

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ

Katedra Financí a oceňování podniku

Hlavní specializace: **Finance a oceňování podniku**

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Ocenění podniku Central Group a.s.

Diplomant: Petra Šmahlíková

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.

Rok obhajoby: 2008

Prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Ocenění podniku Central Group a.s.“ jsem vypracovala samostatně a všechny citace a parafráze řádně vyznačila v textu. Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze 4. 5. 2008

Poděkování

Ráda bych tímto poděkovala svému vedoucímu diplomové práce panu prof. Ing. Miloši Maříkovi, CSc. za cenné rady, odborné vedení a za čas, který mi věnoval při zpracování mé diplomové práce.

Obsah

Úvod.....	7
1 Předmět a účel posudku	8
1.1 Předmět posudku.....	8
1.2 Účel posudku.....	8
1.3 Podmínky ocenění	8
2 Profil společnosti Central Group a.s.	9
3 Strategická analýza	11
3.1 Analýza vnějšího potenciálu	11
3.1.1 Základní data o trhu	11
3.1.2 Vymezení trhu z hlediska věcného	12
3.1.3 Vymezení trhu z hlediska území.....	12
3.1.4 Vymezení trhu z hlediska zákazníků	12
3.1.5 Vymezení trhu z hlediska konkurentů	13
3.2 Odhad velikosti relevantního trhu.....	13
3.3 Analýza atraktivity trhu.....	14
3.3.1 Dosavadní trendy trhu.....	15
3.3.2 Zhodnocení analýzy atraktivity trhu	16
3.4 Hlavní faktory působící na relevantní trh.....	18
3.4.1 Faktory národohospodářské.....	18
3.4.2 Faktory obecné.....	20
3.4.3 Faktory specifické.....	20
3.5 Prognóza vývoje trhu	20
3.5.1 Analýza časových řad a jejich extrapolace	20
3.5.2 Závislost relevantního trhu na HDP.....	21
3.5.3 Závislost relevantního trhu na inflaci	22
3.5.4 Výsledná prognóza relevantního trhu	23
3.6 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku	24
3.6.1 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku.....	24
3.6.2 Identifikace konkurentů	25
3.6.3 Srovnání s konkurenty ve vybraných ukazatelích	28
3.6.4 Tržní podíl vybraných společností.....	31
3.7 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku	31

3.8	Závěr strategické analýzy	34
3.8.1	Hodnocení perspektivnosti podniku	34
3.8.2	Prognóza tržeb a tržního podílu	34
3.9	Předběžná volba délky jednotlivých fází ocenění	36
4	Finanční analýza	37
4.1	Účetní postupy	37
4.1.1	Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek	37
4.1.2	Dlouhodobý finanční majetek	38
4.1.3	Krátkodobý finanční majetek	38
4.1.4	Zásoby	38
4.1.5	Stanovení opravných položek a rezerv	38
4.1.6	Přepočty cizích měn	38
4.1.7	Časové rozlišení	38
4.1.8	Změny účetních postupů	39
4.2	Analýza účetních výkazů	39
4.2.1	Analýza rozvahy	39
4.2.2	Analýza výkazu zisků a ztrát	46
4.2.3	Analýza peněžních toků (cash flow)	48
4.3	Poměrové ukazatele	51
4.3.1	Ukazatele likvidity	51
4.3.2	Ukazatele rentability	52
4.3.3	Ukazatele aktivity	53
4.3.4	Ukazatele dlouhodobého financování a stability	54
4.4	Analýza nefinančních ukazatelů	55
4.5	Prostorové srovnání	55
4.6	Finanční zdraví podniku	60
4.7	Ukazatel EVA jako nástroj finanční analýzy	61
4.8	Závěr finanční analýzy	64
5	Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný	65
5.1	Dlouhodobý majetek	65
5.2	Oběžný majetek	66
5.3	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	67
6	Generátory hodnoty a finanční plán	69
6.1	Tržby	69

6.2	Provozní zisková marže	70
6.3	Pracovní kapitál.....	76
6.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	81
7	Finanční plán.....	85
7.1	Plánovaná výsledovka	85
7.2	Plánovaná rozvaha	86
7.3	Plánovaný cash flow	89
7.4	Finanční analýza plánovaných veličin	90
8	Závěrečné ocenění	92
8.1	Metoda DCF.....	93
8.1.1	Stanovení diskontní míry	93
8.1.2	Volné peněžní toky	97
8.1.3	Diskontované peněžní toky.....	97
8.1.4	Pokračující hodnota	97
8.1.5	Výsledná hodnota podniku	101
8.2	Metoda tržního porovnání	102
	Závěr	105
	Seznam použité literatury a zdrojů	107
	Příloha.....	109

Úvod

Společnost Central Group a.s. patří v současnosti k největším developerským společnostem působícím v Praze a okolí. Předmětem její činnosti je výstavba bytů a rodinných domů a prodej pozemků.

Cílem mé práce je nalézt tržní hodnotu zvolené společnosti k 1. 1. 2007. Výsledkem by měla být hodnota, za kterou by bylo možné podnik k uvedenému datu prodat kupujícímu, který zatím není znám. Tato hodnota podniku však bude hodnotou modelovou, subjektivním odhadem, protože při ocenění podniku žádná objektivní hodnota neexistuje.

Téma práce bylo ovlivněno mou hlavní specializací – Oceňování podniku. Získané poznatky z mnoha kurzů jsem si chtěla ověřit v praxi a pokusit se tak o ocenění konkrétního podniku.

Práce je rozdělena do čtyř základních částí – strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty a finanční plán a závěrečné ocenění. V úvodu je uvedeno bližší seznámení s danou společností. Strategická analýza slouží k poznání odvětví, ve kterém podnik působí, a jeho nejbližších konkurentů. Výsledkem je prognóza tržního podílu oceňovaného podniku a predikce tržeb. Finanční analýza hodnotí finanční zdraví podniku, podkladem jsou účetní výkazy daného podniku. Závěrem je přijetí či odmítnutí principu going concern, tj. nekonečné trvání podniku. Další část se zabývá prognózou generátorů hodnoty a sestavením finančního plánu, sloužící jako podklad pro výsledné ocenění. Závěrečná část je věnována samotnému výslednému ocenění podniku.

Při zpracování své práce budu vycházet jen z veřejně dostupných materiálů o dané společnosti, především z účetních výkazů a výročních zpráv.

1 Předmět a účel posudku

1.1 Předmět posudku

Předmětem posudku je ocenění společnosti Central Group a.s. se sídlem Na Strži 65/1702, Praha 4.

1.2 Účel posudku

Účelem posudku je nalézt tržní hodnotu předmětu ocenění. Toto ocenění bylo zpracováno k 1. 1. 2007.

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“¹

1.3 Podmínky ocenění

Ocenění bylo vypracováno na základě veřejně dostupných dat, tj. z účetních výkazů a výročních zpráv, dostupných databází a internetových zdrojů. Neprovedla jsem žádné šetření směřující k ověření pravosti, správnosti a úplnosti těchto dat.

¹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

2 Profil společnosti Central Group a.s.²

Název: Central Group a.s.

Sídlo: Na Strži 65/1702, Praha 4

IČ: 639 99 102

Datum založení: 14. 12. 1995

Právní forma: akciová společnost

Základní kapitál: 770 000 000 Kč

Základní kapitál společnosti Central Group a.s. je rozdělen na 100ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 7 700 000 Kč. Akcionářem s největším počtem akcií je současný předseda představenstva a generální ředitel Mgr. Dušan Kunovský (99%), zbylé 1% vlastní Jitka Kunovská.

Hlavním předmětem činnosti společnosti Central Group a.s. je:

- provádění bytových, občanských, průmyslových a inženýrských staveb
- projektová činnost ve výstavbě
- realitní kancelář
- inženýrská činnost ve stavebnictví
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej

Historie a současnost společnosti

Společnost Central Group a.s. byla založena roku 1994 jako společnost s ručením omezeným se základním kapitálem 100 000 Kč. S ohledem na rostoucí počet zakázek a pozici na trhu byla nutná přeměna podniku na transparentnější právní formu. Společnost se tedy roku 1995 přeměnila na akciovou společnost Central Group a.s. Stala se tak právním nástupcem společnosti Central Group s.r.o. Došlo také k navýšení základního kapitálu společnosti.

Společnost Central Group a.s. je ryze českou společností ve vlastnictví dvou akcionářů. Veškerý vyprodukovaný zisk je investován zpět do rozvoje firmy.

Původní zaměření společnosti pouze na domy a parcely se rozšířilo o projekty výstavby bytových domů. Z hlediska cenového společnost do své nabídky také zařadila luxusní nemovitosti pro nejnáročnější klientelu.

² Výroční zpráva společnosti Central Group a.s. z roku 2006

Regionálně nyní společnost působí především v Praze a okolí. Za dobu svého působení společnost úspěšně dokončila téměř 60 developerských projektů.

Finanční skupina Central Group

Majetkové účasti společnosti Central Group a.s. jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka 1: Přehled majetkových účastí společnosti Central Group a.s.

Přehled majetkových účastí společnosti Central Group a.s.		
Název společnosti	Základní kapitál (v tis. Kč)	Majetková účast Central Group a.s.
Společnost pro rozvoj Horních Jirčan s.r.o.	100	100%
Central Group - Stodůlky a.s.	1 000	100%
Central Group - Slovensko a.s.*	1 000	100%
C.G.C.I. LIMITED (LASCO LIMITED)*	48	100%
Stavební bytové družstvo Central Group v likvidaci	50	50%
Central Group Zličín a.s.	2 000	100%
Central Group - Bytové projekty a.s.	17 000	12%

*organizační složka podniku v zahraničí

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Central Group a.s. za rok 2006

Orgány společnosti jsou uvedeny v příloze.

Vybrané ukazatele společnosti

Tabulka 2: Vybrané ukazatele v letech 2002-2006

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktiva (v tis. Kč)	1 570 488	2 286 464	2 693 355	4 159 129	4 234 290
Tempo růstu (v %)		46%	18%	54%	2%
Tržby (v tis. Kč)	1 262 891	1 423 963	1 684 348	1 936 740	4 342 234
Tempo růstu (v %)		13%	18%	15%	124%
HV (v tis. Kč)	93 015	146 489	190 725	304 697	518 664
Tempo růstu (v %)		57%	30%	60%	70%
Zaměstnanci	148	153	170	186	195
Tempo růstu (v %)		3,38%	11,11%	9,41%	4,84%

Zdroj: Výroční zpráva společnosti Central Group a.s. za rok 2006, účetní výkazy společnosti, vlastní výpočty

V letech 2003 a 2005 rostla aktiva poměrně vysokým tempem, v roce 2006 došlo k výraznému zpomalení tohoto tempa. Průměrné tempo růstu tržeb se do roku 2005 pohybovalo okolo 15 %, mezi roky 2005 a 2006 došlo k více než 100% nárůstu tržeb. Tempo růstu hospodářského výsledku má od roku 2004 rostoucí tendenci. Ve společnosti dochází každoročně k navyšování počtu zaměstnanců, tempo růstu však od roku 2004 klesá.

3 Strategická analýza

„Strategickou analýzu lze považovat za klíčovou fázi oceňovacího procesu. Hlavní funkcí je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku.“³

Výnosový potenciál podniku je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu. Vnější potenciál lze vyjádřit šancemi a riziky, které vyplývají z odvětví nebo relevantního trhu, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Pomocí vnitřního potenciálu se snažíme zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance a čelit rizikům, které vyplývají z vnějšího prostředí, jedná se tedy o jakýsi souhrn silných a slabých stránek podniku. Důraz je kladen zejména na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu/výhody. Důležitá je tedy analýza konkurence.

3.1 Analýza vnějšího potenciálu

Výchozím krokem je vymezení trhu a to z hlediska:

- věcného, tj. z hlediska produktu
- území
- zákazníků
- konkurentů

Volba trhu by měla umožnit získat základní data o daném trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možné zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu.

3.1.1 Základní data o trhu

K základním datům, která je třeba získat o trhu, patří⁴:

- odhad velikosti relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách
- vývoj trhu v čase (co možná nejdelší časové řady, alespoň 5 posledních let)
- případná segmentace trhu

³ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

⁴ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

Ke zjištění velikosti trhu je možné použít různé postupy. Důraz by měl být kladen především na stranu poptávky. Příkladem možného postupu určení velikosti trhu může být např. statistika o spotřebě daného produktu, o prodeji produktu atd.

Data o relevantním trhu jsou velmi důležitá. Poskytují totiž první informaci o vývojových tendencích daného trhu. Dosavadní tempo vývoje trhu je výchozí základnou pro odhad tempa budoucího vývoje trhu, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku.

3.1.2 Vymezení trhu z hlediska věcného

Věcné vymezení trhu chápu jako vymezení podnikatelské činnosti daného podniku. Společnost Central Group a.s. se zabývá výstavbou a prodejem rodinných domů a bytů a prodejem pozemků.

Z hlediska odvětvové klasifikace činností (OKEČ)⁵ se společnost zařazuje do⁶:

- OKEČ 45 – Stavebnictví
- OKEČ 70 – Činnost v oblasti nemovitostí
(Činnost v oblasti nemovitostí zahrnuje pronájem, prodej, koupi včetně zprostředkování a správu vlastních i pronajatých nemovitostí. Patří sem též prodej pozemků.)
- OKEČ 51 – Ostatní velkoobchod
- OKEČ 74 – Ostatní podnikatelské činnosti

Hlavní činnost podniku spadá do OKEČ 45 a 70.

Pro vymezení trhu pro potřeby strategické analýzy provedu jisté zjednodušení - jako věcný trh budu uvažovat odvětví OKEČ 70, kam patří většina konkurentů oceňované společnosti.

3.1.3 Vymezení trhu z hlediska území

Společnost působí na území Prahy a okolí. V tomto případě jako okolí Prahy vezmu celý Středočeský kraj.

3.1.4 Vymezení trhu z hlediska zákazníků

Potenciálními zákazníky společnosti jsou obyvatelé Prahy a Středočeského kraje. Z této skupiny jsem ale vyřadila obyvatele mladší 20 let a starší 60 let. Nejedná se však o přesné vymezení trhu, potenciálními zákazníky mohou samozřejmě být obyvatelé jakéhokoli

⁵ Od 1. 1. 2008 je nahrazena Klasifikací ekonomických činností (CZ – NACE)

⁶ http://dw.czso.cz/rswj/detail.jsp?prajed_id=2193354

kraje v ČR. Vzhledem k vyšší ekonomické síle Prahy jí přiřadím váhu 2,14. Tato váha byla zvolena na základě srovnání HDP na obyvatele v Praze a ve Středočeském kraji. Jedná se o průměr za období 1995-2006. Tabulka je uvedena v příloze.

3.1.5 Vymezení trhu z hlediska konkurentů

Konkurenty společnosti jsou všechny developerské společnosti zabývající se výstavbou a prodejem rodinných domů a bytů a prodejem pozemků na území Prahy a v jejím okolí. Na trhu v Praze a okolí působí okolo 40 developerských společností.

Tabulka 3: Pořadí největších developerských společností

Pořadí	Název společnosti	Počet prodaných bytů v roce 2005	Pořadí	Název společnosti	Podle výše aktiv (rok 2006, v tis. Kč)
1.	CENTRAL GROUP	1 844	1.	SKANSKA	18 536 000*
2.	FINEP	1 795	2.	METROSTAV	14 036 586
3.	SKANSKA	1 342	3.	CENTRAL GROUP	4 234 290
4.	IPB REAL (ORCO Group)	864	4.	SEKYRA GROUP	2 679 221
5.	ING REAL ESTATE	588	5.	EKOSPOL	1 098 007
6.	ICKM	549	6.	GEOSAN DEVELOPMENT	826 842
7.	EKOSPOL	505	7.	RENIX	509 595
8.	ČESKÉ NEMOVITOSTI	476	8.	ČESKÉ NEMOVITOSTI	423 704
9.	METROSTAV	452	9.	FINEP	253 029
10.	RENIX	382	10.	ICKM	65 405

* v tis. SEK

Zdroj: Hospodářské noviny, výroční zprávy vybraných společností

Velikost společností jsem hodnotila podle výše celkových aktiv a počtu prodaných bytů.

3.2 Odhad velikosti relevantního trhu

Velikost relevantního trhu jsem převzala z údajů Českého statistického úřadu, konkrétně velikost tržeb v odvětví - Činnost v oblasti nemovitostí (OKEČ 70). Do tohoto odvětví patří většina konkurentů společnosti Central Group a.s. Jsou zde však obsaženy tržby daného odvětví za celou ČR, bylo tedy nutné tyto tržby ještě upravit. Jelikož společnost působí na území Prahy a okolí, vynásobila jsem tržby za celou ČR podílem počtu obyvatel Prahy a Středočeského kraje na počtu obyvatel ČR. V případě obyvatel, ČR i výše zmíněných krajů, jsem z celkového počtu obyvatel vybrala jen ty, které by mohli být potenciálními zákazníky, tj. obyvatelé věku od 20 do 60 let. Ostatní věkové skupiny jsem vyloučila.

Jak již bylo uvedeno výše, z důvodu vyšší ekonomické síly Prahy jí byla přiřazena váha 2,14.

Tabulka 4: Tempo růstu relevantního trhu (v %)

Rok	Tržby OKEČ 70 (v tis. Kč)	Počet obyvatel ČR	Praha a Středočeský kraj	Podíl na celkovém počtu obyvatel ČR (v %)	Relevantní trh (v tis. Kč)	Tempo růstu relevantního trhu (v %)
2000	73 974 240	6 010 919	2 163 313	35,99%	26 623 123	
2001	73 985 581	6 006 792	2 152 369	35,83%	26 510 698	-0,42%
2002	86 427 955	6 008 482	2 163 363	36,01%	31 118 517	17,38%
2003	86 522 755	6 015 546	2 170 260	36,08%	31 215 261	0,31%
2004	95 583 287	6 015 322	2 177 414	36,20%	34 599 037	10,84%
2005	106 691 718	6 029 837	2 201 636	36,51%	38 955 672	12,59%
2006	111 243 939	6 036 040	2 207 184	36,57%	40 678 302	4,42%

Zdroj: www.czso.cz, vlastní výpočty

Uvedené vymezení trhu představuje určité zjednodušení - společnost Central Group působí i v jiném odvětví, taktéž potenciálními zákazníky mohou samozřejmě být i obyvatelé jiných krajů.

Český statistický úřad poskytuje údaje o daném odvětví pouze od roku 2000, časová řada není proto příliš dlouhá.

Z uvedené tabulky vyplývá, že tempo růstu relevantního trhu je značně rozkolísané. Tempo růstu trhu je ovlivněno 2 faktory – tržbami v daném odvětví a počtem obyvatel na vymezeném území. V letech 2000 a 2001 došlo jen k nepatrnému růstu tržeb v odvětví a k mírnému poklesu obyvatel. To zapříčinilo jen velmi malé tempo růstu relevantního trhu. V dalším roce došlo k poměrně vysokému nárůstu tržeb v odvětví a také ke zvýšení počtu obyvatel. To vedlo k vysokému tempu růstu relevantního trhu, nejvyšší ve sledovaném období. Toto vysoké tempo růstu se však další rok nepodařilo udržet, i když růst obyvatel byl téměř shodný s předchozím rokem. Došlo totiž k nepatrnému nárůstu tržeb v daném odvětví. V letech 2004 a 2005 je zaznamenáno poměrně vysoké tempo růstu relevantního trhu, které je způsobené růstem každého z výše uvedených faktorů. V roce 2006 došlo k poklesu tempa růstu trhu, ten je způsoben především nižším nárůstem tržeb než v předchozích letech.

3.3 Analýza atraktivity trhu

„Analýza atraktivity trhu by měla:

- přispět k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem – toto se pak promítne částečně do prognózy vývoje trhu jako celku a zejména pak (spolu s výsledkem analýzy vnitřního potenciálu podniku) do prognózy vývoje tržního podílu oceňovaného podniku

- poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru⁷

Nejprve je nutné vymezit hlavní faktory této analýzy. Faktory mohou být pro každý trh specificky upraveny. Mělo by se zejména jednat o faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje.

„V úvahu můžeme brát následující kritéria:

- Růst trhu - růst trhu poskytuje více příležitosti i pro podnikový růst.
- Velikost trhu – větší trhy se zpravidla považují (za jinak stejných okolností) za výhodnější.
- Intenzita přímé konkurence – čím silnější konkurence, tím menší šance pro přežití menších podniků.
- Průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu – atraktivní trhy jsou typické tím, že poskytují možnost dosáhnout dostatečné výnosnosti. Výnosnost zároveň úzce souvisí s bariérami vstupu do odvětví a možnostmi substituce výrobků. Průměrná rentabilita odvětví bude tím vyšší, čím větší jsou bariéry vstupu a nižší možnosti substituce.
- Citlivost trhu na konjunkturu – jednotlivá odvětví se od sebe liší citlivostí na vývoj konjunktury.
- Struktura a charakter zákazníků – za nejvýhodnější se považuje stav, kdy zákazníků daného odvětví nebo trhu je více a mají pokud možno menší citlivost na ceny.⁸

3.3.1 Dosavadní trendy trhu

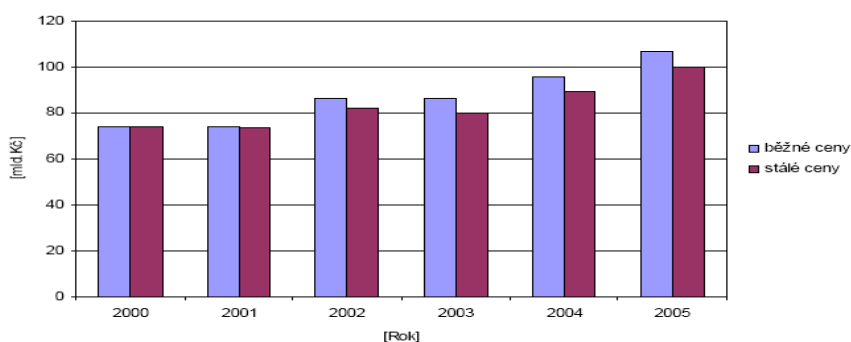
Relevantní trh jsem vymezila jako trh zabývající se činností v oblasti nemovitostí. „Na tomto trhu dochází k růstu investic do bydlení. Tento růst je také odrazem demografické struktury obyvatelstva (dospívání tzv. silných ročníků). Rozhodující podíl na bytové výstavbě měly rodinné domy, naopak zaostávala výstavba nájemních bytů. Výrazně také vzrostl počet developerských projektů, které se zabývají výstavbou tzv. satelitních městeček. Pozitivní vliv měla i příznivá situace na trhu hypoték a rozvinutý trh stavebního spoření.“⁹

⁷ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

⁸ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

⁹ Zdroj: Český statistický úřad

Graf 1: Vývoj tržeb v letech 2000-2005 (OKEČ 70, ČR)



Zdroj: www.czso.cz

Z analýzy provedené Českým statistickým úřadem¹⁰ je patrné, že v letech 2001-2006 došlo k nárůstu počtu zahájených bytů. Převažuje výstavba bytů v rodinných domech. V současnosti je převládajícím trendem stěhování se do okolí velkých měst, ze kterých je zaručena dobrá dopravní dostupnost do města.

Z hlediska území bylo dlouhodobě zahájeno nejvíce bytů v okolí velkých měst. Více než 37% z celkového počtu zahájené výstavby bytů bylo v Praze a Středočeském kraji.

3.3.2 Zhodnocení analýzy atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu má sloužit ke zjištění šancí a rizik vyskytujících se na daném trhu.

Zaměřím se na zhodnocení jednotlivých faktorů ovlivňujících daný trh.

Tempo růstu trhu je poměrně rozkolísané, v letech 2004 a 2005 dosahovalo poměrně vysoké úrovně, naopak v letech 2001 a 2003 velmi nízké úrovně. Průměrné tempo růstu trhu ve sledovaném období dosáhlo úrovně zhruba 8%. V porovnání s růstem HDP je tedy toto tempo mírně nadprůměrné.

Velikost trhu měřená podle tržeb je nižší např. v porovnání s tržbami dosahovanými v odvětví průmyslu.

Intenzita konkurence na daném trhu je podle mého názoru značná. Myslím si, že trh už je téměř nasycen, na trhu existuje poměrně vysoká konkurence a je obtížný vstup do odvětví.

Substituce je značně vysoká. Potenciální zákazníci si mohou vybrat z velké nabídky rodinných domů a bytů.

¹⁰ Tabulka zobrazující počet zahájených bytů v letech 1997-2006 je uvedena v příloze.

Z hlediska citlivosti na konjunkturu jsem provedla analýzu citlivosti tržeb na následující ukazatele – stavební spoření, vývoj stavební výroby, úroková sazba z hypotečních úvěrů a HDP. Výsledky analýzy jsou uvedeny v příloze.

V případě stavebního spoření se v posledních dvou sledovaných letech ukázala pozitivní závislost – rostl počet nově uzavřených smluv i tržeb v odvětví.

Projevila se také závislost tržeb na stavební výrobě, ale s ročním zpožděním, tj. tržby vzrostly, resp. poklesly až další rok po růstu, resp. poklesu stavební výroby.

Negativní závislost je v případě tržeb na výši úrokových sazeb z hypotečních úvěrů. Pokud sazba klesá, rostou tržby v odvětví. Výjimkou je ale rok 2003, kdy sazby z hypotečních úvěrů klesly, ale tržby se příliš nezměnily. Důvodem mohou být jiné vlivy nežli ekonomické.

Patrný je také i pozitivní vliv HDP.

Z této analýzy vyplývá, že trh je citlivý na výše uvedené ukazatele. Pokud by došlo k 1% poklesu HDP, tržby by poklesly o 0,5%.

Tabulka 5: Analýza atraktivity trhu¹¹

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x body
		Negativní		Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					X			12
Velikost trhu	2			X					4
Intenzita konkurence	3		X						3
Průměrná rentabilita	2				X				6
Bariéry vstupu	1		X						1
Možnosti substituce	1						X		5
Citlivost na konjunkturu	1		X						1
Vlivy prostředí	1		X						1
Celkem	14								33

Zdroj: vlastní úvaha

Maximální počet bodů 84

Dosažený počet bodů 33

Dosažené hodnocení 39,29%

Analýza atraktivity trhu se pohybuje mírně pod průměrem.

Identifikace hrozeb a příležitostí daného trhu

Hrozby: Vliv zvýšení DPH z 5% na 9%, další zvyšování úrokových sazeb z hypotečních úvěrů a vysoká inflace.

¹¹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

Příležitosti: Do budoucna se dá nadále očekávat mírný růst trhu. Společnosti se v současnosti začínají zaměřovat i na výstavbu luxusnějších domů a bytů, jejíž nabídka není v současnosti dostatečná.

3.4 Hlavní faktory působící na relevantní trh

„Za hlavní faktory lze obecně považovat následující:

- Faktory národohospodářské – vyjádřené především vývojem národohospodářských agregátů typu HDP, celkové průmyslové výroby, spotřeby apod. Předpokladem je, že statistické testy minulých dat musí prokázat alespoň minimální závislost vývoje daného trhu a zvoleného národohospodářského ukazatele.
- Obecné faktory poptávky – např. příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel a jejich demografickou strukturu.
- Faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů, např. spotřební zvyklosti a módní trendy.“¹²

3.4.1 Faktory národohospodářské

HDP a inflace

Tabulka 6: Vývoj HDP a inflace

	Rok	HDP v běžných cenách		Inflace (průměrná)
		mil. Kč	tempo růstu (v %)	v %
M i n u l o s t	2000	2 189 169		3,9
	2001	2 352 214	7,45%	4,7
	2002	2 464 432	4,77%	1,8
	2003	2 577 110	4,57%	0,1
	2004	2 814 762	9,22%	2,8
	2005	2 987 722	6,14%	1,9
	2006	3 231 576	8,16%	2,5
P r o g n ó z a	2007	3 559 500	10,15%	2,8
	2008	3 913 100	9,93%	5,6
	2009	4 211 700	7,63%	3,8
	2010	4 469 900	6,13%	3,4
	2011	4 725 300	5,71%	2,9

Zdroj: minulost – www.czso.cz (ČSÚ), prognóza – www.patria.cz (Patria Finance)

HDP je jedním z klíčových národohospodářských ukazatelů. HDP ovlivňuje celkový ekonomický vývoj. Po relativně mírném růstu v letech 2002 a 2003 dochází nyní k mírnému

¹² Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

oživení ekonomiky a tedy i ke zvyšování tempa růstu HDP. Podle prognózy Patria Finance se bude tempo růstu HDP postupně snižovat.

Inflace také může působit na vývoj relevantního trhu. Vývoj míry inflace byl ve sledovaném období nerovnoměrný. Svého minima dosáhla inflace v roce 2003 (0,1%), od té doby postupně narůstá. Výrazný nárůst se předpokládá v roce 2008 (odhad je okolo 5,6%, ale skutečná inflace může být mnohem vyšší).

Úrokové sazby a stavební spoření

Klíčovým faktorem působícím na relevantní trh jsou také úrokové sazby, zejména diskontní sazba vyhlášená ČNB. Od této sazby odvozují banky výši úrokových sazeb z hypotečních úvěrů. Pokud dochází k růstu diskontní sazby, dá se očekávat, že banky taktéž zvýší úrokové sazby z hypotečních úvěrů.

Tabulka 7: Vývoj diskontní sazby

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Diskontní sazba (na konci roku)	5%	3,75%	1,75%	1,00%	1,50%	1,00%	1,50%	2,50%	2,75%

* stav k 8. 2. 2008

Zdroj: www.cnb.cz

Tabulka 8: Vývoj úrokové sazby z úvěrů

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Úroková sazba z úvěrů (průměr za daný rok)	6,88%	6,31%	4,80%	3,74%	5,63%	5,56%	5,71%

Zdroj: www.patria.cz (Patria Finance)

Z uvedené tabulky vyplývá, že od roku 2000 dochází k poklesu diskontní sazby ČNB, minima dosáhla v roce 2003 a 2005. Od roku 2005 je zaznamenán nárůst této úrokové sazby. K dosud poslední změně došlo 8. 2. 2008, kdy byla sazba opět zvýšena. Podle vyjádření guvernéra ČNB není v nejbližší době vyloučena další změna.

Jelikož banky odvozují výši úrokových sazeb od diskontní sazby ČNB, je jejich vývoj podobný, jak dokládá výše uvedená tabulka.

Na relevantní trh má také vliv vývoj v oblasti stavebního spoření. Stavební spořitelny jednak umožňují svým klientům spořit si peněžní prostředky za výhodnějších podmínek než je tomu u bank a po splnění určitých podmínek si klient může vzít úvěr na bytové potřeby. Vývoj na trhu stavebního spoření zobrazuje tabulka č. 11 uvedená v příloze.

Obrovský pokles počtu nově uzavíraných smluv o stavebním spoření mezi lety 2003 a 2004 je dán změnou parametrů stavebního spoření, která začala platit od 1. 1. 2004. Hlavní změnou bylo především snížení částky státní podpory a prodloužení doby spoření. Velmi

vysoký počet nových smluv v roce 2003, přes 2 miliony, je způsoben tím, že mnoho lidí chtělo ještě na poslední chvíli využít stávající podmínky stavebního spoření.

Od roku 2004 dochází k mírnému nárůstu počtu smluv. Tento růst už nejspíš nebude tak rychlý jako v předchozích letech.

3.4.2 Faktory obecné

Na relevantní trh má také vliv vývoj počtu obyvatel v již zmíněných věkových skupinách od 20 do 60 let, poptávka po nových bytech (zda je na trhu dostatek či nedostatek nových bytů, případně zda je trhu převis poptávky nad nabídkou) a také příjmy obyvatel.

3.4.3 Faktory specifické

Na trh působí i změna životního stylu obyvatel – dříve se lidé stěhovali do okolí velkých měst, do tzv. satelitních městeček. V současnosti se trend obrací, lidé se vracejí zpět do měst – roste zájem především o lokality na okraji velkých měst.

3.5 Prognóza vývoje trhu

3.5.1 Analýza časových řad a jejich extrapolace

Prognóza by měla vycházet z dosavadního vývoje tržeb na trhu. Uvažuji tržby za trh jako celek, tedy tržby v odvětví OKEČ 70.

Testovala jsem následující funkce:

- lineární funkce
- exponenciální funkce
- logaritmická funkce
- parabolická funkce

Výsledky jednotlivých funkcí a jejich statistická významnost jsou uvedeny v příloze.

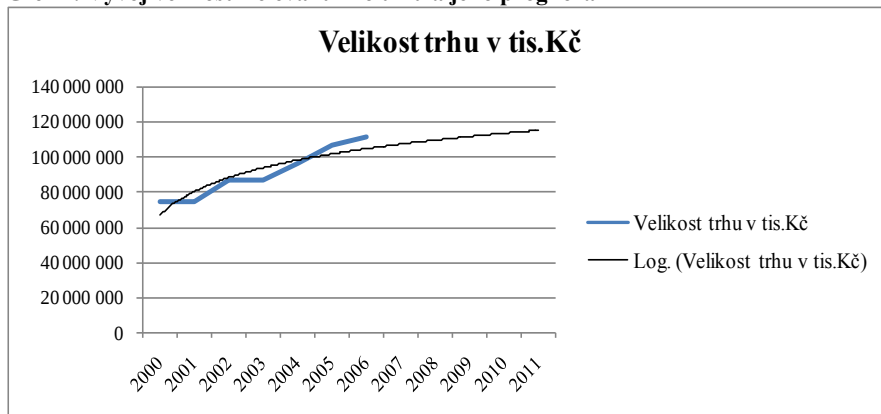
Na základě provedených analýz jsem se rozhodla pro logaritmickou funkci.

Tabulka 9: Velikost a tempo růstu trhu v minulosti

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Velikost trhu (v tis. Kč)	73 974 240	73 985 581	86 427 955	86 522 755	95 583 287	106 691 718	111 243 939
Tempo růstu trhu (v %)		0,02%	16,82%	0,11%	10,47%	11,62%	4,27%

Zdroj: www.czso.cz, vlastní výpočty

Graf 2: Vývoj velikosti relevantního trhu a jeho prognóza



Zdroj: www.czso.cz, vlastní výpočty

Tabulka 10: Odhad velikosti trhu (v tis. Kč)

	2007	2008	2009	2010	2011
Odhad velikosti trhu (v tis. Kč)	118 221 207	125 188 855	132 153 034	139 113 747	146 070 998
Tempo růstu trhu (v %)	6,27%	5,89%	5,56%	5,27%	5,00%

Zdroj: vlastní výpočty

Nejvhodnějším modelem časové řady je model logaritmický¹³. Tento model dosahuje poměrně vysoké hodnoty koeficientu determinace.¹⁴

Podle rovnice $y = -106\,248\,676\,171,89 + 13\,987\,553\,054,82 \cdot \ln(x)$,

kde x znamená rok,

jsem vypočítala velikost trhu v letech 2007-2011. Z výpočtu tempa růstu trhu je patrné, že relevantní trh bude růst ročním tempem 5-6%, toto tempo bude mírně klesající.

3.5.2 Závislost relevantního trhu na HDP

Při výpočtu jsem použila hodnoty HDP v běžných cenách. V těchto cenách je již inflace zahrnuta, proto stačí jen závislost trhu na HDP, nikoli na HDP a inflaci.

Zde jsem testovala následující funkce:

- lineární funkce
- exponenciální funkce
- logaritmická funkce
- parabolická funkce

¹³ Nejvhodnější funkcí byla funkce exponenciální, dosahovala nejmenších odchylek i vysokého koeficientu determinace. Při následné predikci však tempo růstu trhu dosahovalo stále stejných hodnot, což se mi zdá nereálné. Tabulka predikce tempa růstu u jednotlivých funkcí je uvedena v příloze.

¹⁴ Čím vyšší je hodnota koeficientu determinace, tím je model lepší. Vždy je ale nutné zvážit zda tento model má logický význam, zda ho lze použít.

Výsledky jednotlivých funkcí a jejich statistická významnost jsou opět uvedeny v příloze.

Nejvhodnější funkcí byla opět funkce logaritmická - dosahovala nejmenších odchylek a měla poměrně vysoký koeficient determinace. Následná predikce tržeb a tempa růstu trhu vykazovala poměrně vyrovnané hodnoty.

Tabulka 11: Prognóza velikosti trhu v závislosti na HDP

	Rok	HDP v běžných cenách (v mil. Kč)	Tržby OKEČ 70 (v tis. Kč)	Tempo růstu trhu (v %)
M i n u l o s t	2000	2 189 169	73 974 240	
	2001	2 352 214	73 985 581	0,02%
	2002	2 464 432	86 427 955	16,82%
	2003	2 577 110	86 522 755	0,11%
	2004	2 814 762	95 583 287	10,47%
	2005	2 987 722	106 691 718	11,62%
	2006	3 231 576	111 243 939	4,27%
O d h a d	2007	3 559 500	121 659 567	9,36%
	2008	3 913 100	131 298 037	7,92%
	2009	4 211 700	138 781 729	5,70%
	2010	4 469 900	144 836 918	4,36%
	2011	4 725 300	150 491 683	3,90%

Zdroj: www.patria.cz, www.czso.cz, vlastní výpočty

Hodnoty odhadu byly vypočítány podle následující rovnice:

$$y = -1\,413\,530\,695,77 + 101\,768\,443,32 * \ln(HDP \text{ (v b.c.)})$$

Odhadované tempo růstu je vyšší než v případě časových řad a má sestupnou tendenci.

3.5.3 Závislost relevantního trhu na inflaci

Zde jsem testovala následující funkce:

- lineární funkce
- exponenciální funkce
- logaritmická funkce
- parabolická funkce

Výsledky jednotlivých funkcí a jejich statistická významnost jsou opět uvedeny v příloze.

Žádná ze zvolených funkcí nevyšla jako statisticky významná, také koeficient determinace zde byl velmi nízký. Z těchto důvodů nemá smysl provádět predikci tržeb v závislosti na inflaci.

Závislost na HDP a inflaci nelze, vzhledem k nedostatku dat, provést.

3.5.4 Výsledná prognóza relevantního trhu

Závislost na HDP mi připadá velmi rozkolísaná, dochází k poměrně rychlému poklesu během prognózovaného období. Závislost trhu jen na inflaci byla z výše zmíněných důvodů vyloučena již dříve.

Nejstabilnějších hodnot dosahuje analýza závislosti trhu na čase. Tato analýza je však vhodná jen pro krátkodobější predikci. Pro střednědobou prognózu je vhodnější použít regresní analýzu, kterou jsem ale z výše uvedených důvodů nemohla použít. Při testování analýzy závislosti trhu na čase v minulosti se vypočítané výsledky od skutečných lišily jen nepatrně. Z tohoto důvodu jsem jako výslednou prognózu trhu zvolila analýzu v závislosti na čase.

Prognózy se týkají trhu jako celku, tj. za celou ČR. Při prognóze relevantního trhu je tedy nutné zohlednit ještě vývoj obyvatel v Praze a Středočeském kraji.

Tabulka 12: Odhad velikosti relevantního trhu

	Rok	Tržby OKEČ 70 (v tis. Kč)	Tempo růstu trhu (v %)	Počet obyvatel ČR	Praha a Středočeský kraj	Podíl na celkovém počtu obyvatel ČR	Relevantní trh (v tis. Kč)	Tempo růstu relevantního trhu (v %)
M i n u l o s t	2000	73 974 240		6 010 919	2 163 313	35,99%	26 623 123	
	2001	73 985 581	0,02%	6 006 792	2 152 369	35,83%	26 510 698	-0,42%
	2002	86 427 955	16,82%	6 008 482	2 163 363	36,01%	31 118 517	17,38%
	2003	86 522 755	0,11%	6 015 546	2 170 260	36,08%	31 215 261	0,31%
	2004	95 583 287	10,47%	6 015 322	2 177 414	36,20%	34 599 037	10,84%
	2005	106 691 718	11,62%	6 029 837	2 201 636	36,51%	38 955 672	12,59%
O d h a d	2006	111 243 939	4,27%	6 036 040	2 207 184	36,57%	40 678 302	4,42%
	2007	118 221 207	6,27%	6 012 104	2 059 709	34,26%	40 501 842	-0,43%
	2008	125 188 855	5,89%	5 997 813	2 037 926	33,98%	42 536 436	5,02%
	2009	132 153 034	5,56%	5 985 296	2 017 759	33,71%	44 551 334	4,74%
	2010	139 113 747	5,27%	5 971 352	1 997 477	33,45%	46 534 952	4,45%
	2011	146 070 998	5,00%	5 954 627	1 975 952	33,18%	48 471 425	4,16%

Zdroj: www.czso.cz, vlastní výpočty

Z uvedené tabulky vyplývá, že relevantní trh roste tempem o něco nižším než odvětví celkem. Záporná hodnota růstu v roce 2007, v prvním roce prognózy, je dána poklesem počtu obyvatel. Ten je způsoben tím, že do prognózy obyvatel není zahrnuta migrace. Počet obyvatel by byl tak o něco vyšší a hlavně v roce 2007 by nedošlo k jeho poklesu, ale naopak růstu. Z tohoto důvodu nemá tempo růstu relevantního trhu v tomto roce přílišnou vypovídací schopnost.

Z tabulky dále vyplývá, že tempo růstu relevantního trhu bylo v minulosti vždy o něco vyšší než tempo růstu trhu jako celku. V případě prognózy toto ale neplatí. Je to způsobeno výše zmíněnou prognózou obyvatel.

Výslednou prognózu tempa růstu trhu jsem stanovila jako tempo růstu trhu jako celku.

Tabulka 13: Výsledný odhad velikosti trhu

	2007	2008	2009	2010	2011
Odhad velikosti trhu (v tis. Kč)	118 221 207	125 188 855	132 153 034	139 113 747	146 070 998
Tempo růstu trhu (v %)	6,27%	5,89%	5,56%	5,27%	5,00%

Zdroj: vlastní výpočty

3.6 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Tato část strategické analýzy si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti.

„Postup lze rozčlenit do následujících kroků:

- stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku
- identifikace konkurentů
- analýza vnitřního potenciálu a hlavních faktorů jeho konkurenční síly
- prognóza tržních podílů¹⁵

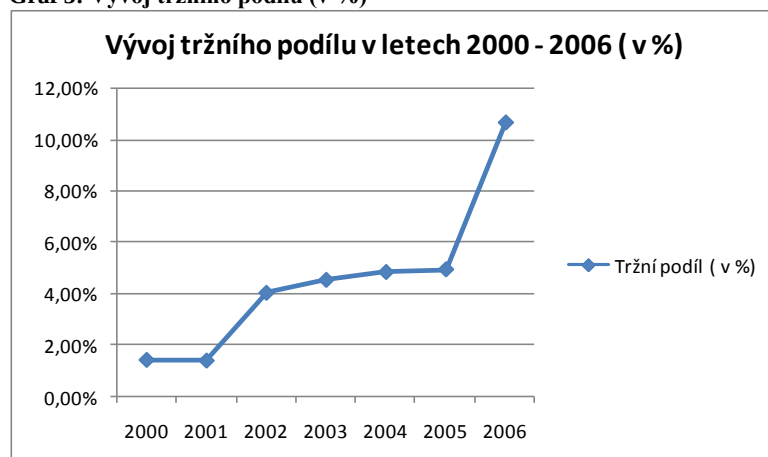
3.6.1 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Tabulka 14: Vývoj tržního podílu

Rok	Relevantní trh (v tis. Kč)	Tržby Central Group (v tis. Kč)	Tržní podíl (v %)
2000	26 623 123	387 404	1,46%
2001	26 510 698	378 412	1,43%
2002	31 118 517	1 262 891	4,06%
2003	31 215 261	1 423 963	4,56%
2004	34 599 037	1 684 348	4,87%
2005	38 955 672	1 936 740	4,97%
2006	40 678 302	4 342 234	10,67%

Zdroj: finanční výkazy Central Group, a.s., www.czso.cz, vlastní výpočty

Graf 3: Vývoj tržního podílu (v %)



Zdroj: finanční výkazy Central Group, a.s., www.czso.cz, vlastní výpočty

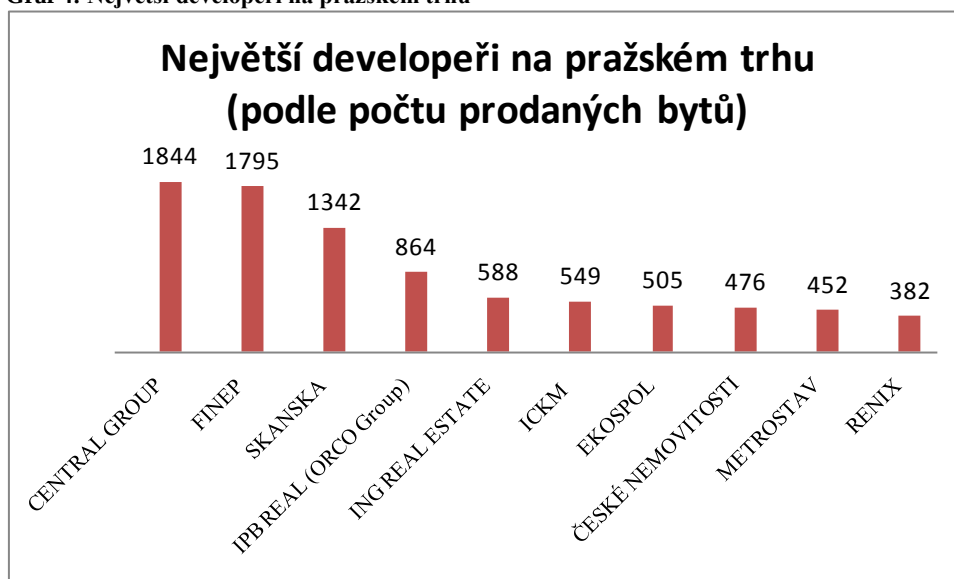
¹⁵ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

Společnost Central Group a.s. postupně zvyšuje svůj tržní podíl. Obrovský nárůst je patrný zejména v posledním sledovaném roce, kdy došlo k více než zdvojnásobení tržního podílu. Tento nárůst tržního podílu je způsoben 2 faktory – nepatrný nárůst tržeb odvětví jako celku a více než zdvojnásobení tržeb společnosti Central Group a.s. Růst tržeb společnosti je způsoben hlavně zvýšením tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Toto navýšení je způsobeno zdvojnásobením počtu výrobků oproti roku 2005. V tomto roce došlo k dokončení a předání velkého množství bytových jednotek a také k nárůstu počtu prodaných pozemků, téměř o 90% v porovnání s předchozím rokem.

3.6.2 Identifikace konkurentů

V tomto kroku je nutné zejména shromáždit relevantní údaje o hospodaření konkurentů. Zajímají nás především ty údaje, které mají zásadní význam pro hodnocení konkurenční síly.

Graf 4: Největší developeři na pražském trhu



Zdroj: Hospodářské noviny (30. 5. 2005)

Hlavními konkurenty společnosti Central Group a.s. jsou firmy zabývající se výstavbou a prodejem bytů a rodinných domů v Praze a blízkém okolí. Jelikož se společnost zabývá pouze bytovými a rodinnými domy, vyloučila jsem z možných konkurentů firmy zabývající se i komerčními projekty, tzn. společnosti Skanska CZ, ING Real Estate, ICKM Real Estate a Metrostav. Mezi konkurenční společnosti také nezahrnu společnost ORCO Projekt Management. Činnost této společnosti je i mimo území Prahy a okolí.

Do analýzy konkurence zahrnu ještě společnost AT development a.s., zabývající se také výstavbou bytů na území Prahy.

Stručná charakteristika konkurentů společnosti Central Group a.s.

1. FINEP & partners, a.s.

Developerická společnost FINEP byla založena v roce 1995, specializuje se na oblast Prahy. V roce 2006 společnost vstoupila také na slovenský trh. Za dobu své existence prodala více než 4000 bytů a dokončila celkem 14 projektů. V poslední době rozšířila svoji nabídku i o luxusní a exkluzivní rezidenční projekty.

Tabulka 15: Základní údaje o společnosti Finep

(v tis. Kč)	2004	2005	2006
Tržby	98 581	138 379	156 611
HV za účetní období	1 309	31 550	6 834
Aktiva	167 652	176 935	235 039

Zdroj: Výroční zprávy společnosti

Výhody společnosti:

- společnost zahájila výstavbu bytů také na Slovensku, nesoustředí se tedy jen na Prahu a okolí
- známost podniku – jak vyplývá z níže uvedené tiskové zprávy společnosti Central Group

Nevýhody společnosti:

- většina aktuálně nabízených projektů je již vyprodána

2. Ekospol a.s.

Společnost Ekospol a.s. byla založena roku 1991 jako společnost s ručením omezeným, v roce 1995 byla přeměněna na akciovou společnost. Zabývá se výstavbou a prodejem bytů a rodinných domů v Praze a okolí.

Tabulka 16: Základní údaje o společnosti Ekospol

(v tis. Kč)	2004	1.1.2005-31.3.2006	1.4.2006-31.3.2007
Tržby	245 924	546 876	8 050
HV za účetní období	76 008	228 301	19 996
Aktiva	564 529	778 742	1 098 007

Zdroj: Výroční zprávy společnosti

Výhody společnosti:

- nižší ceny

Nevýhody společnosti:

- v současnosti nabízí jen 3 projekty
- většina bytů je již vyprodána

3. České nemovitosti a.s.

Společnost České nemovitosti a.s. vznikla v roce 1996, její hlavní činností je výstavba, modernizace a rekonstrukce bytů a investice do rezidenčních projektů. Společnost je členem skupiny Sekyra Group.

Tabulka 17: Základní údaje o společnosti České nemovitosti

(v tis. Kč)	2004	2005	2006
Tržby	164 298	536 149	489 220
HV za účetní období	22595	53556	46373
Aktiva	707 377	582 503	423 704

Zdroj: Výroční zprávy společnosti

Výhody:

- člen skupiny Sekyra Group
- do budoucna připravuje 8 projektů

Nevýhody:

- vyšší ceny

4. Renix a.s.

Společnost Renix a.s. byla založena roku 1995. Zabývá se výstavbou, přestavbou a prodejem bytových, občanských, průmyslových i inženýrských staveb v centru i na okraji Prahy.

Tabulka 18: Základní údaje o společnosti Renix

(v tis. Kč)	2005	2006
Tržby	481 538	244 301
HV za účetní období	23424	22143
Aktiva	623 857	509 595

Zdroj: Účetní výkazy společnosti

Výhody:

- do budoucna připravuje 6 projektů

Nevýhody:

- v současnosti nabízí jen 2 projekty
- méně známá společnost

5. AT development a.s.

Společnost AT development byla založena roku 1995. Jejím hlavním oborem je developerská činnost v oblasti bytů.

Tabulka 19: Základní údaje o společnosti AT development

(v tis. Kč)	2004	2005	2006
Tržby	270 714	181 728	102 749
HV za účetní období	12 838	15 288	9 779
Aktiva	294 544	332 240	323 901

Zdroj: Výroční zprávy společnosti

Výhody:

- nižší ceny

Nevýhody:

- méně známá firma
- zabývá se jen prodejem bytů
- v současnosti všechny byty vyprodány

- o nových projektech zatím nic neuvádí

3.6.3 Srovnání s konkurenty ve vybraných ukazatelích

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb

Předmětem srovnání jsem určila tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, protože se jedná o společnosti zabývající se výrobní i obchodní činností. Sledované období bylo období od roku 2004 do roku 2006.

Tabulka 20: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (v tis. Kč)

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (v tis. Kč)	AT development	České nemovitosti	Finep	EKOSPOL	Renix	Central Group
2004	220 779	164 298	98 581	245 924		1 427 308
2005	173 528	536 149	138 379	546 876*	481 538	1 671 819
2006	47 997	489 220	156 611	8 050**	244 301	3 839 219

*Společnost EKOSPOL a.s. se rozhodla změnit účetní období z kalendářního na hospodářský rok. Hospodářský rok začíná 1. 4. a končí 31. 3. V období přechodu nebyla zpracována účetní závěrka, ale účetní období bylo prodlouženo o 3 měsíce, trvalo tedy od 1. 1. 2005 do 31. 3. 2006.

** Účetní období od 1. 4. 2006 do 31. 3. 2007.

Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností

Pro lepší znázornění výše uvedených údajů poslouží následující graf:

Graf 5: Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb



Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností

Společnost Central Group dosahuje ve všech sledovaných letech nejvyšších tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Rozdíl mezi společností Central Group a společností České nemovitosti, která je druhá v pořadí, je téměř osminásobný.

Hospodářský výsledek za účetní období

Tabulka 21: Hospodářský výsledek za účetní období (v tis. Kč)

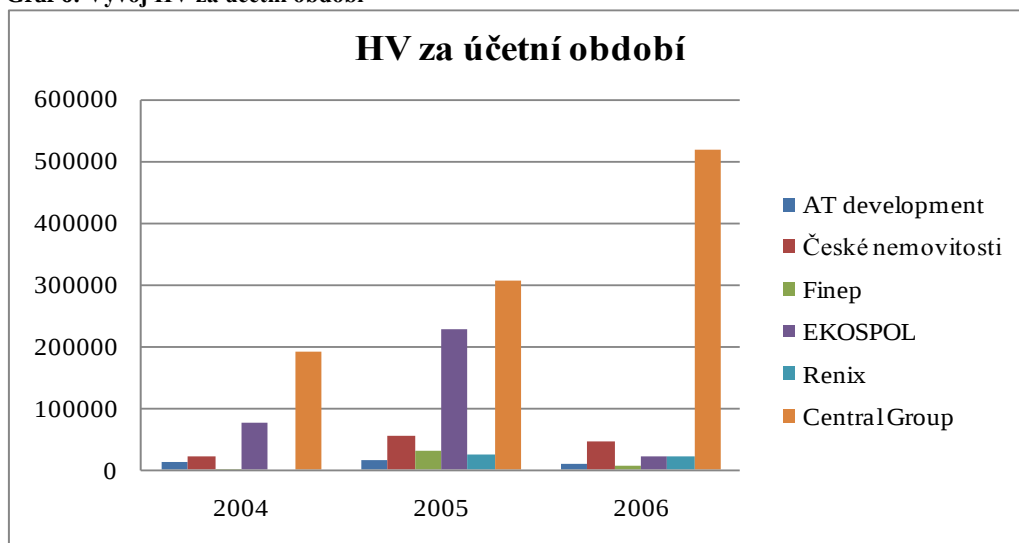
HV za účetní období (v tis. Kč)	AT development	České nemovitosti	Finep	EKOSPOL	Renix	Central Group
2004	12 838	22 595	1 309	76 008		190 725
2005	15 288	53 556	31 550	228 301*	23 424	304 697
2006	9 779	46 373	6 834	19 996**	22 143	518 664

*Společnost EKOSPOL a.s. se rozhodla změnit účetní období z kalendářního na hospodářský rok. Hospodářský rok začíná 1. 4. a končí 31. 3. V období přechodu nebyla zpracována účetní závěrka, ale účetní období bylo prodlouženo o 3 měsíce, trvalo tedy od 1. 1. 2005 do 31. 3. 2006.

** Účetní období od 1. 4. 2006 do 31. 3. 2007.

Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností

Graf 6: Vývoj HV za účetní období



Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností

Společnost Central Group dosahuje také v tomto ukazateli nejvyšších hodnot. V roce 2005 zaznamenala poměrně vysoké hodnoty společnost EKOSPOL, tento výsledek však není srovnatelný, neboť je dosažen za delší dobu – účetní období v tomto roce trvalo 15 měsíců.

Srovnání podle poměrových ukazatelů

Tabulka 22: Srovnání s konkurencí podle poměrových ukazatelů

Srovnání s konkurencí (rok 2006)	Central Group	Finep	AT development	Ekospol	Renix	České nemovitosti
Likvidita						
Okamžitá likvidita	0,062	0,005	0,070	0,101	0,315	0,254
Pohotová likvidita	0,41	0,82	0,53	2,63	0,89	0,34
Běžná likvidita	1,94	0,82	1,12	4,27	2,89	0,34
Zadluženost a finanční stabilita						
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	31,46%	17,88%	9,97%	46,79%	31,90%	31,22%
Průměrná doba splacení dluhů (roky)	4,52	24,39	27,01	9,90	13,60	6,25
Rentabilita						
ROE	38,94%	15,11%	30,29%	3,89%	13,62%	35,06%
ROA	12,31%	2,96%	3,02%	1,84%	4,35%	11,15%
ROS	11,94%	4,94%	9,52%	248,40%	9,06%	9,48%
Aktivita						
Doba obratu zásob (dny)	293,13	0,46	277,28	384,71	224,27	0,00
Doba obratu pohledávek (dny)	7,21	78,14	169,73	356,75	23,68	4,49
Doba obratu obchodních závazků (dny)	33,20	767,73	472,26	119,17	72,52	82,31

Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností, vlastní výpočty

V ukazateli okamžité a pohotové likvidity je na tom společnost Central Group hůře než konkurence. V ukazateli běžné likvidity dosahuje společnost poměrně slušných hodnot v porovnání s konkurencí.

Podíl vlastního kapitálu na celkovém ukazuje, že společnost Central Group má lepší výsledky než konkurence - je více financována vlastním kapitálem než konkurence.

Průměrná doba splacení dluhů je u oceňované společnosti nižší než u konkurence – společnosti se daří dříve splácet dluhy než konkurenci.

V ukazatelích rentability dosahuje společnost Central Group lepších výsledků než konkurence. Vysoké číslo rentability tržeb společnosti Ekospol je způsobeno nízkými tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb a poměrně vysokým výsledkem hospodaření za běžné období, který je tvořen převážně tržbami za prodej materiálu a dlouhodobého majetku a finančním výsledkem hospodaření.

Doba obratu zásob je u společnosti Central Group poměrně vysoká. Nulová hodnota u společnosti České nemovitosti je způsobena tím, že společnost nemá žádné zásoby. Nízké číslo u společnosti Finep je způsobeno velmi nízkou hodnotou zásob v rozvaze dané společnosti. Velmi vysoké číslo u společnosti Ekospol je způsobeno již zmíněnými nízkými tržbami. Nízká výše tržeb způsobuje velmi vysoké hodnoty i ostatních ukazatelů aktivity.

Doba obratu pohledávek je u společnosti Central Group nižší než u konkurence – tzn. odběratelé platí dané společnosti dříve než konkurenci.

Naopak je tomu v případě doby obratu závazků – nižší číslo než u konkurence znamená, že společnost platí své závazky dříve než konkurence.

3.6.4 Tržní podíl vybraných společností

Relevantním trhem je trh definovaný jako OKEČ 70, regionálně vymezený jako území Prahy a Středočeského kraje.

Tabulka 23: Tržní podíl vybraných společností (v %)

Rok	Relevantní trh (v tis. Kč)	Tržní podíl (v %)					
		AT development	České nemovitosti	Finep	EKOSPOL	Renix	Central Group
2004	34 599 037	1,24%	0,75%	0,45%	1,12%		4,87%
2005	38 955 672	0,74%	2,18%	0,56%	2,22%	1,95%	4,97%
2006	40 678 302	0,40%	1,90%	0,61%	0,03%	0,95%	10,67%

Zdroj: www.czso.cz, výroční zprávy vybraných společností, vlastní výpočty

Z tabulky vyplývá, že společnost Central Group a.s. má nejvyšší podíl na trhu.

3.7 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku

Hlavní úkoly této analýzy jsou:

- posouzení vnitřní vývojové možnosti oceňovaného podniku, jak je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a jak účinně je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám
- hodnocení konkurenční síly oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům, tj. konkurenční strategie oceňovaného podniku, konkurenční výhody oceňovaného podniku, celková konkurenční síla oceňovaného podniku, zda je podnik schopen udržovat a případně zvyšovat svůj podíl na trhu

Faktory, mající vliv na konkurenční sílu podniku, můžeme rozdělit na přímé a nepřímé. Přímé faktory jsou např. kvalita a technická úroveň, cena, dostupnost, servis, působivost reklamy, celková image firmy. Mezi nepřímé faktory můžeme zařadit kvalitu managementu, výkonný personál, majetek a investice, finanční investice.

V tabulce na následující stránce jsou uvedeny přímé a nepřímé faktory, které mohou ovlivnit konkurenční pozici podniku. Každému faktoru je přiřazena váha podle důležitosti a je ohodnocen od 0 do 6 bodů.

- Za konkurenční výhody společnosti Central Group považují:
 - Vybavení domů a bytů. Společnost nabízí, stejně jako její konkurenti, také luxusní byty pro náročnou klientelu.

- Intenzita reklamy - společnost publikuje reklamu v denním tisku, v rozhlasu i televizi, ale i na internetu.
 - Známost podniku – zde se odkazují na tiskovou zprávu společnosti Central Group a.s. ze dne 20. 9. 2006. Zde je uvedeno, že na základě průzkumu společnosti MEDIAN se nejvíce zájemců o koupi nového bytu nebo domu obrací právě na společnost Central Group a.s. Tuto firmu si lidé také nejčastěji vybaví v souvislosti s novým bydlením – celkem 33%. Na druhém místě je Skanska (23%) a na třetím Finep (15%). Nejčastějšími důvody, proč se lidé obrací na společnost Central Group, jsou podle této studie reklama, zavedenost a důvěryhodnost firmy a dobré lokality.
 - Výhody místa – tento faktor se dá chápat ve dvou různých pohledech – jednak jako výhoda místa sídla nebo prodejního centra dané společnosti nebo jako místo výstavby. Společnost má prodejní centrum v centru Prahy, což vidím jako výhodu oproti konkurenci. Z výše uvedené tiskové zprávy vyplývá, že lidé si tuto společnost vybírají také z důvodu dobré lokality jejich projektů.
 - Majetek a investice – společnost má, v porovnání s ostatními konkurenty, nejvíce dokončených a připravovaných projektů výstavby rodinných domů a bytů.
 - Finanční situace – podle hodnocení ČEKIA¹⁶ a Central European Capital CZ, které každoročně uvádějí mj. žebříček 100 nejúspěšnějších firem podle ukazatele EVA¹⁷. Podle tohoto žebříčku mezi 100 nejúspěšnějších firem jsou jen 2 firmy developerské – na 62. místě Central Group a na 75. místě EKOSPOL¹⁸.
- Konkurenční nevýhody:
 - Cenová úroveň – společnost Central Group má o něco málo vyšší ceny než někteří konkurenti. Cenu však nelze úplně přesně srovnat, neboť uvedené společnosti nabízejí byty a rodinné domy v jiných lokalitách.

Ostatní přímé a nepřímé faktory hodnotím jako průměrné. Kvalita výrobků, tedy domů a bytů, je stejná jako u konkurence. Dodatečné služby jako např. pojištění, servis při zajištění hypotečního úvěru, zabezpečení objektu nabízí i konkurence. V kvalitě managementu a výkonného personálu je společnost na stejné úrovni jako konkurence. Management má

¹⁶ Česká kapitálová a investiční společnost

¹⁷ Ukazatel EVA (economic value added) měří výkonnost podniku. Vypovídá o tom, zda podnik tvoří hodnotu pro vlastníky nebo hodnotu vloženou investorem ničí.

¹⁸ údaje jsou za rok 2005

potřebné vzdělání v dané oblasti. Předseda představenstva a zároveň generální ředitel působí ve společnosti již od jejího založení, je 99% vlastníkem společnosti. Ve společnosti nedochází k fluktuaci zaměstnanců, naopak počet zaměstnanců postupně narůstá.

Tabulka 24: Profil konkurenční síly

	Kritérium	Váha	Hodnocení							Body
			Konkurence má převahu			Průměr	Podnik má převahu			
			0	1	2		3	4	5	
Přímé faktory	Kvalita výrobků	2				X				6
	Vybavení bytů a domů	2				X				6
	Cenová úroveň	3			X					6
	Intenzita reklamy	2						X		10
	Známost podniku	2						X		10
	Výhody místa	1					X			4
	Servis a služby	1				X				3
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	2				X				6
	Výkonný personál	1				X				3
	Majetek a investice	3						X		15
	Finanční situace	2						X		10
	Celkem	21								79

Zdroj: Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007, vlastní úvaha

Společnost Central Group dosáhla bodového hodnocení 79 bodů z celkových možných 126 (62,7%), to znamená, že při hodnocení konkurenční síly vychází lépe než konkurence.

3.8 Závěr strategické analýzy

3.8.1 Hodnocení perspektivnosti podniku

Hodnocení perspektivnosti podniku jsem provedla na základě tzv. Bostonské matice, která umožní propojit analýzu atraktivnosti trhu, na kterém se podnik pohybuje, a konkurenční sílu, kterou se podnik vyznačuje.

Tabulka 25: Zhodnocení perspektivy podniku

K o n k u r e n č n í s í l a	Velká	3. Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2. Central Group a.s. Podniky s dobrou perspektivou	1. Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6. Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	5. Podniky s přijatelnou perspektivou	4. Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9. Podniky téměř bez perspektivy	8. Podniky s malou perspektivou	7. Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
Atraktivita trhu				

Zdroj: Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007, vlastní úvaha

U společnosti Central Group jsem zjistila následující výsledky:

- atraktivnost trhu – 40,48%
- konkurenční síla – 64%

Společnost tedy hodnotím jako podnik s přijatelnou perspektivou.

3.8.2 Prognóza tržeb a tržního podílu

Prognóza tržeb by měla být vyvozena na základě výsledků analýzy a prognózy relevantního trhu, analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku a z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňované firmy za minulost a jejich extrapolace.

Prognóza růstu tržeb

Odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku získáme vynásobením růstu trhu (získaného z analýzy a prognózy trhu) a růstu tržního podílu (získaný z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly). Zároveň je nutné udělat analýzu dosavadního růstu tržeb podniku, zjistit průměrný růst za předchozí roky a časovou extrapolaci tohoto růstu.

Tempo růstu relevantního trhu bylo stanoveno jako tempo růstu trhu jako celku. Tržní podíl z roku 2006 (10,67%) je výjimečný, je dán specifickými okolnostmi výše popsány. Dlouhodobě si společnost udrží tržní podíl z roku 2005, tento podíl se bude meziročně mírně zvyšovat.

Tabulka 26: Vývoj a prognóza tržeb (v tis. Kč)

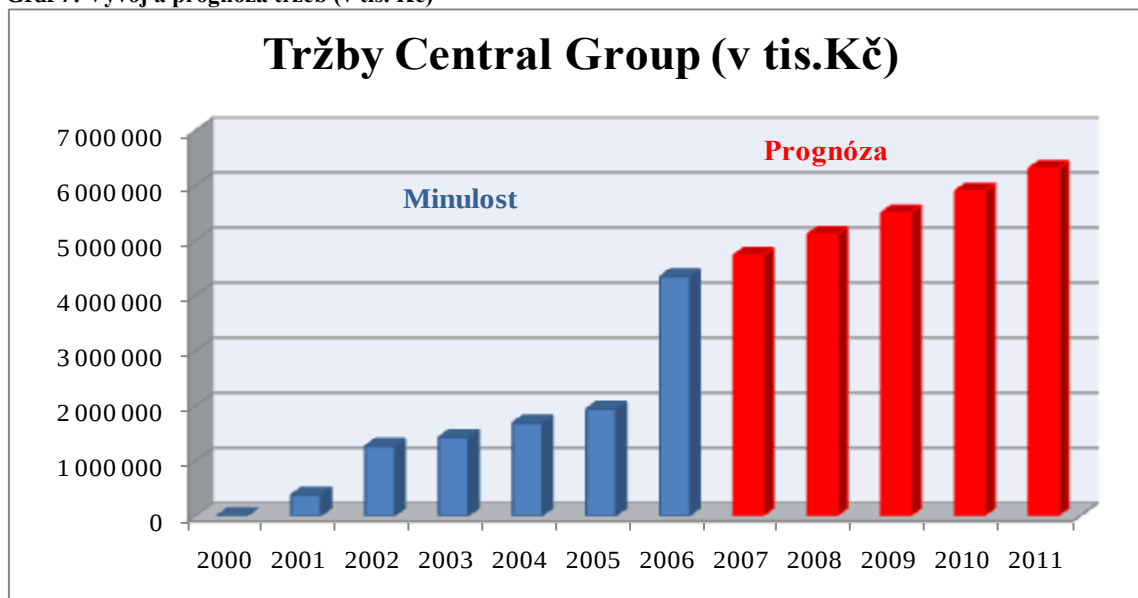
	Rok	Relevantní trh (v tis. Kč)	Tempo růstu relevantního trhu (v %)	Tržní podíl (v %)	Tempo růstu tržeb (v %)	Tržby Central Group (v tis.Kč)
M i n u l o s t	2000	26 623 123		1,46%		387 404
	2001	26 510 698	-0,42%	1,43%	-2,32%	378 412
	2002	31 118 517	17,38%	4,06%	233,73%	1 262 891
	2003	31 215 261	0,31%	4,56%	12,75%	1 423 963
	2004	34 599 037	10,84%	4,87%	18,29%	1 684 348
	2005	38 955 672	12,59%	4,97%	14,98%	1 936 740
	2006	40 678 302	4,42%	10,67%	124,20%	4 342 234
P r o g n ó z a	2007	43 228 832	6,27%	5,10%	9,02%	4 733 712
	2008	45 775 010	5,89%	5,20%	7,97%	5 110 993
	2009	48 320 100	5,56%	5,30%	7,59%	5 499 070
	2010	50 866 570	5,27%	5,40%	7,25%	5 897 936
	2011	53 409 898	5,00%	5,50%	6,95%	6 307 582

Zdroj: www.czso.cz, vlastní výpočty

Tempo růstu tržeb je počítáno podle následujícího vzorce:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} \times \text{Index změny tržního podílu}) - 1$$

Graf 7: Vývoj a prognóza tržeb (v tis. Kč)



Zdroj: www.czso.cz, vlastní výpočty

Tržby v minulosti postupně narůstaly, s výjimkou roku 2006, kdy došlo k jejich zdvojnásobení. V tomto roce došlo, jak již bylo zmíněno výše, k dokončení a předání velkého množství bytových jednotek a také k nárůstu počtu prodaných pozemků, téměř o 90% v porovnání s předchozím rokem.

Tržby do budoucna porostou, tempo růstu tržeb ale bude postupně klesat. Na základě výsledků strategické analýzy se jeví toto tempo jako reálně dosažitelné.

3.9 Předběžná volba délky jednotlivých fází ocenění

V praxi se nejčastěji používá dvoufázová metoda. „První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze je pak označována jako pokračující hodnota.“¹⁹

Délku první fáze jsem předběžně stanovila do roku 2011 včetně. Od roku 2012 bude plynout druhá fáze ocenění. Pro tuto fázi předpokládám stabilní tržní podíl podniku a tempo růstu tržeb bude odpovídat předpokládanému tempu růstu trhu jako celku, tj. 5%.

¹⁹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress, 2007

4 Finanční analýza

„Finanční analýza představuje proces vyšetřování a vyvozování závěrů z výsledku hospodaření minulých nebo budoucích období určité osoby včetně zjišťování jeho silných a slabých stránek, testování jednotlivých finančních parametrů a ověřování jejich skutečné vypovídací schopnosti.“²⁰

„Účelem finanční analýzy je vyjádřit pokud možno komplexně majetkovou a finanční situaci podniku, tzn. podchytit všechny její složky, případně při podrobnější analýze zhodnotit některou z jejích složek (rozbor výnosnosti, rozbor zadluženosti, rozbor rizik platební neschopnosti atd.) a také připravit podklady i pro interní rozhodování managementu podniku.“²¹

Z hlediska oceňování plní finanční analýza 2 základní funkce. Za prvé by měla prověřit finanční zdraví podniku a za druhé slouží jako základ pro finanční plán.

4.1 Účetní postupy²²

Společnost Central Group a.s. vede své účetnictví v souladu s předpisy platnými v České republice. Částky v účetní závěrce jsou vyjádřeny v tisících korun českých, není-li uvedeno jinak.

4.1.1 Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek

Společnost používá lineární způsob odpisování. Majetek je evidován v pořizovací ceně. Drobný hmotný majetek v pořizovací ceně do 40 tisíc Kč a drobný nehmotný majetek v pořizovací ceně do 60 tisíc Kč není vykazován v rozvaze, ale je účtován do nákladů v roce jeho pořízení.

Ocenění dlouhodobého majetku vlastní výroby zahrnuje přímý materiál a režijní náklady přímo spojené s jeho výrobou až do konce doby jeho aktivace.

Technická zhodnocení na najatém majetku jsou odpisována lineární metodou po dobu trvání nájemní smlouvy nebo po dobu jeho odhadované životnosti. Je vybrána ta doba, která je kratší.

²⁰ Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006

²¹ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

²² Výroční zpráva společnosti Central Group a.s., rok 2006

4.1.2 Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek představuje majetkové účasti a je účtován v pořizovací ceně. Pořizovací cena zahrnuje přímé náklady s jeho pořízením, jako jsou např. poplatky a provize právníkům a poradcům.

K datu sestavení závěrky se pořizovací cena upravuje, pokud by došlo ke snížení hodnoty. Toto snížení hodnoty je pak vyjádřeno pomocí opravné položky.

Změna ocenění majetkové účasti vyjádřené v cizí měně je zachycena prostřednictvím oceňovacích rozdílů z přecenění majetku a závazků ve vlastním kapitálu společnosti.

4.1.3 Krátkodobý finanční majetek

Výnosy z tohoto majetku jsou zahrnuty ve výnosech z krátkodobého finančního majetku.

4.1.4 Zásoby

Materiál je účtován v pořizovacích cenách. Pořizovací cena zahrnuje cenu pořízení, dopravné za dodání na sklad nebo staveniště. Je oceňován metodou FIFO (=first in, first out).

Nedokončená výroba a hotové výrobky jsou oceňovány v cenách, které zahrnují cenu materiálu a dodávky prací výrobní povahy a služeb souvisejících se stavební činností (subdodávky).

4.1.5 Stanovení opravných položek a rezerv

Společnost tvoří opravné položky na všechny tituly, kde k datu závěrky je hodnota majetku dočasně nižší, než je hodnota majetku vykázaná v účetnictví.

4.1.6 Přepočty cizích měn

Společnost používá pro přepočet cizích měn aktuální kurz ČNB stanovený k datu uskutečnění účetního případu. V průběhu roku se účtuje pouze o realizovaných ziscích a ztrátách.

Aktiva a pasiva v zahraniční měně jsou k rozvahovému dni přepočítána podle oficiálního kurzu ČNB.

4.1.7 Časové rozlišení

Společnost používá časové rozlišení vždy, když je známo jakého období se účetní případ týká, je známa přesně jeho částka a účel. Částka účetního případu musí být vyšší než

500 Kč – z toho pravidla existují výjimky, např. pro předplatné novin a časopisů, spotřeba vody, plynu a elektrické energie atd.

4.1.8 Změny účetních postupů

V účetním období roku 2005 došlo ke změně platných účetních předpisů v oblasti účtování a vykazování.

Při evidenci drobného hmotného majetku byla hranice pro zařazení do odpisovaného majetku posunuta na zákonnou hranici 40 tisíc Kč.

Při evidenci drobného nehmotného majetku byla hranice pro zařazení do odpisovaného majetku posunuta na zákonnou hranici 60 tisíc Kč.

4.2 Analýza účetních výkazů

4.2.1 Analýza rozvahy

Rozvaha zachycuje jednotlivé složky aktiv a pasiv, tedy majetek a zdroje jeho krytí, k určitému datu v peněžním vyjádření. Z hlediska oceňování je důležité mít k dispozici rozvahu za více účetních období pro posouzení tendencí, které se zde projevují.

„Oceňovatele by mělo nejvíce zajímat²³:

- stav a vývoj bilanční sumy
- struktura aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek
- struktura pasiv, její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů
- relace mezi složkami aktiv a pasiv, například:
 - velikost dlouhodobého majetku a dlouhodobých pasiv
 - velikost dlouhodobého majetku a vlastního kapitálu
 - velikost oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasiv
 - relace krátkodobého finančního majetku a krátkodobých pohledávek ke krátkodobým pasivům.“

²³ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

4.2.1.1 Vývoj bilanční sumy

Tabulka 27: Vývoj bilanční sumy v letech 2002-2006

Zkrácená rozvaha (k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
AKTIVA CELKEM	1 570 488	2 286 464	2 693 355	4 159 129	4 234 290
Dlouhodobý majetek	18 705	65 784	88 166	77 351	114 042
Oběžná aktiva	1 550 487	2 218 603	2 599 706	4 079 019	4 115 887
Zásoby	1 208 164	1 876 953	2 401 074	3 782 755	3 246 748
Nedokončená výroba a polotovary	389 006	619 076	678 760	2 132 666	1 470 916
Výrobky	54 692	39 009	227 516	301 819	664 182
Zboží	475 975	818 686	1 049 987	1 013 330	841 109
Poskytnuté zálohy na zásoby	288 326	399 962	443 297	334 791	270 509
Dlouhodobé pohledávky	8 853	11 109	71 814	75 710	68 322
Krátkodobé pohledávky	120 089	133 639	110 833	208 949	570 701
Krátkodobý finanční majetek	213 381	196 902	15 985	11 605	230 116
Časové rozlišení	1 296	2 077	5 483	2 759	4 361

Zkrácená rozvaha (k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
PASIVA CELKEM	1 570 488	2 286 464	2 693 355	4 159 129	4 234 290
Vlastní kapitál	171 360	317 884	508 623	813 299	1 331 996
Cizí zdroje	1 100 000	1 416 740	1 720 166	2 914 579	2 488 102
Rezervy	22 706	28 201	21 190	16 034	33 690
Závazky (celkem)	1 077 294	1 388 539	1 698 976	2 881 045	2 454 412
Dlouhodobé závazky	66 756	10 131	120 951	299 150	333 675
Krátkodobé závazky	1 010 538	1 378 408	1 578 025	2 581 895	2 120 737
Časové rozlišení	299 128	551 840	464 566	431 251	414 192

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine

Bilanční suma vykazuje ve sledovaných letech pozitivní trend růstu. Ten je dán především nárůstem oběžných aktiv, která tvoří převážnou část celkových aktiv. Většinu oběžných aktiv tvoří zásoby – hlavně nedokončená výroba a polotovary (tedy rozestavěné rodinné domy a byty).

V pasivech je převážný podíl cizích zdrojů – okolo 60%. Cizí zdroje jsou převážně tvořeny závazky – přes 90% tvoří krátkodobé závazky. Velký podíl pak mají krátkodobé přijaté zálohy. Jedná se o zálohy poskytnuté klienty společnosti na výstavbu rodinných domů nebo bytů.

4.2.1.2 Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza umožňuje zjistit podíl jednotlivých položek na celkových aktivech, resp. pasivech. Celková aktiva a pasiva jsou tedy brána jako 100%, pro jednotlivé složky aktiv a pasiv pak vypočítáme jejich procentní podíl.

„Tato analýza umožňuje zkoumat relativní strukturu aktiv a pasiv. Pokud máme k dispozici údaje za více let, umožňuje nám identifikovat trendy nebo nejzávažnější časové změny komponent. Nevýhodou této metody je to, že změny pouze konstatuje, neukazuje však

jejich příčiny, je výchozím krokem v orientaci v konkrétním podniku a může upozornit na problémové oblasti, které bude třeba podrobit hlubšímu rozboru²⁴.

Tabulka 28: Vertikální analýza rozvahy

Struktura aktiv (k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	1,19%	2,88%	3,27%	1,86%	2,69%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,08%	0,10%	0,14%	0,24%	0,28%
Dlouhodobý hmotný majetek	1,05%	1,00%	1,03%	0,64%	0,52%
Pozemky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Stavby	0,32%	0,08%	0,55%	0,29%	0,19%
Samostatné movité věci	0,50%	0,38%	0,38%	0,28%	0,32%
Poskytnuté zálohy na dl.hm. majetek	0,00%	0,42%	0,00%	0,00%	0,00%
Nedokončený dl.hm. majetek	0,23%	0,12%	0,10%	0,07%	0,00%
Dlouhodobý finanční majetek	0,06%	1,78%	2,10%	0,99%	1,89%
Oběžná aktiva	98,73%	97,03%	96,52%	98,07%	97,20%
Zásoby	76,93%	82,09%	89,15%	90,95%	76,68%
Materiál	0,01%	0,01%	0,06%	0,00%	0,00%
Nedokončená výroba a polotovary	24,77%	27,08%	25,20%	51,28%	34,74%
Výrobky	3,48%	1,71%	8,45%	7,26%	15,69%
Zboží	30,31%	35,81%	38,98%	24,36%	19,86%
Poskytnuté zálohy na zásoby	18,36%	17,49%	16,46%	8,05%	6,39%
Dlouhodobé pohledávky	0,56%	0,49%	2,67%	1,82%	1,61%
Krátkodobé pohledávky	7,65%	5,84%	4,12%	5,02%	13,48%
Krátkodobý finanční majetek	13,59%	8,61%	0,59%	0,28%	5,43%
Časové rozlišení	0,08%	0,09%	0,20%	0,07%	0,10%

Struktura pasiv (k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	10,91%	13,90%	18,88%	19,55%	31,46%
Cizí zdroje	70,04%	61,96%	63,87%	70,08%	58,76%
Rezervy	1,45%	1,23%	0,79%	0,39%	0,80%
Dlouhodobé závazky	4,25%	0,44%	4,49%	7,19%	7,88%
Krátkodobé závazky	64,35%	60,29%	58,59%	62,08%	50,08%
Závazky z obch. vztahů	2,66%	2,43%	5,79%	5,32%	7,08%
Krátkodobé přijaté zálohy	54,70%	48,24%	49,89%	51,77%	41,08%
Časové rozlišení	19,05%	24,14%	17,25%	10,37%	9,78%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Nejprve se zaměřím na hodnocení aktiv. Jak je patrné z vertikální analýzy, převážnou část aktiv tvoří oběžná aktiva – okolo 97%. Tento podíl se během uplynulých let příliš neměnil. Téměř ¾ oběžných aktiv tvoří zásoby – v podobě nedokončené výroby a zboží.

Z dlouhodobého hmotného majetku tvoří okolo 1% dlouhodobý majetek hmotný. Jeho výše na počátku sledovaného období byla na stabilní úrovni, v posledních sledovaných letech je patrný jeho pokles. Naopak u dlouhodobého nehmotného majetku je patrný jeho mírný

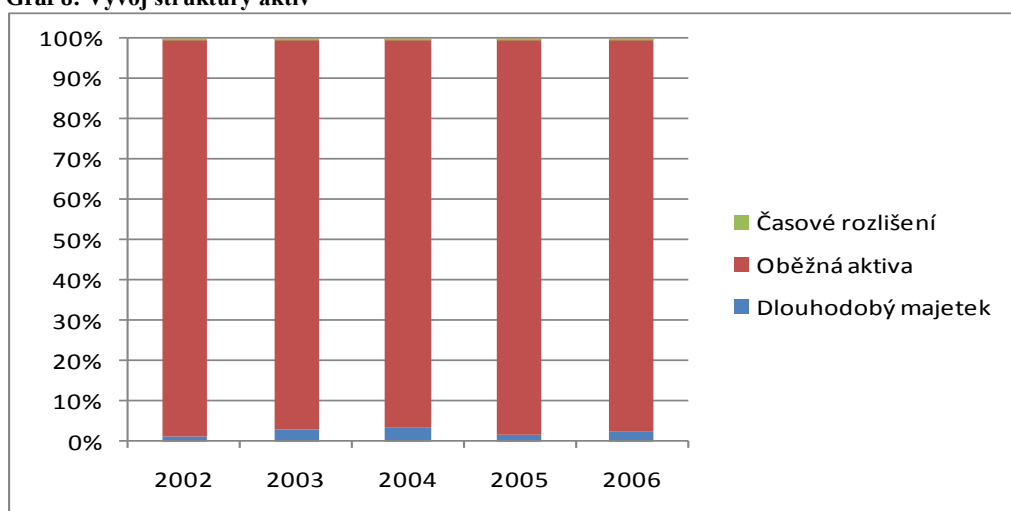
²⁴ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

nárůst. Nehmotný majetek tvořil jen software (pro vedení účetnictví), od roku 2005 jsou součástí nehmotného majetku i ocenitelná práva, které společnost vlastní prostřednictvím licencí. Z dané analýzy také vyplývá, že společnost nevlastní žádné pozemky.

Jen nepatrnou část aktiv tvoří časové rozlišení. Náklady příštích období tvoří velkou část této položky – jedná se především o pojištění rodinných domů, pronájem reklamních ploch, předplatné na časopisy a záruční servis.

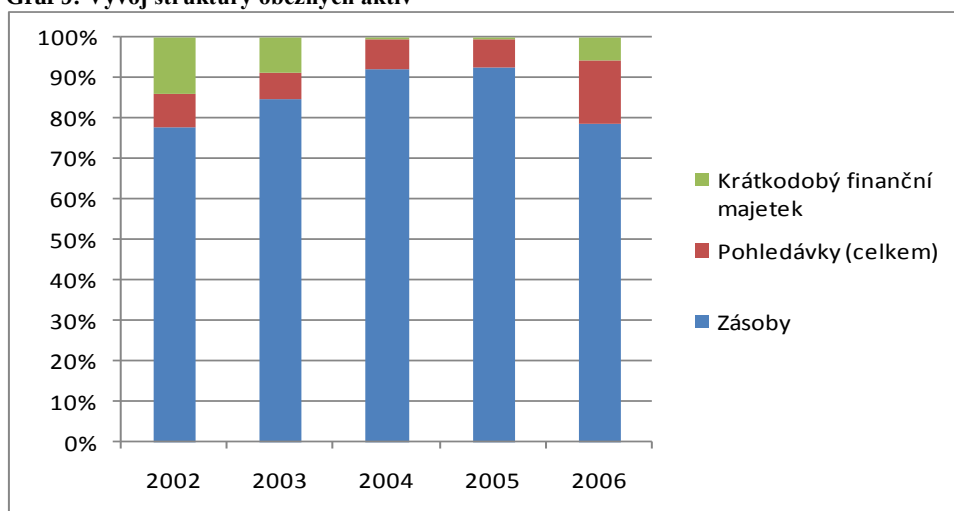
Výše popsanou strukturu položek aktiv je pro lepší názornost možné zobrazit pomocí následujících grafů:

Graf 8: Vývoj struktury aktiv



Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Graf 9: Vývoj struktury oběžných aktiv



Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

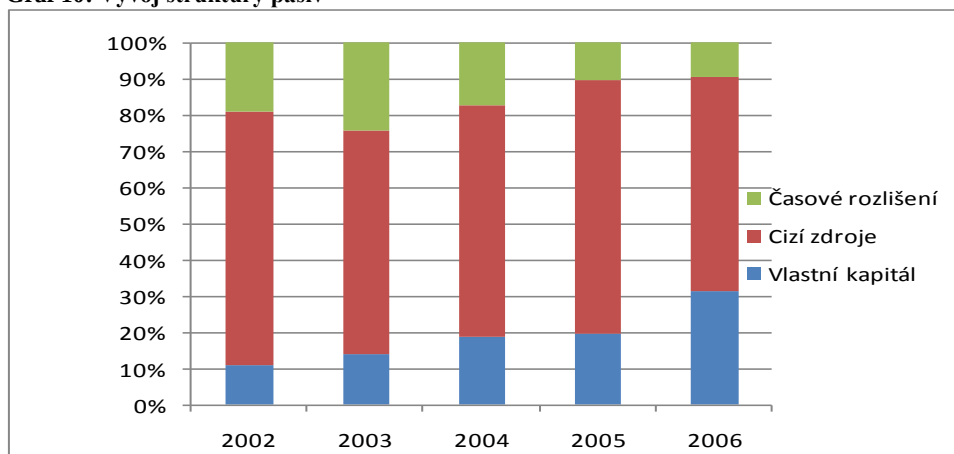
Na straně pasiv tvoří většinu cizí zdroje – přes 60%. Cizí zdroje jsou převážně tvořeny krátkodobými závazky v podobě krátkodobých přijatých záloh.

Podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech ve sledovaných letech postupně narůstal. Došlo k navýšení základního kapitálu společnosti. Toto navýšení základního kapitálu bylo z rozhodnutí valné hromady provedeno z vlastních zdrojů zvýšením jmenovité hodnoty stávajících akcií o 300 tis. Kč na jednu akcii. Narůst vlastního kapitálu je také dán zvyšujícím se výsledkem hospodaření běžného účetního období.

Neméně významnou položkou pasiv je také časové rozlišení, které je z převážné části tvořeno výnosy příštích období. Jedná se o budoucí výnosy společnosti z příspěvků na výstavbu technické infrastruktury. Dále jsou zde zúčtovány rozestavěné rodinné a bytové domy.

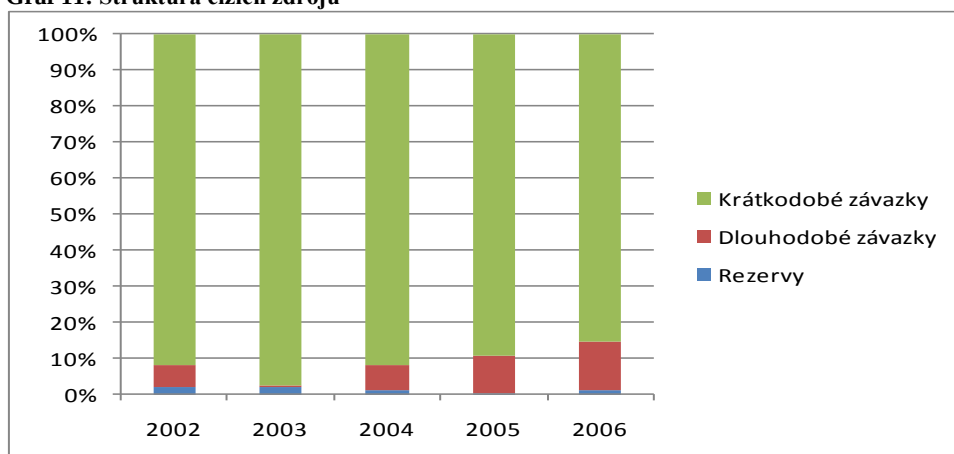
Výše popsanou strukturu položek pasiv je pro lepší názornost možné opět zobrazit pomocí následujících grafů:

Graf 10: Vývoj struktury pasiv



Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Graf 11: Struktura cizích zdrojů



Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

4.2.1.3 Horizontální analýza rozvahy

Horizontální analýza umožňuje zjistit meziroční nárůst dané položky aktiv, resp. pasiv. Tento meziroční nárůst může být měřen buď absolutně, nebo v procentech. Zvolila jsem výpočet v procentech.

Položky jsou počítány podle následujícího vzorce:

$$\frac{\text{hodnota dané položky v roce } t}{\text{hodnota dané položky v roce } t - 1}$$

Tabulka 29: Horizontální analýza rozvahy

Struktura aktiv	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006
AKTIVA CELKEM	45,59%	17,80%	54,42%	1,81%
Dlouhodobý majetek	251,69%	34,02%	-12,27%	47,43%
Dlouhodobý nehmotný majetek	64,21%	70,83%	163,33%	21,49%
Dlouhodobý hmotný majetek	38,60%	21,60%	-4,71%	-17,09%
Stavby	-63,47%	718,90%	-19,57%	-30,91%
Samostatné movité věci	10,78%	15,74%	16,60%	15,93%
Nedokončený dl.hm. Majetek	-26,35%	5,74%	-3,30%	-100,00%
Dlouhodobý finanční majetek	4478,76%	39,01%	-27,54%	95,26%
Oběžná aktiva	43,09%	17,18%	56,90%	0,90%
Zásoby	55,36%	27,92%	57,54%	-14,17%
Materiál	33,33%	588,18%	-90,16%	-78,52%
Nedokončená výroba a polotovary	59,14%	9,64%	214,20%	-31,03%
Výrobky	-28,68%	483,24%	32,66%	120,06%
Zboží	72,00%	28,25%	-3,49%	-17,00%
Poskytnuté zálohy na zásoby	38,72%	10,83%	-24,48%	-19,20%
Dlouhodobé pohledávky	25,48%	546,45%	5,43%	-9,76%
Krátkodobé pohledávky	11,28%	-17,07%	88,53%	173,13%
Krátkodobý finanční majetek	-7,72%	-91,88%	-27,40%	1882,90%
Časové rozlišení	60,26%	163,99%	-49,68%	58,06%

Struktura pasiv	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006
PASIVA CELKEM	45,59%	17,80%	54,42%	1,81%
Vlastní kapitál	85,51%	60,00%	59,90%	63,78%
Cizí zdroje	28,79%	21,42%	69,44%	-14,63%
Rezervy	24,20%	-24,86%	-24,33%	110,12%
Dlouhodobé závazky	-84,82%	1093,87%	147,33%	11,54%
Krátkodobé závazky	36,40%	14,48%	63,62%	-17,86%
Závazky z obch. vztahů	32,63%	181,22%	41,75%	35,59%
Krátkodobé přijaté zálohy	28,42%	21,82%	60,22%	-19,21%
Časové rozlišení	84,48%	-15,82%	-7,17%	-3,96%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Nejprve se opět zaměřím na hodnocení aktiv. Je zde patrný kolísavý vývoj bilanční sumy – nejprve roste a potom klesá – je to ovlivněno vývojem jak dlouhodobých hmotných aktiv, tak oběžných aktiv.

Nárůst dlouhodobého majetku na počátku sledovaného období je dán obrovským navýšením položky dlouhodobého finančního majetku – přes 4000%. Společnost získala podíly v ovládaných a řízených osobách.²⁵

Oběžná aktiva vykazují kolísavou tendenci. Mezi lety 2005/2006 je patrný nárůst položky nedokončená výroba a polotovary – jedná se především o nedokončené bytové a rodinné domy a technickou infrastrukturu. Nárůst krátkodobých pohledávek v posledním roce sledovaného období je dán nárůstem pohledávek za ovládanými a řízenými osobami.

Patrný je rovněž velmi vysoký nárůst krátkodobého finančního majetku mezi lety 2006/2007 – ten je způsoben nárůstem peněz na bankovních účtech a nabytím krátkodobých cenných papírů.

V pasivech je nejvýraznější nárůst dlouhodobých závazků v prvních letech sledovaného období. Tento nárůst je způsoben především zvýšením položky závazky k ovládaným a řízeným osobám.

²⁵ Jedná se o společnosti – Společnost pro rozvoj Horních Jirčan s.r.o., Central Group – Bytové projekty a.s., Stodůlky a.s., Zličín a.s.

4.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

4.2.2.1 Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

„Vertikální analýza vyjadřuje strukturu jednotlivých položek výkazu zisků a ztrát v procentech, kdy jednotlivé položky poměrujeme k tržbám. Tato analýza umožňuje zkoumat roli jednotlivých činitelů na tvorbě zisku“²⁶.

Tabulka 30: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Položka (stav k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
Tržby za prodej vlastních výrobků, služeb a zboží	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tržby za prodej zboží	18,09%	23,52%	15,26%	13,68%	11,58%
Náklady vynaložené na prodané zboží	11,33%	14,01%	9,50%	8,42%	5,85%
Obchodní marže	6,77%	9,50%	5,76%	5,26%	5,74%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	81,91%	76,48%	84,74%	86,32%	88,42%
Výkonová spotřeba	72,78%	77,80%	82,72%	143,73%	70,09%
Spotřeba materiálu a energie	1,59%	1,46%	1,61%	2,00%	0,77%
Služby	71,20%	76,35%	81,12%	141,72%	69,32%
Osobní náklady	3,45%	3,79%	3,93%	4,07%	1,98%
Mzdové náklady	2,53%	2,77%	2,87%	2,96%	1,44%
Daně a poplatky	0,21%	0,78%	1,23%	0,85%	0,35%
Odpisy	0,45%	0,44%	0,50%	0,69%	0,56%
Zisk z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,07%	0,30%	0,14%	0,28%	0,13%
Změna stavu rezerv a opravných položek	4,82%	1,37%	0,74%	-0,87%	0,26%
Provozní výsledek hospodaření	12,35%	16,02%	16,47%	22,83%	13,50%
Výnosové úroky	0,37%	0,41%	0,30%	0,14%	0,19%
Nákladové úroky	0,28%	0,12%	0,15%	0,26%	0,08%
Finanční výsledek hospodaření	0,09%	0,26%	0,03%	-0,96%	1,85%
Daň z příjmu za běžnou činnost	5,07%	5,99%	5,18%	6,14%	3,41%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	7,37%	10,29%	11,32%	15,73%	11,94%
Mimořádný výsledek hospodaření	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výsledek hospodaření za účetní období	7,37%	10,29%	11,32%	15,73%	11,94%
Výsledek hospodaření před zdaněním	12,44%	16,28%	16,51%	21,87%	15,35%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Největší podíl na tržbách tvoří tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Přes 86 % z těchto tržeb tvoří tržby za prodej rodinných domů a bytů. Zbytek představují tržby za prodej pozemků, prodej ostatního zboží a služeb. Tyto tržby vykazují pozitivní trend růstu, s výjimkou roku 2003, kdy došlo k mírnému poklesu.

Výkonová spotřeba²⁷ představuje nejpodstatnější složku nákladů. Tato položka je z téměř 100% tvořena spotřebovanými službami, jen velmi nepatrnou část tvoří spotřeba materiálu a energie.

²⁶ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

²⁷ Výkonovou spotřebu tvoří spotřebované nákupy a služby. Spotřebované nákupy představují hodnotu nakoupeného a již spotřebovaného materiálu, energie a neskladovatelných dodávek (např. voda pro technologické účely, elektřina a voda k rozvodným účelům). Služby představují hodnotu nakoupených externích služeb (opravy a udržování, cestovné, přepravné, nájemné apod.), tj. výkonů od ostatních jednotek.

Osobní náklady rostou v absolutní výši. V procentním vyjádření, tedy k poměru k tržbám, je však poslední rok zaznamenán jejich pokles. Stejný trend vykazují mzdové náklady, které tvoří nejvýznamnější položku osobních nákladů.

Celkový výsledek hospodaření dané společnosti roste absolutně, v procentním vyjádření je však poslední rok zaznamenán pokles. Ten je způsoben poklesem provozního výsledku hospodaření, který tvoří téměř 100% celkového výsledku.

Provozní výsledek hospodaření roste absolutně, v procentním vyjádření, v poměru k tržbám je však poslední rok zaznamenán pokles.

Výše uvedenou strukturu jednotlivých položek shrnou následující tabulky. Ty uvádějí vývoj některých položek výkazu zisků a ztrát v absolutním vyjádření.

Analýza tržeb

Tabulka 31: Vývoj tržeb v letech 2002-2006

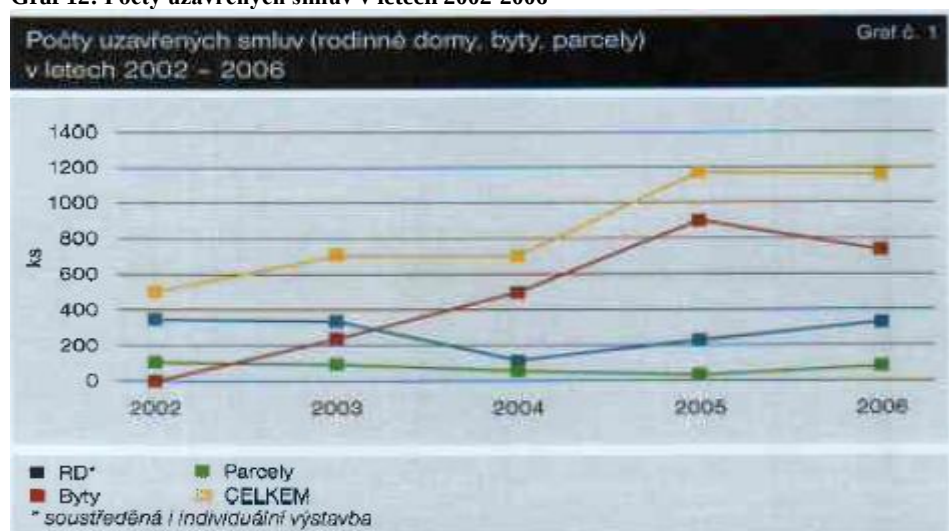
Položka (stav k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
Tržby za prodej vlastních výrobků, služeb a zboží	1 262 891	1 423 963	1 684 348	1 936 740	4 342 234
Tržby za prodej zboží	228 511	334 878	257 040	264 921	503 015
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 034 380	1 089 085	1 427 308	1 671 819	3 839 219

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Z dané tabulky je patrné, že během let 2002-2006 došlo k nárůstu tržeb za prodej vlastních výrobků, služeb a zboží. K velkému nárůstu došlo zejména mezi roky 2005 a 2006.

Tento trend potvrzuje i následující graf, který uvádí počty uzavřených v letech 2002-2006:

Graf 12: Počty uzavřených smluv v letech 2002-2006



Zdroj: Výroční zpráva společnosti Central Group a.s., rok 2006

Z tohoto grafu je patrné, že dochází k růstu počtu uzavíraných smluv, zejména v prvních letech je zaznamenán velký nárůst smluv týkajících se bytů. Poslední roky u bytů dochází k poklesu, mírně však rostou smlouvy týkající se rodinných domů a parcel.

Analýza výkonové spotřeby

Tabulka 32: Vývoj výkonové spotřeby v letech 2002-2006

Položka (stav k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
Výkonová spotřeba	919 184	1 107 889	1 393 319	2 783 581	3 043 683
Spotřeba materiálu a energie	20 018	20 741	27 053	38 764	33 436
Služby	899 166	1 087 148	1 366 266	2 744 817	3 010 247

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Zde je patrný téměř 100% podíl spotřebovaných nákladů na služby na položce výkonová spotřeba.

Analýza výsledku hospodaření

Tabulka 33: Vývoj výsledku hospodaření v letech 2002-2006

Položka (stav k 31.12.)	2002	2003	2004	2005	2006
Provozní výsledek hospodaření	155 918	228 053	277 439	442 235	586 228
Finanční výsledek hospodaření	1 183	3 732	564	-18 628	80 448
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	93 015	146 489	190 725	304 697	518 664
Mimofádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	93 015	146 489	190 725	304 697	518 664

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní dopočty

Z výše uvedené tabulky je patrné, že ve sledovaných letech dochází k postupnému růstu výsledku hospodaření za účetní období, což je ovlivněno především provozním výsledkem hospodaření. Obrovský nárůst finančního výsledku hospodaření v letech 2005 a 2006 je způsoben výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách.

4.2.3 Analýza peněžních toků (cash flow)

Výkaz peněžních toků podává souhrnný přehled o tom, jak podnik ve sledovaném období peněžní prostředky získával a na co je využíval.

Tento výkaz dnes není jednoznačně upraven a podniky si jej tak mohou přizpůsobit svým konkrétním potřebám.

„Část výkazu týkající se provozní činnosti nám umožňuje zjistit, do jaké míry výsledek hospodaření za běžnou činnost odpovídá skutečně vydělaným penězům a jak je produkce peněz ovlivněna změnami pracovního kapitálu a jeho hlavních složek.

Velkou pozornost je třeba také věnovat peněžním tokům spojeným s investiční činností. Nejde jen o výdaje na pořízení investičního majetku a jejich strukturu, ale také o tzv. „desinvestice“ neboli příjmy z prodeje investičního majetku.

Saldo provozních, investičních a finančních toků tvoří dohromady celkový peněžní tok. Měl by se rovnat rozdílu mezi počátečním a konečným stavem peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů²⁸, „²⁹

Tabulka 34: Výkaz cash flow 2003-2006

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 1.1.	69 381	79 384	15 985	11 605
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	231 785	278 003	423 607	666 676
Úpravy o nepeněžní operace	34 004	-248 478	13 360	-43 995
Odpisy stálých aktiv	6 305	8 940	13 270	24 497
Změna stavu opravných položek a rezerv	5 495	-7 011	-1 266	13 346
Zisk z prodeje DHM	1 005	-1 248	-877	2 416
Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	-79 566
Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a výnosové úroky	-4 133	-2 527	2 233	-4 688
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	0	-246 632	0	0
CF z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	265 789	29 525	436 967	622 681
Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-64 794	-98 503	-532 266	-152 570
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-16 587	26 588	-97 654	-336 676
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	645 914	33 321	937 303	-343 537
Změna stavu zásob	-668 789	-275 930	-1 371 915	527 643
Změna krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a ekvivalentů	0	117 518	0	0
CF z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	200 995	-68 978	-95 299	470 111
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-1 754	-2 455	-4 956	-3 479
Přijaté úroky	5 887	4 982	2 725	8 167
Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost	-85 296	-76 149	-85 370	-152 596
Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmu	0	0	0	0
Přijaté dividendy a podíly na zisku (+)	0	0	0	79 566
CF z provozní činnosti	119 832	-142 600	-182 902	401 769
Peněžní toky z investiční činnosti				
Výdaje spojené s nabytím dl.majetku	-72 586	-164 330	-22 532	-66 214
Příjmy z prodeje DHM	19 377	132 697	5 355	611
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0
CF z investiční činnosti	-53 209	-31 633	-17 177	-65 603
Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-56 620	110 820	195 699	-117 655
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	14	0	0
Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisního ážia atd.	0	14	0	0
Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0	0	0	0
Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0	0
Úhrada ztráty společníky	0	0	0	0
Přímé platby na vrub fondů	0		0	0
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku	0	0	0	-300 000
CF z finanční činnosti celkem	-56 620	110 834	195 699	-117 655
Čisté zvýšení, resp.snížení peněžních prostředků a ekvivalentů	10 003	-63 399	-4 380	218 511
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 31.12.	79 384	15 985	11 605	230 116

Zdroj: Výroční zprávy společnosti, vlastní výpočty

²⁸ Peněžními ekvivalenty jsou zejména dlouhodobé úločky s výpovědní lhůtou do tří měsíců a snadno obchodovatelné krátkodobé cenné papíry.

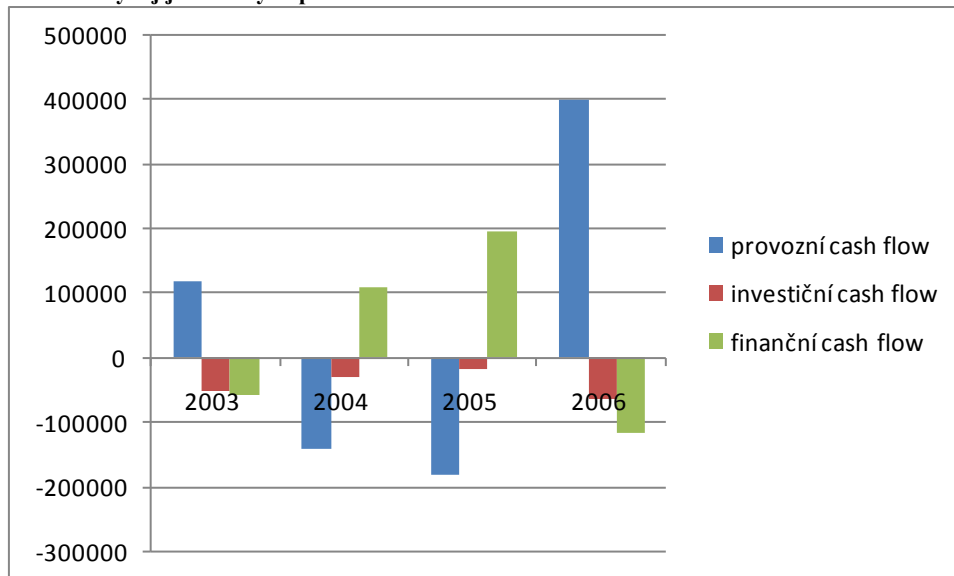
²⁹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

Tabulka 35: Vývoj jednotlivých položek cash flow v letech 2002-2006

Analýza cash flow	2003	2004	2005	2006
provozní cash flow	119832	-142600	-182902	401769
investiční cash flow	-53209	-31633	-17177	-65603
finanční cash flow	-56 620	110834	195699	-117655

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Graf 13: Vývoj jednotlivých položek cash flow v letech 2002-2006



Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Záporná hodnota provozního cash flow v letech 2004 a 2005 je daná především změnou stavu nepeněžních položek pracovního kapitálu. Z položek pracovního kapitálu rostly nejvíce zásoby. Mezi roky 2004 a 2005 vzrostly více než 1,5krát. Změna ze záporné hodnoty na kladnou (v roce 2006) je způsobena jednak zvýšením zisku, ze kterého se při výpočtu cash flow vychází, a jednak snížení stavu zásob.

Záporná hodnota investičního cash flow je způsobena tím, že výdaje spojené s pořízením stálých aktiv jsou vyšší než příjmy z prodeje těchto aktiv.

Finanční cash flow je ovlivněno převážně položkou – dopady změn dlouhodobých popř. krátkodobých závazků, které spadají do oblasti finanční činnosti. Pokud je tato položka kladná, je kladné i cash flow z finanční činnosti. V případě záporné hodnoty této položky, je záporné i cash flow z finanční činnosti.

4.3 Poměrové ukazatele

„Poměrové ukazatele jsou základním metodickým nástrojem, jádrem finanční analýzy. Tyto ukazatele se vypočítávají vydělením jedné položky (skupiny položek) jinou položkou (skupinou položek) uvedenou ve výkazech, mezi nimiž existují co do obsahu určité souvislosti.“³⁰

Rozeznáváme zejména následující typy ukazatelů:

- ukazatele likvidity
- ukazatele rentability
- ukazatele aktivity
- ukazatele dlouhodobého financování a stability

Vzorce a charakteristika ukazatelů je uvedena v příloze.

4.3.1 Ukazatele likvidity

Tabulka 36: Ukazatele likvidity

UKAZATELE LIKVIDITY	2002	2003	2004	2005	2006
Okamžitá likvidita	0,069	0,058	0,010	0,004	0,062
Pohotová likvidita	0,339	0,248	0,126	0,115	0,410
Běžná likvidita	1,534	1,610	1,647	1,580	1,941

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Okamžitá likvidita dosahuje velmi nízkých hodnot, zvláště pak v roce 2005. Je to způsobeno nárůstem krátkodobých závazků (zejména krátkodobé přijaté zálohy – jedná se o uhrazené zálohy na nákup pozemků, výstavbu rodinných domů a bytových domů a na nákup bytových jednotek v bytových domech) a poklesem krátkodobého finančního majetku. V roce 2006 začal tento ukazatel opět růst. Došlo totiž k poklesu krátkodobých závazků a k nárůstu krátkodobého finančního majetku.

Pohotová likvidita dosahuje poměrně vysokých hodnot, výjimkou jsou roky 2004 a 2005, kdy došlo k již zmíněnému nárůstu krátkodobých závazků a poklesu krátkodobého finančního majetku. Převážnou část oběžných aktiv totiž tvoří zásoby, které považujeme za nelikvidní, a proto jsou od oběžných aktiv při výpočtu pohotové likvidity odečteny. Zůstane nám tedy jen velmi málo likvidních prostředků, oproti krátkodobým závazkům. V roce 2006 zásoby již netvoří tak velkou část oběžných aktiv, došlo k nárůstu pohledávek, které se považují za likvidní. V tomto roce také došlo k poklesu krátkodobých závazků, proto ukazatel pohotové likvidity dosahuje poměrně vysokých hodnot.

³⁰ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

Hodnota ukazatele běžné likvidity se v letech 2002-2005 příliš nelišila. Větší změna tohoto ukazatele je zaznamenána v roce 2006, kdy došlo k nárůstu oběžných aktiv a poklesu krátkodobých závazků.

Tabulka 37: Analýza pracovního kapitálu

Analýza pracovního kapitálu	2002	2003	2004	2005	2006
Oběžná aktiva	1 550 487	2 218 603	2 599 706	4 079 019	4 115 887
Krátkodobé závazky	1 010 538	1 378 408	1 578 025	2 581 895	2 120 737
Pracovní kapitál	539 949	840 195	1 021 681	1 497 124	1 995 150

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Velikost pracovního kapitálu v průběhu sledovaného období postupně narůstala, což je jistě pozitivní jev. Znamená to, že společnost má dostatek prostředků k financování svých krátkodobých závazků. Jako problém však vidím to, že hlavní složkou oběžných aktiv, jsou zásoby, které představují méně likvidní složku majetku. Tyto zásoby jsou téměř z poloviny tvořeny nedokončenou výrobou, tedy jednou z nejméně likvidních složek zásob.

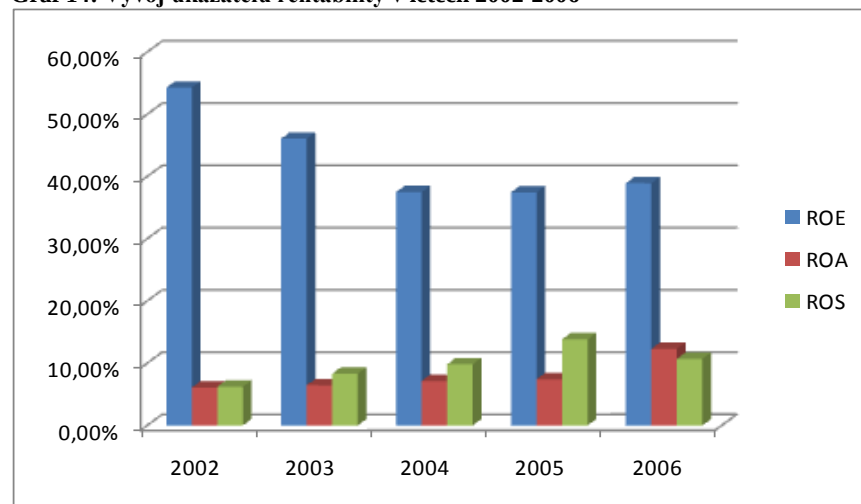
4.3.2 Ukazatele rentability

Tabulka 38: Ukazatele rentability

UKAZATELE RENTABILITY	2002	2003	2004	2005	2006
ROE	54,28%	46,08%	37,50%	37,46%	38,94%
ROA	6,08%	6,46%	7,15%	7,41%	12,31%
ROS	7,37%	10,29%	11,32%	15,73%	11,94%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Graf 14: Vývoj ukazatelů rentability v letech 2002-2006



Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Ukazatel rentability vlastního kapitálu v letech 2002-2005 postupně klesal. V těchto letech dochází jak ke zvýšení vlastního kapitálu, tak i výsledku hospodaření za účetní období. Pokles je dán tím, že vlastní kapitál vzrostl o něco více než výsledek hospodaření. V letech 2003, 2005 a 2006 dochází totiž k navýšení základního kapitálu. V roce 2006 je zaznamenán

mírný nárůst. V tomto roce sice došlo k navýšení základního kapitálu, ale také k nárůstu výsledku hospodaření. Nárůst výsledku hospodaření byl vyšší než v předchozích letech a proto tento ukazatel mírně vzrostl.

Ukazatel rentability aktiv ve sledovaných letech postupně narůstal. Tento nárůst je dán především postupným zvyšováním výsledku hospodaření. Nákladové úroky se v těchto letech měnily jen nepatrně.

Tento ukazatel tvoří 2 složky – rentabilita tržeb a obrat celkových aktiv. „Součin těchto ukazatelů se nazývá, Du Pont rovnice.“³¹

Tabulka 39: Rozklad ukazatele rentability aktiv

Rozklad ROA	2002	2003	2004	2005	2006
ROA	6,08%	6,46%	7,15%	7,41%	12,31%
ROS	6,24%	8,33%	9,82%	13,84%	10,70%
T/A	0,80	0,62	0,63	0,47	1,03

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní dopočty

Z uvedené tabulky je patrné, že v letech 2002-2005 je rentabilita aktiv ovlivněna především rentabilitou tržeb, tzn., pokud rostla rentabilita tržeb, rostla i rentabilita aktiv. V roce 2006 naopak převážil vliv obratu celkových aktiv, protože rentabilita tržeb poklesla, ale rentabilita aktiv naopak vzrostla.

Ukazatel rentability tržeb se v letech 2002-2005 postupně zvyšoval. Růst hodnoty tohoto ukazatele je způsoben tím, že výsledek hospodaření za účetní období se zvyšoval více než tržby podniku. V roce 2006 došlo k poklesu tohoto ukazatele. Ten je způsoben tím, že tržby vzrostly více než dvojnásobně, zatímco výsledek hospodaření méně než dvojnásobně.

4.3.3 Ukazatele aktivity

Tabulka 40: Ukazatele aktivity

UKAZATELE AKTIVITY	2002	2003	2004	2005	2006
doba obratu zásob (ve dnech)	337,97	418,40	453,49	398,10	293,13
doba obratu zboží (ve dnech)	137,57	209,85	227,53	190,97	70,70
doba splatnosti pohledávek (ve dnech)	34,71	34,26	24,02	39,38	47,97
doba splácení závazků (ve dnech)	347,23	384,81	370,82	319,83	234,73

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Doba obratu zásob do roku 2004 postupně narůstala, od roku 2005 dochází k jejímu poklesu. Pokles hodnoty je způsoben snížením zásob a nárůstem výkonů a prodaného zboží.

Doba obratu zásob dosahuje poměrně vysokých hodnot. Ty jsou způsobeny především nedokončenou výrobou a výrobky, které tvoří značnou část celkových zásob.

³¹ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

Doba splatnosti pohledávek od roku 2002 do roku 2004 postupně klesala, avšak od roku 2005 dochází k nárůstu tohoto ukazatele. Tento nárůst je dán nárůstem položky krátkodobých pohledávek, zejména pohledávek za ovládanými a řízenými osobami. Tato položka tvoří v roce 2006 více než polovinu celkových krátkodobých pohledávek.

Doba splácení závazků v letech 2002 a 2003 postupně narůstala, od roku 2004 dochází k jejímu poměrně velkému poklesu.

Uvedené hodnoty poměrových ukazatelů je vhodnější porovnávat v rámci odvětví, ve kterém daná společnost podniká.

4.3.4 Ukazatele dlouhodobého financování a stability

Tabulka 41: Ukazatele finanční stability

UKAZATELE FINANČNÍ STABILITY	2002	2003	2004	2005	2006
kvóta vlastního kapitálu	10,91%	13,90%	18,88%	19,55%	31,46%
úrokové krytí	44,91	133,15	114,24	86,44	192,63
dobu splácení dluhů (v letech)	4,83	10,92			5,78
dobu splácení dluhů (v letech)	10,91	9,09	8,53	9,06	4,52

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Ukazatel kvóty vlastního kapitálu má vzrůstající tendenci, což je jistě pozitivní jev. Znamená to tedy, že podnik se čím dál tím méně zadlužuje a naopak je více financován vlastním kapitálem. Nárůst procentního podílu položky vlastního kapitálu na celkovém kapitálu je způsoben navýšením základního kapitálu společnosti a rostoucím výsledkem hospodaření běžného období. V roce 2006 došlo současně k navýšení základního kapitálu a k poklesu cizích zdrojů. Cizí zdroje podniku tvoří převážně – krátkodobé přijaté zálohy a závazky k ovládaným a řízeným osobám.

Vysoké hodnoty ukazatele úrokového krytí jsou způsobeny velmi nízkými nákladovými úroky daného podniku. Cizí zdroje podniku převážně tvoří – krátkodobé přijaté zálohy a závazky k ovládaným a řízeným osobám. Podnik nemá, s výjimkou roku 2005, žádné bankovní úvěry ani neemituje žádné dluhopisy. Z tohoto důvodu dosahuje ukazatel úrokového krytí tak vysokých hodnot a nemá proto přílišnou vypovídací schopnost.

Doba splácení dluhů byla vypočítána podle dvou různých vzorců. První vzorec, ve jmenovateli je provozní cash flow, nemohl být z důvodu záporného cash flow v letech 2004 a 2005 použit. Použila jsem proto druhý vzorec, který má ve jmenovateli zisk po zdanění a odpisy. Je patrné, že doba splácení dluhů v letech, kromě roku 2005, má klesající tendenci. Nízká hodnota v roce 2006 je dána klesajícími závazky a naopak rostoucím ziskem po zdanění.

4.4 Analýza nefinančních ukazatelů

Nefinanční ukazatele slouží jako doplňkové ukazatele. Jedná se většinou o počet zaměstnanců vztažený k výkonnostním ukazatelům.

Tabulka 42: Nefinanční ukazatele v letech 2002-2006

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006
Průměrný počet pracovníků	148	153	170	186	195
Zisk (v tis. Kč)	93 015	146 489	190 725	304 697	518 664
Zisk na pracovníka (v tis. Kč)	628	957	1 122	1 638	2 660
Obrat (v tis. Kč)	1 262 891	1 423 963	1 684 348	1 936 740	4 342 234
Obrat na pracovníka (v tis. Kč)	8 533	9 307	9 908	10 413	22 268
Produktivita z přidané hodnoty na pracovníka (v tis. Kč)	1639	2157	2231	2804	3731

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

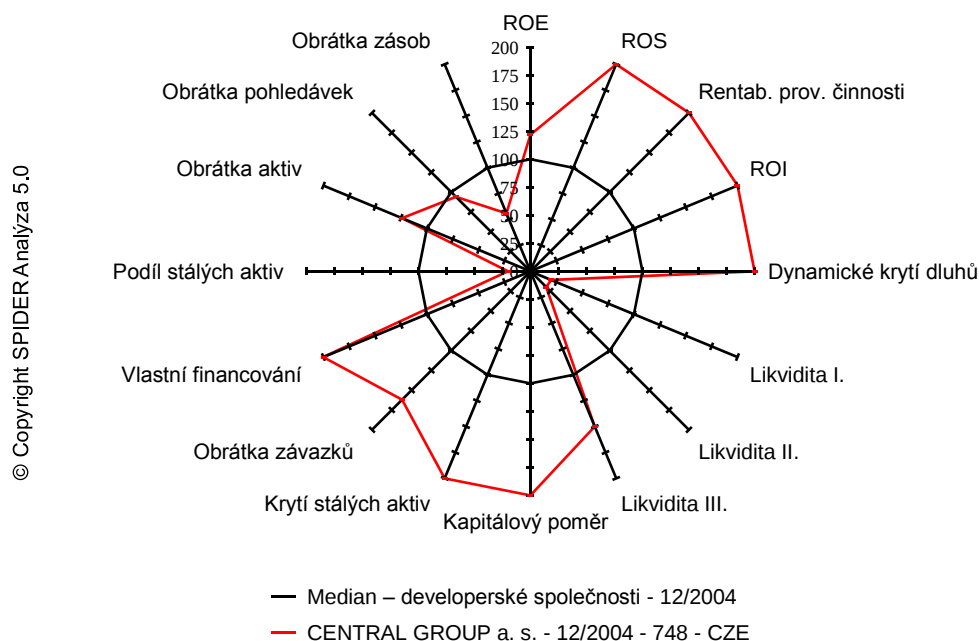
V letech 2002-2006 došlo k postupnému nárůstu počtu zaměstnanců. Zvyšoval se také zisk společnosti a obrat a s tím související hodnota nefinančních ukazatelů zisk na pracovníka a obrat na pracovníka. Rostla také produktivita z přidané hodnoty na pracovníka, což je jistě pozitivní jev.

4.5 Prostorové srovnání

Pro zjištění finanční situace podniku v porovnání s konkurencí jsem provedla srovnání v rámci trhu v ČR a v Evropě.

Pro trh v ČR jsem použila srovnání s, již ve strategické analýze uvedenými, největšími konkurenty – tedy společnostmi: Finep, EKOSPOL, České nemovitosti, Renix a AT development. Pro prostorové srovnání jsem využila databázi SPIDER – konkrétně pavučinový graf. Jelikož jsou konkurenční společnosti různé velikosti, pro srovnání jsem využila namísto průměru medián dané skupiny. Srovnání je bohužel z roku 2004. Za rok 2005 nebylo možné porovnání provést, protože některé společnosti v databázi neměly dostupné údaje.

Graf 15: Pavučinový graf – srovnání poměrových ukazatelů



Zdroj: databáze Spider

Z výše uvedeného grafu vyplývá, že společnost si velmi dobře vedla zejména v ukazatelích rentability. Dobrých výsledků dosahuje společnost také v ukazatelích stability – převaha vlastního financování, vysoká obratovost závazků i kapitálový poměr. Obratovost aktiv a pohledávek je zhruba na stejné úrovni jako medián srovnávaných společností ve skupině. Naopak v ukazatelích likvidity je na tom společnost, s výjimkou ukazatele běžné likvidity, o dost hůře než je medián srovnávaných společností. Ukazatele pohotovost a okamžité likvidity dosahují velmi nízkých hodnot.

Pro lepší porovnatelnost jsem provedla srovnání v hlavních ukazatelích finanční analýzy vybraných společností za rok 2006.

Tabulka 43: Srovnání s konkurencí na základě vybraných ukazatelů (v roce 2006)

Srovnání s konkurencí (rok 2006)	Central Group	Finep	AT development	Ekospol	Renix	České nemovitosti
Likvidita						
Okamžitá likvidita	0,062	0,005	0,070	0,101	0,315	0,254
Pohotovostní likvidita	0,41	0,82	0,53	2,63	0,89	0,34
Běžná likvidita	1,94	0,82	1,12	4,27	2,89	0,34
Zadluženost a finanční stabilita						
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapi	31,46%	17,88%	9,97%	46,79%	31,90%	31,22%
Průměrná doba splacení dluhů (roky)	4,52	24,39	27,01	9,90	13,60	6,25
Rentabilita						
ROE	38,94%	15,11%	30,29%	3,89%	13,62%	35,06%
ROA	12,31%	2,96%	3,02%	1,84%	4,35%	11,15%
ROS	11,94%	4,94%	9,52%	248,40%	9,06%	9,48%
Aktivita						
Doba obratu zásob (dny)	293,13	0,46	277,28	384,71	224,27	0,00
Doba obratu pohledávek (dny)	7,21	78,14	169,73	356,75	23,68	4,49
Doba obratu obchodních závazků (dny)	33,20	767,73	472,26	119,17	72,52	82,31

Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností, vlastní výpočty

V ukazatelích likvidity je na tom společnost Central Group hůře než konkurence. Ukazatele zadluženosti, finanční stability a rentability vykazují, že společnost Central Group má lepší výsledky než konkurence.

Doba obratu zásob je u společnosti Central Group poměrně vysoká. Doba obratu pohledávek je u společnosti Central Group nižší než u konkurence – tzn. odběratelé platí dané společnosti dříve než konkurenci.

Naopak je tomu v případě doby obratu závazků – nižší číslo než u konkurence znamená, že společnost platí své závazky dříve než konkurence.

Podrobnější analýza je uvedena v kapitole 4.6.3.

Nefinanční ukazatele

Tabulka 44: Srovnání s konkurencí v nefinančních ukazatelích

Obrat na pracovníka (v tis. Kč)	2005	2006
AT development	13 979	7 339
České nemovitosti	22 340	20 384
Finep	2 206	1 949
Central Group	10 413	22 268
Produktivita z přidané hodnoty na pracovníka (v tis. Kč)	2005	2006
AT development	1 931	2 180
České nemovitosti	3 637	3 270
Finep	1 152	781
Central Group	10 413	22 268
Zisk na pracovníka (v tis. Kč)	2005	2006
AT development	1 176	699
České nemovitosti	2 232	1 932
Finep	444	96
Central Group	1 638	2 660

Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností, vlastní výpočty

V ukazateli obratu na pracovníka je na tom společnost Central Group lépe než její konkurenti, s výjimkou společnosti České nemovitosti.

Produktivita z přidané hodnoty na pracovníka dosahuje u oceňované společnosti mnohem vyšších hodnot, než je tomu v případě konkurence.

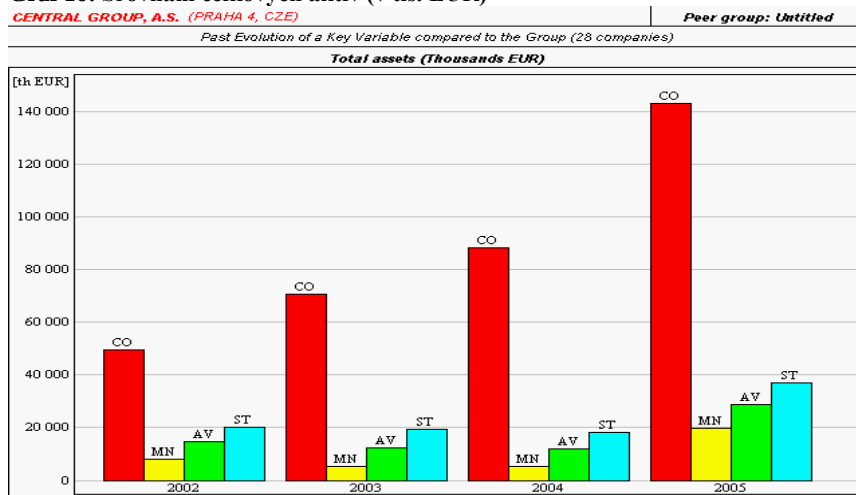
V ukazateli zisk na pracovníka je na tom společnost Central Group podobně jako společnost České nemovitosti, ale lépe než ostatní konkurenti.

Ve vybraných nefinančních ukazatelích dosahuje tedy společnost Central Group lepších hodnot než konkurence.

Pro srovnání s evropskými společnostmi jsem použila databázi AMADEUS³². Srovnatelnou skupinu jsem určila následujícím způsobem:

- Výběr hlavní činnosti podle OKEČ (NACE Rev. 1.1.), odvětví 701
- Regionální vymezení - Praha
- Počet zaměstnanců – do 200

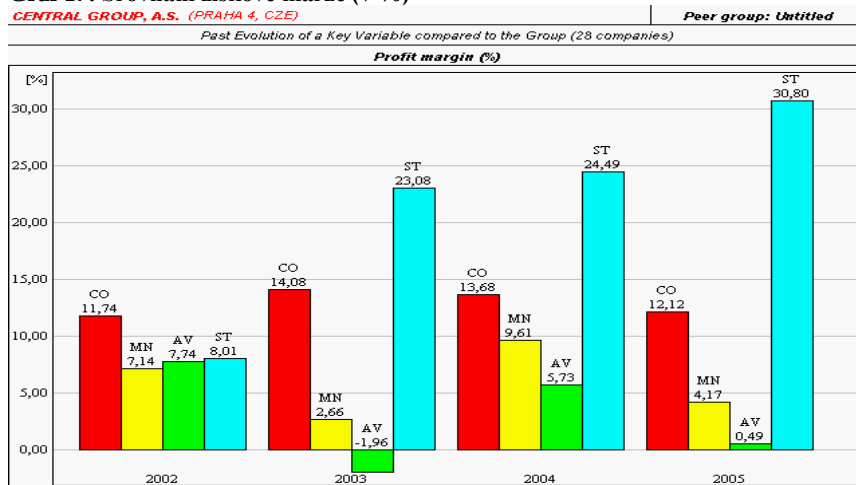
Graf 16: Srovnání celkových aktiv (v tis. EUR)



Zdroj: databáze AMADEUS, CO = Central Group, AV = průměr odvětví, MN = medián odvětví, ST = směrodatná odchylka

V porovnání se srovnatelnou skupinou má společnost Central Group vyšší hodnotu celkových aktiv, tedy majetku. Pokud bychom výši celkových aktiv vzali jako hledisko určující velikost společnosti, byla by společnost Central Group největší v porovnání s ostatními 28 společnostmi.

Graf 17: Srovnání ziskové marže (v %)

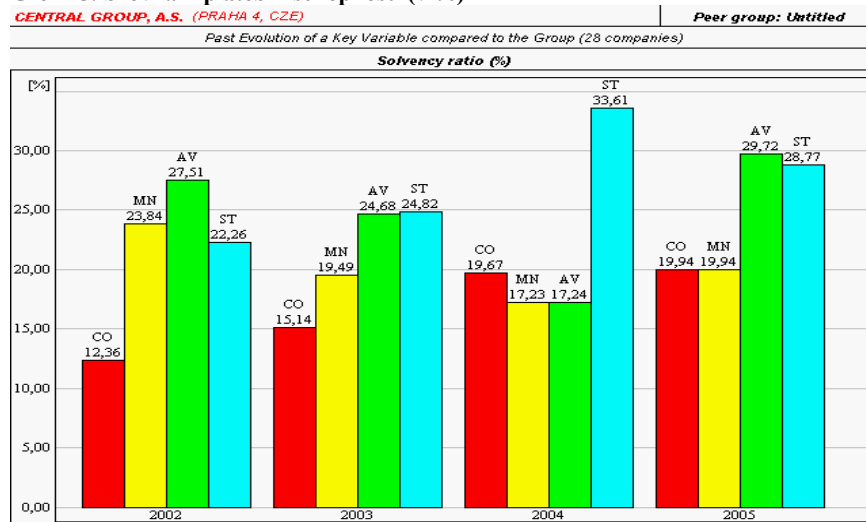


Zdroj: databáze AMADEUS, CO = Central Group, AV = průměr odvětví, MN = medián odvětví, ST = směrodatná odchylka

³² Jedná se o databázi velkých evropských firem

Dalším srovnávaným ukazatelem jsem zvolila ukazatel ziskové marže. Je vypočítána jako poměr zisku k celkovým tržbám. V tomto ukazateli dosahuje společnost Central Group lepších hodnot než ostatní srovnávané společnosti.

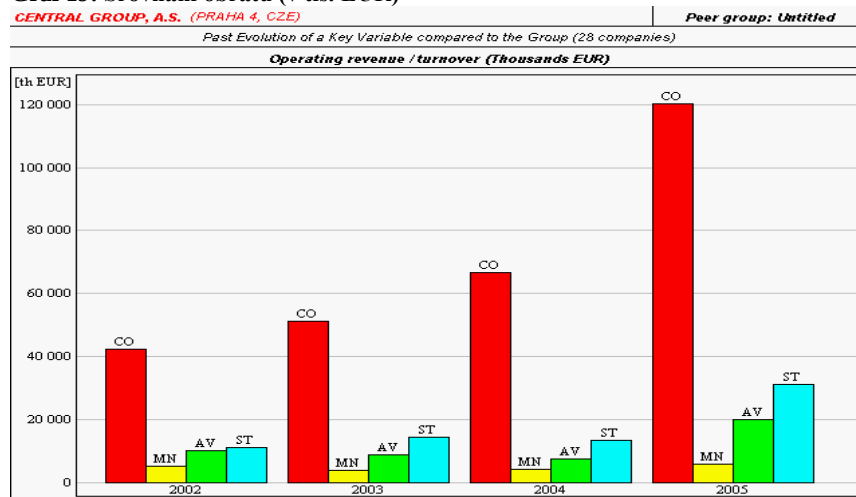
Graf 18: Srovnání platební schopnosti (v %)



Zdroj: databáze AMADEUS, CO = Central Group, AV = průměr odvětví, MN = medián odvětví, ST = směrodatná odchylka

V ukazateli platební schopnosti společnost zaostává za svými konkurenty, výjimkou je rok 2005. Znamená to, že společnosti se daří pomaleji hradit své závazky. Je to způsobeno již výše zmíněným nízkým ukazatelem okamžité, resp. pohotové likvidity.

Graf 19: Srovnání obrátu (v tis. EUR)



Zdroj: databáze AMADEUS, CO = Central Group, AV = průměr odvětví, MN = medián odvětví, ST = směrodatná odchylka

Posledním srovnávaným ukazatelem byl ukazatel obrátu vyjádřený v tisících EUR.

V letech 2002-2004 společnost dosáhla obrátu o něco vyššího než je průměr odvětví.

V roce 2005 je zaznamenán poměrně rapidní nárůst tohoto ukazatele.

4.6 Finanční zdraví podniku

Pro celkové hodnocení finančního zdraví podniku můžeme použít rychlý test. V tomto testu jsou bodovány jednotlivé dílčí ukazatele od 1 (nejlepší) do 5 (nejhorší). Výsledná známka se počítá jako aritmetický průměr za uvedené ukazatele.

Tabulka 45: Rychlý test podniku

UKAZATEL	STUPNICE HODNOCENÍ (ZNÁMKY)				
	velmi dobrý	dobrá	střední	špatný	hrozba insolvence
	1	2	3	4	5
Kvóta vlastního kapitálu	>30%	>20%	>10%	<10%	záporný
Podíl provozního cash flow k tržbám	>10%	>8%	>5%	<5%	záporný
Rentabilita celkového kapitálu	>12%	>10%	>6%	<6%	záporná
Doba splácení dluhů	<5 let	<12 let	<17 let	>17 let	>30 let

Zdroj: Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniků, Praha, Ekopress, 2007, vlastní úprava

Výše uvedený test však bylo nutné, vzhledem k danému odvětví upravit. Rentabilita celkového kapitálu je, na základě prostorového srovnání, nižší a naopak doba splácení dluhů je vyšší. Tyto dva ukazatele jsem proto upravila s přihlédnutím k charakteru odvětví.

Vybrané ukazatele oznámkuji podle této tabulky zvlášť za každý rok.

Tabulka 46: Vybrané ukazatele v letech 2002-2006

UKAZATEL	2003	2004	2005	2006
Kvóta vlastního kapitálu	13,90%	18,88%	19,55%	31,46%
Podíl provozního cash flow k tržbám	6,81%	záporný	záporný	8,29%
Rentabilita celkového kapitálu	6,46%	7,15%	7,41%	12,31%
Doba splácení dluhů	9,09	8,53	9,06	4,52

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Tabulka 47: Přiřazení známky jednotlivým ukazatelům

UKAZATEL	2003	2004	2005	2006
Kvóta vlastního kapitálu	3	3	3	2
Podíl provozního cash flow k tržbám	3	5	5	2
Rentabilita celkového kapitálu	3	3	3	1
Doba splácení dluhů	2	2	2	1
Průměrná známka	2,75	3,25	3,25	1,50

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., databáze MarketLine, vlastní výpočty

Poměrně dobré výsledky společnost vykazuje v ukazateli kvóty vlastního kapitálu a ukazateli doby splácení dluhů.

Z hodnoty ukazatele kvóty vlastního kapitálu je zřejmé, že podnik financuje svá aktiva především z cizích zdrojů. Podíl cizích zdrojů se ale postupně zmenšuje. Jak již bylo uvedeno výše, cizí zdroje převážně tvoří krátkodobé přijaté zálohy a závazky za ovládanými a řízenými osobami. Kromě roku 2005, společnost nefinancuje své aktivity bankovními úvěry či dluhopisy.

Nejhorší známky jsou v případě ukazatele podílu provozního cash flow k tržbám. Tyto známky jsou způsobeny tím, že v letech 2004 a 2005 hodnota provozního cash flow dosahovala záporných hodnot. Tyto záporné hodnoty jsou dány především položkou změna stavu zásob, která dosahuje poměrně vysokých hodnot (hlavně v roce 2005). Jako pozitivní hodnotím obrát ze záporné hodnoty na kladnou v posledním sledovaném roce.

Hodnota rentability celkového kapitálu dosahuje poměrně nízkých hodnot. Kladně hodnotím především zlepšení rentability v posledním sledovaném roce.

Doba splácení dluhů dosahuje poměrně dobrých výsledků. Ve sledovaných letech, s výjimkou roku 2005, se postupně snižovala.

Velmi pozitivně hodnotím zlepšení v roce 2006 ve všech známkových ukazatelích. Otázkou ale zůstává, zda si tento pozitivní trend podnik udrží, nebo zda se jedná jen o přechodné zlepšení.

4.7 Ukazatel EVA jako nástroj finanční analýzy

Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím větší hodnotu pro vlastníky podnik vytváří.

Vypočítá se podle následujícího vzorce:

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC, \text{ kde}$$

NOPAT = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku po dani

NOA = net operating assets, tj. čistá operační aktiva

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

Při výpočtu NOPAT jsem postupovala následujícím způsobem:

VH za běžnou činnost

(+) nákladové úroky

(-) finanční výnosy

(-) tržby z prodeje DHM

(+) zůstatková cena prodaného majetku

= NOPAT

Společnost nevlastní žádný majetek na leasing, nebylo nutné tedy NOPAT upravovat o náklady na leasing a leasingové platby. Společnost neprovádí žádný výzkum a vývoj, proto není nutná úprava o odpisy aktivovaných nákladů.

Tabulka 48: Výpočet NOPAT

	2002	2003	2004	2005	2006
VH za běžnou činnost	93 015	146 489	190 725	304 697	518 664
nákladové úroky (+)	3 578	1 754	2 455	4 958	3 479
finanční výnosy (-)	4 802	23 975	135 354	2 722	92 307
tržby z prodeje DHM (-)	930	4 301	2 390	5 355	5 470
zůstatková cena prodaného majetku (+)	2 709	3 267	697	4 478	3 027
NOPAT	93 570	123 234	56 133	306 056	427 393

Zdroj: vlastní výpočty

Při výpočtu NOA jsem postupovala následujícím způsobem:

Celková výše aktiv

(-) neprovozní majetek

(-) neúročený cizí kapitál

= NOA

Tabulka 49: Výpočet NOA

	2002	2003	2004	2005	2006
Aktiva	1 570 488	2 286 464	2 693 355	4 159 129	4 234 290
Neprovozní aktiva:					
Dlouhodobý finanční majetek	890	40 751	56 650	41 051	80 155
Krátkodobý finanční majetek	144 000	117 518	0	0	99 661
Jiné pohledávky	87 724	41 935	46 628	106 379	95 923
Neúročený cizí kapitál	1 072 644	1 371 908	1 572 892	2 725 371	2 437 251
NOA	265 230	714 352	1 017 185	1 286 328	1 521 300

Zdroj: vlastní výpočty

Výpočet WACC

Postup výpočtu WACC je uveden v kapitole 9.1.1.

Tabulka 50: Výpočet n_{VK}

	2002	2003	2004	2005	2006
r_{fUSA}	5,09%	5,02%	5,02%	4,99%	4,95%
β_Z	0,97	0,98	1,12	1,08	0,96
RPT_{USA}	4,53%	4,82%	4,84%	4,80%	4,91%
RPZ	1,58%	1,58%	1,58%	1,58%	1,58%
Inflace ČR	1,80%	0,10%	2,80%	1,90%	2,50%
Inflace USA	1,60%	2,30%	2,70%	3,40%	3,20%
ČR	0,20%	-2,20%	0,10%	-1,50%	-0,70%
Přirážka za nižší likviditu	1%	1%	1%	1%	1%
n_{VK}	12,25%	10,14%	13,12%	11,28%	11,54%

Zdroj: www.damodaran.com, www.portal.euromonitor.com, www.patria.cz, vlastní výpočty

Koeficient Beta byl přepočítán podle následujícího vzorce na Beta zadlužená:

$$\beta_z = \beta_N * \left[1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right],$$

kde

d je sazba daně z příjmu

CK je cizí úročený kapitál

VK je vlastní kapitál

Tabulka 51: Náklady na cizí kapitál

	2002	2003	2004	2005	2006
Náklady na cizí kapitál	2,45%	1,40%	2,10%	1,40%	2,10%

Zdroj: www.cnb.cz, vlastní výpočty

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny jako 1,4násobek diskontní míry stanovené ČNB.

Tabulka 52: WACC

	2002	2003	2004	2005	2006
Podíl CK	0,30%	0,73%	4,68%	4,16%	0,41%
Podíl VK	99,70%	99,27%	95,32%	95,84%	99,59%
CK	2,45%	1,40%	2,10%	1,40%	2,10%
CK po dani	1,69%	0,97%	1,51%	1,04%	1,60%
VK	12,25%	10,14%	13,12%	11,28%	11,54%
WACC	12,22%	10,08%	12,58%	10,85%	11,50%

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 53: Výpočet EVA

	2003	2004	2005	2006
NOPAT	123 234	56 133	306 056	427 393
NOA (t-1)	265 230	714 352	1 017 185	1 286 328
NOA (t-1)*WACC	32 418,53	71 989,10	127 914,28	139 560,62
EVA	90 815	-15 856	178 142	287 832

Zdroj: vlastní výpočty

Z tabulky vyplývá, že s výjimkou roku 2004, byla hodnota ukazatele EVA kladná, tzn. společnost vytváří hodnotu pro své vlastníky. Záporná hodnota v roce 2004 je dána především nízkou hodnotou NOPAT. Tato nízká hodnota je způsobena vysokými finančními výnosy v daném roce, které jsou ovlivněny prodejem cenných papírů a podílů.

4.8 Závěr finanční analýzy

Společnost Central Group a.s. hodnotím jako finančně zdravý podnik. Převažující činností podniku je výstavba a prodej rodinných domů a bytů a prodej pozemků. Této specifické činnosti také odpovídá struktura kapitálu. Převažující část aktiv tvoří oběžná aktiva, konkrétně nedokončená výroba a zboží.

Ve sledovaném období došlo k postupnému zvyšování bilanční sumy, růstu tržeb, resp. výsledku hospodaření za účetní období. Negativním jevem v daném období byla přechodná záporná hodnota provozního cash flow v letech 2004 a 2005.

Z rychlého testu vyplynulo, že společnost se v posledním roce sledovaného období zlepšila ve všech testovaných ukazatelích.

Myslím si, že společnost má potenciál stát se tzv. going concern a lze ji tedy ocenit pomocí výnosové metody.

5 Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný

Při rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný se vychází z předpokladu, že podnik má jen jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Majetek nezbytný pro základní podnikatelskou činnost označujeme jako majetek provozně nutný. Všechn ostatní majetek pak označujeme jako provozně nenutný nebo neprovozní.

„Důvody pro toto rozčlenění majetku jsou následující:

- Část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy – např. nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně potřebném rozsahu, dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendy atd.
- Vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.“³³

5.1 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek společnosti Central Group a.s. tvoří software a ocenitelná práva. Tento majetek považuji v celé výši za provozně potřebný.

Dlouhodobý hmotný majetek

Stavby a samostatné movité věci považuji za provozně nutné v plné výši. V minulých letech byly součástí dlouhodobého hmotného majetku také poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý majetek. V posledním sledovaném roce mají obě tyto položky v rozvaze nulovou hodnotu. Tento majetek budu také považovat za provozně nutný, protože jsem nenašla žádnou informaci, která by vedla k tomu, že se jedná o majetek provozně nepotřebný.

Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek je tvořen podíly v ovládaných a řízených osobách. Považuji ho tedy celý za provozně nepotřebný.

³³ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniků, Praha, Ekopress, 2007

5.2 Oběžný majetek

Veškeré zásoby považuji za provozně potřebné. Nepotřebné, zastaralé nebo jinak nevyužité zásoby byly již z rozvahy odstraněny pomocí opravných položek.

Dlouhodobé pohledávky jsou z převážné části tvořeny pohledávkami za ovládanými a řízenými osobami. Konkrétně se jedná o půjčku společnosti Central Group – Stodůlky a.s. – na nákup pozemků. Tato pohledávka tedy slouží k hlavní činnosti podniku, a proto ji považuji za provozně nutnou. V letech 2004 a 2005 byla součástí dlouhodobých pohledávek také položka jiné pohledávky. Jednalo se o kauci na pronájem přístroje. Předpokládám, že se jednalo o přístroj využívaný k hlavní činnosti podniku a proto tuto pohledávku považuji za provozně nutnou. V případě krátkodobých pohledávek tvoří položka jiné pohledávky poměrně významnou část. Součástí této položky jsou: pohledávky za koupí podniku, notářská úschova, postoupené pohledávky, pohledávky za DPH klientů a jiné. Tyto pohledávky nesouvisí bezprostředně s hlavní činností podniku, budu je proto považovat za provozně nepotřebné.

Peněžní prostředky musí být udržovány ve výši nezbytné k zajištění provozu podniku. Maximální provozně nutnou úroveň peněžních prostředků lze odhadnout buď absolutní částkou nebo pomocí poměrového ukazatele okamžité likvidity, tj. peníze a účty v bankách/krátkodobý cizí kapitál. Hodnota tohoto ukazatele je obecně doporučována ve výši 20%.

Ukazatel okamžité likvidity společnosti Central Group a.s se v uplynulých letech pohyboval v rozmezí 0,004-0,069, je tedy značně nestabilní. Je proto lepší porovnat ukazatel likvidity v rámci odvětví. Zde se zaměřím na srovnání tohoto ukazatele s největšími konkurenty.

Tabulka 54: Ukazatele okamžité likvidity konkurence

Ukazatele okamžité likvidity	2004	2005	2006
Central Group	0,010	0,004	0,062
Největší konkurenti			
Finep	0,119	0,155	0,005
AT development	0,045	0,018	0,070
České nemovitosti	0,056	0,142	0,254
Renix		0,206	0,315
Průměr	0,07	0,13	0,16
Medián	0,06	0,15	0,16

Zdroj: Výroční zprávy vybraných společností, vlastní výpočty

Do konkurenčních společností jsem nezahrnula společnost EKOSPOL a.s., neboť její účetní období není shodné s účetním obdobím ostatních společností, její výsledky by proto neměly přílišnou vypovídací schopnost.

Z uvedené tabulky je patrné, že průměrná okamžitá likvidita v roce 2006 se pohybuje okolo 0,16, stejně jako medián tohoto ukazatele. Hodnoty, kterých dosahuje společnost Central Group jsou dosti podprůměrné a proto budu veškeré peněžní prostředky, tedy peníze a účty v bankách, považovat za provozně nutné.

Krátkodobé cenné papíry a podíly v roce 2006 tvořily poměrně významnou část položky krátkodobý finanční majetek. V letech 2004 a 2005 měla tato položka v rozvaze nulovou hodnotu. V letech 2002 a 2003 tato položka byla opět významnou součástí položky krátkodobého finančního majetku. Tuto položku tedy nepovažuji za nutnou k provozní činnosti podniku, a proto ji do provozně nutných aktiv nezahrnu.

Tabulka 55: Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný

(v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
Dlouhodobý majetek (celkem)	17 815	25 033	31 516	36 300	33 887
Oběžná aktiva (celkem)	1 318 763	2 059 150	2 553 078	3 972 640	3 920 303
Zásoby	1 208 164	1 876 953	2 401 074	3 782 755	3 246 748
Pohledávky - dlouhodobé	8 853	11 109	71 814	75 710	68 322
Pohledávky - krátkodobé	32 365	91 704	64 205	102 570	474 778
Peněžní prostředky	69 381	79 384	15 985	11 605	130 455
Časové rozlišení	1 296	2 077	5 483	2 759	4 361
Provozně nutný majetek (celkem)	1 337 874	2 086 260	2 590 077	4 011 699	3 958 551
Provozně nenutný majetek					
Jiné pohledávky	87 724	41 935	46 628	106 379	95 923
Dlouhodobý finanční majetek	890	40 751	56 650	41 051	80 155
Krátkodobý finanční majetek	144 000	117 518	0	0	99 661
Provozně nenutný majetek (celkem)	232 614	200 204	103 278	147 430	275 739
Aktiva (celkem)	1 570 488	2 286 464	2 693 355	4 159 129	4 234 290

Zdroj: Výroční zprávy, databáze MarketLine, vlastní výpočty

5.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pokud v podniku existují nějaká aktiva, která nesouvisí s hlavní činností, je třeba zjistit, zda s těmito aktivy nejsou spojeny nějaké náklady nebo výnosy vykázané ve výsledovce.

Při výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření (dále jen KPVH) vycházíme z provozního výsledku, nikoliv z výsledku hospodaření za účetní období. Pokud bychom použili výsledek hospodaření za účetní období, byl by součástí i mimořádný výsledek hospodaření, který by do oceňování vcházet neměl.

Typickými příklady položek, které je nutné při výpočtu KPVH vyloučit jsou:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (tedy zisky z prodeje majetku)
- odpisy budov nebo zařízení nesouvisejících s hlavní činností podniku

K provoznímu výsledku hospodaření je nutné připočíst finanční náklady a výnosy, které jsou spojené s provozními aktivy.

Vzhledem k pozdějšímu výpočtu provozní ziskové marže, kde je nutné pracovat s KPVH před odpisy a zdaněním, jsem do KPVH již v této fázi zahrnula odpisy.

Tabulka 56: Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Položky (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
Provozní výsledek hospodaření	155 918	228 053	277 439	442 235	586 228
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (-)	930	4 301	2 390	5 355	5 470
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (+)	2 709	3 267	697	4 478	3 027
Odpisy	5 713	6 305	8 438	13 270	24 497
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	163 410	233 324	284 184	454 628	687 848
Investovaný kapitál provozně nutný (k počátku roku)	-	2 086 260	2 590 077	4 011 699	3 958 551
Rentabilita investovaného kapitálu	-	11,18%	10,97%	11,33%	17,38%

Zdroj: Výroční zprávy, databáze MarketLine, vlastní výpočty

6 Generátory hodnoty a finanční plán

„Generátory hodnoty jsou souborem několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.“³⁴

Rozlišujeme následující generátory hodnoty:

- tržby a jejich růst
- provozní zisková marže
- investice do pracovního kapitálu
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

Rozvedením analýzy generátorů hodnoty vytvoříme finanční plán.

6.1 Tržby

Projekce budoucích tržeb je výsledkem strategické analýzy.

Společnost Central Group bude nadále zvyšovat svůj tržní podíl, v letech 2007-2011 se bude pohybovat od 6,95% do 9,02%.

Odhad růstu tržeb jsem v rámci strategické analýzy odhadla do roku 2011.

Tabulka 57: Prognóza tržeb a tempa jejich růstu

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby (v tis. Kč)	4 733 712	5 110 993	5 499 070	5 897 936	6 307 582
Tempo růstu (v %)	9,02%	7,97%	7,59%	7,25%	6,95%

Zdroj: vlastní výpočty

Jedná se o odhad růstu celkových tržeb. Pro sestavení finančního plánu je třeba rozdělit celkové tržby na 2 složky: tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.

Tabulka 58: Vývoj tržeb v minulosti

	2002	2003	2004	2005	2006
Tržby za prodej vlastních výrobků, služeb a zboží (v tis. Kč)	1 262 891	1 423 963	1 684 348	1 936 740	4 342 234
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (v tis. Kč)	1 034 380	1 089 085	1 427 308	1 671 819	3 839 219
Podíl tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb na celkových tržbách	81,91%	76,48%	84,74%	86,32%	88,42%
Průměr	83,57%				
Tržby za prodej zboží (v tis. Kč)	228 511	334 878	257 040	264 921	503 015
Podíl tržeb za prodej zboží na celkových tržbách (v tis. Kč)	18,09%	23,52%	15,26%	13,68%	11,58%
Průměr	16,43%				

Zdroj: Výroční zprávy, databáze MarketLine, vlastní výpočty

³⁴ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniků, Praha, Ekopress, 2007

Celkové tržby jsou převážně tvořeny tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb. Jejich podíl se od roku 2003 postupně zvyšoval. Tento trend budu předpokládat i v budoucnu. Při výpočtu podílu jednotlivých položek na celkových tržbách budu vycházet z dosavadního průměrného podílu.

Tabulka 59: Odhad budoucího vývoje tržeb

	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby (v tis. Kč)	4 733 712	5 110 993	5 499 070	5 897 936	6 307 582
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb(v tis. Kč)	4 023 655	4 344 344	4 674 209	5 013 246	5 361 445
Tržby za prodej zboží (v tis. Kč)	710 057	766 649	824 860	884 690	946 137

Zdroj: vlastní výpočty

6.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je definována jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi k tržbám, resp. výkonům a prodanému zboží.

Hlavní faktory působící na ziskovou marži se pokusím analyzovat pomocí Porterova modelu. Tento model vychází z předpokladu, že především intenzita konkurence zásadním způsobem ovlivňuje ziskovost daného oboru podnikání.

Intenzita konkurence závisí především na:

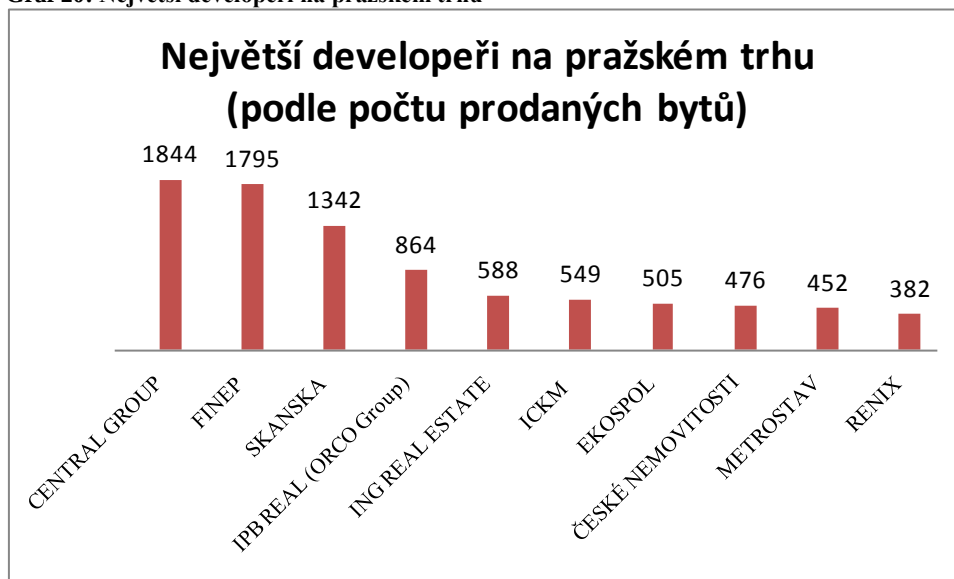
1. počtu a struktuře přímých konkurentů, dodavatelů, odběratelů (zákazníků)
2. stupni standardizace produktu
3. síle vazeb k dodavatelům a odběratelům
4. stabilitě poptávky
5. růstu trhu
6. velikosti tržních bariér
7. možnosti použít substituty

Konkurence

Zde budu vycházet především ze strategické analýzy.

Největší konkurenti společnosti Central Group jsou uvedeni v následujícím grafu:

Graf 20: Největší developeři na pražském trhu



Zdroj: strategická analýza

Společnost Central Group je lídrem na trhu developerských společností v Praze. Své vedoucí postavení si udrží i v budoucnu, její tržní podíl se bude nadále mírně zvyšovat. Z uvedeného grafu je patrné, že podle počtu prodaných bytů společnost Central Group soupeří především se společností Finep. Společnost Finep se zabývá, stejně jako společnost Central Group, pouze výstavbou rodinných domů a bytů. Pokud ale vezmeme tržní podíl, uvedený ve strategické analýze, společnost Finep dosahuje velmi nízkých hodnot. Z tohoto důvodu předpokládám, že intenzita konkurence se do budoucna nebude zvyšovat.

Stupeň standardizace produktu

„Základní tvrzení je, že čím podobnější jsou výrobky jednotlivých konkurentů, tím bude intenzita konkurence vyšší.“³⁵ Společnost nabízí byty a rodinné domy jak pro běžnou klientelu, tak i luxusnější pro náročnější klientelu. Nevýhodou společnosti je ale, jak již bylo uvedeno ve strategické analýze, cenová úroveň jejich produktů.

Stabilita poptávky

Poptávka po nových domech a bytech v současnosti roste. Podle mého názoru poroste i do budoucna, tempo se ale bude postupně snižovat. Trh tedy v nejbližších letech nebude nasycen.

³⁵ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniků, Praha, Ekopress, 2007

Růst trhu

Relevantní trh má růstový potenciál. Myslím si, že růst trhu se bude v budoucnu zpomalovat. Zpomalení růstu trhu má pozitivní vliv na ziskovou marži.

Velikost tržních bariér

Odvětví, ve kterém společnost působí, se vyznačuje poměrně velkými bariérami pro vstup na trh. Společnost, která by chtěla začít podnikat na tomto trhu, musí vlastnit dostatečné množství peněžních prostředků pro koupi pozemků na výstavbu, materiálu a nezbytné techniky. Společnosti v daném odvětví působí na trhu již řadu let, většinou se jedná o velké společnosti zabývající se nejen výstavbou rodinných domů a bytů. Nově vznikající společnost bude muset o své postavení na trhu bojovat.

Možnosti substituce

Produkty společností působících v daném odvětví, tedy rodinné domy a byty, se jen velmi málo odlišují. Pro spotřebitele je tedy hlavním rozhodovacím faktorem cena a poloha objektu. Jak vyplývá ze strategické analýzy, společnost Central Group má ceny o něco vyšší než konkurence. Naopak její konkurenční výhodou jsou atraktivní lokality. Existuje zde proto určité riziko substituce, které negativně působí na ziskovou marži.

Shrnutí faktorů působících na ziskovou marži je uvedeno v následující tabulce:

Tabulka 60: Faktory ovlivňující ziskovou marži

Porterova analýza	
Konkurence	↑
Stupeň standardizace produktu	↓
Stabilita poptávky	↑
Růst trhu	↑
Velikost tržních bariér	↑
Možnost substituce	↓

Zdroj: vlastní úvaha

Z této analýzy vyplývá, že převažují faktory, které pozitivně působí na ziskovou marži. Lze tedy do budoucna předpokládat její postupný růst.

Prognóza ziskové marže shora

Tento přístup vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazujícího vývoje do budoucna.

Následující tabulka uvádí vývoj provozní ziskové marže v minulosti:

Tabulka 61: Vývoj provozní ziskové marže v minulosti

	2002	2003	2004	2005	2006
Výkony a prodej zboží (v tis.Kč)	1 304 807	1 637 397	1 932 539	3 468 201	4 042 847
KPVH (v tis. Kč)	163 410	233 324	284 184	454 628	687 848
Provozní zisková marže	12,52%	14,25%	14,71%	13,11%	17,01%

Zdroj: vlastní výpočty

Provozní zisková marže je počítána jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření k výkonům a prodanému zboží.

V minulosti docházelo k nárůstu, kromě roku 2005, provozní ziskové marže. Tento růst je způsoben hlavně zvyšujícími se výkony a prodejem zboží. Pokles v roce 2005 je způsoben vyšší nárůstem výkonů a prodaného zboží než byl růst korigovaného provozního zisku.

Tabulka 62: Odhad budoucího vývoje ziskové marže

	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony a prodej zboží (v tis. Kč)	4 868 202	5 149 900	5 550 946	5 936 843	6 281 644
KPVH	788 649	849 733	927 008	997 390	1 055 316
Provozní zisková marže	16,20%	16,50%	16,70%	16,80%	16,80%

Zdroj: strategická analýza, vlastní výpočty

Vzhledem k výše uvedené tabulce shrnující faktory působící na ziskovou marži očekávám do budoucna její mírný nárůst.

Prognóza ziskové marže zdola

„Postup je následující:

1. Sestavení prognózy hlavních provozních nákladových položek – náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba a osobní náklady.
2. Prognózu doplníme o méně významné provozní nákladové položky a popřípadě i výnosy.
3. Dopočítáme korigovaný provozní zisk jako rozdíl provozních výnosů a nákladů.
4. Z tohoto zisku a tržeb můžeme dopočítat ziskovou marži.³⁶

³⁶ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniků, Praha, Ekopress, 2007

Vnitropodnikové faktory působící na ziskovou marži

Vnitropodnikovými faktory, které působí na ziskovou marži, jsou nákladové položky. Zde je nutné vymezit ty, které působí na hodnotu podniku nejvíce.

Tabulka 63: Podíl jednotlivých nákladových položek na celkových výkonech

	2002	2003	2004	2005	2006
Zisková marže	12,52%	14,25%	14,71%	13,11%	17,01%
Náklady na prodané zboží	10,96%	12,19%	8,28%	4,70%	6,28%
Výkonová spotřeba	70,45%	67,66%	72,10%	80,26%	75,29%
Osobní náklady	3,34%	3,30%	3,42%	2,27%	2,13%
Daně a poplatky	0,21%	0,67%	1,07%	0,48%	0,37%
Změna rezerv a opravných položek	4,66%	1,19%	0,65%	-0,49%	0,28%
Ostatní provozní náklady	0,23%	1,74%	4,83%	0,26%	0,93%

Zdroj: výroční zprávy, databáze MarketLine, vlastní výpočty

Z uvedené tabulky vyplývá, že největší nákladovou položkou je výkonová spotřeba, tvoří okolo $\frac{3}{4}$ celkových nákladů.

Pozitivně hodnotím snižující se podíl osobních nákladů.

Náklady na prodané zboží

Prognóza tržeb za zboží do budoucna předpokládá jejich postupné zvyšování. Z tohoto důvodu budu předpokládat podíl položky náklady na prodané zboží přibližně na úrovni z roku 2006.

Výkonová spotřeba

Výkonová spotřeba v minulosti dosahovala poměrně kolísavých hodnot, proto při prognózování její výše v budoucnu budu vycházet z průměrné hodnoty minulého období a tento podíl mírně snižovat.

Osobní náklady

Osobní náklady v posledním roce klesly na polovinu. Pokles podílu je způsoben rapidním nárůstem tržeb a jen mírným nárůstem osobních nákladů. Předpokládám, že osobní náklady budou mírně růst i do budoucna. Při stanovení podílu osobních nákladů v roce 2007 budu vycházet z průměrné hodnoty dosažené v minulých letech.

V absolutním vyjádření však dochází k růstu osobních nákladů, roste totiž počet zaměstnanců.

V minulosti docházelo k růstu ukazatele produktivity práce na zaměstnance, což je jistě pozitivní trend. Tento růst budu předpokládat i do budoucna.

Do budoucna budu nadále předpokládat mírný nárůst počtu zaměstnanců, proto bude docházet i k nárůstu mzdových, resp. osobních nákladů.

Položky daně a poplatky, změna stavu rezerv a ostatní náklady budu předpokládat na stejné úrovni jako v roce 2006.

Následující tabulka představuje prognózované nákladové položky.

Tabulka 64: Prognóza podílu jednotlivých nákladových položek na celkových výkonech

	2007	2008	2009	2010	2011
Zisková marže	16,50%	16,70%	16,80%	16,80%	16,80%
Prognóza jednotlivých nákladových položek	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady na prodané zboží	6,18%	6,21%	6,19%	6,19%	6,19%
Výkonová spotřeba	73,91%	73,38%	73,00%	72,80%	72,70%
Osobní náklady	2,10%	2,30%	2,50%	2,60%	2,70%
z toho: Mzdové náklady	1,58%	1,73%	1,88%	1,95%	2,03%
Náklady na sociální zabezpečení	0,53%	0,58%	0,63%	0,65%	0,68%
Daně a poplatky	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Změna rezerv a opravných položek	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%	0,28%
Ostatní provozní náklady	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%

Zdroj: vlastní výpočty

Prognózu ziskové marže zdola a shora bylo nutné vzájemně porovnat a sladit tak, aby obě prognózy byly shodné.

Výsledná prognóza ziskové marže je uvedena v následující tabulce:

Tabulka 65: Výsledná prognóza ziskové marže

	2007	2008	2009	2010	2011
Zisková marže	16,50%	16,70%	16,80%	16,80%	16,80%

Zdroj: vlastní výpočty

Pro srovnání uvádím ještě vývoj marže v minulosti:

Tabulka 66: Vývoj ziskové marže v minulosti

	2002	2003	2004	2005	2006
Zisková marže	12,52%	14,25%	14,71%	13,11%	17,01%

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 67: Rentabilita investovaného kapitálu z KPVH po odpisech

	2007	2008	2009	2010	2011
KPVH	788 649	849 733	927 008	997 390	1 055 316
Odpisy	8 324	10 314	12 916	13 014	16 989
KPVH po odpisech	780 325	839 419	914 092	984 375	1 038 327
Investovaný kapitál provozně nutný (k počátku roku)	2 908 344	3 267 672	3 560 035	3 877 811	4 208 021
Rentabilita investovaného kapitálu	26,83%	25,69%	25,68%	25,38%	24,67%

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 68: Rozklad rentability investovaného kapitálu

Rozklad rentability inv. kapitálu	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita investovaného kapitálu	26,83%	25,69%	25,68%	25,38%	24,67%
Zisková marže	16,48%	16,42%	16,62%	16,69%	16,46%
Obrátka investovaného kapitálu	1,627631	1,564108	1,544667	1,520945	1,498943

Zdroj: vlastní výpočty

Z uvedené tabulky vyplývá, že rentabilita investovaného kapitálu je dána především obrátkou investovaného kapitálu, tj. poměrem tržeb k celkovému investovanému kapitálu. Zisková marže je v tomto případě počítána podle vzorce:

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

Vysoká obrátka investovaného kapitálu je dána nízkým investovaným kapitálem a vysokými tržbami. Nízké investice měla společnost, jak je uvedeno níže, i v minulosti, proto je budu předpokládat i do budoucna na velmi nízké úrovni. U konkurentů jsou investice do dlouhodobého hmotného majetku taktéž na velmi nízké úrovni.

Rentabilita investovaného kapitálu v prognózovaném období vykazuje mírně klesající tendenci.

6.3 Pracovní kapitál

Pro účely potřeby plánování a následného ocenění je nutná modifikace pracovního kapitálu, který byl vypočítán ve finanční analýze.

Obvyklý tvar výpočtu pracovního kapitálu je následující:

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobý cizí kapitál}$$

Postup výpočtu modifikovaného pracovního kapitálu:

Modifikovaný pracovní kapitál

$$\begin{aligned} &= \text{krátkodobý finanční majetek} + \text{zásoby} + \text{pohledávky} \\ &- \text{neúročené závazky} + \text{ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)} \\ &- \text{ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)} \end{aligned}$$

Výše uvedené veličiny se započítávají jen v rozsahu provozně nutném.

Nyní se zaměřím na jednotlivé položky pracovního kapitálu.

Krátkodobý finanční majetek

V případě krátkodobého finančního majetku počítáme jen s peněžními prostředky provozně nutnými. Jejich výše byla již stanovena. Okamžitá likvidita peněžních prostředků provozně nutných a okamžitá likvidita uvedená ve finanční analýze je v tomto případě

odlišná, neboť v případě finanční analýzy jsem vzala v úvahu všechny krátkodobé závazky, zde jsem z celkových závazků vyloučila krátkodobé přijaté zálohy a dohadné účty pasivní.

Tabulka 69: Vývoj upravené okamžité likvidity peněžních prostředků provozně nutných

	2002	2003	2004	2005	2006
Upravená okamžitá likvidita peněžních prostředků provozně nutných	0,730	0,471	0,084	0,042	0,357

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnota upravené okamžité likvidity peněžních prostředků provozně nutných je u společnosti poměrně vysoká. Provedla jsem proto srovnání tohoto ukazatele s konkurenty. Průměrná hodnota dosahovala v roce 2005 výše 0,38 a v roce 2006 byla rovna 0,26.

Hodnota ukazatele v odvětví i u společnosti, s výjimkou roku 2006, vykazuje klesající tendenci. Vysoká hodnota u společnosti v roce 2006 je způsobena velmi vysokým nárůstem peněžních prostředků na běžném účtu. Při analýze a prognóze krátkodobého finančního majetku budu tedy vycházet z průměrné hodnoty společnosti v letech 2002-2005, tj. 0,33. Tato hodnota odpovídá přibližně hodnotě dosahované v odvětví.

Hodnotu peněžních prostředků provozně potřebných stanovím podle následujícího vzorce:

$$\text{Peněžní prostředky} = \text{Okamžitá likvidita} * \text{Neúročené cizí závazky}$$

Za neúročené závazky považuji následující složky celkových závazků: závazky z obchodních vztahů, závazky k ovládaným a řízeným osobám, závazky ke společníkům a členům družstva, závazky vůči zaměstnancům, závazky vůči státu a jiné závazky.

Zásoby

Veškeré zásoby považuji za provozně potřebné.

V následující tabulce je uvedena doba obratu jednotlivých položek zásob v minulých letech. Konkrétně doba obratu materiálu, nedokončené výroby a polotovary, výrobků a zboží.

Tabulka 70: Vývoj doby obratu jednotlivých položek zásob

Doba obratu	2002	2003	2004	2005	2006
Materiál	0,05	0,06	0,33	0,03	0,003
Nedokončená výroba a polotovary	112,43	158,69	147,09	401,92	123,64
Výrobky	15,81	10,00	49,30	56,88	55,83
Zboží	137,57	209,85	227,53	190,97	70,70

Zdroj: vlastní výpočty

Doba obratu materiálu dosahuje velmi nízkých hodnot. V budoucnu budu předpokládat průměrnou hodnotu z minulých let. Do průměru však nezahrnu velmi vysokou hodnotu roku 2004.

V případě nedokončené výroby a polotovarů budu také vycházet z průměrné hodnoty. Do průměru ale nezahrnu vysokou hodnotu ukazatele v roce 2005. Opomenuli-li tuto hodnotu, pak měl ukazatel doby obratu klesající tendenci.

Predikci doby obratu výrobků provedu na základě průměrné hodnoty dosažené v posledních třech letech. V těchto letech byla hodnota tohoto ukazatele velmi podobná a má rostoucí tendenci, s výjimkou roku 2006. Tuto tendenci budu předpokládat i do budoucna.

Doba obratu zboží v posledních dvou letech rapidně poklesla. Hodnota roku 2006 je zhruba třetinová v porovnání s hodnotou roku 2004. Při predikci budu vycházet z hodnoty roku 2006 a budu nadále předpokládat mírný pokles tohoto ukazatele.

Tabulka 71: Prognóza doby obratu jednotlivých položek zásob

Doba obratu	2007	2008	2009	2010	2011
Zásoby	258	256	254	253	252
Materiál	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Nedokončená výroba a polotovary	131,00	128,00	126,00	125,00	125,00
Výrobky	57,00	58,00	59,00	60,00	60,00
Zboží	70,00	70,00	69,00	68,00	67,00

Zdroj: vlastní výpočty

Pokud známe prognózu tržeb a doby obratu jednotlivých složek zásob, můžeme vypočítat hodnoty těchto položek v absolutním vyjádření.

Absolutní hodnoty vypočítáme podle následujícího vzorce:

$$Zásoba \text{ (v Kč)} = (Doba \text{ obratu} * Tržby) / 365$$

Tabulka 72: Odhad absolutní výše jednotlivých položek zásob

(v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Zásoby	3 346 410	3 585 116	3 827 202	4 088 643	4 355 342
Materiál	389	420	452	485	518
Nedokončená výroba a polotovary	1 698 949	1 792 348	1 898 309	2 019 841	2 160 131
Výrobky	739 237	812 158	888 891	969 524	1 036 863
Zboží	907 835	980 190	1 039 550	1 098 794	1 157 830

Zdroj: vlastní výpočty

Pohledávky

V případě pohledávek budu také vycházet z provozně nutných pohledávek stanovených již dříve.

V následující tabulce je uvedena výše provozně potřebných pohledávek a jejich doby obratu:

Tabulka 73: Vývoj doby obratu a absolutní výše provozně potřebných pohledávek

	2002	2003	2004	2005	2006
Pohledávky provozně potřebné (v tis. Kč)	41 218	102 813	136 019	178 280	543 100
Doba obratu	11,91	26,35	29,48	33,60	45,65

Zdroj: vlastní výpočty

Z minulého vývoje dob obratu pohledávek je patrné, že dochází k jejich nárůstu, což není příliš pozitivní jev do budoucna. Do budoucna tedy budu předpokládat jejich mírný nárůst.

Tabulka 74: Prognóza doby obratu a absolutní výše provozně potřebných pohledávek

	2007	2008	2009	2010	2011
Doba obratu	45	45	46	46	47
Pohledávky provozně potřebné (v tis. Kč)	583 608	630 122	693 033	743 302	812 209

Zdroj: vlastní výpočty

Neúročené závazky

Při analýze neúročených závazků budu postupovat stejným způsobem jako v případě pohledávek a zásob, tj. budu vycházet z doby obratu jednotlivých položek neúročených závazků.

Neúročené závazky si rozdělím do těchto skupin:

- Závazky z obchodních vztahů
- Závazky k ovládaným a řízeným osobám
- Závazky ke společníkům a členům družstva
- Závazky vůči zaměstnancům
- Závazky vůči státu
- Jiné závazky

Tabulka 75: Vývoj doby obratu jednotlivých složek krátkodobých závazků

Doba obratu	2002	2003	2004	2005	2006
Krátkodobé závazky (celkem)	28,82	47,43	45,13	57,12	31,26
Závazky z obchodního styku	12,09	14,22	33,82	41,69	25,21
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	1,34	4,26	4,13	4,96	0,53
Závazky ke společníkům, členům družstva a úč. sdruž.	0,69	15,70	0,24	0,05	0,00
Závazky vůči zaměstnancům	0,65	0,70	0,65	0,68	0,32
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	0,37	0,42	0,43	0,42	0,19
Závazky vůči státu	13,57	11,89	1,03	6,38	4,40
Jiné závazky	0,12	0,24	4,83	2,94	0,61

Zdroj: vlastní výpočty

Doba obratu krátkodobých závazků již byla analyzována ve finanční analýze. Při prognóze této položky, vzhledem k jejím rozkolísaným hodnotám, budu vycházet z hodnoty mediánu. Předpokládám, že závazky k ovládaným a řízeným osobám jsou úročené a proto je nebudu do výpočtu pracovního kapitálu zahrnovat. Závazky ke společníkům a členům družstva v posledním sledovaném roce dosáhly nulové hodnoty. Tuto výši budu předpokládat i v budoucnu. Závazky vůči zaměstnancům a závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění dosahují rozkolísaných hodnot, pro jejich predikci do budoucna budu vycházet z průměrné hodnoty. Jejich výše bude v budoucnu klesat. Při predikci závazků vůči státu budu vycházet z hodnoty mediánu, tato položka totiž v minulosti zaznamenala velmi prudký pokles, proto by průměrné hodnoty neměly přílišnou vypovídací schopnost. Doba obratu jiných závazků má klesající tendenci, tu budu předpokládat i do budoucna.

Tabulka 76: Prognóza doby obratu jednotlivých složek krátkodobých závazků

Doba obratu	2007	2008	2009	2010	2011
Krátkodobé závazky (celkem)	32,85	30,81	27,45	26,32	25,19
Závazky z obchodního styku	25	23	20	19	18
Závazky ke společníkům, členům družstva a úč. sdruž.	0	0	0	0	0
Závazky vůči zaměstnancům	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	0,37	0,33	0,3	0,29	0,29
Závazky vůči státu	6,38	6,5	6,3	6,2	6,1
Jiné závazky	0,5	0,48	0,45	0,43	0,4

Zdroj: vlastní výpočty

Absolutní hodnoty vypočítáme podle následujícího vzorce:

$$Závazek (v Kč) = (Doba obratu * tržby) / 365$$

Tabulka 77: Odhad absolutní výše jednotlivých složek krátkodobých závazků

(v tis. Kč)	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
Krátkodobé závazky (celkem)	426 034	431 424	413 560	425 298	435 310
Závazky z obchodního styku	324 227	322 063	301 319	307 016	311 059
Závazky ke společníkům, členům družstva a úč. sdruž.	0	0	0	0	0
Závazky vůči zaměstnancům	7 781	7 001	6 026	6 463	6 912
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	4 799	4 621	4 520	4 686	5 012
Závazky vůči státu	82 743	91 018	94 915	100 184	105 414
Jiné závazky	6 485	6 721	6 780	6 948	6 912

Zdroj: vlastní výpočet

Časové rozlišení aktivní a pasivní

U položek časového rozlišení nebudu předpokládat velké změny, vyjdu tedy ze stavu z roku 2006.

Stanovení velikosti upraveného pracovního kapitálu

Tabulka 78: Vývoj upraveného pracovního kapitálu v letech 2002-2006

Upravený pracovní kapitál (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
Krátkodobý finanční majetek	69 381	79 384	15 985	11 605	130 455
Zásoby	919 838	1 476 991	1 957 777	3 447 964	2 976 239
Materiál	165	220	1 514	149	32
Nedokončená výroba a polotovary	389 006	619 076	678 760	2 132 666	1 470 916
Výrobky	54 692	39 009	227 516	301 819	664 182
Zboží	475 975	818 686	1 049 987	1 013 330	841 109
Pohledávky provozně nutné	41 218	102 813	136 019	178 280	543 100
Krátkodobé závazky (celkem)	95 077	168 414	189 232	276 730	365 506
Závazky z obchodního styku	41 841	55 492	156 057	221 205	299 936
Závazky ke společníkům, členům družstva a úč. sdruž.	2 378	61 243	1 127	239	0
Závazky vůči zaměstnancům	2 241	2 729	3 020	3 592	3 814
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	1 270	1 644	1 979	2 242	2 225
Závazky vůči státu	46 949	46 384	4 776	33 850	52 326
Jiné závazky	398	922	22 273	15 602	7 205
Časové rozlišení aktivní	1 296	2 077	5 483	2 759	4 361
Časové rozlišení pasivní	299 128	551 840	464 566	431 251	414 192
Upravený pracovní kapitál	637 528	941 011	1 461 466	2 932 627	2 874 457

Zdroj: vlastní výpočet

Predikce vývoje pracovního kapitálu v letech 2007-2011

Tabulka 79: Odhad budoucí výše upraveného pracovního kapitálu v letech 2007-2011

Upravený pracovní kapitál (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Krátkodobý finanční majetek	140 591	153 982	147 606	151 796	155 369
Zásoby	3 346 410	3 585 116	3 827 202	4 088 643	4 355 342
Materiál	389	420	452	485	518
Nedokončená výroba a polotovary	1 698 949	1 792 348	1 898 309	2 019 841	2 160 131
Výrobky	739 237	812 158	888 891	969 524	1 036 863
Zboží	907 835	980 190	1 039 550	1 098 794	1 157 830
Pohledávky provozně nutné	583 608	630 122	693 033	759 460	812 209
Krátkodobé závazky (celkem)	426 034	431 424	413 560	425 298	435 310
Závazky z obchodního styku	324 227	322 063	301 319	307 016	311 059
Závazky ke společníkům, členům družstva a úč. sdruž.	0	0	0	0	0
Závazky vůči zaměstnancům	7 781	7 001	6 026	6 463	6 912
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	4 799	4 621	4 520	4 686	5 012
Závazky vůči státu	82 743	91 018	94 915	100 184	105 414
Jiné závazky	6 485	6 721	6 780	6 948	6 912
Časové rozlišení aktivní	4 361	4 361	4 361	4 361	4 361
Časové rozlišení pasivní	414 192	414 192	414 192	414 192	414 192
Upravený pracovní kapitál	3 234 744	3 527 966	3 844 451	4 164 770	4 477 780
Investice do pracovního kapitálu	360 287	293 222	316 485	320 320	313 010
Meziroční změna (v %)		9,06%	8,97%	8,33%	7,52%

Zdroj: vlastní výpočet

6.4 Investice do dlouhodobého majetku

Při tvorbě tohoto generátoru vycházíme pouze z dlouhodobého majetku provozně nutného, tj. takového majetku, který je nezbytný pro základní podnikatelskou činnost. Plánování tohoto generátoru patří mezi nejobtížnější část této analýzy.

„Přístup k plánování investiční činnosti lze rozdělit do 3 skupin:

a) Globální přístup

Tento přístup je vhodný v případě, kdy podnik investuje do dlouhodobého majetku průběžně. Postup vychází z analýzy provozně nutného majetku dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Tento poměr vyjadřuje následující vzorec:

$$k_{DMx} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

b) Přístup podle hlavních položek

Tento přístup je použitelný zpravidla pro nejbližší léta. Vychází se zde z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnujících především jednotlivé akce a projekty.

c) Přístup založený na odpisech

V tomto případě vycházíme z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, které jsou ještě třeba propočteny ze starších historických cen, budou u většiny podniků sotva stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce růstu.³⁷

Při plánování investic jsem vycházela z globálního přístupu. Pro větší přesnost jsem vypočítala investiční náročnost u každé složky dlouhodobého majetku zvlášť, tj. do dlouhodobého nehmotného majetku, do staveb a samostatných movitých věcí. Investice do pozemků neuvažuji, neboť společnost v minulosti žádné pozemky nevlastnila, proto ani do budoucna nepředpokládám nákup pozemků.

Tabulka 80: Investiční náročnost v letech 2002-2006

Celkový přírůstek tržeb od konce roku 2002 do konce roku 2006 (v tis. Kč)					3 079 343
	2002	2003	2004	2005	2006
Nehmotný majetek (v tis. Kč)					
Stav majetku ke konci roku	1 330	2 184	3 731	9 825	11 936
Investice netto = změna stavu majetku		854	1 547	6 094	2 111
Investice netto za období 2002-2006	10 606				
Investiční náročnost růstu tržeb 2002-2006 (v %)			0,34%		
Stavby (v tis. Kč)					
Stav majetku ke konci roku	4 955	1 810	14 822	11 921	8 236
Investice netto = změna stavu majetku		-3 145	13 012	-2 901	-3 685
Investice netto za období 2002-2006	3 281				
Investiční náročnost růstu tržeb 2002-2006 (v %)			0,11%		
Samostatné movité věci (v tis. Kč)					
Stav majetku ke konci roku	7 913	8 766	10 146	11 830	13 715
Investice netto = změna stavu majetku		853	1 380	1 684	1 885
Investice netto za období 2002-2006	5 802				
Investiční náročnost růstu tržeb 2002-2006 (v %)				0,19%	

Zdroj: vlastní výpočty

Investiční náročnost společnosti Central Group je na velmi nízké úrovni. Celková investiční náročnost činí 0,63%. Největší investiční náročnost zaznamenal nehmotný majetek. Společnost investovala především do nákupu práv formou licence. Podobně je tomu i u

³⁷ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

konkurenční společnosti Finep. Většina investic do nehmotného majetku je v posledních třech letech do audiovizuálních děl, která se velmi rychle opotřebovávají. Z tohoto důvodu budu do budoucna předpokládat výši investic do nehmotného majetku na vyšší úrovni než v minulosti.

Investice do staveb je s konkurenční společností Finep obtížně srovnatelná, neboť tato společnost nevlastní žádné stavby. U ostatních konkurenčních společností (České nemovitosti a AT development) dosahuje investiční náročnost v letech 2004-2006 záporných hodnot. Pokud bychom společnost Central Group srovnávali jen v těchto letech, investiční náročnost by také dosahovala záporných hodnot. Pouze v roce 2004 došlo k investici do staveb, proto do budoucna budu předpokládat nulové investice v této oblasti. Po úplném odepsání budovy budu předpokládat novou investici ve výši 10 000 tis. Kč.

Investiční náročnost v případě samostatných movitých věcí u všech zmiňovaných konkurenčních společností dosahuje záporných hodnot. U společnosti Central Group je tomu naopak, dochází k neustálému růstu položky samostatné movité věci. Do budoucna tedy budu předpokládat stejnou výši koeficientu náročnosti.

Tabulka 81: Odhad investiční náročnosti v letech 2007-2011

Odhad celkového přírůstku tržeb v letech 2007-2011 (v tis. Kč)		1 573 871
	koeficientu náročnosti (v tis.Kč)	Odhad investic pro růst tržeb v letech 2007-2011 (v %)
Nehmotný majetek	0,43%	6 768
Stavby	0,00%	0
Samostatné movité věci	0,19%	2 990

Zdroj: vlastní úvaha

Nyní se pokusím sestavit plán dlouhodobého majetku včetně odpisů. Při stanovení odpisových sazeb budu vycházet z výročních zpráv společnosti. Odpisové sazby stanovené společností se pohybují v následujícím rozmezí:

- Dlouhodobý nehmotný majetek – 18 měsíců - 4 roky – doba použitelnosti³⁸
- Budovy a stavby – 4 - 30 let³⁹
- Samostatné movité věci – 2 - 20 let⁴⁰

³⁸ Doba použitelnosti je v případě licencí. Vzhledem k výši odpisů je doba použitelnosti 3 roky. Při stanovení doby odpisování nehmotného majetku jako celku, vyjdu z průměrné hodnoty, tj. 3 roky.

³⁹ V případě budov a staveb je doba odpisování 2, 4 a 30 let. Z důvodu velmi rozdílných hodnot budu vycházet z hodnoty mediánu, tj. 4 roky.

⁴⁰ Také v případě samostatných movitých věcí budu vycházet, vzhledem k rozdílným hodnotám, z hodnoty mediánu, tj. 6 let.

Tabulka 82: Odhad výše odpisů v letech 2007-2011

(v tis.Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
Nehmotný majetek					
Investice netto	600	650	2 700	1 300	1 518
Odpisy	3 979	5 505	7 557	6 997	9 762
Zůstatková hodnota na konci období	12 536	13 186	15 886	17 186	18 704
Stavby					
Zůstatková hodnota na konci období	6 177	4 118	2 059	10 000	7 500
Odpisy	2 059	2 059	2 059	2 059	2 500
Samostatné movité věci					
Investice netto	500	550	650	650	640
Odpisy	2 286	2 750	3 300	3 959	4 727
Zůstatková hodnota ke konci období	14 215	14 765	15 415	16 065	16 705
Odpisy celkem					
	8 324	10 314	12 916	13 014	16 989

Zdroj: vlastní výpočty

V roce 2005 a 2006 došlo k poměrně výraznému nárůstu odpisů. Je to způsobeno především nákupem digitální vizualizace, jejichž doba odpisování je 18 měsíců, tzn., že tyto položky byly během roku 2005 a 2006 téměř celé odepsané. Do budoucna jejich nákup předpokládám na konci roku 2009.

7 Finanční plán

Pro účely oceňování je nutné sestavit kompletní finanční plán. Ten se skládá z následujících částí:

- výsledovka
- rozvaha
- výkaz peněžních toků

7.1 Plánovaná výsledovka

Při sestavování plánované výsledovky jsem vycházela především z generátorů hodnoty.

Hodnotu tržeb jsem převzala ze strategické analýzy. Bylo nutné je rozdělit, na základě průměrného poměru v minulosti, na tržby za prodej zboží (15%) a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (85%). Náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady, daně a poplatky, ostatní náklady a výše odpisů byly převzaty z generátorů hodnoty. Změna stavu zásob vlastní činnosti je stanovena jako rozdíl mezi položkou „Nedokončená výroba a polotovary“ a „Výrobky“ oproti stavu v minulém období. Do budoucna jsem nepředpokládala prodej dlouhodobého majetku.

Nákladové úroky jsou placeny ve výši 1,4násobku diskontní sazby stanovené ČNB⁴¹ (od roku 2007 jen z dlouhodobých závazků).

Výnosové úroky jsou placeny ve stejné výši, ale jen z krátkodobých pohledávek. Dlouhodobá pohledávka byla změněna v roce 2006 na bezúročnou.

Výnosy z dlouhodobého finančního majetku byly v minulosti vypláceny jen jednou, jedná se tedy o nepravidelnou výplatu, proto do budoucna jejich výplatu nebudu předpokládat.

Výplatu dividend jsem stanovila ve výši FCFE, tj. ve výši volných peněžních toků, které připadají vlastníkům. Jelikož společnost nemá žádné cizí úročené závazky, jejich výše je shodná s výší peněžního toku z provozně nutného majetku.

⁴¹ V roce 2007 činila diskontní sazba ČNB 2,5% p.a., v roce 2008 a 2009 2,75% p.a.

Tabulka 83: Plánovaná výsledovka v letech 2007-2011 (v tis. Kč)

Položka	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011
Výkony a prodej zboží	4 868 202	5 149 900	5 550 946	5 936 843	6 281 644
Tržby za prodej zboží a vlastní výrobky	4 023 655	4 344 344	4 674 209	5 013 246	5 361 445
Tržby za prodej zboží	710 057	766 649	824 860	884 690	946 137
Náklady vynaložené na prodané zboží	300 855	319 809	343 604	367 491	388 834
Obchodní marže	409 202	446 840	481 257	517 200	557 304
Výkony	4 158 145	4 383 251	4 726 086	5 052 153	5 335 507
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	4 023 655	4 344 344	4 674 209	5 013 246	5 361 445
Změna stavu zásob vlastní činnosti	134 490	38 907	51 876	38 907	-25 938
Aktivace	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	3 598 088	3 778 996	4 052 191	4 322 022	4 566 755
Spotřeba materiálu a energie	35 981	37 790	40 522	43 220	45 668
Služby	3 562 107	3 741 207	4 011 669	4 278 802	4 521 088
Přidaná hodnota	969 259	1 051 095	1 155 152	1 247 331	1 326 055
Osobní náklady	102 232	118 448	138 774	154 358	169 604
Daně a poplatky	19 473	20 600	22 204	23 747	25 127
Změna stavu rezerv a opr. položek (+/-)	13 631	14 420	15 543	16 623	17 589
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	45 274	47 894	51 624	55 213	58 419
KPVH před odpisy	788 649	849 733	927 008	997 390	1 055 316
Odpisy	8 324	10 314	12 916	13 014	16 989
KPVH po odpisech	780 325	839 419	914 092	984 375	1 038 327
Náklady na cizí kapitál					
Nákladové úroky	5 314	3 734	1 867	0	0
Vedlejší činnost - N a V spojené s neprovozním majetkem					
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	9 800	10 010	9 625	9 240	8 855
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	9 800	10 010	9 625	9 240	8 855
<i>Sazba daně z příjmů právnických osob</i>	<i>24%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>
Daň z příjmů za běžnou činnost	183 771	173 012	179 786	184 203	194 381
- splatná	188 355	177 596	184 370	188 787	198 965
- odložená	-4 584	-4 584	-4 584	-4 584	-4 584
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	601 040	672 683	742 064	809 412	852 802
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	601 040	672 683	742 064	809 412	852 802
Výplata dividend	247 350	385 199	429 041	483 757	545 966
Příděl do nerozděleného zisku	353 690	287 485	313 023	325 656	306 836
Výsledek hospodaření před zdaněním	784 811	845 695	921 850	993 615	1 047 182

Zdroj: vlastní výpočty

7.2 Plánovaná rozvaha

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek byl převzat z plánu investic. V případě dlouhodobého finančního majetku ponechám jeho výši na úrovni roku 2006.

Materiál, výrobky, nedokončenou výrobu a zboží jsem převzala z generátorů hodnoty. Krátkodobé zálohy na zásoby jsem odhadla na základě minulého podílu na ostatních položkách zásob, tj. 10%.

Dlouhodobá pohledávka za ovládanými a řízenými osobami je splatná k 31. 12. 2008. Výši odložené daňové pohledávky předpokládám na stejné úrovni jako v roce 2006.

Celkové krátkodobé pohledávky provozně nutné byly převzaty z generátorů hodnot, u úročených pohledávek předpokládám jejich postupné splácení. Provozně nepotřebné pohledávky porostou v budoucnosti stejným tempem jako v minulosti, tj. okolo 5%.

Krátkodobý finanční majetek provozně potřebný byl stanoven na základě generátorů hodnot. Provozně nepotřebný finanční majetek jsem zjistila jako přebytek nad provozně nutným z celkového cash flow daného roku.

Položky časového rozlišení jsem ponechala na úrovni z roku 2006.

Tabulka 84: Plánovaný vývoj aktiv v letech 2007-2011 (v tis. Kč)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	4 807 129	5 151 455	5 490 249	5 895 840	6 278 175
Dlouhodobý majetek	113 083	112 224	113 515	126 751	123 064
Dlouhodobý nehmotný majetek (provozně potřebný)	12 536	13 186	15 886	17 186	18 704
Dlouhodobý hmotný majetek (provozně potřebný)	20 392	18 883	17 474	26 065	24 205
Pozemky	0	0	0	0	0
Stavby	6 177	4 118	2 059	10 000	7 500
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	14 215	14 765	15 415	16 065	16 705
Dlouhodobý finanční majetek	80 155	80 155	80 155	83 500	80 155
provozně nepotřebný (podíly v ovl. osobách)	80 155	80 155	80 155	80 155	80 155
Oběžná aktiva	4 689 685	5 034 870	5 372 373	5 764 728	6 150 750
Zásoby	3 714 515	3 979 479	4 248 194	4 538 394	4 834 430
Materiál	389	420	452	485	518
Nedokončená výroba a polotovary	1 698 949	1 792 348	1 898 309	2 019 841	2 160 131
Výrobky	739 237	812 158	888 891	969 524	1 036 863
Zboží	907 835	980 190	1 039 550	1 098 794	1 157 830
Krátkodobé poskytnuté zálohy	368 105	394 363	420 992	449 751	479 088
Dlouhodobé pohledávky	39 561	39 561	10 800	10 800	10 800
- úročené	28 761	28 761	0	0	0
odložená daňová pohledávka	10 800	10 800	10 800	10 800	10 800
Krátkodobé pohledávky	689 124	746 189	820 707	899 901	966 694
provozně potřebné	583 608	630 122	693 033	759 460	812 209
- úročené (pohl. za ovládanými a řízenými os.)	280 000	260 000	250 000	240 000	230 000
- neúročené	303 608	370 122	443 033	519 460	582 209
provozně nepotřebné pohledávky	105 515	116 067	127 674	140 441	154 485
Krátkodobý finanční majetek (provozně potřebný)	140 591	153 982	147 606	151 796	155 369
Krátkodobý finanční majetek (provozně nepotřebný)	105 894	115 659	145 066	163 837	183 457
Časové rozlišení	4 361	4 361	4 361	4 361	4 361

Zdroj: vlastní výpočty

Základní kapitál, kapitálové fondy, rezervní, nedělitelné fondy jsem ponechala na úrovni z roku 2006. Výsledek hospodaření minulých let je navýšen o nerozdělený zisk minulých let. Rezervy jsem vzhledem k jejich výši ve výsledovce postupně navyšovala.

Dlouhodobé neúročené závazky jsem každoročně navýšila o 5%, podobně jako tomu bylo v minulých letech. Dlouhodobé úročené závazky budou splaceny 31. 12. 2009, krátkodobé úročené závazky 31. 12. 2007. Krátkodobé neúročené závazky jsem převzala z generátorů hodnot.

Položka ostatní krátkodobé závazky byla stanovena tak, aby se výsledná aktiva a pasiva rovnala.

Společnost v minulosti, s výjimkou roku 2005, neměla žádné bankovní úvěry, proto je nebudu předpokládat ani v budoucnu.

Položky časového rozlišení jsem ponechala na úrovni z roku 2006.

Tabulka 85: Plánovaný vývoj pasiv v letech 2007-2011 (v tis. Kč)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
PASIVA CELKEM	4 807 129	5 151 455	5 490 249	5 895 840	6 278 175
Vlastní kapitál	1 579 326	1 964 524	2 393 565	2 877 322	3 423 288
Základní kapitál	770 000	770 000	770 000	770 000	770 000
Kapitálové fondy	-15	-15	-15	-15	-15
Ostatní kapitálové fondy	14	14	14	14	14
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-29	-29	-29	-29	-29
Rezervní, nedělitelné a ostatní fondy ze zisku	39 620	39 620	39 620	39 620	39 620
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	39 620	39 620	39 620	39 620	39 620
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	168 681	482 236	841 896	1 258 304	1 760 881
Nerozdělený zisk minulých let	168 681	482 236	841 896	1 258 304	1 760 881
Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	601 040	672 683	742 064	809 412	852 802
Cizí zdroje	2 813 611	2 772 738	2 682 492	2 604 326	2 440 696
Rezervy	34 000	34 100	34 200	34 300	34 400
Dlouhodobé závazky	294 586	255 968	217 843	228 735	240 172
- neúročené	197 590	207 470	217 843	228 735	240 172
- úročené (Závazky - ovládací a řídicí osoba)	96 996	48 498	0	0	0
Krátkodobé závazky	2 485 025	2 482 671	2 430 449	2 341 291	2 166 124
- neúročené	426 034	431 424	413 560	425 298	435 310
- úročené (Závazky - ovládací a řídicí osoba)	0	0	0	0	0
Ostatní krátkodobé závazky	2 058 991	2 051 247	2 016 889	1 915 993	1 730 814
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	414 192	414 192	414 192	414 192	414 192

Zdroj: vlastní výpočty

7.3 Plánovaný cash flow

Tabulka 86: Plánovaný výkaz cash flow (v tis. Kč)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 1.1.	230 116	246 486	269 641	292 672	315 633
Peněžní toky z provozní činnosti					
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	780 325	839 419	914 092	984 375	1 038 327
Daň připadající na korigovaný VH	187 278	176 278	182 818	187 031	197 282
KPVH po dani	593 047	663 141	731 274	797 344	841 045
Úpravy o nepeněžní operace	21 954	24 734	28 458	29 637	34 577
Odpisy dl. majetku provozně nutného (+)	8 324	10 314	12 916	13 014	16 989
Změna stavu opravných položek a rezerv	13 631	14 420	15 543	16 623	17 589
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	-360 287	-293 222	-316 485	-320 320	-313 010
Změna stavu pohledávek	-40 508	-46 514	-62 911	-66 427	-52 749
Změna stavu krátkodobých závazků	60 528	5 390	-17 864	11 738	10 012
Změna stavu zásob	-370 171	-238 706	-242 086	-261 441	-266 699
Změna stavu krátkodobého finančního majetku	-10 136	-13 391	6 376	-4 189	-3 573
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	254 714	394 654	443 248	506 662	562 613
Peněžní toky z investiční činnosti					
Nabytí DM (provozně nutného)	-7 365	-9 455	-14 207	-22 905	-16 647
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-7 365	-9 455	-14 207	-22 905	-16 647
Peněžní tok z provozního majetku celkem	247 350	385 199	429 041	483 757	545 966
Náklady na cizí kapitál					
Platba nákladových úroků	-5 314	-3 734	-1 867	0	0
Peněžní tok z neprovozního majetku					
Příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy	13 307	13 276	12 657	12 068	11 757
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	9 800	10 010	9 625	9 240	8 855
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	3 507	3 266	3 032	2 828	2 902
Mimořádný VH před dani	0	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	0	0	0	0	0
Nabytí dl. fin. majetku	0	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0	0
Peněžní tok z neprovozního majetku celkem	13 307	13 276	12 657	12 068	11 757
Peněžní toky z finanční činnosti					
Změna stavu dlouhodobých závazků	9 409	9 880	10 373	10 892	11 437
Změna stavu úročených krátkodobých závazků	-6 347	0	0	0	0
Vyplacené dividendy	-247 350	-385 199	-429 041	-483 757	-545 966
CF z finanční činnosti celkem	-244 288	-375 319	-418 667	-472 865	-534 529
Peněžní tok celkem	16 370	23 156	23 031	22 961	23 193
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 31.12.	246 486	269 641	292 672	315 633	338 826

Zdroj: vlastní výpočty

7.4 Finanční analýza plánovaných veličin

Význam i vzorce uvedených ukazatelů jsou stejné jako v kapitole finanční analýza.

Tabulka 87: Finanční analýza pro roky 2007-2011

Ukazatel	2007	2008	2009	2010	2011
Likvidita					
Okamžitá likvidita	0,10	0,11	0,12	0,13	0,16
Pohotová likvidita	0,39	0,43	0,46	0,52	0,61
Běžná likvidita	1,89	2,03	2,21	2,46	2,84
Zadluženost a finanční stabilita					
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	32,85%	38,14%	43,60%	48,80%	54,53%
Průměrná doba splacení dluhů (roky)	10,24	6,41	5,49	4,66	3,79
Rentabilita vypočtená z účetních hodnot kapitálu					
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	16,33%	16,42%	16,79%	16,85%	16,68%
Rentabilita vlastního kapitálu z čistého zisku	38,06%	34,24%	31,00%	28,13%	24,91%
Rentabilita tržeb z čistého zisku	14,94%	15,48%	15,88%	16,15%	15,91%
Rentabilita tržeb z provozního zisku	19,39%	19,32%	19,56%	19,64%	19,37%
Rentabilita tržeb z provozního cash flow	6,15%	8,87%	9,18%	9,65%	10,18%
Rentabilita tržeb z KPVH (tj. zisková marže)	16,20%	16,50%	16,70%	16,80%	16,80%
Aktivita					
Doba obratu zásob (dny)	336,96	334,35	331,73	330,43	329,12
Doba obratu pohledávek (dny)	54,63	55,69	54,68	55,99	56,80
Doba obratu obchodních závazků (dny)	31,94	30,58	27,19	26,15	25,29

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 88: Rozklad rentability investovaného kapitálu

Rozklad rentability inv. kapitálu	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita investovaného kapitálu	26,83%	25,69%	25,68%	25,38%	24,67%
Zisková marže	16,48%	16,42%	16,62%	16,69%	16,46%
Obrátka investovaného kapitálu	1,627631	1,564108	1,544667	1,520945	1,498943

Zdroj: vlastní výpočty

Z výše uvedené finanční analýzy prognózovaných veličin vyplývá, že společnost dosahuje velmi dobrých výsledků ve vybraných ukazatelích.

Ukazatele likvidity v prognózovaném období dosahují poměrně vysokých hodnot. Je to způsobeno poměrně vysokým množstvím peněžních prostředků. Jejich vysoký podíl je způsoben vysokým cash flow, které společnost v prognózovaném období generuje.

Narůstající podíl vlastního kapitálu na celkovém je způsoben hlavně zvyšujícím se hospodářským výsledkem. Průměrná doba splacení dluhů vykazuje klesající tendenci, což je jistě pozitivní jev.

Tržbami při výpočtu rentability jsem brala tržby jako celek, tedy za zboží a vlastní výrobky a služby dohromady. Rentabilita tržeb z provozního cash flow je poměrně nízká, jako pozitivní hodnotím její postupný nárůst v prognózovaném období.

Pozitivní je, že společnost bude postupně snižovat dobu obratu zásob. Naopak doba obratu pohledávek bude postupně narůstat, což není pro společnost pozitivní, odběratelé budou společnost platit později. Taktéž snižování doby obratu závazků není pro společnost moc příznivé, znamená to, že bude muset dříve splácet své dluhy.

Rentabilita investovaného kapitálu je způsobena především vysokou obrátkou investovaného kapitálu. Ta je dána nízkými investicemi společnosti. Rentabilita investovaného kapitálu se bude postupně v prognózovaném období snižovat.

Pokud by se vývoj společnosti neodchýlil od prognózovaných dat, bude společnost nadále plnit základní princip going concern.

Pro druhou fázi budu předpokládat dosahování stejných hodnot jako v roce 2011.

8 Závěrečné ocenění

K závěrečnému stanovení hodnoty podniku lze použít následující metody:

a) Ocenění na základě analýzy výnosů

Hodnota podniku je určena očekávanými výnosy. Do této skupiny patří následující výnosové metody:

- „metoda diskontovaného cash flow (DCF)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- metody kombinované (korigované) – kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým⁴²

b) Ocenění založené na analýze trhu

Podmínkou použití této metody je značná četnost případů a omezený rozptyl vlastností, které mají na cenu výraznější vliv. U podniků můžeme rozeznat dvě základní situace:

- „přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu
- ocenění metodou tržního porovnání⁴³

c) Ocenění na základě analýzy majetku

Majetková hodnota podniku je stanovena jako rozdíl souhrnu individuálně oceněných položek majetku a sumou individuálně oceněných závazků. Patří sem následující metody:

- „ocenění na principu reprodukčních cen – zde předpokládáme trvalou existenci podniku, tj. going concern princip
- likvidační hodnota – nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku⁴⁴

Z výše uvedených metod jsem si pro ocenění společnosti Central Group vybrala metodu výnosovou, konkrétně metodu DCF. Druhou, alternativní metodou jsem zvolila metodu založenou na analýze trhu.

⁴² Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

⁴³ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

⁴⁴ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

8.1 Metoda DCF

8.1.1 Stanovení diskontní míry

Při výpočtu hodnoty podniku pomocí metody DCF je nutné nejprve stanovit diskontní míru, resp. celkové náklady kapitálu.

Postup jejich výpočtu můžeme shrnout do následujících kroků:

1. Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu

Je nutné brát v úvahu kapitálovou strukturu na základě tržních, nikoliv účetních hodnot. Tržní kapitálovou strukturu můžeme zjistit těmito způsoby:

- orientačními odhady (tj. cílová struktura)
- iteračními postupy – přesnější postup

2. Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se určují jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z jednotlivých forem cizího kapitálu.

3. Náklady na vlastní kapitál

„Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů.“⁴⁵

Zde je možné použít jednu ze základních metod stanovení nákladů na vlastní kapitál, tj. model oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Tuto metodu lze použít, pokud chceme stanovit tržní hodnotu. V případě stanovení investiční metody podniku, použijeme stavebnicovou metodu. Dalšími postupy odhadu nákladů vlastního kapitálu jsou: dividendový model, průměrná rentabilita a odvození z nákladů cizího kapitálu.

⁴⁵ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

4. Výsledný výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Zde vycházíme z následujícího vzorce:

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

n_{CK} = náklady na cizí kapitál

$n_{VK(Z)}$ = náklady na vlastní kapitál při daném zadlužení

CK = tržní hodnota cizího kapitálu

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = tržní hodnota celkového kapitálu, tj. $K = VK + CK$

d = sazba daně z příjmu

V následujícím textu budou podrobně rozebrány jednotlivé kroky.

1. Určení vah jednotlivých složek kapitálu

Pro stanovení vah jednotlivých složek kapitálu, resp. kapitálové struktury, použijí metodu iterace. Tato metoda umožňuje stanovit strukturu kapitálu, tak aby odpovídala tržním hodnotám. Při této metodě je nejprve určena kapitálová struktura podle finančního plánu. Na základě této výchozí kapitálové struktury je vypočítána hodnota podniku brutto, po odečtení cizích úročených závazků získáme hodnotu netto. Poměrem hodnoty netto k hodnotě brutto získáme novou kapitálovou strukturu. Postup je nutné opakovat tak dlouho, dokud se hodnota kapitálové struktury neustálí.

Vzhledem k tomu, že společnost Central Group nemá žádný cizí úročený kapitál, tento krok odpadá.

2. Náklady na cizí kapitál

Společnost Central Group nemá ke dni ocenění žádné bankovní úvěry ani neemitovala žádné dluhopisy ani není s těmito položkami počítáno ve finančním plánu.

Cizí kapitál společnost využívá jen ve formě dlouhodobých i krátkodobých závazků vůči ovládaným a řízeným osobám. Tyto závazky jsou úročeny 1,4 násobkem diskontní sazby ČNB. Jedinou úročenou položkou v letech 2007-2011 jsou dlouhodobé úročené závazky. V tomto případě se však jedná jen o vnitropodnikovou půjčku, která bude splacena během dvou let. Nelze ji proto považovat za klasický úročený závazek. Z tohoto důvodu od této položky abstrahuji a při výpočtu hodnoty podniku použiji metodu DCF Equity.

Tabulka 89: Plánovaný vývoj cizích zdrojů

Plánovaný vývoj cizích zdrojů	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobé závazky úročené	145 494	96996	48498	0	0	0
Krátkodobé závazky úročené	6 347	0	0	0	0	0
Celkem	151 841	96 996	48 498	0	0	0

Zdroj: finanční plán

3. Náklady na vlastní kapitál

Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál jsem použila metodu CAPM a to z důvodu stanovení tržní hodnoty společnosti Central Group.

Vzhledem k nedostatku dat o tuzemském trhu, budu při výpočtu vycházet z dat z amerického trhu, která upravím o aktuální riziko země.

Konkrétní tvar vzorce pro výpočet je následující:

$$n_{VK} = r_{fUSA} + \beta_{USA} * RPT_{USA} + RPZ + \text{další přírážky}, \text{ kde}$$

n_{VK} jsou náklady vlastního kapitálu

r_{fUSA} je aktuální výnosnost 20letých vládních dluhopisů USA

β je odvětvové Beta přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku

RPT_{USA} je riziková prémie amerického trhu

RPZ je riziková prémie země

Další přírážky:

- R_1 je přírážka pro malé společnosti
- R_2 je přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností
- R_3 je přírážka za nižší likviditu

Při stanovení bezrizikové úrokové míry jsem použila aktuální výnosnost 20letých vládních obligací USA (T-bonds) 4,91%.⁴⁶

Koeficient Beta (nezadlužený) je pro obor činnosti v oblasti nemovitostí (Real Estate&Develop) 0,95⁴⁷.

Tento koeficient není nutné, vzhledem k nezadluženosti podniku Central Group, přepočítat na Beta zadlužená.

⁴⁶ www.bondsonline.com

⁴⁷ www.damodaran.com

Pro stanovení rizikové premie trhu byl použit historický odhad z USA, konkrétně geometrický průměr v časovém období 1926-2006, tj. 4,91%.⁴⁸

Hodnotu stanovenou pro americký trh je nutné upravit ještě o rizikovou premii země.

Riziková premie země se vypočítá takto:

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

Riziko selhání země pro ČR činí podle A.Damodarana 1,05%. „Poměr volatility trhu akcií a dluhopisů je vzhledem k nedostatku informací o aktuální volatilitě nahrazen koeficientem 1,5“.⁴⁹ Riziková premie země tedy činí 1,58%. Tuto hodnotu je nutné ještě upravit o prognózovaný rozdíl mezi inflací ČR a USA.

V případě dalších rizikových přírážek jsem použila přírážku za nižší likviditu ve výši 1%.

Tabulka 90: Výpočet nákladů vlastního kapitálu, resp. WACC

	2007	2008	2009	2010	2011
r_{fUSA}	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%
β_N	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
RPT_{USA}	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%	4,91%
RPZ	1,58%	1,58%	1,58%	1,58%	1,58%
Inflace ČR	2,80%	5,60%	3,80%	3,40%	2,90%
Inflace USA	2,40%	2,40%	2,40%	2,50%	2,50%
Rozdíl mezi inflací USA a ČR	0,40%	3,20%	1,40%	0,90%	0,40%
Přírážka za nižší likviditu	1%	1%	1%	1%	1%
$n_{VK} = WACC$	12,55%	15,35%	13,55%	13,05%	12,55%

Zdroj: www.damodaran.com, www.ustreas.gov, www.bondsonline.com, www.patria.cz, vlastní výpočty

Databáze A. Damodarana pro odvětví, kterému se nejvíce blíží činnost oceňované společnosti, tj. Homebuilding (výstavba bytů) uvádí n_{VK} ve výši 11,90%. Rozdíl oproti výpočtu je dán přírážkou za nižší likviditu (1%) a rozdílem mezi inflací ČR a USA.

4. Výsledný výpočet WACC, resp. n_{VK}

Jelikož společnost nevlastní žádné klasické úročené cizí zdroje, výsledný výpočet WACC je shodný s výpočtem nákladů na vlastní kapitál.

⁴⁸ www.damodaran.com

⁴⁹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

8.1.2 Volné peněžní toky

Při použití metody DCF Equity je nutné vzít v úvahu peněžní toky jen pro vlastníky, tj. FCFE.

Při výpočtu vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani, který upravíme o odpisy, změnu rezerv a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Tabulka 91: Výpočet volných peněžních toků

	2007	2008	2009	2010	2011
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	780 325	839 419	914 092	984 375	1 038 327
Upravená daň	187 278	176 278	182 818	187 031	197 282
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	593 047	663 141	731 274	797 344	841 045
Odpisy	8 324	10 314	12 916	13 014	16 989
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	13 631	14 420	15 543	16 623	17 589
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-7 365	-9 455	-14 207	-22 905	-16 647
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-360 287	-293 222	-316 485	-320 320	-313 010
FCF	247 350	385 199	429 041	483 757	545 966

Zdroj: vlastní výpočty

8.1.3 Diskontované peněžní toky

Volné peněžní toky je třeba diskontovat dříve vypočítanou diskontní mírou.

Tabulka 92: Výpočet diskontovaných peněžních toků

	2007	2008	2009	2010	2011
FCF	247 350	385 199	429 041	483 757	545 966
Odúročitel	0,8885	0,7702	0,6783	0,5999	0,5330
Diskontované FCF	219 760	296 679	291 003	290 227	291 013

Zdroj: vlastní výpočty

Hodnota 1. fáze je stanovena jako součet diskontovaných peněžních toků od roku 2007 do roku 2011.

Současná hodnota 1.fáze	1 388 682
-------------------------	-----------

8.1.4 Pokračující hodnota

Pro výpočet pokračující hodnoty bylo nejprve potřeba vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v prvním roce druhé fáze.

Zisková marže pro druhou fázi byla vypočtena pomocí vzorce zobrazujícího rozklad rentability investovaného kapitálu. Rozklad rentability investovaného kapitálu je dán jako součin ziskové marže a obrátky investovaného kapitálu.

Tabulka 93: Stanovení ziskové marže

Rentabilita inv. kapitálu	24,67%
Obrátka investovaného kapitálu	1,498943
Zisková marže	16,46%

Zdroj: vlastní výpočty

Zisková marže je v tomto případě 16,46%.

Odhad korigovaného provozního výsledku hospodaření byl počítán na základě následujícího vzorce:

$$KPVH_{T+1} = Tržby_T * zisková\ marže\ z\ KPVH\ před\ daní * (1 - daň) * (1 + g)$$

$$KPVH_{T+1} = 835\,773\,tis.Kč$$

Pro výpočet pokračující hodnoty jsem zvolila parametrický vzorec, který má následující tvar:

$$Pokračující\ hodnota = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g}$$

kde,

i_k je diskontní míra (v tomto případě použiji diskontní míru na úrovni posledního roku 1. fáze)

g je tempo růstu

r_I je rentabilita investic čistých investic

Při stanovení rentability čistých aktiv jsem vycházela z předpokladu, že rentabilita investic a investovaného kapitálu budou mít stejnou hodnotu. Ta dosahuje v prognózovaném období velmi vysokých hodnot, jak ukazuje níže uvedená tabulka. Stanovení rentability čistých investic je velmi důležitou součástí ocenění, neboť zásadním způsobem ovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Při nesprávném stanovení tohoto parametru může dojít k nadhodnocení nebo podhodnocení výsledné hodnoty podniku.

Tabulka 94: Rozklad rentability investovaného kapitálu v minulosti

Rozklad rentability inv. kapitálu	2003	2004	2005	2006
Rentabilita investovaného kapitálu	11,18%	10,97%	11,33%	17,38%
Zisková marže	16,39%	16,87%	23,47%	15,84%
Obrátka investovaného kapitálu	0,6825	0,6503	0,4828	1,0969

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 95: Rozklad rentability investovaného kapitálu v letech 2007-2011

Rozklad rentability inv. kapitálu	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita investovaného kapitálu	26,83%	25,69%	25,68%	25,38%	24,67%
Zisková marže	16,48%	16,42%	16,62%	16,69%	16,46%
Obrátka investovaného kapitálu	1,627631	1,564108	1,544667	1,520945	1,498943

Zdroj: vlastní výpočty

Z důvodu poměrně vysokých hodnot rentability investovaného kapitálu se nyní pokusím srovnat rentabilitu investovaného kapitálu s konkurencí. Jelikož jsem neměla k dispozici KPVH u jednotlivých společností, provedla jsem určité zjednodušení. KPVH jsem stanovila jako provozní výsledek hospodaření upravený o zisk z prodeje dlouhodobého majetku. Taktéž investovaný kapitál byl zjednodušeně vypočítán jako suma VK a úročeného cizího kapitálu sníženého o finanční aktiva.

Nejprve jsem provedla srovnání s hlavními konkurenty společnosti, tak jak byly vymezeny ve strategické analýze. V průměru dosahovala rentabilita hodnoty 31,3%⁵⁰. Je tedy patrné, že rentabilita investovaného kapitálu je v odvětví na poměrně vysoké úrovni.

K dalšímu srovnání jsem využila databázi Amadeus. Postupovala jsem následujícím způsobem:

1. NACE – Rev. 1.1. – 7011 – Development and selling of real estate
2. Právní forma: akciová společnost
3. Počet zaměstnanců – do 200
4. Země: ČR

Tímto způsobem byly vybrány společnosti působící v odvětví oceňované společnosti v ČR. Z nich jsem vybrala jen ty, které již nebyly zahrnuty mezi konkurenty. Rentabilita investovaného kapitálu byla počítána jako poměr provozního výsledku hospodaření a sumy VK a úročeného cizího kapitálu sníženého o finanční aktiva. Průměrná rentabilita dosahovala hodnoty 25,57%.

Z výše uvedeného vyplývá, že rentabilita investovaného kapitálu v ČR v daném odvětví je na poměrně vysoké úrovni.

Průměrná rentabilita investovaného kapitálu dosahovaná v ČR však k samotnému odhadu dlouhodobě udržitelné rentability nestačí. Je třeba provést také srovnání v daném odvětví v zahraničí. K tomu jsem opět využila databázi Amadeus. Postup byl následující:

1. NACE – Rev. 1.1. – 7011 – Development and selling of real estate
2. Právní forma: akciová společnost

⁵⁰ Bohužel nebylo možné provést srovnání se všemi konkurenty společnosti Central Group, neboť orientační výpočet investovaného kapitálu dosahoval záporných hodnot.

3. Počet zaměstnanců – do 200

4. Obrat od 3 mld. Kč do 5 mld. Kč⁵¹

Rentabilitu investovaného kapitálu jsem počítala stejným způsobem jako v předchozím případě. Průměrná rentabilita investovaného kapitálu v tomto případě dosahovala hodnoty 28,60%.

Shrnutí výše vypočítaných rentabilit investovaného kapitálu je uvedeno v následující tabulce:

Tabulka 96: Průměrná rentabilita investovaného kapitálu v odvětví

	Konkurenti	ČR	Evropa
Průměrná rentabilita investovaného kapitálu (v %)	31,30%	25,57%	28,60%
Průměr	28,49%		

Zdroj: databáze Amadeus, výroční zprávy společností, vlastní výpočty

Z tabulky je patrné, že v daném odvětví je rentabilita investovaného kapitálu na relativně vysoké úrovni.

Průměrná rentabilita dosahovaná oceňovanou společností v prognózovaném období je uvedena v následující tabulce:

Tabulka 97: Rentabilita investovaného kapitálu společnosti Central Group v letech 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita investovaného kapitálu	26,83%	25,69%	25,68%	25,38%	24,67%
Průměr za prognózované období	25,65%				

Zdroj: vlastní výpočty

Průměrná rentabilita investovaného kapitálu společnosti v prognózovaném období je na úrovni 25,65%. Dosahuje tedy zhruba průměrné hodnoty dosahované v daném odvětví v minulosti.

Do budoucna budu předpokládat, že dlouhodobě udržitelná rentabilita investovaného kapitálu bude shodná s dlouhodobě udržitelnou rentabilitou investic.

Pro období 2. fáze je nutné provést odhad dlouhodobě udržitelné rentability investovaného kapitálu, resp. rentability investic. K tomuto odhadu slouží jednak náklady kapitálu, ale především rentabilita investovaného kapitálu, která je dosahovaná v daném odvětví. Z výše uvedených tabulek vyplývá, že společnost se v období 1. fáze dostala přibližně na úroveň průměrné rentability dosahované v daném odvětví, jak v ČR, tak i v zahraničí. Společnost tedy v minulosti zaostávala v tomto ukazateli za svými konkurenty. Během 1. fáze se jí podařilo dostat se na úroveň konkurence, hodnota však vykazuje klesající tendenci.

⁵¹ Těmto kritériím vyhovovala celkem 28 společností, včetně společnosti Central Group.

Předpokládám, že společnost bude chtít udržet výši rentability dosahovanou v 1. fázi. Vzhledem k mírně klesající tendenci rentability investovaného kapitálu společnosti a ke snaze udržet rentabilitu přibližně na úrovni konkurence, budu pro druhou fázi tedy odhadovat rentabilitu investovaného kapitálu na úrovni 24%.

Tempo růstu trhu bylo stanoveno již ve strategické analýze, konkrétně na úrovni 5%.

Níže uvedená tabulka shrnuje stanovení základních parametrů pro 2. fázi:

Tabulka 98: Volba parametrů pro 2. fázi

Tempo růstu	5,00%
Rentabilita investic	24,00%

Zdroj: vlastní úvaha

Nyní je již možné vypočítat pokračující hodnotu na základě výše zvolených parametrů.

Pokračující hodnota	8 758 406 tis. Kč
----------------------------	--------------------------

Současná hodnota 2. fáze byla vypočítána jako pokračující hodnota vynásobená odúročitelem posledního roku 1. fáze.

Současná hodnota 2. fáze	4 668 449 tis. Kč
---------------------------------	--------------------------

8.1.5 Výsledná hodnota podniku

Výsledná hodnota podniku byla stanovena jako součet současné hodnoty 1. fáze a současné hodnoty 2. fáze. Jelikož podnik nemá žádné úročené cizí zdroje, součet současných hodnot 1. a 2. fáze je hodnotou netto. K této hodnotě je třeba ještě přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění.

Výsledné hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 99: Výpočet výsledné hodnoty podniku

Současná hodnota 1. fáze	1 388 682 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	4 668 449 tis. Kč
Ocenění podniku netto	6 057 131 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	275 739 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	6 332 870 tis. Kč

Zdroj: vlastní výpočty

Výsledná tržní hodnota společnosti Central Group a.s. stanovená metodou DCF Equity k 1. 1. 2007 je

6 332 870 tis. Kč

8.2 Metoda tržního porovnání

Jako druhou metodu pro výsledné ocenění společnosti Central Group a.s. jsem zvolila metodu založenou na analýze trhu. Oceňovaná společnost ale není obchodována na veřejné burze, proto nemohu využít data z kapitálového trhu. Použiji proto metodu srovnatelných podniků. Tuto metodu považuji jako jistou alternativu k metodě DCF, která je pro mě přednější.

Postup při použití metody srovnatelných podniků

Metoda srovnatelných podniků je založena na přístupu porovnání oceňovaného podniku s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny. Pro srovnání jsou vybrány podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích.

„Celý postup můžeme shrnout do následujících kroků:

1. Analýza stavu a vývoje národního hospodářství jako celku.
2. Analýza stavu a vývoje příslušného odvětví.
3. Analýza celkového stavu a vývoje oceňovaného podniku (obrat, podíl na trhu, úroveň produktů, postavení v konkurenci).
4. Podrobná finanční analýza oceňovaného podniku.
5. Výběr srovnatelných podniků.
6. Podrobná analýza srovnatelných podniků.
7. Výběr vhodných násobitelů.
8. Volba hodnot násobitelů pro daný případ.
9. Výpočet hodnoty akcie oceňovaného podniku různými metodami.
10. Odvození konečné hodnoty akcie.“⁵²

Body 1. -4. byly již rozebrány v předchozích kapitolách – konkrétně ve strategické a finanční analýze.

Při stanovení srovnatelných podniků a následných násobitelích budu vycházet z internetových stránek profesora A. Damodarana, které poskytují hodnoty násobitelů u vybraných odvětví pro evropské firmy. Tento způsob jsem zvolila z důvodu nedostatku dat za srovnatelné podniky v České republice.

Internetové stránky profesora A. Damodarana poskytují ve zvoleném odvětví (Real Estate & Develop) údaje o 124 společnostech.

⁵² Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007

Hodnota základního kapitálu společnosti Central Group a.s. je 770 000 000 Kč. Je tvořena 1 000 ks akcií na jméno o jmenovité hodnotě 7 700 000 Kč.

Hodnoty násobitelů podle A. Damodarana

Tabulka 100: Hodnoty násobitelů podle A. Damodarana

Odvětví	Počet firem	Average P/E	Price/Book Equity	Price/Sales
Real Estate & Develop	124	25,84	1,59	7,71

Zdroj: www.damodaran.com

Jedná o data týkající se 124 evropských společností. Jde tedy o poměrně rozsáhlý vzorek dat.

Výpočet podle ceny akcie

Výpočet zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 101: Výpočet hodnoty podniku podle ceny akcie

Ukazatelé společnosti Central Group a.s.	Výsledek hospodaření	Vlastní kapitál	Tržby
Hodnoty (tis. Kč)	518 664	1 331 996	4 342 234
Hodnoty na akcii	518,66	1 332,00	4 342,23
Ukazatelé Damodaran	Average P/E	Price/Book Equity	Price/Sales
	25,84	1,59	7,71
Přepočet ceny za akcii	13 402,28	2 117,87	33 478,62
Zvolené váhy	0,15	0,65	0,2
Výsledná hodnota na akcii	10 083		
Počet akcií	1 000		
Výsledná hodnota podniku (v tis.)	10 082 684		

Zdroj: www.damodaran.com, vlastní výpočty

Výsledná hodnota podniku je zde zhruba o 2 miliardy Kč vyšší než v případě metody DCF. Zvolené váhy jednotlivým násobitelům jsou čistě subjektivní, nelze je tedy považovat za odborné.

Výpočet podle enterprise value

Tabulka 102: Hodnoty násobitelů podle Damodarana

Odvětví	Počet firem	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA
Real Estate & Develop	124	10,25	40,55	37,28

Zdroj: www.damodaran.com

Tabulka 103: Výpočet podle enterprise value

Ukazatelé společnosti Central Group a.s.	Tržby	EBIT (VH před úroky a daněmi)	EBITDA (VH před úroky, daněmi a odpisy)
Hodnoty (tis. Kč)	4 342 234	670 155	694 652
Ukazatelé Damodaran	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA
	10,25	40,55	37,28
Přepočet EV (v tis.)	44 507 899	27 174 785	25 896 627
Zvolené váhy	0,1	0,3	0,6
Výsledná hodnota EV (v tis.)	28 141 201		
Cizí zdroje k datu ocenění	151 841		
Hodnota netto (v tis.)	27 989 360		
Neprovozní majetek	275 739		
Výsledná hodnota podniku (v tis.)	28 265 099		

Zdroj: www.damodaran.com, vlastní výpočty

Hodnota byla stanovena přepočtem EV vynásobeným zvolenými vahami. Následně byly odečteny cizí zdroje a přičten neprovozní majetek.

Výsledná hodnota podniku podle enterprise value je téměř 4krát vyšší než je tomu v případě výpočtu metodou DCF Equity. Z tohoto důvodu nebudu tuto vypočtenou hodnotu dále uvažovat.

Výslednou hodnotu podniku podle metody tržního porovnání jsem stanovila jen na základě výpočtu podle ceny akcie.

Výsledná hodnota podniku činí:

10 082 684 tis. Kč

Jedná se pouze o orientační hodnotu, jak by si společnost Central Group a.s. vedla v porovnání s evropskými společnostmi. Hlavní metodou nadále zůstává metoda DCF Equity.

Závěr

Hlavním cílem mé práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Central Group a.s. Na základě zhodnocení finančního zdraví a celkové ekonomické situace společnosti jsem se rozhodla pro použití výnosové metody, konkrétně DCF Equity. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti k 1. 1. 2007 je 6 332 870 tis. Kč. Jako alternativní metodu jsem zvolila metodu založenou na analýze trhu, konkrétně metodu srovnatelných podniků. Výsledná hodnota podniku, stanovená na základě výpočtu podle ceny akcie, je 10 082 684 tis. Kč. Jedná se však jen o orientační hodnotu, srovnání společnosti v rámci Evropy. Za výslednou hodnotu podniku považuji hodnotu stanovenou na základě metody DCF.

Stěžejní částí celé práce byla strategická analýza. Cílem bylo zhodnotit odvětví, ve kterém oceňovaná společnost působí, a stanovit její konkurenční pozici. Výsledkem byla prognóza tržního podílu a následná predikce tržeb. Vzhledem k tomu, že společnost působí v Praze a okolí a tržby za dané odvětví se týkají celé České republiky, bylo nutné provést určité zjednodušení při stanovení relevantního trhu. Při teritoriálním vymezení relevantního trhu jsem celkové tržby odvětví vynásobila počtem obyvatel Prahy a Středočeského kraje. Z důvodu vyšší ekonomické síly Prahy jsem jí přiřadila váhu 2,14.

Na strategickou analýzu navazuje finanční analýza. Jejím cílem bylo zhodnocení finanční situace podniku. Společnost má specifickou strukturu vycházející z předmětu její činnosti. Většinu aktiv tvoří oběžná aktiva. Pozitivně hodnotím skutečnost, že společnost s výjimkou jednoho roku neměla žádné bankovní úvěry. Závěrem této části práce bylo zhodnocení podniku z hlediska jeho finančního zdraví, které mi vyšlo jako velmi dobré. Společnost tedy splňuje předpoklady pro princip going concern.

Po provedení strategické a finanční analýzy následovala prognóza generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu. Cílem byla prognóza tržeb, provozní ziskové marže, pracovního kapitálu a investic do dlouhodobého majetku. Na základě této prognózy a vlastní úvahy byl sestaven finanční plán pro období 2007-2011.

Poslední část mé práce byla věnována samotnému ocenění podniku. Jelikož společnost splnila princip going concern, zvolila jsem pro její ocenění výnosovou metodu, konkrétně metodu DCF Equity.

Druhou, alternativní metodou, byla metoda srovnatelných podniků. Vzhledem k nedostatku dat o českém trhu, jsem pro výpočet využila internetových stránek profesora A. Damodarana.

Výsledné ocenění považuji za spolehlivé, i když musela být provedena určitá zjednodušení. Prvním z nich bylo vymezení relevantního trhu. Druhé zjednodušení se týká predikovaných veličin, do jaké míry je jejich predikce reálná.

Seznam použité literatury a zdrojů

Literatura

- [1] Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004
- [2] Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006
- [3] Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniky, Praha, Ekopress, 2007
- [4] Výroční zprávy společnosti Central Group a.s., 2005 a 2006
- [5] Výroční zprávy společností Finep, Skanska, Sekyra Group, Ekospol, České nemovitosti, ICKM a AT development, 2005 a 2006
- [6] Článek Hospodářských novin – Vorlíčková, H.: Trh s byty v Praze ovládá deset firem, ze dne 30.5.2005
- [7] Databáze Amadeus
- [8] Databáze MarketLine
- [9] Databáze Spider

Internetové zdroje:

- [10] Internetové stránky Českého statistického úřadu (www.czso.cz)
- [11] Internetové stránky Patria Finance (www.patria.cz)
- [12] Internetové stránky US Department of Treasury (www.ustreas.gov)
- [13] Internetové stránky prof. A. Damoradana (www.damodaran.com)
- [14] Internetové stránky Ministerstva spravedlnosti (www.justice.cz)
- [15] Internetové stránky České národní banky (www.cnb.cz)
- [16] Internetové stránky BondsOnline (www.bondsonline.com)
- [17] Internetový zdroj Viewswire (www.viewswire.com)
- [18] Internetový zdroj Euromonitor (www.portal.euromonitor.com)
- [19] Internetové stránky společnosti Finep (www.finep.cz)
- [20] Internetové stránky společnosti Skanska (www.skanska.cz)
- [21] Internetové stránky společnosti Sekyra Group (www.sekyragroup.cz)
- [22] Internetové stránky společnosti Ekospol (www.ekospol.cz)
- [23] Internetové stránky společnosti České nemovitosti (www.cnas.cz)

- [24] Internetové stránky společnosti Renix (www.renix.cz)
- [25] Internetové stránky společnosti AT development
(<http://nove-byty.atdevelopment.cz/>)

Příloha

Seznam příloh

Příloha č. 1: Účetní výkazy společnosti.....	111
Příloha č. 2: Profil společnosti.....	116
Příloha č. 3: Strategická analýza.....	117
Příloha č. 4: Finanční analýza – poměrové ukazatele.....	129

Příloha č. 1: Účetní výkazy společnosti Central Group a.s.

Tabulka 104: Rozvaha v plném rozsahu (v tis. Kč)

(stav k 31.12., v tis. Kč)		2002	2003	2004	2005	2006
	AKTIVA CELKEM	1 570 488	2 286 464	2 693 355	4 159 129	4 234 290
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	18 705	65 784	88 166	77 351	114 042
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 330	2 184	3 731	9 825	11 936
1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3.	Software	1 330	2 184	1 407	515	984
4.	Ocenitelná práva	0	0	2 324	9 228	10 952
5.	Goodwill	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dl.nehm.m.	0	0	0	82	0
8.	Poskytnuté zálohy na dl.nehm.m.	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	16 485	22 849	27 785	26 475	21 951
1.	Pozemky	0	0	0	0	0
2.	Stavby	4 955	1 810	14 822	11 921	8 236
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	7 913	8 766	10 146	11 830	13 715
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
5.	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dl.hm.m.	3 617	2 664	2 817	2 724	0
8.	Poskytnuté zálohy na dl.hm.m	0	9 609	0	0	0
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	890	40 751	56 650	41 051	80 155
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	890	40 751	56 650	41 051	80 155
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
4.	Půjčky a úvěry ovl. a říz. os. a úč. jed. p. podst. vl.	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	1 550 487	2 218 603	2 599 706	4 079 019	4 115 887
C.I.	Zásoby	1 208 164	1 876 953	2 401 074	3 782 755	3 246 748
1.	Materiál	165	220	1 514	149	32
2.	Nedokončená výroba a polotovary	389 006	619 076	678 760	2 132 666	1 470 916
3.	Výrobky	54 692	39 009	227 516	301 819	664 182
4.	Zvířata	0	0	0	0	0
5.	Zboží	475 975	818 686	1 049 987	1 013 330	841 109
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	288 326	399 962	443 297	334 791	270 509
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	8 853	11 109	71 814	75 710	68 322
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	239	593	8 749	11 746	0
2.	Pohledávky za ovl. a řízenými osobami	0	0	56 555	57 742	57 522
3.	Pohledávky za účet. jednotkami pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva, úč. sdruž.	0	0	0	0	0
5.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
6.	Jiné pohledávky	0	0	6	6	0
7.	Odložená daňová pohledávka	8 614	10 516	6 504	6 216	10 800
C.III.	Krátkodobé pohledávky	120 089	133 639	110 833	208 949	570 701
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	22 995	79 664	31 918	73 822	85 752
2.	Pohledávky za ovl. a řízenými osobami	1 562	5 524	940	2	296 518
3.	Pohledávky za úč. jednotkami pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva, úč. sdruž.	0	285	0	0	0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	2 225	3 594	25 705	26 624	87 713
7.	Ostatní poskytnuté zálohy	5 178	2 494	5 470	1 409	4 211
8.	Dohadné účty aktivní	405	143	172	713	584
9.	Jiné pohledávky	87 724	41 935	46 628	106 379	95 923
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	213 381	196 902	15 985	11 605	230 116
1.	Peníze	651	6 423	458	1 250	545
2.	Účty v bankách	68 730	72 961	15 527	10 355	129 910
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	144 000	117 518	0	0	99 661
4.	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D.	Ostatní aktiva - přechodné účty	1 296	2 077	5 483	2 759	4 361
D.I.	Časové rozlišení	1 296	2 077	5 483	2 759	4 361
1.	Náklady příštích období	198	649	4 610	2 759	4 149
2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	1 098	1 428	873	0	212

	(stav k 31.12., v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
PASIVA CELKEM		1 570 488	2 286 464	2 693 355	4 159 129	4 234 290
A. Vlastní kapitál		171 360	317 884	508 623	813 299	1 331 996
A.I. Základní kapitál		1 000	170 000	170 000	470 000	770 000
1. Základní kapitál		1 000	170 000	170 000	470 000	770 000
2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly		0	0	0	0	0
3. Změny základního kapitálu		0	0	0	0	0
A.II. Kapitálové fondy		-56	-21	-7	-28	5
1. Emisní ážio		0	0	0	0	0
2. Ostatní kapitálové fondy		0	0	14	14	14
3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků		-56	-21	-21	-42	-9
4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách		0	0	0	0	0
A.III. Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku		200	200	14 849	24 385	39 620
1. Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond		200	200	14 849	24 385	39 620
2. Statutární a ostatní fondy		0	0	0	0	0
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let		77 201	1 216	133 056	14 245	3 707
1. Nerozdělený zisk minulých let		77 201	1 216	133 056	14 245	3 707
2. Neuhrazená ztráta minulých let		0	0	0	0	0
A.V. Výsledek hospodaření běžného účetního období		93 015	146 489	190 725	304 697	518 664
B. Cizí zdroje		1 100 000	1 416 740	1 720 166	2 914 579	2 488 102
B.I. Rezervy		22 706	28 201	21 190	16 034	33 690
1. Rezervy podle zvláštních právních předpisů		0	0	0	0	0
2. Rezerva na důchody a podobné závazky z příjmu		0	0	0	0	0
3. Rezerva na daň z příjmu		0	0	0	0	0
4. Ostatní rezervy		22 706	28 201	21 190	16 034	33 690
B.II. Dlouhodobé závazky		66 756	10 131	120 951	299 150	333 675
1. Závazky z obchodních vztahů		7	10 131	13 916	27 813	46 181
2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám		0	0	107 035	129 337	10 814
3. Závazky k úč. jednotkám pod podst. vlivem		0	0	0	0	0
4. Závazky ke společníkům, členům družstva, úč. sdruž.		66 749	0	0	0	134 680
5. Dlouhodobé přijaté zálohy		0	0	0	0	0
6. Vydané dluhopisy		0	0	0	0	0
7. Dlouhodobé směnky k úhradě		0	0	0	0	0
8. Dohadné účty pasivní		0	0	0	0	0
9. Jiné závazky		0	0	0	142 000	142 000
10. Odložené daňový závazek		0	0	0	0	0
B.III. Krátkodobé závazky		1 010 538	1 378 408	1 578 025	2 581 895	2 120 737
1. Závazky z obchodních vztahů		41 841	55 492	156 057	221 205	299 936
2. Závazky k ovl. a řízeným osobám		4 650	16 631	19 049	26 337	6 347
3. Závazky k úč. jednotkám pod podst. vlivem		0	0	0	0	0
4. Závazky ke společníkům, členům družstva, úč. sdruž.		2 378	61 243	1 127	239	0
5. Závazky k zaměstnancům		2 241	2 729	3 020	3 592	3 814
6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění		1 270	1 644	1 979	2 242	2 225
7. Stát - daňové závazky a dotace		46 949	46 384	4 776	33 850	52 326
8. Krátkodobé přijaté zálohy		859 001	1 103 093	1 343 821	2 153 013	1 739 372
9. Vydané dluhopisy		0	0	0	0	0
10. Dohadné účty pasivní		51 810	90 270	25 923	125 815	9 512
11. Jiné závazky		398	922	22 273	15 602	7 205
B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci		0	0	0	17 500	0
1. Bankovní úvěry dlouhodobé		0	0	0	0	0
2. Krátkodobé bankovní úvěry		0	0	0	17 500	0
3. Krátkodobé finanční výpomoci		0	0	0	0	0
C. Ostatní pasiva - přechodné účty		299 128	551 840	464 566	431 251	414 192
C.I. Casové rozlišení		299 128	551 840	464 566	431 251	414 192
1. Výdaje příštích období		8 747	12 318	4 222	1 865	27 031
2. Výnosy příštích období		290 381	539 522	460 344	429 386	387 161

Zdroj: výroční zprávy, databáze MarketLine

Tabulka 105: Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

	(stav k 31.12., v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
I+II	Výkony a prodej zboží	1 304 807	1 637 397	1 932 539	3 468 201	4 042 847
I+II.1	Tržby za prodej vlastních výrobků, služeb a zboží	1 262 891	1 423 963	1 684 348	1 936 740	4 342 234
I.	Tržby za prodej zboží	228 511	334 878	257 040	264 921	503 015
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	143 062	199 557	159 954	162 985	253 959
+	Obchodní marže	85 449	135 321	97 086	101 936	249 056
II.	Výkony	1 076 296	1 302 519	1 675 499	3 203 280	3 539 832
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 034 380	1 089 085	1 427 308	1 671 819	3 839 219
II. 2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	41 916	213 434	248 191	1 528 210	-299 387
II. 3.	Aktivace	0	0	0	3 251	0
B.	Výkonová spotřeba	919 184	1 107 889	1 393 319	2 783 581	3 043 683
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	20 018	20 741	27 053	38 764	33 436
B. 2.	Služby	899 166	1 087 148	1 366 266	2 744 817	3 010 247
A+B	Výkonová spotřeba a náklady na prodej zboží	1 062 246	1 307 446	1 553 273	2 946 566	3 297 642
+	Přidaná hodnota	242 561	329 951	379 266	521 635	745 205
C.	Osobní náklady	43 542	54 002	66 169	78 792	85 951
C. 1.	Mzdové náklady	31 974	39 483	48 396	57 320	62 691
C. 2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	11 165	13 823	16 896	20 030	21 828
C. 4.	Sociální náklady	403	696	877	1 442	1 432
D.	Daně a poplatky	2 709	11 045	20 683	16 488	15 091
III+IV-V	Jiné provozní výnosy	31 894	20 820	99 959	25 825	18 570
D+F+H-I	Jiné provozní náklady	8 444	42 884	114 698	30 028	55 786
E.	Odpsy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 713	6 305	8 438	13 270	24 497
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	930	4 301	2 390	5 355	5 470
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	681	4 272	2 143	5 355	5 426
III. 2	Tržby z prodeje materiálu	249	29	247	0	44
F.	Zůstatková cena prodaného dl.m. a materiálu	2 709	3 267	697	4 478	3 027
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodob. majetku	2 709	3 267	697	4 478	3 027
F. 2.	Prodaný materiál	0	0	0	0	0
G.	Změn. st. rezerv a opr. pol. v prov. obl. a kompl. bud. nákl.	60 838	19 527	12 481	-16 865	11 313
IV.	Ostatní provozní výnosy	30 964	16 519	97 569	20 470	13 100
H.	Ostatní provozní náklady	3 026	28 572	93 318	9 062	37 668
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	155 918	228 053	277 439	442 235	586 228
VI:XI-XII	Finanční výnosy	4 802	23 975	135 354	2 722	92 307
J+K+L+N+O-P	Finanční náklady	3 773	19 422	135 154	5 757	9 826
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	15 105	130 554	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	15 653	130 852	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	79 566
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovl. a říz. os. a v úč. jed. pod podst. vl.	0	0	0	0	79 566
VII. 2.	Výnosy z ost. dlouhod. cenn. papírů a podílů	0	0	0	0	0
VII. 3.	Výnosy z ost. dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	185	2 985	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	1 559	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	60	-825	0	15 599	2 033
X.	Výnosové úroky	4 664	5 887	4 982	2 725	8 167
N.	Nákladové úroky	3 578	1 754	2 455	4 958	3 479
XI.	Ostatní finanční výnosy	47	2	182	3	4 574
O.	Ostatní finanční náklady	195	2 015	288	799	6 347
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	1 183	3 732	564	-18 628	80 448
*-Q.1	HV z finančních operací včetně daně z příjmu za BČ	-64 043	-83 466	-82 702	-137 250	-72 148
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	64 086	85 296	87 278	118 910	148 012
Q. 1.	-splatná	65 226	87 198	83 266	118 622	152 596
Q. 2.	-odložená	-1 140	-1 902	4 012	288	-4 584
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	93 015	146 489	190 725	304 697	518 664
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
S. 1.	-splatná	0	0	0	0	0
S. 2.	-odložená	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	93 015	146 489	190 725	304 697	518 664
	Výsledek hospodaření před zdaněním	157 101	231 785	278 003	423 607	666 676

Zdroj: výroční zprávy, databáze MarketLine

Tabulka 106: Cash flow (v tis. Kč)

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 1.1.	69 381	79 384	15 985	11 605
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	231 785	278 003	423 607	666 676
Úpravy o nepeněžní operace	34 004	-248 478	13 360	-43 995
Odpisy stálých aktiv	6 305	8 940	13 270	24 497
Změna stavu opravných položek a rezerv	5 495	-7 011	-1 266	13 346
Zisk z prodeje DHM	1 005	-1 248	-877	2 416
Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	-79 566
Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a výnosové úroky	-4 133	-2 527	2 233	-4 688
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	0	-246 632	0	0
CF z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	265 789	29 525	436 967	622 681
Změna stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-64 794	-98 503	-532 266	-152 570
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-16 587	26 588	-97 654	-336 676
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	645 914	33 321	937 303	-343 537
Změna stavu zásob	-668 789	-275 930	-1 371 915	527 643
Změna krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a ekvivalentů	0	117 518	0	0
CF z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	200 995	-68 978	-95 299	470 111
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-1 754	-2 455	-4 956	-3 479
Přijaté úroky	5 887	4 982	2 725	8 167
Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost	-85 296	-76 149	-85 370	-152 596
Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmu	0	0	0	0
Přijaté dividendy a podíly na zisku (+)	0	0	0	79 566
CF z provozní činnosti	119 832	-142 600	-182 902	401 769
Peněžní toky z investiční činnosti				
Výdaje spojené s nabytím dl.majetku	-72 586	-164 330	-22 532	-66 214
Příjmy z prodeje DHM	19 377	132 697	5 355	611
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0
CF z investiční činnosti	-53 209	-31 633	-17 177	-65 603
Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	-56 620	110 820	195 699	-117 655
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	14	0	0
Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisního ážia atd.	0	14	0	0
Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0	0	0	0
Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0	0
Úhrada ztráty společníky	0	0	0	0
Přímé platby na vrub fondů	0		0	0
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku	0	0	0	-300 000
CF z finanční činnosti celkem	-56 620	110 834	195 699	-117 655
Čisté zvýšení, resp.snížení peněžních prostředků a ekvivalentů	10 003	-63 399	-4 380	218 511
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů k 31.12.	79 384	15 985	11 605	230 116

Zdroj: výroční zprávy, vlastní výpočty

Příloha č. 2: Profil společnosti

Představenstvo

Představenstvo je statutárním orgánem společnosti, řídí společnost a jedná jejím jménem.

předseda představenstva: Mgr. Dušan Kunovský, společnost řídí od jejího založení, členem představenstva je od roku 1995

členové představenstva: Ing. Ladislav Váňa – ve společnosti pracuje od roku 1999, členem představenstva je od roku 2005, v současnosti pracuje jako investiční ředitel společnosti, vedoucí oddělení nákupu a inženýringu

Ing. Ladislav Franta – ve společnosti pracuje od roku 1995, členem představenstva je od roku 1999, v současnosti pracuje jako technický ředitel společnosti, vedoucí oddělení realizace

Dozorčí rada

Dozorčí rada je kontrolním orgánem společnosti.

členové dozorčí rady: Ing. David Valenta, ve společnosti je od roku 1996, členem dozorčí rady je od roku 1999, v současnosti je vedoucím oddělení nákupu nemovitostí

Ing. Josef Doleček, ve společnosti pracuje od roku 1994, členem dozorčí rady je od roku 2005, v současnosti hlavní koordinátor inženýringu

Ing. arch. Eva Kolářková, ve společnosti pracuje od roku 2002, členkou dozorčí rady je od roku 2005, v současnosti je vedoucí úseku architektury a urbanismu

Prokurista

Bc. Aleš Novotný – prokura mu byla udělena v roce 2002. Smí činit za společnost všechny právní úkony, k nimž dochází při provozu podniku. V prokuře je také zahrnuto oprávnění zcizovat a zatěžovat nemovitosti.

Příloha č. 3: Strategická analýza

Vývoj HDP na obyvatele v Praze a ve Středočeském kraji

Tabulka 107: Vývoj HDP na obyvatele

HDP na obyvatele v b.c.	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Praha	242 161	278 128	313 344	366 866	395 392	425 316	475 750	506 109	530 334	567 946	610 799	662 815
Středočeský kraj	122 544	140 572	153 390	175 277	189 083	200 538	213 711	230 393	238 328	262 192	268 915	284 594
Poměr	1,98	1,98	2,04	2,09	2,09	2,12	2,23	2,20	2,23	2,17	2,27	2,33
Průměr	2,14											

Zdroj: www.czso.cz

Tabulka 108: Počet a struktura zahájených bytů v letech 1997-2006 podle druhu objektů

Počet a struktura zahájených bytů 1997-2006 podle druhu objektů									
Rok	Počet zahájených bytů celkem	v tom							Počet modern. bytů ^v
		v rodinných domech	v bytových domech	v nástavbách a přístavbách		v domech s pečovatelskou službou a domovech - penzionech	v nebytových objektech	stavebními úpravami nebytových prostorů	
				k rodinným domům	k bytovým domům				
Absolutně									
1997	33 152	12 521	9 411	5 086	2 574	1 183	595	1 782	8 668
1998	35 027	14 933	7 961	5 820	3 300	648	593	1 772	10 587
1999	32 900	12 489	7 192	5 766	3 248	1 371	1 247	1 587	16 087
2000	32 377	12 177	7 097	4 272	3 658	845	1 453	2 875	16 638
2001	28 983	12 895	6 276	3 639	2 048	1 357	1 384	1 384	16 659
2002	33 606	13 659	10 246	3 600	1 850	1 803	1 225	1 223	16 050
2003	36 496	17 250	10 043	3 561	2 288	1 017	1 167	1 170	17 145
2004	39 037	17 485	11 901	3 499	1 841	855	1 318	2 138	20 074
2005	40 381	17 579	13 574	3 141	2 103	527	1 932	1 525	24 404
2006	43 747	20 620	14 541	2 409	2 009	979	2 182	1 007	36 081
V procentech z úhrnu nových bytů									
1997	100,0	37,8	28,4	15,3	7,7	3,6	1,8	5,4	x
1998	100,0	42,6	22,7	16,6	9,4	1,9	1,7	5,1	x
1999	100,0	38,0	21,8	17,5	9,9	4,2	3,8	4,8	x
2000	100,0	37,6	21,9	13,2	11,3	2,6	4,5	8,9	x
2001	100,0	44,5	21,7	12,5	7,0	4,7	4,8	4,8	x
2002	100,0	40,6	30,5	10,7	5,5	5,4	3,7	3,6	x
2003	100,0	47,3	27,5	9,7	6,3	2,8	3,2	3,2	x
2004	100,0	43,9	33,0	6,7	6,1	2,8	1,7	5,8	x
2005	100,0	43,5	33,6	7,8	5,2	1,3	4,8	3,8	x
2006	100,0	47,1	33,2	5,5	4,6	2,2	5,0	2,3	x

¹⁾ Modernizované byty představují kvalitativní zlepšení bytového fondu, nejsou tedy započítávány do úhrnu zahájených bytů.

Zdroj: www.czso.cz

Analýza citlivosti tržeb

Tabulka 109: Analýza citlivosti tržeb na počtu smluv o stavebním spoření

	Tržby	Meziroční změna	Nové smlouvy o stavebním spoření	Meziroční změna	Koeficient
2000	73 974 240		1115926		
2001	73 985 581	0,0002	1373258	0,23059952	0,000665
2002	86 427 955	0,1682	1293890	-0,057795403	-2,909798
2003	86 522 755	0,0011	2097338	0,620955414	0,001766
2004	95 583 287	0,1047	314650	-0,849976494	-0,123202
2005	106 691 718	0,1162	430233	0,367338312	0,316377
2006	111 243 939	0,0427	516385	0,200244984	0,213074

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 110: Analýza citlivosti tržeb na stavební výrobě

	Tržby	Meziroční změna	Stavební výroba	Meziroční změna	Koeficient
2000	73 974 240		5,3		
2001	73 985 581	0,0002	9,6	0,81132075	0,000189
2002	86 427 955	0,1682	2,5	-0,7395833	-0,227389
2003	86 522 755	0,0011	8,9	2,56	0,000428
2004	95 583 287	0,1047	9,7	0,08428957	1,242366
2005	106 691 718	0,1162	4,2	-0,5657682	-0,205415
2006	111 243 939	0,0427	6,6	0,57756002	0,073875

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 111: Analýza citlivosti tržeb na cenách stavebních prací

	Tržby	Meziroční změna	Ceny stavebních prací	Meziroční změna	Koeficient
2000	73 974 240		0,3500		
2001	73 985 581	0,0002	0,3167	-0,09514286	-0,0016115
2002	86 427 955	0,1682	0,1833	-0,42111357	-0,399353
2003	86 522 755	0,0011	0,1917	0,045454545	0,0241309
2004	95 583 287	0,1047	0,3250	0,695652174	0,1505328
2005	106 691 718	0,1162	0,1999	-0,38483159	-0,3019952
2006	111 243 939	0,0427	0,2761	0,380910394	0,1120134

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 112: Analýza citlivosti tržeb na HDP

	Tržby	Meziroční změna	HDP (v mil.)	Meziroční změna	Koeficient
2000	73 974 240		2 189 169		
2001	73 985 581	0,0002	2 352 214	0,07447803	0,00205862
2002	86 427 955	0,1682	2 464 432	0,04770739	3,52509202
2003	86 522 755	0,0011	2 577 110	0,04572169	0,02398992
2004	95 583 287	0,1047	2 814 762	0,09221648	1,13557248
2005	106 691 718	0,1162	2 987 722	0,06144747	1,89132766
2006	111 243 939	0,0427	3 231 576	0,0816187	0,52276071

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 113: Analýza citlivosti tržeb na úrokové sazbě z úvěrů

	Tržby	Meziroční změna	Sazby z úvěrů	Meziroční změna	Koeficient
2000	73 974 240		6,8865		
2001	73 985 581	0,0002	6,31275	-0,0833152	-0,00184
2002	86 427 955	0,1682	4,804166667	-0,238974	-0,703729
2003	86 522 755	0,0011	3,744833333	-0,220503	-0,004974
2004	95 583 287	0,1047	5,625083333	0,50209177	0,208564
2005	106 691 718	0,1162	5,558166667	-0,0118961	-9,769345
2006	111 243 939	0,0427	5,713833333	0,02800684	1,523451

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka 114: Stavební spoření a jeho vývoj

		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	30.9.2007
Nově uzavřené smlouvy o stavebním spoření	Počet	530 176	638 232	906 867	1 115 926	1 373 258	1 293 890	2 097 338	314 650	430 233	516 385	383 483
	Přírůstek (%)		20,4	42,1	23,1	23,1	-5,8	62,1	-85	36,7	20	-25,7
Průměrná cílová částka u nově uzavřených smluv o stavebním spoření fyzickými osobami - občany	Objem (tis. Kč)	143,2	145,3	144,2	139,4	136,9	146,7	200,5	222,8	227,9	235,8	275,4
	Přírůstek (%)		1,5	-0,8	-3,3	-1,8	7,2	36,7	11,1	2,3	3,5	16,8
Smlouvy o stavebním spoření ve fázi spoření ¹⁾	Počet	1 967 849	2 371 816	2 801 389	3 424 580	4 196 408	4 870 620	6 300 831	5 899 300	5 573 874	5 297 522	5 125 175
	(%)		20,5	18,1	22,2	22,5	16,1	29,4	-6,4	-5,5	-5	-3,3
Přiznaná státní podpora	Objem (mld. Kč)	3,817	5,068	6,393	7,719	9,313	11,059	13,261	15,337	16,086	15,772	14,298
	(%)		32,8	26,1	20,7	20,7	18,7	19,9	15,7	4,9	-2	-9,3
Průměrná státní podpora přiznaná na smlouvu o stavebním spoření za příslušný rok	Objem (Kč)	2 795	2 803	2 795	2 874	2 956	3 138	3 159	3 256	3 242	3 173	n/a
	Přírůstek (%)		0,3	-0,3	2,8	2,9	6,2	0,7	3,1	-0,4	-2,1	
Naspořená částka ¹⁾	Objem (mld. Kč)	59,552	81,731	93,629	110,4	133,309	180,19	236,815	287,077	328,987	359,848	366,644
	(%)		37,2	14,6	17,9	20,8	35,2	31,4	21,2	14,6	9,4	1,9
Úvěry celkem ¹⁾	Počet	81 870	187 245	286 942	373 463	465 824	568 920	685 740	786 483	857 875	900 653	934 307
v tom: ze stavebního		21 554	70 377	167 687	262 259	346 145	420 929	488 850	549 698	582 867	587 501	586 379
překlenovací ²⁾		60 316	116 868	119 255	111 204	119 679	147 991	196 890	236 785	275 008	313 152	347 928
	(%)		128,7	53,2	30,2	24,7	22,1	20,5	14,7	9,1	5	3,7
Úvěry celkem ¹⁾	Objem (mld. Kč)	5,936	17,669	26,346	31,011	37,023	46,308	63,597	84,184	108,063	135,45	161,925
v tom: ze stavebního		0,712	2,79	8,416	14,207	18,522	21,916	25,099	28,735	31,751	35,073	37,038
překlenovací ²⁾		5,224	14,879	17,93	16,804	18,501	24,392	38,498	55,449	76,312	100,377	124,887
	(%)		197,7	49,1	17,7	19,4	25,1	37,3	32,4	28,4	25,3	19,5
Úvěry celkem / naspořená	(%)	10	21,6	28,1	28,1	27,8	25,7	26,9	29,3	32,8	37,6	44,2

 Zdroj: www.mfcr.cz

Analýza časových řad a jejich extrapolace

Výstupy z jednotlivých testů

VÝSLEDEK

LINEÁRNÍ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,968025165
Hodnota spolehlivosti R	0,937072719
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,916096959
Chyba stř. hodnoty	3302428,517
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	4,87217E+14	4,87217E+14	44,67407662	0,006830497
Rezidua	3	3,27181E+13	1,0906E+13		
Celkem	4	5,19935E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	-13890812738	2092816984	-6,637375767	0,006967612
Soubor X 1	6980093,148	1044319,592	6,683866891	0,006830497

VÝSLEDEK

LOGARITMICKÁ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,967987168
Hodnota spolehlivosti R	0,936999157
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,915998877
Chyba stř. hodnoty	3304358,221
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	4,87179E+14	4,87E+14	44,6184108	0,006842637
Rezidua	3	3,27563E+13	1,09E+13		
Celkem	4	5,19935E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	-1,06249E+11	15920767146	-6,67359	0,0068605
Soubor X 1	13987553055	2094038674	6,679701	0,00684264

VÝSLEDEK

EXPONENCIÁLNÍ

Regresní statistika	
Násobné R	0,968444438
Hodnota spolehlivosti R	0,937884629
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,917179505
Chyba stř. hodnoty	0,033564806
Pozorování	5

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	0,051031681	0,051032	45,29722421	0,006697016
Rezidua	3	0,003379789	0,001127		
Celkem	4	0,05441147			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	-124,7708825	21,27070913	-5,865854	0,009881137
Soubor X 1	0,071436462	0,010614124	6,730321	0,006697016

VÝSLEDEK

PARABOLICKÁ

Regresní statistika	
Násobné R	0,976515877
Hodnota spolehlivosti R	0,953583258
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,907166516
Chyba stř. hodnoty	3473736,717
Pozorování	5

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	2	4,95801E+14	2,47901E+14	20,54395077	0,046416742
Rezidua	2	2,41337E+13	1,20668E+13		
Celkem	4	5,19935E+14			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	3,13086E+12	3,72845E+12	0,839722192	0,489446461
Soubor X 1	783053,0351	928395,189	0,843447967	0,487774563
Soubor X 2	-3131496472	3721008080	-0,84157207	0,488615624

Shrnutí výsledků

Tabulka 115: Shrnutí výsledků jednotlivých funkcí

Funkce	Rovnice	a	b	c	Statistická významnost	Index determinace
Lineární	$Y = a + b * X$	-13 890 812 737,53	6 980 093,15		ano	91,61%
Logaritmický	$Y = a + b * \ln(X)$	-106 248 676 171,89	13 987 553 054,82		ano	91,60%
Exponenciální	$Y = e^{(a + b * X)}$	-124,77	0,07		ano	91,71%
Parabolický	$Y = a + b * (X)^2 + c * X$	3 130 861 138 964,93	783 053,04	-3 131 496 471,53	ne	90,71%

Zdroj: vlastní výpočet

Dopočet hodnot za minulost na základě výše uvedených rovnic

Tabulka 116: Dopočet hodnot za minulost

Dopočet hodnot					
X(rok)	2002	2003	2004	2005	2006
Y(trh):					
Skutečnost	86 427 955	86 522 755	95 583 287	106 691 718	111 243 939
Lineární	83 333 744	90 313 838	97 293 931	104 274 024	111 254 117
Exponenciální	83 881 425	90 092 836	96 764 202	103 929 582	111 625 558
Logaritmická	83 330 809	90 315 855	97 297 414	104 275 490	111 250 086

Zdroj: vlastní výpočet

Srovnání výše vypočtených hodnot se skutečnými, relativní odchylky

Tabulka 117: Relativní odchylky jednotlivých funkcí

Funkce/položka	2002	2003	2004	2005	2006	Suma	Max
Skutečnost	0%	0%	0%	0%	0%		
Lineární	3,58%	-4,38%	-1,79%	2,27%	-0,01%	-0,33%	3,58%
Exponenciální	2,95%	-4,13%	-1,24%	2,59%	-0,34%	-0,17%	2,95%
Logaritmická	3,58%	-4,38%	-1,79%	2,26%	-0,01%	-0,33%	3,58%

Zdroj: vlastní výpočet

Odhad budoucích tržeb na základě výše uvedených funkcí

Tabulka 118: Odhad budoucích tržeb na základě testovaných funkcí

rok	lineární	tempo růstu	exponenciální	tempo růstu	logaritmická	tempo růstu
2002	86 427 955		86 427 955		86 427 955	
2003	86 522 755	0,11%	86 522 755	0,11%	86 522 755	0,11%
2004	95 583 287	10,47%	95 583 287	10,47%	95 583 287	10,47%
2005	106 691 718	11,62%	106 691 718	11,62%	106 691 718	11,62%
2006	111 243 939	4,27%	111 243 939	4,27%	111 243 939	4,27%
2007	118 234 210	6,28%	119 891 420	7,77%	118 221 207	6,27%
2008	125 214 303	5,90%	128 769 368	7,40%	125 188 855	5,89%
2009	132 194 396	5,57%	138 304 728	7,40%	132 153 034	5,56%
2010	139 174 490	5,28%	148 546 180	7,40%	139 113 747	5,27%
2011	146 154 583	5,02%	159 546 011	7,40%	146 070 998	5,00%

Zdroj: vlastní výpočet

Regresní analýza (regresor HDP)

Výstupy z jednotlivých testů

VÝSLEDEK

LINEÁRNÍ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,978563872
Hodnota spolehlivosti R	0,957587251
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,943449668
Chyba stř. hodnoty	2711203,729
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	4,97883E+14	4,98E+14	67,73344909	0,003755364
Rezidua	3	2,20519E+13	7,35E+12		
Celkem	4	5,19935E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	-4223788,646	12394479,55	-0,34078	0,755738601
Soubor X 1	36,06159061	4,381706494	8,230033	0,003755364

VÝSLEDEK

LOGARITMICKÁ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,977450923
Hodnota spolehlivosti R	0,955410306
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,940547075
Chyba stř. hodnoty	2779912,89
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	4,96751E+14	4,97E+14	64,28012155	0,00405091
Rezidua	3	2,31837E+13	7,73E+12		
Celkem	4	5,19935E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	-1413530696	188445235,6	-7,501016	0,004909061
Soubor X 1	101768443,3	12693307,08	8,017488	0,00405091

VÝSLEDEK

EXPONENCIÁLNÍ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,978142961
Hodnota spolehlivosti R	0,956763652
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,942351535
Chyba stř. hodnoty	0,028003293
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	0,052058917	0,052059	66,38606312	0,003866267
Rezidua	3	0,002352553	0,000784		
Celkem	4	0,05441147			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	17,34972	0,128019241	135,5243	8,85797E-07
Soubor X 1	3,68747E-07	4,52575E-08	8,147764	0,003866267

VÝSLEDEK

PARABOLICKÁ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,978564839
Hodnota spolehlivosti R	0,957589145
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,915178289
Chyba stř. hodnoty	3320458,748
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	2	4,97884E+14	2,48942E+14	22,57886891	0,042410855
Rezidua	2	2,20509E+13	1,10254E+13		
Celkem	4	5,19935E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	-2395860,797	194047691,2	-0,012346763	0,991269853
Soubor X 1	2,28463E-07	2,41787E-05	0,009448948	0,993318734
Soubor X 2	34,7628996	137,5476397	0,252733523	0,824077561

Shrnutí výsledků

Tabulka 119: Shrnutí výsledků jednotlivých funkcí

Funkce	Rovnice	a	b	c	Statistická významnost	Index determinace
Lineární	$Y = a + b * X$	-4223788,646	36,06159061		ano	94,34%
Exponenciální	$Y = a + b * \ln(X)$	17,34972	3,68747E-07		ano	94,23%
Logaritmická	$Y = e^{(a + b * X)}$	-1 413 530 696	101 768 443		ano	94,05%
Parabolická	$Y = a + b * (X)^2 + c * X$	-2395860,797	2,28463E-07	34,7629	ne	91,52%

Zdroj: vlastní výpočet

Dopočet hodnot za minulost na základě výše uvedených rovnic

Tabulka 120: Dopočet hodnot za minulost

Dopočet hodnot					
X (HDP)	2 464 432	2 577 110	2 814 762	2 987 722	3 231 576
Y(trh)					
Skutečnost	86 427 955	86 522 755	95 583 287	106 691 718	111 243 939
Lineární	84 647 549	88 710 897	97 281 006	103 518 219	112 311 982
Exponenciální	85 026 397	88 633 639	96 751 415	103 123 105	112 825 676
Logaritmická	84 243 510	88 793 299	97 770 201	103 839 011	111 823 633

Zdroj: vlastní výpočet

Srovnání výše vypočtených hodnot se skutečnými, relativní odchylky

Tabulka 121: Odhad budoucích tržeb na základě testovaných funkcí

Funkce/položka	2002	2003	2004	2005	2006	Suma	Max
Skutečnost	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Lineární	2,06%	-2,53%	-1,78%	2,97%	-0,96%	-0,23%	2,97%
Exponenciální	1,62%	-2,44%	-1,22%	3,34%	-1,42%	-0,12%	3,34%
Logaritmická	2,53%	-2,62%	-2,29%	2,67%	-0,52%	-0,23%	2,67%

Zdroj: vlastní výpočet

Regresní analýza (regresor inflace)

Výstupy z jednotlivých testů

VÝSLEDEK

LINEÁRNÍ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,57165832
Hodnota spolehlivosti R	0,32679324
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,10239099
Chyba stř. hodnoty	10801602,2
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	1,69911E+14	1,7E+14	1,456283231	0,313999844
Rezidua	3	3,50024E+14	1,17E+14		
Celkem	4	5,19935E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	85968644,7	10555088,53	8,144758	0,003870401
Soubor X 1	6222684,65	5156498,178	1,206766	0,313999844

VÝSLEDEK

LOGARITMICKÁ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,556705
Hodnota spolehlivosti R	0,30992
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,079894
Chyba stř. hodnoty	10936127
Pozorování	5

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	1,61138E+14	1,61E+14	1,347324035	0,329719362
Rezidua	3	3,58797E+14	1,2E+14		
Celkem	4	5,19935E+14			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	96500710	4938296,892	19,54129	0,000292773
Soubor X 1	4543254	3914091,438	1,160743	0,329719362

VÝSLEDEK EXPONENCIÁLNÍ

Regresní statistika	
Násobné R	0,583838141
Hodnota spolehlivosti R	0,340866975
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,121155967
Chyba stř. hodnoty	0,109338003
Pozorování	5

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	0,018547073	0,018547073	1,551433304	0,3013423
Rezidua	3	0,035864397	0,011954799		
Celkem	4	0,05441147			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	18,26946287	0,106842696	170,9940267	4,41036E-07
Soubor X 1	0,065013625	0,052196073	1,245565455	0,3013423

VÝSLEDEK PARABOLICKÁ

Regresní statistika	
Násobné R	0,577847692
Hodnota spolehlivosti R	0,333907956
Nastavená hodnota spolehlivosti R	-0,332184089
Chyba stř. hodnoty	13159115,43
Pozorování	5

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	2	1,7361E+14	8,68E+13	0,501294016	0,666092044
Rezidua	2	3,46325E+14	1,73E+14		
Celkem	4	5,19935E+14			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	84977489,48	14537371,25	5,845451	0,028040906
Soubor X 1	-1172578,912	8022604,815	-0,146159	0,897197288
Soubor X 2	9466784,015	23067480,77	0,410395	0,72130436

Shrnutí výsledků

Tabulka 122: Shrnutí výsledků jednotlivých funkcí

Funkce	Rovnice	a	b	c	Statistická významnost	Index determinace
Lineární	$Y = a + b * X$	85968644,67	6222684,654		ne	10,24%
Exponenciální	$Y = a + b * \ln(X)$	18,26946287	0,065013625		ne	12,11%
Logaritmická	$Y = e^{(a + b * X)}$	96500709,89	4543253,772		ne	7,99%
Parabolická	$Y = a + b * (X)^2 + c * X$	84977489,48	-1172578,912	9466784,015	ne	-33,22%

Zdroj: vlastní výpočet

Příloha č. 4: Finanční analýza

Poměrové ukazatele

1) Ukazatele likvidity

„Likvidita vyjadřuje obecně schopnost podniku přeměnit svůj majetek na prostředky, jež je možné použít k úhradě závazků.“⁵³

„Cílem těchto ukazatelů je vyjádřit potenciální schopnost podniku hradit promptně své splatné závazky.“⁵⁴

„Rozeznáváme následující ukazatele likvidity:

- běžná likvidita
- pohotová likvidita
- okamžitá likvidita

Běžná likvidita⁵⁵ vyjadřuje schopnost podniku přeměnit svůj krátkodobý majetek na prostředky, které lze použít k úhradě jeho krátkodobých závazků.

Vypočítá se podle následujícího vzorce:

$$\frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Optimální hodnota tohoto ukazatele není ani co nejnižší, ani co nejvyšší. Příliš nízká likvidita signalizuje buď současné, nebo budoucí problémy s platební schopností, naopak příliš vysoká likvidita vede – za jinak stejných okolností – k nižším výnosům, nebo k vyšším nákladům.

Můžeme rozlišovat 3 strategie řízení likvidity:

- konzervativní strategie – hodnota běžné likvidity je nad 2,5
- průměrná strategie – hodnota běžné likvidity je mezi 1,5 a 2,5
- agresivní strategie – hodnota běžné likvidity je pod 1,5

Pohotová likvidita⁵⁶ se oproti ukazateli běžné likvidity liší o zásoby, které odečteme od oběžných aktiv, protože se jedná o nejméně likvidní složku aktiv.

⁵³ Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006

⁵⁴ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

⁵⁵ Nazývána také jako likvidita 3. stupně nebo celková likvidita

⁵⁶ Nazývaná také jako likvidita 2. stupně

Vypočítá se podle následujícího vzorce:

$$\frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pro řízení pohotové likvidity platí totéž, co pro ukazatel běžné likvidity.

Můžeme tedy rozlišovat 3 strategie řízení pohotové likvidity:

- konzervativní strategie – hodnota pohotové likvidity je nad 1,5
- průměrná strategie – hodnota pohotové likvidity je mezi 1 a 1,5
- agresivní strategie – hodnota pohotové likvidity je pod 1

Okamžitá likvidita⁵⁷ pracuje s nejlikvidnějšími složkami aktiv.

Vypočítá se podle následujícího vzorce⁵⁸:

$$\frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

„Minimální hodnota likvidity se uvádí 20% - tedy 0,2 – toto pravidlo bývá někdy nazýváno v zahraniční literatuře označuje jako „one to five rule“, tzn. podnik by měl mít takové množství pohotových peněžních prostředků (peněz na účtu v bance, popř. v hotovosti v pokladně), aby byl schopen ihned zaplatit svoje krátkodobé závazky alespoň z jedné pětiny.

S analýzou likvidity je velmi úzce spojen **pracovní kapitál**. Pracovní kapitál je část oběžného majetku, která je financována dlouhodobými finančními zdroji.

Vypočítá se podle následujícího vzorce:

$$\text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

Zhoršení finanční situace podniku se často projevuje poklesem absolutní hodnoty pracovního kapitálu.⁵⁹

2) Ukazatele rentability

„Ukazatele rentability patří k nejsledovanějším ukazatelům finanční analýzy, neboť nejlépe vystihují schopnost podniku dosahovat co největších výnosů, a na tomto základě i naplňovat základní cíl podniku v podobě maximalizace jeho tržní hodnoty.

⁵⁷ Nazývaná také jako likvidita 1. stupně

⁵⁸ Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006

⁵⁹ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

Rentabilita je počítána jako poměr dosaženého výnosu společnosti k vynaloženému kapitálu na dosažení tohoto výnosu. Za dosažený výnos se obvykle dosazuje čistý dosažený výnos, tj. výnos po odečtení nákladů neboli výsledek hospodaření.⁶⁰

Rozlišujeme následující ukazatele rentability:

- rentabilita vlastního kapitálu (ROE)
- rentabilita aktiv (ROA)
- rentabilita tržeb (ROS)

„**Rentabilita vlastního kapitálu (ROE = return on equity)** vyjadřuje efektivnost reprodukce kapitálu vloženého akcionáři (přímo nebo nepřímo prostřednictvím akumulace nerozděleného zisku). Vlastníci posuzují vytvořený zisk jako výdělek z investovaného kapitálu. Proto se stává rentabilita vlastního kapitálu klíčovým kritériem výnosnosti kapitálu. Vyjadřuje zhodnocení účetní hodnoty vlastního kapitálu.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu ztrácí v některých případech vypovídací schopnost. Je tomu tak, když je vlastní kapitál velmi nízký, pak rentabilita nabývá extrémně vysokých hodnot.⁶¹

Rentabilita vlastního kapitálu se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$ROE = \frac{\text{výsledek hospodaření za účetní období}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita aktiv⁶² (ROA = return on assets) vyjadřuje celkovou efektivnost podniku. Existují dva možné způsoby výpočtu tohoto ukazatele. Liší se tím, zda do čitatele dosadíme výsledek hospodaření před zdaněním nebo po zdanění.

Zvolila jsem následující způsob výpočtu:

$$ROA = \frac{\text{výsledek hospodaření po zdanění} + \text{nákladové úroky} (1 - d)}{\text{celková aktiva}}$$

„Smyslem tohoto ukazatele je poměřit veškerý vložený kapitál s výslednými efekty, které vznikly produktivním využitím tohoto kapitálu. Výsledek hospodaření po zdanění je

⁶⁰ Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006

⁶¹ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

⁶² Tento ukazatel je také nazýván jako rentabilita celkového kapitálu

pouze částí výsledného efektu. Druhou část tvoří odměna věřitelům za zapůjčení kapitálu, tedy úroky.⁶³

„Ukazatel rentability tržeb (ROS = return on sales) vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, resp. výnosů, kolik dokáže podnik vyprodukovat „efektu“ na 1 Kč tržeb, resp. výnosů.“⁶⁴

Rentabilita tržeb se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$ROS = \frac{\text{výsledek hospodaření za účetní období}}{\text{tržby za zboží} + \text{tržby za výrobky}}$$

3) Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity umožňují vyjádřit, kvantifikovat a tedy i analyzovat, jak účinně, intenzivně a rychle podnik využívá svůj majetek.

Tyto ukazatele se mohou vyskytovat ve 2 podobách:

- rychlost obratu – vyjadřuje počet obrátek, tj. kolikrát se určitá položka či skupina položek „obráť“, resp. přemění do jiné položky za určité období (obvykle jeden rok)
- doba obratu – vyjadřuje délku období, které je nutné k uskutečnění jednoho obratu

Zaměřím se na následující druhy ukazatelů aktivity

- doba obratu zásob
- doba splatnosti pohledávek
- doba splácení závazků

Doba obratu zásob

„Tento ukazatel se považuje za ukazatel intenzity využití zásob. Ukazuje jak dlouho (ve dnech) jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob, neboli kolik dní trvá jedna obrátka.“⁶⁵

Vypočítá se podle tohoto vzorce:

$$\frac{\text{zásoby}}{(\text{výkony a tržby za prodej zboží}) / 365}$$

⁶³ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

⁶⁴ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku, Praha, VŠE, 2004

⁶⁵ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku

Doba splatnosti pohledávek

„Ukazuje, jak dlouho, kolik dní se majetek podniku, vyskytuje ve formě pohledávek, resp. za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny.

Optimální hodnota tohoto ukazatele se nebude, stejně jako u ostatních ukazatelů obratovosti, nacházet v extrému, v minimu či v maximu. Vysoká hodnota vede k vyšším kapitálovým nákladům a zvýšené administrativě. Vzniká i větší nebezpečí ze změny finanční situace odběratele z dobré na špatnou, a tudíž z možného vzniku pohledávek po lhůtě splatnosti.“⁶⁶

Doba splatnosti pohledávek se vypočítá podle tohoto vzorce:

$$\frac{\text{pohledávky (krátkodobé)}}{\text{tržby/365}}$$

Doba splácení závazků

„Optimální hodnota ukazatelů doby obratu závazků u obchodních vztahů se nerovná extrému. Vyšší hodnota ukazatele většinou signalizuje problémy s platební schopností, ačkoli se může jednat i o důsledek velmi výhodných podmínek obchodních úvěrů od dodavatelů. Nižší hodnota znamená buď horší podmínky od dodavatelů, nebo splácení obchodních faktur před datem splatnosti z důvodu neschopnosti podniku využít peněžní prostředky výhodnějším způsobem.

Výslednou hodnotu lze interpretovat jako počet dní, za kolik budou v průměru uhrazeny všechny současné závazky z dosažených výnosů“⁶⁷

Doba splácení závazků se vypočítá podle tohoto vzorce:

$$\frac{\text{závazky (krátkodobé)}}{(\text{výkonová spotřeba a náklady na prodané zboží}) / 365}$$

⁶⁶ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku

⁶⁷ Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006

4) Ukazatele dlouhodobého financování a stability

„Finanční stabilita je odolnost proti zhroucení financí podniku v důsledku úbytku cizích zdrojů. Finanční stabilita se přisuzuje podniku, který vykazuje dostatečné zdroje na dluhovou službu, vyplývající ze stávajících dlouhodobých závazků a bankovních úvěrů.“⁶⁸

Zaměřím se na následující ukazatele:

- kvóta vlastního kapitálu
- doba splácení dluhu v letech
- úrokové krytí
- krytí stálých aktiv dlouhodobým kapitálem

Kvóta vlastního kapitálu

Jedná se o podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu. Vyjadřuje z kolika procent je podnik financován vlastními zdroji a z kolika procent se na jeho financování podílí cizí zdroje.

Vypočítá se podle následujícího vzorce:

$$\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková kapitál}}$$

Čím nižší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženost.

Úrokové krytí

„Hodnota úrokového krytí by měla být větší než 1, protože v opačném případě se podnik nachází ve ztrátě, což znamená, že v průběhu roku nevytvořil dostatek prostředků k úhradě úrokových nákladů. Nemusí to však nutně znamenat, že se podnik nachází v platební neschopnosti.“⁶⁹

Vypočítá se podle následujícího vzorce:

$$\frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{úroky}}$$

„Slušná úroveň tohoto ukazatele je asi 7.“⁷⁰

⁶⁸ Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku

⁶⁹ Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006

⁷⁰ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniků, Praha, Ekopress, 2007

Doba splácení úvěru v letech

„Tento ukazatel poměří úvěr neboli úročený cizí kapitál s prostředky, které lze použít k jeho splacení. Jelikož splátky úvěru představují peněžní výdaje, dosazujeme do jmenovatele čisté peněžní příjmy vytvořené ve sledovaném období.“⁷¹

Doba splácení úvěru se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$\frac{\text{cizí kapitál} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní cash flow}}$$

Doba splácení dluhů⁷²

$$\frac{\text{dluhy}}{\text{zisk po zdanění} + \text{odpisy}}$$

⁷¹ Marek P. a kolektiv, Studijní průvodce financemi podniku, Praha, Ekopress, 2006

⁷² Grünwald R., Holečková J., Finanční analýza a plánování podniku

KNIHOVNA VŠE

ZÁZNAM O DIPLOMOVÉ PRÁCI

AUTOR	Petra Šmahlíková	
NÁZEV BP	Ocenění podniku Central Group a.s.	
FAKULTA	Financí a účetnictví	
OBOR	Finance a oceňování podniku	
ROK OBHAJOBY	2008	
POČET STRAN	136	
POČET PŘÍLOH	4	
VEDOUcí BP	prof. Ing. Miloš Mařík CSc.	
ANOTACE	Cílem diplomové práce je zjištění tržní hodnoty společnosti Central Group a.s. k 1. 1. 2007. V první části je uveden stručný profil společnosti. Druhá část se věnuje strategické analýze. Jejím výsledkem je prognóza tržeb společnosti. Další část se týká finanční analýzy společnosti, která slouží k zhodnocení finančního zdraví. Cílem čtvrté části je analýza a prognóza generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu. Poslední část se věnuje samotnému ocenění společnosti metodou DCF Equity. Jako alternativní metoda je použita metoda tržního porovnání.	
KLÍČOVÁ SLOVA	ocenění konkrétního podniku, finanční analýza, strategická analýza	
	MÍSTO ULOŽENÍ	SIGNATURA