANĚNÍ	**10 251**	**3 303**	**3 845**	**5 062**	**6 491**	**8 021**	**9 565**	**11 320**	**13 196**	**15 077**	**17 176**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-19: Přehled cash flow společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou

CASH FLOW (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY NA ZAČÁTKU ROKU		**44 645**	**11 809**	**14 319**	**18 371**	**23 664**	**30 314**	**38 348**	**47 994**	**59 388**	**73 982**
Výsledek hospodaření za běžnou činnost		**3 303**	**3 845**	**5 062**	**6 491**	**8 021**	**9 565**	**11 320**	**13 196**	**15 077**	**17 176**
+ Odpisy		8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986
- Změna zásob, pohledávek		-2 907	-3 041	-2 257	-2 248	-2 234	-2 213	-2 186	-2 153	-2 111	-2 062
+ Změna závazků		6 024	2 538	2 421	2 567	2 720	2 882	3 054	3 235	3 425	3 627
+ Změna stavu rezerv		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Změny stavu časového rozlišení ostatních aktiv a pasiv		1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Provozní cash flow		**15 407**	**12 327**	**14 212**	**15 795**	**17 493**	**19 220**	**21 173**	**23 264**	**25 377**	**27 727**
- Investice / + desinvestice		-8 047	-8 389	-8 731	-9 073	-9 415	-9 757	-10 099	-10 441	-10 783	-10 783
= Investiční cash flow		**-8 047**	**-8 389**	**-8 731**	**-9 073**	**-9 415**	**-9 757**	**-10 099**	**-10 441**	**-10 783**	**-10 783**
- Splátky stávajících úvěrů		-70 195	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Přijetí nových úvěrů / - Splátky nových úvěrů		30 000	-1 429	-1 429	-1 429	-1 429	-1 429	-1 429	-1 429	0	0
+ Zvýšení základního kapitálu / - snížení základního kapitálu		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ úhrada ztráty / - výplata podílů na zisku		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Finanční cash flow		**-40 195**	**-1 429**	**-1 429**	**-1 429**	**-1 429**	**-1 429**	**-1 429**	**-1 429**	**0**	**0**
= CELKOVÉ CASH FLOW		**-32 835**	**2 509**	**4 052**	**5 293**	**6 650**	**8 034**	**9 646**	**11 394**	**14 594**	**16 944**
Peněžní prostředky na konci roku	**44 645**	**11 809**	**14 319**	**18 371**	**23 664**	**30 314**	**38 348**	**47 994**	**59 388**	**73 982**	**90 926**

Zdroj: Vlastní tvorba

Tabulka 4.3-20: Výpočet volných peněžních toků společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
KPVH	**5 520**	**6 121**	**7 678**	**9 340**	**11 114**	**13 006**	**15 023**	**17 172**	**19 459**	**21 893**	**X**
- daň	-1 049	-1 163	-1 459	-1 775	-2 112	-2 471	-2 854	-3 263	-3 697	-4 160	**X**
KPVH po dani	**4 471**	**4 958**	**6 219**	**7 566**	**9 003**	**10 535**	**12 169**	**13 909**	**15 762**	**17 734**	**X**
+ odpisy	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	8 986	**X**
- brutto investice do dl. majetku	-8 047	-8 389	-8 731	-9 073	-9 415	-9 757	-10 099	-10 441	-10 783	-10 783	**X**
- investice do prac. kapitálu	1 129	-1 341	-635	-529	-411	-282	-140	14	184	368	**X**
FCFF	**6 539**	**4 214**	**5 838**	**6 950**	**8 162**	**9 482**	**10 915**	**12 468**	**14 148**	**16 304**	**16 793**

Zdroj: Vlastní tvorba

4.4 Konstrukce diskontní sazby

Jak bylo zmíněno výše, při užití výnosové metody ocenění DCF – Entity je jsou ve smyslu diskontní sazby užívány vážené průměrné náklady kapitálu (WACC). Jejich výpočet představuje následující rovnice:

$$WACC = N_{CK} * (1 - t) * \frac{CK}{K} + N_{VK} * \frac{VK}{K}$$

Kde:
WACC …….. Vážené průměrné náklady kapitálu
N_{CK} ……... Náklady cizího kapitálu
N_{VK} ……... Náklady vlastního kapitálu
$\frac{CK}{K}$ …… Podíl cizího kapitálu na celkovém v tržních hodnotách
$\frac{VK}{K}$ ……... Podíl vlastního kapitálu na celkovém v tržních hodnotách
t ……... Sazba daně z příjmu právnických osob

Náklady cizího kapitálu byly modelovány na základě odhadu odvíjejícího se od predikce vývoje sazby 3M PRIBOR dle České národní banky:

Tabulka 4.4-1: Predikce nákladů cizího kapitálu pro období 1. fáze

Náklady CK	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Predikce sazby 3M PRIBOR dle ČNB	*0,30%*	*0,70%*	*1,60%*								
Náklady cizího kapitálu	**X**	**3,50%**	**3,50%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**5,00%**	**5,00%**

Zdroj: Makroekonomická predikce ČNB z listopadu 2016, vlastní tvorba

Pro pokračující hodnotu zůstávají náklady cizího kapitálu zachovány na úrovni 5 %. V rámci výpočtu výsledných WACC je pak zohledněn úrokový daňový štít, jenž je spojen s čerpáním úročených cizích zdrojů.

Pro stanovení nákladů **vlastního kapitálu** byl využit CAPM model, jehož zásadní součástí je tzv, přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko konkrétního kapitálového trhu. Obecně tak struktura výpočtu vypadá následovně:

$$E(R_A) = r_f + \left[E(R_M) - r_f\right] * \beta_A$$

kde:
$E(R_A)$ .....střední očekávaná výnosnost
r_f .....bezriziková výnosnost
$E(R_M)$ .....střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu
β_A .....koeficient beta

Koeficient beta vyjadřuje úroveň rizika spojenou s konkrétním subjektem v porovnání rizikem trhu jako celku. Hodnota tohoto koeficientu byla převzata ze statistických údajů analýzy evropského kapitálového trhu prof. Damodarana platných k lednu 2016. Společnost byla zařazena do průmyslového odvětví „Steel“. Ze zveřejňovaných údajů tvoří základ následujících výpočtů nákladů vlastního kapitálu koeficient beta nezadlužená, tedy koeficient nezohledňující míru zadlužení podniku. Ten je následně přepočítán na betu zadluženou dle vzorce níže:

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - t) * \frac{CK}{VK})$$

kde:
β_Z .....zadlužená Beta
β_N .....nezadlužená Beta
CK .....cizí kapitál v tržní hodnotě
VK .....vlastní kapitál v tržní hodnotě

Bezriziková složka úrokové míry je představovány výnosností desetiletých státních dluhopisů k datu ocenění (0,53 %), v rámci tržní rizikové prémie je zohledněna **vlastní riziková prémie** spočívající ve srovnání s vládními dluhopisy USA (k datu ocenění 6,25 %) a dále specifická riziková prémie kapitálového trhu České republiky (k datu ocenění 1,11 %), obě veličiny byly převzaty ze statistických údajů prof. Damodarana.

Další **specifické rizikové přirážky** byly zohledněny na základě výstupů provedené obchodní, finanční a provozní due diligence, promítnuta byla také současná situace podniku společnosti z hlediska nedávného úpadku a probíhajícího insolvenčního řízení a další přirážky zvažované v souladu s oceňovatelskou teorií (nelikvidita, nízká obchodovatelnost apod.). Vlastní výpočet nákladů vlastního kapitálu vypadá následovně:

$$N_{VK} = r_r + \beta_Z * R_{MKT} + R_C + R_S$$

kde:
R_{MKT} .....Riziková prémie amerického kapitálového trhu
R_C .....Riziková prémie České republiky
R_S .....Rizikové přirážky specifické

Výsledných WACC pro jednotlivé roky finančního plánu v jednotlivých variantách je následně dosaženo pomocí iteračních propočtů spočívajících v opakovaném dosazování aktualizovaných tržních hodnot vlastního a cizího kapitálu, resp. jejich poměrů k tržní hodnotě celkového kapitálu do vlastního propočtu WACC včetně veškerých dílčích výpočtů.

4.5 Stanovení pokračující hodnoty a vlastní ocenění

Hodnota 1. fáze je představována součtem současných hodnot volných peněžních toků k datu ocenění, **pokračující hodnota** pak představuje uvažovanou hodnotu podniku společnosti od konce 1. fáze do nekonečna při zohlednění určitých stabilizačních prvků. Jak bylo zmíněno výše, pokračující hodnota bude stanovena pomocí Gordonova vzorce při tempu růstu na úrovni 3 %. Výslednou pokračující hodnotu pak je určena k datu odpovídajícímu konci 1. fáze a je tedy třeba ji opět diskontovat k datu ocenění.

V rámci nastavených parametrů byl vymezen také **provozně nepotřebný majetek**, a to peněžní prostředky přítomné ve společnosti k datu ocenění v objemu odpovídajícímu přebytku na 33 % krátkodobých závazků. Výše provozně nepotřebných peněz je tedy pro všechny varianty ocenění shodná a dosahuje úrovně **35 649 000,- Kč**.

Výsledná hodnota podniku společnosti se tedy skládá ze součtu současných hodnot 1. a 2. fáze (brutto hodnota), následně jsou odečteny úročené cizí zdroje přítomné k datu ocenění (netto hodnota) a přičten provozně nepotřebný majetek (výsledná hodnota ocenění).

Následující tabulky obsahují propočet vážených průměrných nákladů kapitálu pro jednotlivé varianty ocenění a také samotné ocenění podniku společnosti dle jednotlivých variant specifikovaných výše.

4.5.1 Optimistická varianta

Tabulka 4.5-1: Přehled výpočtu WACC a výsledného ocenění podniku společnosti optimistickou variantou

diskontní sazba (WACC) - výpočet	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
tržní hodnota VK k 1.1.	30 889	73 529	86 412	99 073	111 932	124 890	137 960	150 859	163 406	171 033	177 101
tržní hodnota CK k 1.1.	70 195	51 000	46 571	42 143	37 714	33 286	28 857	24 429	20 000	20 000	20 000
kapitál celkem k 1.1.	**101 084**	**124 529**	**132 984**	**141 216**	**149 646**	**158 176**	**166 817**	**175 287**	**183 406**	**191 033**	**197 101**
VK/K	30,56%	59,05%	64,98%	70,16%	74,80%	78,96%	82,70%	86,06%	89,10%	89,53%	89,85%
CK/K	69,44%	40,95%	35,02%	29,84%	25,20%	21,04%	17,30%	13,94%	10,90%	10,47%	10,15%
CK/VK	227,25%	69,36%	53,89%	42,54%	33,69%	26,65%	20,92%	16,19%	12,24%	11,69%	11,29%
beta - unlevered	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710
beta - levered	2,017	1,109	1,020	0,955	0,904	0,863	0,830	0,803	0,780	0,777	0,775
bezriziková výnosová míra	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%
riziková prémie trhu	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
riziková prémie země	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%
další přirážky	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
N(VK)	**24,25%**	**18,57%**	**18,02%**	**17,61%**	**17,29%**	**17,04%**	**16,83%**	**16,66%**	**16,52%**	**16,50%**	**16,23%**
N(CK)	**3,50%**	**3,50%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**5,00%**	**5,00%**	**5,00%**
WACC	**9,38%**	**12,13%**	**12,84%**	**13,32%**	**13,75%**	**14,22%**	**14,55%**	**14,85%**	**15,16%**	**15,20%**	**15,00%**
hodnota FCFF k 31.12.	-13 966	6 647	8 844	10 379	12 045	13 849	15 800	17 905	20 175	22 959	23 648
hodnota podniku brutto k 1.1.	101 084	124 529	132 984	141 216	149 646	158 176	166 817	175 287	183 406	191 033	197 101
úročený CK k 1.1.	70 195	51 000	46 571	42 143	37 714	33 286	28 857	24 429	20 000	20 000	20 000
Hodnota podniku netto k 1.1.	**30 889**	**73 529**	**86 412**	**99 073**	**111 932**	**124 890**	**137 960**	**150 859**	**163 406**	**171 033**	**177 101**
D/E dle tržních hodnot	*227,3%*	*69,4%*	*53,9%*	*42,5%*	*33,7%*	*26,7%*	*20,9%*	*16,2%*	*12,2%*	*11,7%*	*11,3%*

VÝPOČET HODNOTY - v tis. Kč	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
počet let diskontování	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	X
odúročitel	0,9143	0,815381921	0,722593805	0,637660316	0,56058795	0,490804748	0,42846674	0,373078509	0,323969964	0,281235944	X
diskontované FCFF	**-12 769**	**5 420**	**6 391**	**6 618**	**6 752**	**6 797**	**6 770**	**6 680**	**6 536**	**6 457**	X

HODNOTA 1. FÁZE (k datu ocenění)	45 652	*45,16%*
HODNOTA 2. FÁZE (k datu ocenění)	55 432	*54,84%*
HODNOTA brutto	**101 084**	
úročený CK k datu ocenění	70 195	
HODNOTA netto	**30 889**	

provozně nepotřebný majetek - oběživo	**35 649**
výsledná hodnota podniku	**66 538**

Zdroj: Vlastní tvorba

4.5.2 Střední varianta

Tabulka 4.5-2: Přehled výpočtu WACC a výsledného ocenění podniku společnosti střední variantou

diskontní sazba (WACC) - výpočet	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
tržní hodnota VK k 1.1.	23 790	64 752	77 460	90 078	102 637	114 966	125 135	135 040	144 495	151 360	156 782
tržní hodnota CK k 1.1.	70 195	34 000	32 000	30 000	28 000	26 000	24 000	22 000	20 000	20 000	20 000
kapitál celkem k 1.1.	**93 985**	**98 752**	**109 460**	**120 078**	**130 637**	**140 966**	**149 135**	**157 040**	**164 495**	**171 360**	**176 782**
VK/K	25,31%	65,57%	70,77%	75,02%	78,57%	81,56%	83,91%	85,99%	87,84%	88,33%	88,69%
CK/K	74,69%	34,43%	29,23%	24,98%	21,43%	18,44%	16,09%	14,01%	12,16%	11,67%	11,31%
CK/VK	295,06%	52,51%	41,31%	33,30%	27,28%	22,62%	19,18%	16,29%	13,84%	13,21%	12,76%
beta - unlevered	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710
beta - levered	2,407	1,012	0,948	0,902	0,867	0,840	0,820	0,804	0,790	0,786	0,783
bezriziková výnosová míra	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%
riziková prémie trhu	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
riziková prémie země	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%
další přirážky	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
N(VK)	**26,68%**	**17,97%**	**17,56%**	**17,28%**	**17,06%**	**16,89%**	**16,77%**	**16,66%**	**16,58%**	**16,55%**	**16,30%**
N(CK)	**3,50%**	**3,50%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**5,00%**	**5,00%**	**5,00%**
WACC	**8,87%**	**12,76%**	**13,38%**	**13,77%**	**14,10%**	**14,45%**	**14,66%**	**14,84%**	**15,05%**	**15,09%**	**14,91%**
hodnota FCFF k 31.12.	3 571	1 889	4 024	5 973	8 087	12 198	13 953	15 849	17 896	20 443	21 056
hodnota podniku brutto k 1.1.	93 985	98 752	109 460	120 078	130 637	140 966	149 135	157 040	164 495	171 360	176 782
úročený CK k 1.1.	70 195	34 000	32 000	30 000	28 000	26 000	24 000	22 000	20 000	20 000	20 000
Hodnota podniku netto k 1.1.	**23 790**	**64 752**	**77 460**	**90 078**	**102 637**	**114 966**	**125 135**	**135 040**	**144 495**	**151 360**	**156 782**
D/E dle tržních hodnot	*295,1%*	*52,5%*	*41,3%*	*33,3%*	*27,3%*	*22,6%*	*19,2%*	*16,3%*	*13,8%*	*13,2%*	*12,8%*

VÝPOČET HODNOTY - v tis. Kč	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
počet let diskontování	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	X
odúročitel	0,9185	0,814598701	0,718494377	0,63154	0,553512	0,483637	0,421817	0,367309	0,319253	0,277385	X
diskontované FCFF	**3 280**	**1 539**	**2 891**	**3 772**	**4 476**	**5 899**	**5 885**	**5 822**	**5 713**	**5 670**	X

HODNOTA 1. FÁZE (k datu ocenění)	44 948	*47,82%*
HODNOTA 2. FÁZE (k datu ocenění)	49 037	*52,18%*
HODNOTA brutto	**93 985**	
úročený CK k datu ocenění	70 195	
HODNOTA netto	**23 790**	
provozně nepotřebný majetek - oběživo	**35 649**	
výsledná hodnota podniku	**59 439**	

Zdroj: Vlastní tvorba

4.5.3 Konzervativní varianta

Tabulka 4.5-3: Přehled výpočtu WACC a výsledného ocenění podniku společnosti konzervativní variantou

diskontní sazba (WACC) - výpočet	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
tržní hodnota VK k 1.1.	16 317	57 111	65 436	73 500	81 651	89 803	97 947	105 863	113 395	119 008	123 366
tržní hodnota CK k 1.1.	70 195	30 000	28 571	27 143	25 714	24 286	22 857	21 429	20 000	20 000	20 000
kapitál celkem k 1.1.	**86 512**	**87 111**	**94 008**	**100 643**	**107 366**	**114 089**	**120 804**	**127 292**	**133 395**	**139 008**	**143 366**
VK/K	18,86%	65,56%	69,61%	73,03%	76,05%	78,71%	81,08%	83,17%	85,01%	85,61%	86,05%
CK/K	81,14%	34,44%	30,39%	26,97%	23,95%	21,29%	18,92%	16,83%	14,99%	14,39%	13,95%
CK/VK	430,19%	52,53%	43,66%	36,93%	31,49%	27,04%	23,34%	20,24%	17,64%	16,81%	16,21%
beta - unlevered	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710	0,710
beta - levered	3,184	1,012	0,961	0,922	0,891	0,866	0,844	0,827	0,812	0,807	0,803
bezriziková výnosová míra	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%	0,53%
riziková prémie trhu	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
riziková prémie země	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%	1,11%
další přirážky	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
N(VK)	**31,54%**	**17,97%**	**17,65%**	**17,41%**	**17,21%**	**17,05%**	**16,92%**	**16,81%**	**16,71%**	**16,68%**	**16,44%**
N(CK)	**3,50%**	**3,50%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,00%**	**4,50%**	**4,50%**	**4,50%**	**5,00%**	**5,00%**	**5,00%**
WACC	**8,25%**	**12,76%**	**13,27%**	**13,59%**	**13,86%**	**14,20%**	**14,41%**	**14,59%**	**14,81%**	**14,86%**	**14,71%**
hodnota FCFF k 31.12.	6 539	4 214	5 838	6 950	8 162	9 482	10 915	12 468	14 148	16 304	16 793
hodnota podniku brutto k 1.1.	86 512	87 111	94 008	100 643	107 366	114 089	120 804	127 292	133 395	139 008	143 366
úročený CK k 1.1.	70 195	30 000	28 571	27 143	25 714	24 286	22 857	21 429	20 000	20 000	20 000
Hodnota podniku netto k 1.1.	**16 317**	**57 111**	**65 436**	**73 500**	**81 651**	**89 803**	**97 947**	**105 863**	**113 395**	**119 008**	**123 366**
D/E dle tržních hodnot	*430,2%*	*52,5%*	*43,7%*	*36,9%*	*31,5%*	*27,0%*	*23,3%*	*20,2%*	*17,6%*	*16,8%*	*16,2%*

VÝPOČET HODNOTY - v tis. Kč	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	PH
počet let diskontování	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	X
odúročitel	0,9238	0,819289	0,723314	0,636804	0,559266	0,489739	0,428073	0,373568	0,325369	0,283263	X
diskontované FCFF	**6 040**	**3 453**	**4 223**	**4 426**	**4 565**	**4 644**	**4 672**	**4 658**	**4 603**	**4 618**	X

HODNOTA 1. FÁZE (k datu ocenění)	45 902	*53,06%*
HODNOTA 2. FÁZE (k datu ocenění)	40 610	*46,94%*
HODNOTA brutto	**86 512**	
úročený CK k datu ocenění	70 195	
HODNOTA netto	**16 317**	
provozně nepotřebný majetek - oběživo	**35 649**	
výsledná hodnota podniku	**51 966**	

Zdroj: Vlastní tvorba

4.6 Závěr ocenění podniku společnosti

Na základě výše specifikovaných podmínek a předpokladů byl stanoven interval pravděpodobné hodnoty podniku společnosti skrze jednotlivé varianty ocenění, kdy konzervativní varianta představuje spodní hranici a optimistická varianta představuje horní hranici hodnoty podniku společnosti. Následující interval představuje rekapitulaci výstupů výše provedeného ocenění a indikuje rozsah pro případnou výslednou cenovou nabídku (v mil. Kč):

$$< 52; 59; 66 >$$

Při zohlednění odhadované pravděpodobnosti nastání jednotlivých situací dle specifikovaných variant ocenění (10 % pro optimistickou, 60 % pro střední a 30 % pro konzervativní variantu) je pak vyčíslena odhadovaná hodnota podniku společnosti Ernst Leopold na **57 500 000 Kč** (po zaokrouhlení). Navrhovaná kupní cena podniku společnosti Ernst Leopold v rámci realizované reorganizace pak činí:

52 000 000,- Kč

4.6.1 Navrhovaný způsob realizace transakce

Hlavní rizika byla identifikována v hrozbě nadhodnocení prezentované předpokládané výkonnosti v rámci finančního plánu, resp. nedodržení předpokladu dostatečného využití v současném stavu nevyužitých výrobních kapacit podniku společnosti Ernst Leopold. Proto je navrhovaný způsob provedení transakce akvizice konstruován v následujících krocích:

- úhrada **85 % navrhované ceny (44 200 000 Kč)** akvizice při realizaci vlastní koupě
- doplatek **15 % navrhované ceny (7 800 000 Kč)** v roce 2020 na základě auditovaných výsledků výkonnosti podniku společnosti Ernst Leopold za rok 2019, které budou odpovídat alespoň výsledkům předpokládaným střední variantou odhadu hodnoty. Tyto prostředky budou to doby realizace případného doplatku uloženy v advokátní úschově a zhodnocovány termínovaným vkladem. Výnosové úroky z tohoto vkladu budou primárně použity na úhradu služby advokátní kanceláře, případný přebytek bude v případě splnění výše popsané podmínky přičten k vyplácenému doplatku navrhované kupní ceny.

Pro výplatu výše popsaného doplatku navrhované ceny by tedy výkonnost podniku společnosti Ernst Leopold za rok 2019 měla dosáhnout následujících minimálních parametrů:

- Celkové tržby **alespoň 430 mil. Kč**
- Provozní zisková marže **alespoň 30 %**
- Provozní výsledek hospodaření **alespoň 9,2 mil. Kč**

Z důvodů vysokého rizika vyplývajícího z nejistot souvisejících s podnikem společnosti Ernst Leopold zejména z ohledem na budoucí výkonnost, popř. možnost objevení skrytých závazků či provozních vad, existenci rizikového financování v rámci podniku společnosti a administrativní a účetní komplikovanosti spojení podniku společnosti Ernst Leopold a podniku společnosti strategického investora spojené s dalšími potenciálními náklady je navrhováno uskutečnění vlastní akvizice způsobem vkladu podniku společnosti Ernst Leopold do nově zřízené společnosti, tzv. SPV a následné koupě 100% podílu na této společnosti strategickým investorem.

Seznam tabulek

Tabulka 2-1: Odlévaný materiál (v tunách) ... 3
Tabulka 2-2: Vývoj přidané hodnoty ... 5
Tabulka 2-3: Analýza odběratelů ... 5
Tabulka 2-4: Analýza dodavatelů ... 6
Tabulka 2-5: Analýza zaměstnanců ... 7
Tabulka 2-6: Celkové tržby v odvětví ... 8
Tabulka 2-7: TOP 10 firem a srovnání s Ernst Leopold ... 8
Tabulka 2-8: Srovnání s odvětvím ... 9
Tabulka 3-1: Výkaz zisku a ztráty ... 12
Tabulka 3-2: Analýza výnosů ... 13
Tabulka 3-3: Analýzy tržeb za vlastní výrobky ... 13
Tabulka 3-4: Analýza nákladů ... 14
Tabulka 3-5: Analýza odpisu majetku ... 15
Tabulka 3-6: Analýza odpisu pohledávek a postoupených pohledávek ... 15
Tabulka 3-7: Rozvaha ... 17
Tabulka 3-8: Analýza dlouhodobého majetku ... 18
Tabulka 3-9: Analýza meziročních změn dlouhodobého majetku ... 18
Tabulka 3-10: Analýza zásob ... 19
Tabulka 3-11: Analýza krátkodobých pohledávek ... 20
Tabulka 3-12: Analýza pohledávek z obchodních vztahů ... 20
Tabulka 3-13: Analýza krátkodobého finančního majetku ... 20
Tabulka 3-14: Analýza cizích zdrojů ... 21
Tabulka 3-15: Ukazatele aktivity ... 22
Tabulka 3-16: Ukazatele likvidity ... 22
Tabulka 3-17: Ukazatele rentability ... 23
Tabulka 4-1: Aproximované upravené účetní výkazy společnosti ke konci roku 2016: ... 25
Tabulka 4-2: Skutečná a plánovaná výkonnost společnosti v letech 2016 a 2017 ... 26
Tabulka 4-3: Variantně plánovaná výkonnost společnosti pro období 1 fáze ... 27
Tabulka 4-4: Stanovení nominální míry růstu výkonnosti podniku společnosti ... 27
Tabulka 4-5: Plánovaná výkonová spotřeba období 1. fáze pro jednotlivé varianty ... 28
Tabulka 4-6: Plánované osobní období 1. fáze pro jednotlivé varianty ... 28
Tabulka 4-7: Plánovaný vývoj dob obratu jednotlivých složek pracovního kapitálu v průběhu 1. fáze ... 29
Tabulka 4-8: Investiční plán pro období 1. fáze ... 29
Tabulka 4-9: Čerpané úročené cizí zdroje v rámci jednotlivých variant ocenění ... 30
Tabulka 4-10: Rozvaha společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou ... 32
Tabulka 4-11: Výkaz zisku a ztrát společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou ... 33
Tabulka 4-12: Přehled cash flow společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou ... 34
Tabulka 4-13: Výpočet volných peněžních toků společnosti pro období 1. fáze ocenění optimistickou variantou ... 34
Tabulka 4-14: Rozvaha společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou ... 35
Tabulka 4-15: Výkaz zisku a ztrát společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou 36
Tabulka 4-16: Přehled cash flow společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou 37

Tabulka 4-17: Výpočet volných peněžních toků společnosti pro období 1. fáze ocenění střední variantou 37
Tabulka 4-18: Rozvaha společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou 38
Tabulka 4-19: Výkaz zisku a ztrát společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou 39
Tabulka 4-20: Přehled cash flow společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou 40
Tabulka 4-21: Výpočet volných peněžních toků společnosti pro období 1. fáze ocenění konzervativní variantou 40
Tabulka 4-22: Predikce nákladů cizího kapitálu pro období 1. fáze 41
Tabulka 4-23: Přehled výpočtu WACC a výsledného ocenění podniku společnosti optimistickou variantou 44
Tabulka 4-24: Přehled výpočtu WACC a výsledného ocenění podniku společnosti střední variantou 45
Tabulka 4-25: Přehled výpočtu WACC a výsledného ocenění podniku společnosti konzervativní variantou 46

Seznam grafů

Graf 2-1: Produktové portfolio 3
Graf 2-2: Vývoj odlévaného materiálu ve slévárně (v tunách) 4
Graf 2-3: Přidaná hodnota dle provozů 4
Graf 2-4: Počet podniků v odvětví 8
Graf 2-5: Ekonomické faktory 9
Graf 3-1: Podíl nákladů na tržbách 16
Graf 3-2: Podíl zásob na tržbách 19
Graf 3-3: Struktura cizích zdrojů 21