

**Odhad hodnoty podniku společnosti
VPO Protivanov, a.s.**

a

**odhad ceny předmětu dražby
ve smyslu § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách**

Zpracovatel	CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s. Brno – Žabovřesky, Veveří 3163/111, IČ 277 58 419, Karel Potměšil, tel.: +420 221 592 382, e-mail potmesil@cyrrus.cz
Účel ocenění	Nezávislý odhad hodnoty podniku společnosti VPO Protivanov, a.s., podílu na základním kapitálu vyjádřeného 39 kusy akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, resp. jedné akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK pro potřeby nedobrovolné veřejné dražby.
Datum ocenění	30. 6. 2019
Datum zpracování	30. 9. 2019
Počet vyhotovení	Ocenění je vyhotoveno celkem ve třech výtiscích, z nichž dva (č. 1 – č. 2) slouží účelu ocenění, výtisk č. 3 je uložen v archivu zpracovatele.
Počet stran ocenění	Ocenění obsahuje celkem 181 stran včetně příloh.
Výtisk	č. 1

Osnova

1. Nález	5
1.1. Podklady pro zpracování	5
1.1.1. Podklady oceňované společnosti veřejně dostupné	5
1.1.2. Podklady poskytnuté oceňovanou společností	5
1.1.3. Literatura	5
1.1.4. Tuzemské veřejné instituce a databáze	6
1.1.5. Ostatní databáze	7
1.1.6. Publikace, články aj.	7
1.1.7. Legislativa	7
1.2. Zadání a struktura ocenění	8
1.2.1. Účel ocenění	8
1.2.2. Předmět ocenění	8
1.2.3. Rozhodné datum ocenění	8
1.2.4. Zpracovatel	8
1.2.5. Kategorie hodnoty	8
1.2.6. Výsledek ocenění	9
1.2.7. Datum vyhotovení ocenění	10
1.2.8. Prohlášení zpracovatele	10
1.3. Metody oceňování, kategorie hodnoty	11
1.3.1. Majetkové metody	11
1.3.1.1. Likvidační hodnota	12
1.3.1.2. Účetní hodnota	12
1.3.1.3. Substanční hodnota	12
1.3.2. Tržní metody	12
1.3.2.1. Metoda tržní kapitalizace	13
1.3.2.2. Metoda srovnatelných podniků	13
1.3.2.3. Metoda srovnatelných transakcí	13
1.3.3. Výnosové metody	13
1.3.3.1. Metoda diskontovaných čistých peněžních toků	13
1.3.3.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	14
1.3.3.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty	14
1.3.4. Standardy hodnoty dle IVS 2017	14
1.3.4.1. Tržní hodnota	15
1.3.4.2. Spravedlivá hodnota	15
1.3.4.3. Investiční hodnota	15
1.3.4.4. Likvidační hodnota	15
1.3.4.5. Synergická hodnota	16
1.3.5. Jiné standardy hodnoty	16
1.3.5.1. Objektivizovaná hodnota	16
1.3.5.2. Obvyklá cena	16
1.3.5.3. Value in Use	17
1.4. Společnost, identifikace a základní údaje	18
1.4.1. Identifikační a kontaktní údaje	18
1.4.2. Stanovy společnosti – vybrané body	18
1.4.3. Předmět podnikání	18
1.4.3.1. Předmět podnikání a činnosti dle Obchodního rejstříku	18
1.4.3.2. Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE	19
1.4.3.3. Živnostenská oprávnění	19
1.4.4. Údaje z registru plátců DPH	19
1.4.5. Vlastnická struktura	20
1.4.6. Koncern	20
1.4.7. Propojené osoby	20
1.4.8. Řídící struktura	21
1.4.8.1. Statutární orgán	21
1.4.8.2. Dozorčí rada	21

1.4.9. Historie společnosti	21
1.4.10. Soudní spory	21
1.4.11. Činnost společnosti	22
1.4.12. Organizační struktura	23
1.4.13. Průmyslová práva	23
1.4.14. Základní finanční výsledky	24
1.5. Strategická analýza	25
1.5.1. Vývoj ekonomiky České republiky	25
1.5.2. Odhad makroekonomického vývoje ČR	26
1.5.2.1. Vývoj ekonomiky z pohledu MF ČR	26
1.5.2.2. Makroekonomický výhled – kolokvium MF ČR	28
1.5.3. Dlouhodobě očekávaná inflace	31
1.5.4. Relevantní trh společnosti	33
1.5.4.1. Bytová výstavba	33
1.5.4.2. Hypoteční trh	35
1.5.4.3. Výroba plastových oken	35
1.5.4.4. Tržní podíl oceňované společnosti	36
1.5.5. Hodnocení vnějšího potenciálu	36
1.5.6. Hodnocení vnitřního potenciálu	38
1.5.6.1. Finanční situace	39
1.5.6.2. Řízení společnosti	39
1.5.6.3. Personální otázky	39
1.5.6.4. Inovace	40
1.5.6.5. Investice	40
1.5.6.6. Přímé faktory konkurenční síly	40
1.5.6.7. Celkové hodnocení konkurenční síly	41
1.5.7. Konečné hodnocení perspektivnosti podniku	42
1.6. Finanční analýza	43
1.6.1. Uplatňovaná účetní pravidla	43
1.6.1.1. Dlouhodobý majetek	43
1.6.1.2. Zásoby	43
1.6.2. Analýza účetních výkazů	44
1.6.2.1. Analýza rozvahy – bilanční suma	44
1.6.2.2. Analýza rozvahy – objem a struktura aktiv	44
1.6.2.3. Analýza rozvahy – struktura pasiv	46
1.6.2.4. Analýza výkazu zisků a ztrát	47
1.6.2.5. Analýza výkazu peněžních toků	49
1.6.3. Analýza poměrových ukazatelů	50
1.6.3.1. Srovnatelné společnosti	50
1.6.3.2. Grafy srovnávající společnost s konkurencí	51
1.6.3.3. Finanční stabilita – krátkodobá likvidita	51
1.6.3.4. Finanční stabilita – dlouhodobá finanční rovnováha	52
1.6.3.5. Výnosnost – rentabilita	55
1.6.3.6. Výnosnost – aktivita	57
1.6.3.7. Výnosnost – produktivita práce	58
1.6.4. Závěr finanční analýzy	60
1.7. Úprava účetních výkazů, neprovozní položky	62
1.7.1. Vyřazování a prodej nepotřebného majetku	62
1.7.2. Rezervy	62
1.7.3. Neprovozní aktiva – krátkodobý finanční majetek	62
1.7.4. Neprovozní aktiva – ostatní	63
1.7.5. Nebilancované závazky	64
1.7.6. Konečné vymezení neprovozních aktiv	64
1.7.7. Provozně nutný investovaný kapitál	65
1.7.8. Korigovaný provozní výsledek hospodaření	66
1.7.9. Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	67
1.8. Sestavení finančního plánu	68
1.8.1. Analýza a prognóza generátorů hodnoty	68
1.8.2. Tržby	68

1.8.3. Provozní zisková marže	69
1.8.3.1. Provozní zisková marže shora	70
1.8.3.2. Provozní zisková marže zdola	70
1.8.4. Upravený pracovní kapitál	71
1.8.5. Investice do dlouhodobého majetku	72
1.8.5.1. Globální přístup	72
1.8.5.2. Model odpisů, investice netto	74
1.8.6. Plán financování	74
1.8.7. Sestavení komplexního finančního plánu	76
1.8.8. Finanční analýza plánovaných ukazatelů	76
1.8.8.1. Finanční stabilita	76
1.8.8.2. Výnosnost	77
1.8.8.3. Provozně nutný investovaný kapitál	78
1.8.9. Závěr finančního plánu	79
2. Ocenění	80
2.1. Ocenění podniku	80
2.1.1. Volba metod ocenění	80
2.1.2. Náklady kapitálu pro výnosové ocenění – výběr dat	80
2.1.2.1. Náklady vlastního kapitálu	80
2.1.2.2. Náklady cizího kapitálu	82
2.1.2.3. Náklady daňových štítů	82
2.1.3. Metoda DCF	82
2.1.3.1. Náklady kapitálu pro metodu DCF	82
2.1.3.2. Volné peněžní toky	83
2.1.3.3. Parametry pokračující hodnoty	84
2.1.3.4. Ocenění metodou DCF	85
2.1.4. Metoda účetní	85
2.2. Ocenění podílu na základním kapitálu	86
2.2.1. Oceňování minoritního podílu	86
2.2.2. Minoritní podíl v oceňované společnosti	88
2.3. Ocenění jedné kmenové akcie	89
2.4. Rekapitulace výsledků, volba metody ocenění	90
2.5. Závěrečný výrok	90
Přílohy	92

1. Nález

1.1. Podklady pro zpracování

1.1.1. Podklady oceňované společností veřejně dostupné

Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti VPO Protivanov, a.s. zveřejněné ve Sbírce listin, popř. jinak veřejně dostupné:

- zveřejněné výroční zprávy, účetní závěrky, přílohy účetních závěrek za období 2009 – 2017,
- informace na webových stránkách společnosti <http://www.vpo.cz/>.

1.1.2. Podklady poskytnuté oceňovanou společností

Podklady poskytnuté společností VPO Protivanov, a.s.:

- účtový rozvrh,
- rozvaha a výkaz zisku a ztráty k 31. 12. 2018, včetně přílohy účetní závěrky,
- rozvaha a výkaz zisku a ztráty k 30. 6. 2019,
- obrátová předvaha za roky 2016, 2017, 2018 a období 1. 1. – 30. 6. 2019,
- kniha podrozvahových účtů k 30. 6. 2019,
- kniha dlouhodobého majetku ze dne 7. 8. 2019,
- časová struktura závazků k 31. 12. 2018 a k 30. 6. 2019,
- časová struktura pohledávek k 31. 12. 2018 a k 30. 6. 2019,
- zásoby – stav skladu k 31. 12. 2018 a k 30. 6. 2019,
- smlouvy o úvěru 1101041 a 926643,
- rozpis splátek a úroku půjčky od TLV Projekt s.r.o.,
- splátkový kalendář leasingu dle smluv 110097606 a 1501732338,
- přehled soudních sporů k 31. 12. 2018,
- plán hospodářského výsledku na rok 2019,
- odpisový plán pro roky 2019 – 2025,
- plán oprav a investic pro roky 2019 a 2020 a základní výhled na roky 2025 – 2030,
- oznámení o prohlášení akcií za neplatné a informace o počtu akcií nepředložených k výměně.

1.1.3. Literatura

- BUUS, Tomáš. *Aplikace moderních metod oceňování v případě nekótovaných společností: [pracovní sešit]*. V Praze: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1200-6.
- BUUS, Tomáš. Denominace bezrizikového aktiva při oceňování. *Oceňování*. Oeconomica, 2010, 3(4), 3-17. ISSN 1803-0785.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.
- KOPEČEK Stanislav. Úrovně hodnoty – Oceňovací diskonty a prémie; PwC listopad 2011 (Přednáška v rámci specializačního studia Oceňování podniku při Institutu oceňování majetku při Vysoké škole ekonomické v Praze).
- KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část. *Odhadce a oceňování majetku*. Česká komora odhadců majetku, 2011, **17**(3-4), 26-36. ISSN 1213-8223.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Hodnotové báze pro oceňování podniku – stále otevřený problém. *Odhadce a oceňování majetku*. Česká komora odhadců majetku, 2011, **17**(3-4), 37-56. ISSN 1213-8223.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Přírážky k diskontní míře – teoretické a praktické problémy modelu rizika země. *Odhadce a oceňování majetku*. Česká komora odhadců majetku, 2014, **20**(1-2), 5-18. ISSN 1213-8223.
- PODŠKUBKA, Tomáš. Analýza diskontní míry ve znaleckých posudcích. *Oceňování*. Oeconomica, 2012, **5**(4), 38-60. ISSN 1803-0785.
- PRODĚLAL František: Diskont za minoritu a prémie za kontrolu v rámci oceňování podniku. *Soudní inženýrství*. Ústav soudního inženýrství Vysokého učení technického v Brně; 2005, 4. ISSN 1211 – 443X. Dostupné na: <http://www.sinz.cz/archiv/docs/si-2005-04-224-226.pdf>
- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.
- VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
- Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE), verze 1.1., září 2014
- Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL), verze 2.0., srpen 2004
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *Mezinárodní oceňovací standardy 2017*. První vydání. Praha. Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-44-6.
- DUFF & PHELPS: 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital

1.1.4. Tuzemské veřejné instituce a databáze

- Veřejný rejstřík a Sbírka listin (<https://or.justice.cz/>):
 - údaje o oceňované společnosti
 - údaje o vybraných konkurentech (firma, sídlo, IČ, účetní závěrky aj.)
- Administrativní registr ekonomických subjektů (<http://www.info.mfcr.cz/>):
 - Výpis z Registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES
 - Registr živnostenského podnikání
 - DPH – údaje o registrovaném subjektu
- Ministerstvo financí České republiky (<http://www.mfcr.cz/>):
 - 47. Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2019 – 2022) ze dne 17. 5. 2019
 - Makroekonomická predikce – duben 2019, ze dne 9. 4. 2019
 - Řízení státního dluhu – státní dluhopisy v oběhu podle doby splatnosti, stav k 30. 6. 2019
- Český statistický úřad (<https://www.czso.cz/>):
 - Hlavní makroekonomické ukazatele (sekce Vydáváme – Časové řady) – HDP, míra nezaměstnanosti, míra inflace, ceny průmyslových výrobců atd.
 - Střední stav obyvatelstva (sekce Vydáváme – Časové řady – Obyvatelstvo – časové řady – Obyvatelstvo – roční časové řady)
 - Průměrná hrubá měsíční mzda (sekce Vydáváme – Časové řady – Mzdy, náklady práce – časové řady)
 - Bytová výstavba (sekce Vydáváme – Časové řady – Bytová výstavba, stavební povolení a stavební zakázky – časové řady) – byty zahájené, byty dokončené

- Index cen bytů (sekce Vydáváme – Časové řady – Ceny bytů)
- Česká národní banka (<http://www.cnb.cz/>)
 - Databáze časových řad ARAD (sekce Statistika – ARAD – systém časových řad) – výnosy dluhopisového koše státních dluhopisů
 - PRIBOR (sekce Finanční trhy – Peněžní trh – PRIBOR – Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit) – měsíční a roční průměry
 - Inflační očekávání finančního trhu červen 2019 a starší
- Úřad průmyslového vlastnictví (<http://upv.cz/>)
 - Ochranné známky (sekce Průmyslová práva – Ochranné známky – Online databáze)
 - Patenty a užité vzory (sekce Průmyslová práva – Vynálezy/Patenty – Online databáze)
- MagnusWeb Bisnode (<https://magnusweb.bisnode.cz/>)
 - Účetní závěrky oceňované společnosti a tuzemské konkurence

1.1.5. Ostatní databáze

- Bloomberg Terminal:
 - indexy spotřebitelských cen České republiky a Eurozóny (CZCPYOY Index, ECCPEMUY Index)
 - dlouhodobá inflační očekávání v Eurozóně (FWISEU55 Index)
 - výnosy českých státních dluhopisů do splatnosti (CTCZK3M Govt až GTCZK40Y Govt)
 - popř. další.
- Damodaran Online (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>):
 - Riziková prémie trhu
 - Riziko selhání země
 - Podíly volatility akciového a dluhopisového trhu pro Českou republiku
 - Rizikové přírázky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu

1.1.6. Publikace, články aj.

- Článek „Českých výrobců oken ubývá. Trh si rozdělí velcí hráči.“ ze dne 10. 10. 2017 dostupný na: https://www.idnes.cz/ekonomika/domaci/plastova-okna-developeri-trh-vystavba-ceny-bytu.A171006_356093_ekonomika_rts
- Článek „Čeští výrobci oken zdražují, rostou jim mzdy i ceny materiálu. Zákazníci si připlatí i za montáž.“ ze dne 17. 9. 2018, dostupný na: <https://archiv.ihned.cz/c1-66245430-cesti-vyrobcu-oken-zdrazujou-rostou-jim-mzdy-i-ceny-materialu-zakaznici-si-priplati-i-za-montaz>
- Článek „Stavební povolení za rok místo pěti: Vláda schválila návrh nového stavebního zákona“ ze dne 24. 6. 2019, dostupný na: <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/stavebni-povoleni-za-rok-misto-peti-vlada-schvalila-navrh-noveho-stavebniho-zakona-74793>

1.1.7. Legislativa

- Zákon č. 89/2012 Sb. občanský zákoník
- Zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)
- Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku
- Zákon č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů
- Zákon č. 26/2000 Sb. o veřejných dražbách
- Zákon č. 36/1967 Sb. o znalcích a tlumočnících

1.2. Zadání a struktura ocenění

1.2.1. Účel ocenění

Účelem ocenění je provedení nezávislého odhadu hodnoty podniku společnosti VPO Protivanov, a.s. a podílu na základním kapitálu (části podniku / obchodního závodu) vyjádřeného 39 kusy (slovy třiceti devíti) akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, resp. jedné akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK pro potřeby nedobrovolné veřejné dražby.

Toto ocenění je použitelné pouze pro vymezený účel.

1.2.2. Předmět ocenění

Předmětem ocenění je:

- podnik¹ společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765 vyjádřený 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK v celkovém počtu 1 111 kusů a 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 254 398 CZK v celkovém počtu 100 kusů,
- podíl na základním kapitálu společnosti představovaný 39 kusy akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK a
- jedna akcie na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, která je součástí minoritního podílu na základním kapitálu uvedeného v předchozím bodě.

1.2.3. Rozhodné datum ocenění

Ocenění je provedeno k rozhodnému datu 30. 6. 2019, k němuž byly k termínu zpracování k dispozici nejaktuálnější údaje o hospodaření, resp. finanční situaci společnosti VPO Protivanov, a.s.

1.2.4. Zpracovatel

Zpracovatelem je společnost CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., se sídlem Brno – Žabovřesky, Veveří 3163/111, IČ 277 58 419, přičemž ocenění vyhotovil Ing. Karel Potměšil, tel.: +420 221 592 382, e-mail potmesil@cyrrus.cz (dále také zpracovatel).

1.2.5. Kategorie hodnoty

S ohledem na účel ocenění a konečný předmět ocenění (menšinový podíl akcií, resp. jedna akcie v tomto podílu), pro které je ocenění podniku fakticky mezivýpočtem, je hledanou kategorií hodnoty podniku hodnota objektivizovaná, dle následující definice: *Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude*

¹ Podnikem je v souladu s tuzemskou literaturou myšlen nově zavedený pojem obchodního závodu dle zákona č. 89/2012 Sb. občanského zákoníku, jímž byl nahrazen pojem podniku dle zákona č. 513/1991 Sb. obchodního zákoníku. Jak uvádějí MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014, pojem podnik je v rámci oceňování podniku (znalecká specializace, návaznost na pojmy v zahraniční literatuře a praxi, oceňovacích standardech) natolik zakotven, že pro praktické účely je vhodné se držet stávající oceňovací terminologie.

pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.

Kategorie objektivizované hodnoty již z definice implikuje coby hlavní přístup ocenění výnosové.

V rámci volby kategorie hodnoty pro ocenění podniku jsou zohledněny následující skutečnosti (podrobněji viz popis společnosti a její historie, strategická analýza aj.):

- společnost byla donedávna ztrátová, v posledních letech před datem ocenění došlo k obrátu jejího hospodaření, které podporuje výsledek za první pololetí roku 2019 a výhled společnosti na celý kalendářní rok, přesto přetrvávají rizika daná např. vysokým zadlužením společnosti, která omezují možnosti budoucího rozvoje nad stávající úroveň,
- aktiva společnosti obsahují významnou položku oceňovacího rozdílu k nabytému majetku, ve výši cca 32,7 milionů CZK, která značně převyšuje hodnotu vlastního kapitálu ve výši 14,6 milionů CZK. Tato je do značné míry limitem majetkového ocenění v metodách předpokládající přecenění jednotlivých položek aktiv (tzn. jiných než účetní hodnotou).

Z pohledu stávajících akcionářů dle názoru zpracovatele může být vhodnou kategorií hodnoty některá z netržních hodnot, jako jsou value in use nebo objektivizovaná hodnota, které reflektují, že společnost trvale funguje v určitém režimu, jež se nebude zásadně měnit, přičemž tento nesplňuje podmínku nejvyššího a nejlepšího využití.

- Value in use je nicméně kategorií zřejmě vhodnou pro ocenění pouze z pohledu stávajících akcionářů (finanční výhled reflektující ve větší míře plány dosavadních akcionářů, zachycení pravých synergií, vlastní kalkulace ceny kapitálu), jedná se spíše o hraniční cenu prodávajícího.
- Objektivizovaná hodnota proti tomu umožňuje ocenění podniku při nezměněném konceptu, nicméně se zohledněním realistických očekávání v rámci tržních příležitostí a rizik (na bázi nezávislého finančního výhledu zpracovatele a tedy při splnění podmínky nezávislosti), pouze nepravých synergií, se standardní kalkulací diskontní míry (odvození od alternativních investic, pro předpokládaného průměrného zájemce).

1.2.6. Výsledek ocenění

Výsledek ocenění je v závěru textové části, tedy závěrečném výroku, uveden následovně:

Objektivizovaná hodnota podniku společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765 vyjádřeného 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK v celkovém počtu 1 111 kusů a 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 254 398 CZK v celkovém počtu 100 kusů, byla zpracovatelem ke dni 30. 6. 2019 odhadnuta metodou DCF entity na částku

26,3 milionů CZK
(dvacet šest celých tři milionů korun českých).

Hodnota menšinového podílu na základním kapitálu vyjádřeného 39 kusy akcií společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765, znějících na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, byla zpracovatelem ke dni 30. 6. 2019 pro účel nedobrovolné dražby odhadnuta na částku

165 230 CZK
(sto šedesát pět tisíc dvě stě třicet korun českých).

Hodnota jedné kmenové akcie společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765, znějící na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, jež je součástí výše definovaného menšinového podílu na základním

kapitálu, byla zpracovatelem ke dni 30. 6. 2019 pro účel nedobrovolné dražby odhadnuta na částku

4 237 CKZ
(čtyři tisíce dvě stě třicet sedm korun českých).

1.2.7. Datum vyhotovení ocenění

Ocenění bylo vyhotoveno ke dni 30. 9. 2019.

1.2.8. Prohlášení zpracovatele

Při zpracování tohoto ocenění vycházel zpracovatel z informací uvedených v kapitole Podklady pro zpracování. Informace poskytnuté oceňovanou společností, jsou považovány za pravdivé a věrohodné. Totéž platí pro informace z veřejných zdrojů, jimiž jsou především veřejné instituce a jimi zpracovávané a zveřejňované databáze a informace, popř. živnostenská společenstva a další veřejně dostupné zdroje.

Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto ocenění jsou platné pouze za podmínek a předpokladů uvedených v tomto ocenění a jsou osobními, nezaujatými analýzami, názory a závěry zpracovatele.

Ocenění je platné pouze pro uvedený účel ocenění k určenému rozhodnému datu ocenění. Nelze jej použít za jiným účelem. Ocenění nereflektuje změny tržních podmínek, ke kterým došlo po rozhodném datu ocenění.

Obsah tohoto ocenění je důvěrný, sloužící pouze pro vnitřní potřeby oceňované společnosti. Ocenění ani žádná jeho část nesmí být šířena třetím stranám bez předchozího souhlasu a schválení zpracovatelem, s výjimkou žádostí ze strany příslušných státních orgánů. Tím není dotčeno právo a povinnost zacházet s oceněním v souladu s účelem jeho zpracování.

1.3. Metody oceňování, kategorie hodnoty

Základem výběru vhodné metody ocenění podniku je prvotní určení účelu ocenění. Účelem ocenění je dle Mezinárodních oceňovacích standardů 2017² (IVS 2017) důvod nebo důvody, proč se ocenění provádí. Výstupy ocenění a práce prováděné při jejich přípravě musí odpovídat zamýšlenému účelu. Účel ocenění také obvykle ovlivňuje nebo určuje použitý standard hodnoty. Standard hodnoty tedy musí odpovídat danému účelu ocenění.

V rámci ocenění musí být dle IVS 2017 posouzeny relevantní a vhodné oceňovací přístupy. Hlavními přístupy založenými na ekonomických principech ekonomické rovnováhy používanými při ocenění jsou:

- tržní přístup,
- výnosový přístup a
- nákladový přístup.

Každý z přístupů zahrnuje jiné podrobné metody aplikace. Oceňovatel není dle IVS 2017 povinen použít k ocenění aktiva více než jednu metodu, zejména pokud je vzhledem ke skutečnostem a okolnostem silně přesvědčen o přesnosti a spolehlivosti jediné metody. Měl by však uvážit použití více přístupů a metod a ke stanovení hodnoty by měl být vzat do úvahy a může být použit více než jeden oceňovací přístup nebo metoda. Ovšem pokud se použije více než jeden přístup nebo metoda, měl by být závěr o hodnotě přiměřený a rovněž proveden bez průměrování (tzn. cílem je nalézt metodu, která je za konkrétních okolností nejvhodnější).

V rámci tří výše uvedených přístupů k ocenění MAŘÍK 2018 uvádí podrobnější přehled metod pro finanční ocenění podniku:

- Tržní přístup (ocenění na základě analýzy trhu):
 - ocenění na základě tržní kapitalizace
 - ocenění na základě srovnatelných podniků
 - ocenění na základě srovnatelných transakcí
 - ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
 - ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
- Výnosový přístup (ocenění na základě analýzy výnosů):
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - metoda diskontovaných peněžních toků
 - metoda ekonomické přidané hodnoty
 - kombinované výnosové metody
- Nákladový přístup (ocenění na základě analýzy majetku):
 - účetní hodnota na principu historických cen
 - substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení
 - substanční hodnota na principu úspory nákladů
 - likvidační hodnota
 - majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Výčet metod není kompletní, ve všech skupinách existuje celá řada dalších modifikací či dalších metod s rozdílným potenciálem přiblížit se podmínkám konkrétního podniku.

1.3.1. Majetkové metody

Majetkové ocenění podniku je ve své podstatě součtem ocenění jednotlivých položek majetku (hodnota podniku brutto), od kterých je v navazujícím kroku odečítána hodnota závazků, čímž je zjištěna hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota podniku netto). Základním znakem pro dělení majetkových metod ocenění je předpoklad trvalého (ne)pokračování existence podniku.

² Oficiální český překlad připravený Evropskou komorou ASA, členskou organizací International Valuation Standards Council.

V případě předpokladu trvalé existence společnosti je oceňování prováděno především na základě reprodukčních cen, v opačném případě směřuje k likvidační hodnotě.

1.3.1.1. Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je zjišťována v podobě objemu prostředků, které lze získat z rozdělení a prodeje, případně likvidace majetku společnosti. Metoda se nachází na pomezí majetkových a výnosových metod (příjmy z likvidace jako druh výnosu), na rozdíl od standardních výnosových metod ale pracuje s omezeným časovým intervalem (statické majetkové ocenění).

Likvidační hodnota je zjišťována především jako/při:

- ocenění ztrátových společností,
- ocenění podniků s limitovanou životností,
- rozhodovací kritérium při zvažování likvidace a sanace podniku,
- odhad dolní hranice ocenění podniku,
- ocenění užívané pro neprovozní majetek (doplňkové využití metody při výnosovém ocenění či odhadu substanční hodnoty k ocenění konkrétních aktiv).

1.3.1.2. Účetní hodnota

Ocenění na základě účetní hodnoty odpovídá na otázku, za kolik byl majetek ve skutečnosti pořízen. Ocenění má limitovanou vypovídací hodnotu, když především u dlouhodobého majetku vede k zásadním odchylkám od reálné hodnoty, nezachycuje také veškerý nehmotný majetek jako know-how, na druhou stranu je nejlépe doložitelné. Přesto lze jeho výsledek považovat pouze za doplňující informaci.

1.3.1.3. Substanční hodnota

Metodou substanční hodnoty je řešena otázka, kolik by stálo opětovné vybudování podniku. Brutto substanční hodnota je zjištěna jako suma reprodukčních cen stejného či podobného majetku snižená o jeho opotřebení, tedy jako hodnota znovupořízení aktiv společnosti. Po odečtení dluhů podniku je zjištěna substanční hodnota netto – ocenění vlastního kapitálu. Metoda se soustředí na provozně nezbytný majetek. Případný v podniku existující majetek, který není nutný k provozu, je oceňován samostatně pomocí likvidační hodnoty (viz výše).

1.3.2. Tržní metody

Skupina metod tržního ocenění je obvykle poměrně pochopitelná, pracuje s jednoduchým aparátem, za přednost bývá dáвана řada vlastností, které ostatní metody postrádají, jako je vazba k tržnímu prostředí a celková vyšší objektivnost. Na stranu druhou možnosti uplatnění metod jsou podmíněny existencí poměrně živého trhu s podniky, znalostí údajů o jednotlivých transakcích apod. Podmínkou pro uplatnění metod tržního ocenění tak je existence vyspělého kapitálového trhu, transparentní transakce a velké množství dat, což jsou v českých podmínkách těžko dosažitelné limity.

Při aplikaci metod tržního ocenění jsou využívány tzv. násobitele, tedy jednoduché vztahy popisující hodnotu akcie/podniku k nějaké vztahové veličině, např. zisku (P/E) jako zástupci výnosových veličin, či vlastnímu kapitálu (P/BV) jako majetkové veličině. Užívaných násobitelů je celá řada, využívající jak hodnotu podniku netto (tržní kapitalizaci) tak i brutto v podobě tzv. enterprise value. Pro obchodované společnosti jsou násobitele běžně dostupné.

1.3.2.1. Metoda tržní kapitalizace

Metoda se uplatňuje u podniků, jejichž akcie jsou obchodovány na burze, k dispozici tak je cena akcie. Tržní kapitalizace pak představuje součin této ceny s počtem akcií společnosti. Pro potřeby ocenění podniku nebo podílu v něm takto jednoduchý přístup není aplikovatelný, vzhledem k neustálým pohybům ceny akcie na trhu je třeba vycházet z nějak volené průměrné ceny, při oceňování konkrétního podílu ve společnosti je navíc třeba brát v potaz jeho velikost a aplikovat např. při ocenění majoritního podílu příslušné prémie.

1.3.2.2. Metoda srovnatelných podniků

Ocenění je založeno na srovnání s podniky, které již byly nějakým způsobem oceněny. Ocenění tak lze využít i u podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze, ovšem obchodovány jsou akcie právě těch podniků zvolených pro srovnání. Asi nejsložitějším krokem pro ocenění je volba vhodných podniků pro srovnání, když by měly být respektovány základní charakteristické rysy, jako je obor podnikání, produktová podobnost, velikost, tempo růstu, právní forma, kapitálová struktura atd.

1.3.2.3. Metoda srovnatelných transakcí

Metoda je obdobou předchozího případu, datová základna je nicméně založena na skutečných cenách zaplacených za srovnatelné podniky prodané v poslední době. Výhodou je možnost získat cenu za podnik jako celek a nejsou tedy nutné přepočty na jednu akcii. Na druhou stranu je třeba zohledňovat u srovnávaných transakcí synergie očekávané kupujícími, které ovlivnily placenou cenu.

1.3.3. Výnosové metody

Výnosové metody využívají poznatek, že hodnota podniku coby specifického statku je určena stejně jako u jiných statků očekávaným užitekem jeho držitele. V tomto případě jsou užitekem očekávané výnosy, resp. příjmy plynoucí z podniku.

1.3.3.1. Metoda diskontovaných čistých peněžních toků

Za základní výnosovou metodu je považována metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Označována bývá za nejkompexnější přístup k výnosovému ocenění, navíc zaměřený na peněžní toky, tedy reálný příjem společnosti, který je zároveň vyjádřením užítku plynoucího ze společnosti a tedy i měřítkem hodnoty. Metoda odráží anglo-americký přístup k oceňování a náklonnost ke kapitálovým trhům v místě svého největšího rozšíření.

Metoda představuje skupinu více či méně se lišících modelů, v základním dělení lze zmínit několik variant:

- metoda FCFF (entity) – přístup výpočtu hodnoty ve dvou krocích. V prvním kroku je zjištěna hodnota aktiv podniku jako celku (brutto), v druhém po odečtení hodnoty cizího kapitálu pak hodnota samotného vlastního kapitálu (netto),
- metoda FCFE (equity) – vychází z peněžních toků dostupných pouze vlastníkům společnosti, výpočty směřují ihned k hodnotě vlastního kapitálu.
- metoda APV – metoda výpočtu ve dvou krocích, přičemž v prvním je zjišťována hodnota podniku jako celku v podobě součtu hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhém kroku se podobně jako u metody FCFF odečítá cizí kapitál a konečným výstupem je ocenění vlastního kapitálu.

1.3.3.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů odráží německý přístup k oceňování, v německy mluvících zemích patří mezi nejvíce využívané metody. Zaměřena je na výpočet výnosů pro vlastníky společnosti (držitele vlastního kapitálu), jde tak o metodu „netto“ (odhad hodnoty vlastního kapitálu). Podrobněji je možné tuto metodu členit do variant dle kritéria, které je využito pro určení čistého výnosu podniku. Ten může být stanoven na základě:

- peněžních toků – rozdílů mezi příjmy a výdaji (pak se metoda limitně blíží přístupu DCF equity),
- upravených výsledků hospodaření – rozdílů mezi účetně pojatými výnosy a náklady.

Samotný postup ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se blíží jiným výnosovým metodám. Rozčlenit jej lze do několika na sebe navazujících částí:

- analýza minulých výsledků hospodaření podniku a jejich úprava pro účely ocenění,
- odhad budoucích čistých výnosů, finančních potřeb,
- odhad úrokové míry,
- propočet hodnoty podniku.

1.3.3.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) je relativně novým přístupem k výnosovému oceňování, který nad rámec relativně úzce zaměřených metod založených na diskontování peněžních toků (využitelných nejvíce právě jen pro ocenění podniku) přináší možnost zapojení výsledků metody také do běžného řízení podniku (jako součást finanční analýzy či motivační faktor).

Proti metodám vycházejících z účetních veličin (zisků) přináší podobně jako metoda DCF větší odolnost proti manipulaci výsledků účetnictví, popř. zohlednění časové hodnoty peněz a rizikových očekávání uživatelů ocenění (investorů).

Základem ocenění je v případě metody EVA ekonomický zisk, tedy taková úroveň zisku, ze které jsou uhrazeny jak běžné náklady, tak náklady kapitálu (včetně nákladů na vlastní kapitál, když v rámci účetnictví bývají zachyceny typicky úroky z cizího kapitálu).

Samotný propočet hodnoty podniku metodou EVA je možno podobně jako v případě DCF koncipovat ve variantě entity, equity, popř. APV. Při splnění některých kritérií (kalkulace stejných průměrných nákladů kapitál, stejné vymezení zisku – v metodologii DCF tzv. korigovaného provozního výsledku hospodaření, v případě EVA zisku z operační činnosti podniku a stejné vymezení kapitálu – v případě DCF tzv. provozně nutného investovaného kapitálu, v případě EVA čistých operačních aktiv) obě metody poskytují totožné výsledky.

Oproti metodě DCF je tak přínos použití metody EVA spíše než v posílení přesnosti odhadu hodnoty podniku v dodatečných informacích, které o této hodnotě poskytuje (její rozklad na ocenění čistých operačních aktiv a tržní přidanou hodnotu coby současnou hodnotu budoucích ročních ekonomických přidaných hodnot diskontovaných k datu ocenění).

1.3.4. Standardy hodnoty dle IVS 2017

V rámci IVS 2017 je uvedena definice některých hlavních standardů hodnoty, rovněž jako demonstrativní výčet jiných standardů hodnoty, které jsou vyžadovány právní úpravou v jednotlivých jurisdikcích nebo uznávány a přijímány na základě mezinárodní shody.

1.3.4.1. Tržní hodnota

Tržní hodnota v zásadě odpovídá potenciální platbě za podnik běžným (průměrným) zájemcem.

Dle oficiálního překladu IVS 2017 je tržní hodnota: *odhadovaná částka, za kterou by měly být aktivum nebo závazek směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.*

Koncept tržní hodnoty předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu, kde účastníci jednají svobodně. Tržní hodnota aktiva rovněž odráží jeho nejvyšší a nejlepší využití. Tím je dle IVS 2017 myšleno: *takové využití, z hlediska účastníka, které by u aktiva přineslo nejvyšší hodnotu. Musí být fyzicky možné, finančně proveditelné, právně přípustné a vést k nejvyšší hodnotě.* Nejvyšší a nejlepší využití aktiva může být jeho současný nebo stávající způsob využití, může se ale od současného způsobu využití lišit a dokonce i spočívat v řízené likvidaci.

1.3.4.2. Spravedlivá hodnota

Definice spravedlivé hodnoty dle IVS 2017 je následující: *spravedlivá hodnota je odhadovaná cena za převod aktiva nebo závazku mezi určenými znalými a ochotnými stranami, která odráží příslušné majetkové podíly těchto stran.*

Spravedlivá hodnota vyžaduje stanovení ceny, která je spravedlivá mezi dvěma konkrétními, určenými stranami se zohledněním příslušných výhod, nebo nevýhod, která každá z nich bude z transakce mít. Naproti tomu tržní hodnota vyžaduje, aby veškeré výhody, které nejsou dostupné nebo neplynou účastníkům obecně, nebyly zohledňovány.

Výše popsaná tržní hodnota je v podstatě podmnožinou tzv. spravedlivé hodnoty, tzn. cena spravedlivá mezi dvěma stranami je často cenou dosažitelnou na trhu, existují ale případy, kdy stanovení spravedlivé hodnoty zahrnuje aspekty, které nejsou při stanovení tržní hodnoty zohledňovány, např. prvky synergické hodnoty plynoucí z kombinace majetkových podílů.

Příklady, v nichž je spravedlivá hodnota používána dle IVS 2017 zahrnují např. určení ceny, která je férová za podíly v nekótovaných podnicích, kde účast dvou konkrétních stran může znamenat, že pro ně spravedlivá cena je odlišná od ceny, jež může být dosažitelná na trhu.

Dle MAŘÍK 2018 spravedlivá hodnota v pojetí IVS v podstatě odpovídá tzv. rozhodčí hodnotě v konceptu Kolínské školy.

1.3.4.3. Investiční hodnota

Investiční hodnota podniku je v zásadě hodnota pro konkrétního (potenciálního) vlastníka.

Dle definice IVS 2017 je investiční hodnota: *hodnota aktiva pro určitého vlastníka nebo potenciálního vlastníka při individuální investici nebo provozních cílech.* Investiční hodnota je standard hodnoty specifický pro určitý subjekt, tzn. standard odrážející užítky plynoucí subjektu z držení aktiva. V důsledku toho nezahrnuje předpokládanou směnu. Investiční hodnota odráží okolnosti a finanční cíle subjektu, pro který se ocenění zpracovává.

1.3.4.4. Likvidační hodnota

Likvidační hodnotu definují IVS 2017 jako: *částku, která by byla realizována při prodeji aktiva nebo skupiny aktiv po jednotlivých částech*. Likvidační hodnota by měla zohledňovat náklady na uvedení aktiv do prodejeschopného stavu i na činnosti v rámci likvidace.

Likvidační hodnota může být určena na základě dvou různých premis hodnoty, přičemž oceňovatel musí uvést, která je předpokládána:

- řízená likvidace s obvyklou dobou marketingu – předpokládána je realizace likvidačního prodeje, je-li k dispozici přiměřené časové období na nalezení kupce,
- nucená likvidace se zkrácenou dobou marketingu – předpokladem je prodej v tísní, v důsledku které není k dispozici doba na řádný marketing, cena pak závisí na povaze tlaku, kterému prodávající čelí a důvodům, proč nelze provést řádný marketing.

1.3.4.5. Synergická hodnota

Dle IVS 2017 je synergická hodnota: *výsledek kombinace dvou nebo více aktiv nebo podílů, kde kombinovaná hodnota je větší než součet jednotlivých hodnot*.

Pokud jsou synergie dostupné pouze jednomu konkrétnímu kupujícímu, bude se synergická hodnota lišit od tržní hodnoty, protože odráží atributy, které mají hodnotu pouze pro konkrétního kupujícího.

Přidaná hodnota přesahující souhrnu příslušných podílů se nazývá hodnota spojení.

1.3.5. Jiné standardy hodnoty

1.3.5.1. Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota bývá označována za hodnotu relativně nespornou.

Nejde o standard definovaný IVS 2017. Definována je v německých oceňovacích standardech (IDW S1), v překladu tuzemské literatury (MAŘÍK 2018) následovně: *Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*.

Při použití tržních dat při ocenění objektivizovaná a tržní hodnota do značné míry splývají. Rozdílem mezi těmito hodnotami je především předpoklad nezměněného konceptu podniku v rámci objektivizované hodnoty. V případě kategorie tržní hodnoty lze uvažovat i o zásadní změně konceptu podniku, je-li tato akceptována trhem, či dokonce řízené likvidaci.

Druhým rozdílem je možná i jiná forma objektivizace, než je zmíněné užití tržních dat. Pro některé účely ocenění může být objektivizace provedena použitím typizovaných postupů/metod/hodnot (tzv. uzancí, např. na úrovni zdanění, zachycení nákladovosti managementu atd.). Za takových okolností nemůže objektivizovaná hodnota sloužit jako odhad prodejní ceny podniku.

1.3.5.2. Obvyklá cena

Obvyklou cenu definuje zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku v § 2, odst. 1: *Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém*

obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamiť. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.

Obvyklá cena je použitelná jen u takového majetku, který se na trhu vyskytuje ve velkých sériích, jehož transakce probíhají velmi často, o jehož ceně v místě a čase mají účastníci trhu již rutinní povědomí. V rámci České republiky neexistuje v čase stabilní relevantní trh podniků příslušného druhu, na základě kterého by bylo možno spolehlivě posuzovat obvyklost podmínek prodeje či obvyklost podmínek obchodního styku na tomto trhu. Cena obvyklá je tak pro podnik jako objekt ocenění za stávajících podmínek v České republice zpravidla nezjistitelná, z tohoto důvodu by měly být využity alternativní způsoby využití dle § 2, odst. 3, zákona č. 151/1997 Sb. s tím, že konkrétní normativní obsah z pohledu interpretace zjištěné kategorie hodnoty může být přebírán z IVS a přiměřeně IDW (KRABEC 2009).

1.3.5.3. Value in Use

IVS v sedmé verzi z roku 2005 obsahovaly definici hodnoty value in use (dle KRABEC 2009) coby: *hodnoty aktiva pro konkrétního vlastníka, hodnota je výsledkem zapojení aktiva do konkrétní entity bez ohledu na nejvyšší a nejlepší využití či možný výnos realizovaný z prodeje tohoto aktiva.*

Dle KRABCE standardy touto hodnotou podle všeho rozuměly ocenění hypotetickou tržní hodnotou v případech, kdy nejsou do důsledků splněny definiční podmínky tržní hodnoty. Value in Use může být vyšší i nižší než tržní hodnota podle toho, do jaké míry bylo aktivum vlastníkem využíváno ve srovnání se svým typickým využitím nebo pokud bylo stávající využití ovlivněno speciálními právy, patenty, licencemi, specifickou expertizou či goodwillem či jinými nehmotnými aktivy, která nejsou prodejná, resp. nemohou přejít na jiného vlastníka.

1.4. Společnost, identifikace a základní údaje

1.4.1. Identifikační a kontaktní údaje

Firma	VPO Protivanov, a.s.
IČ	290 01 765
Právní forma	akciová společnost
Spisová značka	B 5984 vedená u Krajského soudu v Brně
Datum zápisu	1. prosince 2009
Sídlo	Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48
Kontaktní adresa	Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48
Web	http://www.vpo.cz/
E-mail	info@vpo.cz
Telefon	+420 582 399 136
Fax	+420 582 399 122
Datová schránka	5g9g3fm
Bankovní spojení	17406701/0100; 4211028642/6800; 4211019850/6800
Základní kapitál	30 994 800 CZK
Akcie	1 111 kusů akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK a 100 kusů akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 254 398 CZK
Práva a povinnosti	n.a.

1.4.2. Stanovy společnosti – vybrané body

Dle společností dodaného úplného znění stanov je společnost zřízena na dobu neurčitou. Základní kapitál společnosti činí 30 994 800 CZK a je rozdělen na 1 111 kusů kmenových listinných akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK a 100 kusů kmenových listinných akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 254 398 CZK.

Na každou 1 CZK jmenovité hodnoty akcie společnosti připadá na valné hromadě 1 hlas. Valná hromada je způsobilá se usnášet, jsou-li přítomni akcionáři, kteří mají akcie s jmenovitou hodnotou představující více než 50 % základního kapitálu společnosti.

Společnost povinně vytváří rezervní fond z čistého zisku vykázaného v řádné účetní závěrce za rok, v němž poprvé zisk vytvoří, a to ve výši 20 % z čistého zisku, avšak ne více než 10 % hodnoty základního kapitálu. Tento fond se ročně doplňuje částkou 5 % z čistého zisku, až do dosažení rezervního fondu ve výši 20 % základního kapitálu. O použití rezervního fondu rozhoduje dozorčí rada.

Za společnost jedná navenek předseda představenstva, nebo místopředseda představenstva samostatně. Za společnost může jednat a podepisovat též prokurista s dodatkem označujícím prokuru.

1.4.3. Předmět podnikání

1.4.3.1. Předmět podnikání a činnosti dle Obchodního rejstříku

Předmět podnikání:

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,

- zednictví,
- poskytování nebo zprostředkování spotřebitelského úvěru,
- silniční motorová doprava – nákladní provozovaná vozidla nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věc.

1.4.3.2. Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE

- **22230: Výroba plastových výrobků pro stavebnictví**
- 221: Výroba pryžových výrobků
- 222: Výroba plastových výrobků
- 4120: Výstavba bytových a nebytových budov
- 46: Velkoobchod, kromě motorových vozidel
- 461: Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení
- 47: Maloobchod, kromě motorových vozidel
- 47790: Maloobchod s použitým zbožím v prodejnách
- 49410: Silniční nákladní doprava
- 64929: Ostatní poskytování úvěrů j. n.

1.4.3.3. Živnostenská oprávnění

Předmět podnikání	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Obory činností	Výroba plastových a pryžových výrobků Zprostředkování obchodu a služeb Velkoobchod a maloobchod Zastavárenská činnost a maloobchod s použitým zbožím
Druh živnosti	ohlašovací volná
Vznik oprávnění	1. 12. 2009
Doba platnosti	na dobu neurčitou
Předmět podnikání	Zednictví
Druh živnosti	ohlašovací řemeslná
Vznik oprávnění	1. 12. 2009
Doba platnosti	na dobu neurčitou
Předmět podnikání	Silniční motorová doprava – nákladní provozovaná vozidla nebo jízdními soupravami o největší povolené hmotnosti nepřesahující 3,5 tuny, jsou-li určeny k přepravě zvířat nebo věcí
Druh živnosti	koncesovaná
Vznik oprávnění	19. 3. 2018
Doba platnosti	na dobu neurčitou

1.4.4. Údaje z registru plátců DPH

DIČ	CZ29001765 Právnícká osoba
Typ registrace	plátce
Datum registrace	1. 12. 2009
Nespolehlivý plátce	NE

1.4.5. Vlastnická struktura

Vývoj vlastnické struktury v uplynulých deseti letech ukazuje následující tabulka. Největším akcionářem byla od roku 2015 společnost MIDEŠTA, s.r.o., se sídlem Brno – Trnitá, Čechyňská 419/4a, PSČ 602 00, IČ 276 85 098, která se dle svého webu zabývá nákupem, právním vymáháním a správou pohledávek.

Dle výroční zprávy za rok 2018 došlo po datu závěrky ke změně největšího vlastníka, kterým se 14. 1. 2019 stala na základě „Smlouvy o prodeji a koupi akcií“ společnost VLT Factory s.r.o., se sídlem Brno – Černovice, Charbulova 1251/170, PSČ 618 00, IČ 076 29 788.

Vývoj vlastnické struktury (osoby s podílem > 20 %) k 31. 12. uvedeného roku

Největší akcionář společnosti	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	I-19
TRION Financial Services S.A.	81,26%	81,26%	81,26%	81,26%							
Jaroslav Zoledowski					81,26%						
IFIS uzavřený investiční fond a.s.						89,06%					
MIDEŠTA, s.r.o.							89,06%	89,06%	89,06%	89,06%	
VLT Factory s.r.o.											89,06%

Zdroj: výroční zprávy

1.4.6. Koncern

Přes existenci většinového akcionáře a vzhledem ke skutečnosti, že společnost k datu ocenění nevykazuje žádné dlouhodobé finanční investice (viz dále), oceňovaná společnost není součástí koncernu ve smyslu zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích³. Údaj o koncernu není zveřejněn na internetových stránkách oceňované společnosti⁴.

1.4.7. Propojené osoby

Dle výroční zprávy za rok 2018 společnost držela 100% podíl na základním kapitálu společnosti ARGONA, a.s., se sídlem Boskovice, U Templu 378/8, PSČ 680 01, IČ 263 13 049, přičemž tato společnost měla být od roku 2015 v konkurzu. Uvedeným údajům nicméně neodpovídají finanční výkazy společnosti, dle kterých byly evidovány podíly v dalších osobách pouze do roku 2012 (v netto i brutto hodnotě). Po tomto roce společnost v rámci dlouhodobého finančního majetku eviduje pouze zápůjčky a úvěry. Dle Obchodního rejstříku má společnost ARGONA, a.s. od 21. 6. 2016 jediného akcionáře, a to Evanton s.r.o., se sídlem Brno – Veverčí, Lidická 700/19, PSČ 602 00, IČ 044 72 446.

Za propojené osoby tak lze označit většinového akcionáře, tedy společnost MIDEŠTA, s.r.o. jakožto ovládající osobu, a dále společnosti, které tato ovládá, což jsou podle Zprávy o vztazích mezi propojenými osobami, která je součástí příloh účetní závěrky za rok 2018 oceňované společnosti:

- DEMI STAR, a.s., se sídlem Brno – Trnitá, Křenová 299/26, PSČ 602 00, IČ 269 98 128, jakožto dceřiná společnost společnosti MIDEŠTA, s.r.o. a
- NAFI, s.r.o., se sídlem Brno – Trnitá, Křenová 299/26, PSČ 602 00, IČ 469 04 000, jakožto dceřiná společnost společnosti DEMI STAR, a.s.

³ Viz § 79, odst. 1: Jedna nebo více osob podrobených jednotnému řízení (dále jen "řízená osoba") jinou osobou nebo osobami (dále jen "řídící osoba") tvoří s řídící osobou koncern.

⁴ Viz § 79, odst. 3 zákona č. 90/2013 Sb.: Existenci koncernu jeho členové bez zbytečného odkladu uveřejní na svých internetových stránkách ...

1.4.8. Řídící struktura

1.4.8.1. Statutární orgán

Za společnost jedná navenek předseda představenstva nebo místopředseda představenstva samostatně.

Předseda představenstva	Helena Šustrová
Narozena	5. 7. 1960
Bytem	Podhradská 77, Plumlov, PSČ 798 03
Den vzniku funkce	30. 6. 2017
Den vzniku členství	30. 6. 2017

Člen představenstva	Marie Kolářová
Narozen	8. 7. 1978
Bytem	Lipová č.p. 156, PSČ 798 45
Den vzniku funkce	3. 4. 2018
Den vzniku členství	26. 3. 2016

1.4.8.2. Dozorčí rada

Předseda dozorčí rady	František Veselý
Narozen	18. 6. 1969
Bytem	Protivanov, Na Kopci 4, PSČ 798 48
Den vzniku funkce	30. 7. 2018
Den vzniku členství	30. 7. 2018

1.4.9. Historie společnosti

Dle Obchodního rejstříku byla společnost zapsána ke dni 1. 12. 2009, nicméně dle téhož zdroje existovala společnost se stejnou firmou a sídlem, pouze s jiným IČ 494 48 471, která byla do Obchodního rejstříku zapsána ke dni 13. 10. 1993 a vymazána právě 1. 12. 2009. Tato původní společnost zanikla bez likvidace fúzí splynutím s přechodem jmění na nástupnickou, tedy stávající oceňovanou, společnost VPO Protivanov, a.s., IČ 290 01 765.

Tomu odpovídá popis historie společnosti uvedený na jejím webu, dle kterého značka na trhu působí od roku 1993, kdy navázala na předchozí čtyřletou tradici výroby plastových oken v Protivanově. Za dobu své existence měl podnik vyrobit více než milion plastových oken a dveří.

1.4.10. Soudní spory

Dle přílohy účetní závěrky za rok 2018 jsou v zastoupení podnikových právníků průběžně podávány návrhy na vymáhání pohledávek soudní cestou.

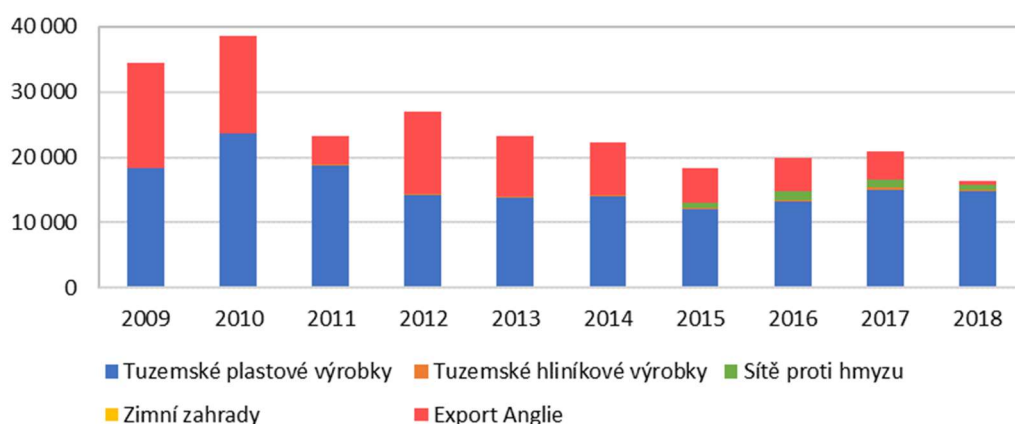
Výjimkou (ve smyslu předmětu sporu) je soudní spor, v němž společnost žalovala u okresního soudu Praha – západ fyzickou osobu Martina Chalupníčka za zpronevěru. Tento spor byl citován v každé příloze účetní závěrky již od roku 2011.

Přehled sporů a vymáhaných částek byl společností poskytnut v rámci podkladů pro toto ocenění. Z tohoto přehledu rovněž vyplývá, že společnost k 31. 12. 2018 nebyla v žádném sporu stranou žalovanou.

1.4.11. Činnost společnosti

Oceňovaná společnost ve svých výročních zprávách, popř. přílohách k účetním závěrkám prezentuje podrobnější členění tržeb jak v objemovém, tak finančním vyjádření. Z toho vyplývá, že objemově nejvýznamnějším segmentem je výroba plastových oken a dveří pro tuzemský trh. K tomu se v posledních letech přidávají sítě proti hmyzu, popř. výrobky z hliníku a zimní zahrady, jejichž podíl na výrobě je nicméně doposud zanedbatelný.

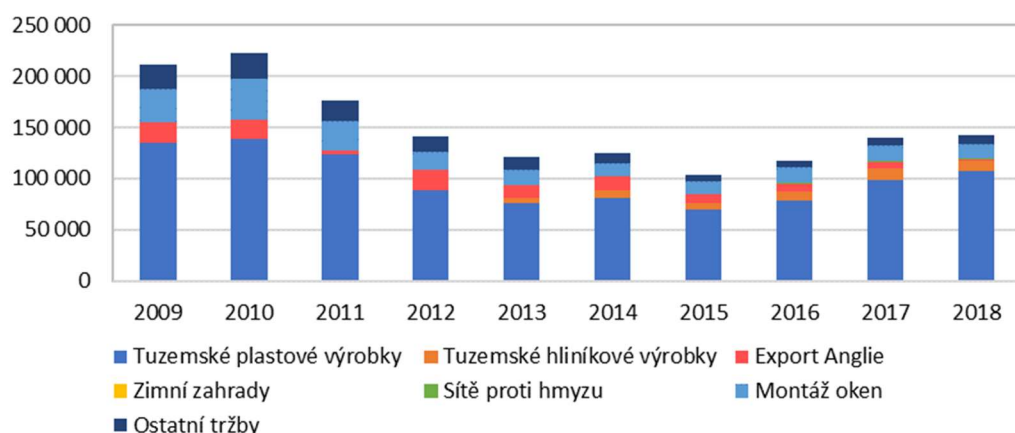
Struktura výroby společnosti (v ks)



Zdroj: výroční zprávy, vlastní propočet

V minulosti významný byl naopak export do Anglie, který v roce 2009 dosahoval přes 16 tisíc kusů. Tento segment ovšem setrvale klesá, v roce 2017 již činil jen něco přes 4 tisíce kusů. V roce 2018 došlo v tomto segmentu k dalšímu razantnímu poklesu a segment se stal s výrobou pouze necelých 450 kusů prakticky bezvýznamným.

Segmentace tržeb společnosti (v tisících CZK)



Zdroj: výroční zprávy, přílohy účetních závěrek, vlastní propočet

V případě finančního vyjádření je nutné kalkulovat rovněž s tržbami za služby, jimiž jsou především montáže oken, popř. další tržby, tyto segmenty jsou relativně významné, když jejich objem v roce 2018 činil cca 13,5 milionů CZK, resp. 9,5 milionů CZK, tedy podobnou částku jako výroba hliníkových výrobků s tržbami cca 10,5 milionů CZK. Nejvýznamnějším segmentem byla nicméně výroba plastových výrobků s tržbami 107 milionů CZK. Export do Anglie klesl v roce 2018 na pouhý 1 milion CZK (oproti 20,5 milionům CZK v roce 2009).

Uvedené segmentace naznačují, že přes evidenci poměrně významných zahraničních tržeb v minulosti lze k datu zpracování za relevantní trh oceňované společnosti považovat především Českou republiku.

1.4.12. Organizační struktura

V příloze účetní závěrky za rok 2018, popř. předcházejících, je uvedeno vnitřní členění oceňované společnosti jednoduše na:

- vedení,
- obchodní oddělení,
- výrobní oddělení,
- ekonomické oddělení,
- servisní a reklamační a montážní oddělení a
- IT.

Vedení odpovídá orgánům společnosti, tzn. jedná se o valnou hromadu, dozorčí radu a představenstvo, jímž podléhají generální ředitel a ředitel společnosti. Ostatní oddělení se dále člení na podrobnější úseky, s výjimkou IT.

Kromě tohoto člení společnost uvádí v příloze účetní závěrky za rok 2018 rovněž další, odpovídající pobočkové síti. Mimo sídla společnosti existují zakázkové kanceláře sídlící na odloučených pracovištích v různých městech střední a jižní Moravy – Prostějov, Olomouc, Vyškov, Brno, Přerov, Hranice a Kroměříž.

Na webu společnosti jsou mimo tato odloučená pracoviště zajišťovaná vlastními pobočkami uvedeny i další prodejny a obchodní zastoupení, která provozují spolupracující subjekty. Ty zahušťují, popř. rozšiřují obchodní síť společnosti do oblastí Vysočiny či východních Čech.

Dle výroční zprávy za rok 2017 nemá společnost organizační složku v zahraničí.

1.4.13. Průmyslová práva

Dle online databází průmyslových práv dostupných na webu Úřadu průmyslového vlastnictví společnost neregistruje žádná průmyslová práva, tedy nemá registrovány žádné patenty či vynálezy, užité vzory, popř. průmyslové vzory a zeměpisná označení a označení původu kromě níže uvedených ochranných známek.

Ochranné známky společnosti

Číslo přihlášky	Číslo zápisu	Priorita	Znění	Stav
107235	203614	28.12.1995	VPO	platný dokument
107234	203613	28.12.1995	VPO	platný dokument
434469	284008	15.02.2006	VPO	platný dokument
450961		16.08.2007	OKNA PRO VÁŠ SPOKOJENÝ ŽIVOT	negativně ukončená po podání

Zdroj: Úřad průmyslového vlastnictví

V případě první uvedené ochranné známky jde o známku kombinovanou, zbylé dvě jsou známkami slovními.

1.4.14. Základní finanční výsledky

Výsledky hospodaření společnosti (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Tržby	215 311	222 353	175 911	141 078	120 668	125 269	103 189	116 769	139 871	142 706	59 862
Přidaná hodnota	51 068	47 880	48 468	31 367	23 538	30 746	25 326	27 246	33 862	43 733	15 718
Provozní výsledek hospodaření	-29 269	-11 676	-6 253	-6 201	-17 709	-3 466	-6 002	-6 712	-1 891	4 510	268
Finanční výsledek hospodaření	-12 258	-5 771	-2 031	-4 357	-404	2 970	-4 228	-2 957	-3 391	-4 138	-944
Zisk před zdaněním	-41 527	-17 447	-8 284	-10 558	-18 113	-496	-10 230	-9 669	-5 282	372	-676
Čistý zisk	-40 408	-16 248	-6 913	-8 562	-17 114	971	-8 776	-8 228	-3 467	1 712	-676

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Základní položky aktiv (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 082	987	315	123	48	22	23	282	175	296	332
Dlouhodobý hmotný majetek	165 783	152 606	140 194	129 018	116 135	106 139	97 058	88 254	78 418	69 201	64 443
Dlouhodobý finanční majetek	96 908	70 871	56 447	33 192	16 479	5 118	3 386	2 180	0	0	0
Zásoby	15 170	18 117	12 542	10 866	9 824	8 411	8 023	8 599	10 811	8 876	16 805
Dlouhodobé pohledávky	418	2 203	240	534	327	17 514	17 441	17 441	17 441	17 434	0
Krátkodobé pohledávky	24 474	22 967	19 144	15 268	17 167	12 686	6 515	7 924	9 289	6 117	7 416
Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky	31 249	8 587	12 648	8 828	1 393	693	4 930	5 038	9 179	14 567	24 173
Časové rozlišení	1 365	1 620	970	651	514	386	637	882	749	576	624
Aktiva celkem	336 449	277 958	242 500	198 480	161 887	150 969	138 013	130 600	126 062	117 067	113 793

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Základní položky pasiv (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Vlastní kapitál	145 867	103 377	81 978	65 278	31 149	34 295	25 500	17 226	13 704	15 321	14 622
Rezervy	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	132 727	133 328	135 757	115 272	110 173	99 720	97 831	91 322	87 799	84 963	64 166
Krátkodobé závazky	55 855	41 253	24 765	17 930	20 565	16 954	14 682	22 052	24 559	16 783	35 005
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasiva celkem	336 449	277 958	242 500	198 480	161 887	150 969	138 013	130 600	126 062	117 067	113 793

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Hlavní ukazatele peněžních toků (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Peněžní prostředky - počáteční stav	43 806	31 249	8 587	12 648	8 828	1 393	693	4 930	5 039	9 179	14 567
Provozní cash-flow	31 558	-12 602	4 588	-2 753	-10 377	-12 373	-3 281	5 622	4 067	8 082	30 582
Investiční cash-flow	-18 232	12 307	8 957	-8 238	8 389	18 484	8 044	-400	1 836	-1 103	-155
Finanční cash-flow	-25 883	-22 367	-9 484	7 171	-5 447	-6 811	-526	-5 113	-1 763	-1 591	-20 820
Cash-flow celkový	-12 557	-22 662	4 061	-3 820	-7 435	-700	4 237	109	4 140	5 388	9 607
Peněžní prostředky - konečný stav	31 249	8 587	12 648	8 828	1 393	693	4 930	5 039	9 179	14 567	24 174

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

1.5. Strategická analýza

Strategická analýza je rozdělena v zásadě do tří hlavních částí:

- přehledu ekonomických veličin a jejich odhadu vypracovanému nezávislými institucemi pro další období,
- identifikace a popisu relevantního trhu oceňované společnosti,
- hodnocení relevantního trhu (vnějšího potenciálu) a hodnocení konkurenční pozice (vnitřního potenciálu) oceňované společnosti s ohledem na přímé i nepřímé faktory její konkurenční síly.

Výstupem strategické analýzy je celkové hodnocení perspektivnosti podniku vzhledem k atraktivitě relevantního trhu a konkurenční síle, přijetí či zamítnutí předpokladu trvalého pokračování činnosti a odhad tržeb včetně předpokladu (tempa růstu) ohledně jejich dlouhodobého (nekonečného) vývoje.

Výše uvedený popis společnosti, konkrétně její historie a rozsahu aktivit, ukazuje, že z geografického hlediska je trhem společnosti území České republiky, konkrétněji jí může být část vymezená prodejní a distribuční sítí).

Jednotlivé kapitoly strategické analýzy (makroekonomická analýza, vymezení relevantního trhu) se tak věnují výhradně českým podmínkám.

1.5.1. Vývoj ekonomiky České republiky

Následující tabulka shrnuje některé základní ukazatele makroekonomického vývoje České republiky – hrubý domácí produkt, ceny, počet obyvatel popř. mzdy v posledních dvou desetiletích před datem ocenění.

V žádném případě se nejedná o komplexní přehled makroekonomických dat, který je možné nalézt např. na webu Českého statistického úřadu, popř. v pravidelně vydávaných makroekonomických predikcích MF ČR.

Z pohledu na časové řady je patrné, že během první půle uplynulého desetiletí česká ekonomika spíše stagnovala, jedná se o období po roce 2008, kdy byla postižena globální ekonomickou krizí, jež se projevila v zásadě dvěma obdobími poklesu ekonomické aktivity měřené ukazatelem HDP (2009 a 2012 – 2013). Z druhé recese se česká ekonomika vzpamatovala až v roce 2014. V roce 2015 tuzemský HDP dosáhl nejrychlejšího tempa růstu v pokrizovém období, když po očištění o cenové vlivy a sezónnosti rostl reálně o cca 4,5 %, byť z části díky jednorázovým vlivům. Tomuto tempu se přiblížil rovněž rok 2017, kdy kvalitu růstu oproti roku 2015 zvyšovala absence jednorázových efektů. V závěru období docházelo ke zpomalování růstu.

Popsaný základní trend se projevoval i na dalších reálných veličinách, např. na vývoji mezd ve stálých cenách, které po roce 2008 vykazovaly rovněž poměrně dlouhou stagnaci. K významnějšímu růstu došlo opět až v závěru období, kdy díky napínajícím se podmínkám na trhu práce začaly reálné mzdy opět viditelněji narůstat. V roce 2017 se již česká ekonomika potýkala se zjevně napjatým trhem práce – nestandardně nízkou nezaměstnaností spojenou s viditelně zrychlujícím růstem mezd. Tento problém se prohloubil v roce 2018, kdy již byl komentován jako faktor limitující další možnosti ekonomického růstu.

Nominálním hodnotám k růstu pomáhala po celé období alespoň mírná inflace, byť se po roce 2008 pohybovala vesměs pod inflačním cílem České národní banky (od ledna 2010 stanovený jako bodový na 2 %, před tímto datem rovněž bodový cíl 3 % v období leden 2006 až prosinec 2009, viz web ČNB). Velmi nízkou inflací byla Česká ekonomika postižena z pohledu ČNB zvláště v letech 2014 a 2016, naopak v roce 2017 byl po delší době inflační cíl ČNB překonán. V roce 2018 došlo k sladění tempa růst cen s inflačním cílem.

Pozvolný nárůst vykazoval počet obyvatel České republiky, byť i ten se kolem roku 2010 zastavil a k výraznějšímu nárůstu došlo opět až od roku 2014. Při klesajícím počtu úmrtí i narození a postupném stárnutí populace je růst počtu obyvatel primárně ovlivněn imigrací.

Základní makroekonomické statistiky ČR

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
HDP	miliardy CZK, b. c.	2 242,4	2 379,4	2 568,3	2 681,6	2 810,4	3 062,4	3 264,9	3 512,8	3 840,1	4 024,1
HDP	%, r/r, reálně	1,4	4,3	2,9	1,7	3,6	4,9	6,5	6,9	5,6	2,7
Obecná míra nezaměstnanosti	%, průměr	8,7	8,8	8,1	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4
Nominální mzda	CZK	n.a.	13 219	14 378	15 524	16 430	17 466	18 344	19 546	20 957	22 592
Průměrná hrubá nominální mzda	%, r/r	n.a.	n.a.	8,8	8,0	5,8	6,3	5,0	6,6	7,2	7,8
Průměrné reálné mzdy	%, r/r	n.a.	n.a.	3,9	6,1	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3	1,4
Míra inflace	%, r/r, průměr	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3
Ceny průmyslových výrobců	%, r/r, průměr	1,0	4,9	2,8	-0,6	-0,4	5,5	3,1	1,5	4,1	4,5
Státní dluh	% HDP	10,2	12,2	13,4	14,8	17,5	19,4	21,2	22,8	23,2	24,8
Střední stav obyvatelstva		10 282 784	10 272 503	10 224 192	10 200 774	10 201 651	10 206 923	10 234 092	10 266 646	10 322 689	10 429 692

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
HDP	miliardy CZK, b. c.	3 930,4	3 962,5	4 033,8	4 059,9	4 098,1	4 313,8	4 595,8	4 768,0	5 047,3	5 328,7
HDP	%, r/r, reálně	-4,8	2,3	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,4	3,0
Obecná míra nezaměstnanosti	%, průměr	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,0	4,0	2,9	2,2
Nominální mzda	CZK	23 344	23 864	24 455	25 067	25 035	25 768	26 591	27 764	29 638	31 868
Průměrná hrubá nominální mzda	%, r/r	3,3	2,2	2,5	2,5	-0,1	2,9	3,2	4,4	6,8	7,5
Průměrné reálné mzdy	%, r/r	2,3	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,7	4,2	5,3
Míra inflace	%, r/r, průměr	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1
Ceny průmyslových výrobců	%, r/r, průměr	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8	2,0
Státní dluh	% HDP	30,0	33,9	37,2	41,1	41,1	38,6	36,4	33,8	32,2	30,4
Střední stav obyvatelstva		10 491 492	10 517 247	10 496 672	10 509 286	10 510 719	10 524 783	10 542 942	10 565 284	10 589 526	10 626 430

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí České republiky (státní dluh 2017)

Ekonomická krize na přelomu první a druhé dekadě ovlivnila zadlužení České republiky, které se mezi lety 2008 – 2012 výrazně zvýšilo. V závěru sledovaného období se díky realizovaným fiskálním opatřením a následnému oživení ekonomiky růst státního dluhu ve vztahu k HDP zastavil a došlo dokonce k viditelnému poklesu uvedeného ukazatele, který na konci roku 2018 dosáhl prakticky totožné hodnoty jako v roce 2009. V absolutní hodnotě se po vrcholu krize v roce 2012 výše dluhu do roku 2018 příliš nezměnila a pohybuje se v rozpětí 1,6 – 1,7 bilionu CZK.

1.5.2. Odhad makroekonomického vývoje ČR

1.5.2.1. Vývoj ekonomiky z pohledu MF ČR

Ministerstvo financí České republiky ve své poslední makroekonomické predikci zveřejněné před datem ocenění, tedy v dubnu 2019, komentovalo poslední vývoj české ekonomiky následovně:

- růst reálného HDP v České republice ve čtvrtém kvartále 2018 po očištění o sezónní a kalendářní vlivy zrychlil na 0,8 % mezičtvrtletně a 2,6 % meziročně, a vyvíjel se tedy poměrně příznivě,
- meziročně byl v rámci segmentů nejdynamičtější růst investic do fixního kapitálu (10,9 %), v jehož rámci dosáhly dvouciferného tempa růstu nerezidenční i rezidenční stavební investice či investice do strojů a zařízení,
- významná byla akcelerace investiční aktivity zvláště v sektoru veřejných institucí (růst o více než 35 %), a to díky většímu zapojení Evropských strukturálních a investičních fondů,
- soukromé investice měly dynamiku přes 7 %,
- spotřeba domácností zpomalila na 2,4 %, když se při vysoké dynamice mezd a platů projevila kromě zrychlení spotřebitelské inflace rovněž výrazně vyšší míra úspor,
- spotřeba sektoru vládních institucí vzrostla o 3,6 %, především díky mezispotřebě a vyšší zaměstnanosti,

- příspěvek zahraničního obchodu byl ve čtvrtém kvartále 2018 nepatrně záporný, když v něm převážil dynamický růst dovozu daný vysokou dovozní náročností investic nad zvýšením exportní výkonnosti.

Makroekonomická predikce České republiky (duben 2019)

Hlavní makroekonomické indikátory		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
						Aktuální predikce		Minulá predikce			
Hrubý domácí produkt	mlrd. Kč	4 314	4 596	4 768	5 047	5 304	5 595	5 839	5 313	5 590	5 823
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	2,7	5,3	2,5	4,4	2,9	2,4	2,4	2,8	2,5	2,4
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	1,8	3,7	3,6	4,3	3,2	2,9	2,8	3,5	3,3	3,0
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	1,1	1,9	2,7	1,3	3,7	2,2	1,9	3,8	2,1	1,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	3,9	10,2	-3,1	3,7	10,5	3,1	2,7	8,8	3,1	2,7
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP	p.b., s.c.	-0,5	-0,2	1,4	1,1	-0,7	-0,3	0,0	-0,6	-0,3	-0,1
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	p.b., s.c.	1,1	0,8	-0,4	0,1	-1,2	0,0	0,0	-1,1	0,0	0,0
Deflátor HDP	růst v %	2,5	1,2	1,3	1,4	2,1	3,0	1,9	2,4	2,6	1,7
Průměrná míra inflace	%	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,3	1,6	2,1	2,1	1,6
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4	0,4	0,2	1,3	0,3	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	6,1	5,1	4,0	2,9	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2
Objem mezd a platů	růst v %, b.c.	3,6	4,8	5,7	8,3	9,3	7,5	5,9	9,6	7,7	6,3
Saldo běžného účtu	% HDP	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Saldo sektoru vládních institucí	% HDP	-2,1	-0,6	0,7	1,6	0,9	0,3	x	1,6	1,0	x
Předpoklady		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
						Aktuální predikce		Minulá predikce			
Měnový kurz CZK/EUR		27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,5	25,1	25,6	25,5	25,1
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	1,4	0,6	0,4	1,0	2,0	2,2	2,4	2,0	2,7	3,0
Ropa Brent	USD/barel	99	52	44	54	71	66	65	71	56	57
HDP eurozóny	růst v %, s.c.	1,4	2,1	2,0	2,4	1,8	1,0	1,4	1,9	1,4	1,5

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Výhled pro rok 2019, popř. 2020, Ministerstvo financí České republiky hodnotilo následovně:

- na základě výše uvedených trendů snížilo MF ČR predikci růstu reálného HDP v roce 2019 z 2,5 % na 2,4 %, a to vlivem očekávaného zhoršení vnějšího prostředí – nejvýznamnějším růstovým faktorem by neměla být domácí spotřeba, pozitivně, ale již méně než v roce 2018 by měla růstu pomáhat rovněž investice do fixního kapitálu a vládní spotřeba, naopak záporný by očekávaný příspěvek zahraničního obchodu,
- pro rok 2020 očekávalo MF ČR růst HDP o 2,4 %, tedy na stejné úrovni jako v roce předchozím,
- od počátku roku 2017 se meziroční růst spotřebitelských cen pohyboval v horní polovině tolerančního pásma 2% inflačního cíle ČNB a MF ČR očekávalo, že se zde bude pohybovat nadále, alespoň po větší část roku 2019 – nadále by měly působit proinflační efekty růstu mezd a platů a kladné produkční mezery, ale s klesající intenzitou, růst by proti tomu měly ceny ropy, díky čemuž byla zvýšena predikce míry inflace pro rok 2019 na 2,3 %,
- pro rok 2020 byl výhled inflace ponechán na 1,6 %,
- i přes limity trhu práce pokračoval celý rok 2018 růst zaměstnanosti, nedostatek pracovníků se nicméně stal primární bariérou extenzivního růstu produkce a motivem k investicím zvyšujícím produktivitu práce; prostor pro snižování nezaměstnanosti byl téměř vyčerpaný, výhled míry nezaměstnanosti MF ČR pro rok 2019 ponechalo na 2,2 %, a stejnou míru očekávalo i v roce 2020,
- v rámci běžného účtu platební bilance se postupně snižovalo kladné saldo bilance zboží v důsledku vyšší domácí poptávky po dovozech dané růstem spotřeby a investic, k čemuž se rovněž postupně přidával růst nejistot ve světovém obchodě; ostatní složky běžného účtu by měly stagnovat či se nepatrně zlepšovat, proto MF ČR očekávalo relativně stabilní malý přebytek 0,2 % HDP v roce 2019 a 0,3 % o rok později,
- hospodaření sektoru vládních institucí skončilo v roce 2018 přebytkem 0,9 % HDP a v roce by mohlo dosáhnout přebytku 2019 0,3 % HDP, oproti předchozí predikci korigovalo MF ČR výhled ovšem výrazně směrem dolů vlivem vysoké dynamiky výdajů,
- dluh sektoru vládních institucí by v roce 2019 mohl klesnout až na 31,5 % HDP.

Rizika predikce považovalo MF ČR za vychýlená výrazně směrem dolů. Pro silně exportně orientovanou Českou republiku bylo hlavním rizikem nastavení budoucích vztahů mezi Spojeným královstvím a EU. Dne 22. 3. 2019 se Evropská rada usnesla na odkladu data odchodu Spojeného království z EU na 22. 5. 2019 za podmínky, že britský parlament do 29. 3. 2019 schválí dohodu o vystoupení, což se nestalo. Proto bylo datum odchodu stanoveno

jen na 12. 4. 2019. Přes řadu otevřených možností tím vzrostlo výrazně riziko odchodu bez dohody. Predikce přitom vyšla z předpokladu, že k uzavření výstupové dohody dojde.

Dalším rizikem byla tendence růstu protekcionismu projevující se především vyhocením obchodních vztahů mezi USA a Čínou, ovšem potenciálně ovlivňující i obchod mezi USA a EU. Zvyšování existujících a zavádění nových cel bude mít dopad na objem zahraničního obchodu i na důvěru ekonomických subjektů. Zvýšená nejistota může vést k odložení některých investičních rozhodnutí. Vyšší cla rovněž ovlivní ceny dováženého zboží a kupní sílu spotřebitelů. Důsledky mohou být i komplexnější, např. v podobě přesunů výroby do jiných států.

Rizikem se pro českou ekonomiku stávalo zpomalování ekonomického růstu v Německu, největším obchodním partnerovi ČR. Od listopadu 2018 zde průmyslová výroba zaznamenávala pokles a dle vývoje ukazatelů sentimentu podnikatelů by se situace měla v krátkodobém horizontu dále zhoršovat.

Zprostředkovaný vliv na ČR by mohla mít případná eskalace problémů italského bankovního sektoru a další geopolitické faktory, např. nestabilita některých rozvíjejících se zemí jako Turecko, Argentina či Brazílie, nebo zpomalování ekonomického růst v Číně.

Samotná česká ekonomika vykazovala v některých oblastech zřetelné znaky přehřátí, zvláště na trhu práce a nemovitostí. V případě naplnění některých uvedených rizik v horizontu predikce nebylo možné vyloučit, že ekonomika by mohla vstoupit do sestupné fáze ekonomického cyklu.

V konjunkturálních šetřeních stále více firem poukazovalo na nedostatek zaměstnanců jako na bariéru růstu produkce. Ve střednědobém a delším horizontu se tak stalo hlavním faktorem růstu zvyšování produktivity práce. V krátkém horizontu nerovnováhy na pracovním trhu vytvářely silný tlak na růst mezd a tedy zvyšování jednotkových nákladů práce. To na jedné straně při delším trvání mohlo negativně ovlivnit konkurenceschopnost některých firem, na stranu druhou vedlo k růstu disponibilního důchodu domácností, investic a orientaci na produkci s vyšší přidanou hodnotou.

Cyklický vývoj ekonomiky a nízké úrokové sazby vedly společně ke zvýšení dynamiky hypotečního úvěrů. Spolu s faktory limitujícími nabídku residenčních nemovitostí (zvláště v Praze) došlo k výraznému navýšení nabídkových cen bytů. Jeho další pokračování představovalo makroekonomické riziko s možným dopadem na finanční stabilitu (potenciální neschopnost domácností splácet úvěry). Dynamika úvěrů na bydlení od poloviny roku 2017 nicméně klesala, a to díky růstu úrokových sazeb, zpřísnění úvěrových podmínek a vysoké úrovni cen bytů. V říjnu 2018 vstoupila v platnost doporučení ČNB a začal výrazně klesat objem nových hypotečních úvěrů. Počet dokončených bytů měl pokračovat v dynamickém růstu ještě na počátku roku 2019, následně mělo dojít k jeho zpomalení.

S ohledem na význam automobilového sektoru pro českou ekonomiku středně až dlouhodobé riziko představovaly zásadní strukturální změny, k nimž mělo v tomto odvětví patrně dojít vlivem postupného zpřísnění emisních norem. Přejít na alternativní druhy pohonu si vyžádá enormní investice do vývoje technologií, strojů a zařízení či infrastruktury. Očekávan byl rovněž dopad na zaměstnanost, dodavatelsko-odběratelské vztahy či ceny energií.

Rizikem směrem vzhůru, byť spíše střednědobým, byly plánované akvizice armádní techniky, které by měly ovlivnit dynamiku investic.

1.5.2.2. Makroekonomický výhled – kolokvium MF ČR

K stanovenému datu ocenění, tedy 30. 6. 2019 byly známy odhady vývoje ekonomiky České republiky pocházející od relevantních veřejných i komerčních institucí zveřejněné v rámci 47. *Kolokvia – šetření prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2019 – 2022)*. Toto bylo vydáno Ministerstvem financí České republiky dne 17. 5. 2019, přičemž se průzkumu aktivně zúčastnilo 16 domácích institucí. K průzkumu byly dále přiřazeny odhady dvou

zahraničních subjektů (Mezinárodního měnového fondu a Evropské komise). Seznam účastníků kolokvia je uveden v příloze tohoto materiálu.

Odhad makroekonomických veličin v rámci 47. Kolokvia Ministerstva financí ČR I.

Předpoklady		2019				2020			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
HDP zemí EA19	reálný růst v %	1,0	1,2	1,5	1,0	1,0	1,4	1,7	1,4
Cena ropy Brent	USD/barel	65	68	73	66	61	66	73	65
3M PRIBOR	průměr v %	2,0	2,2	2,3	2,1	1,5	2,3	2,5	2,3
Výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů	průměr v %	1,7	2,0	2,2	2,2	1,4	2,1	2,6	2,4
Měnový kurz CZK/EUR		25,3	25,5	25,9	25,5	24,1	25,2	26,4	25,1
Měnový kur USD/EUR		1,11	1,14	1,23	1,14	1,05	1,17	1,29	1,14

Hlavní indikátory		2019				2020			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
Hrubý domácí produkt	reálný růst v %	2,1	2,5	3,0	2,4	1,4	2,4	2,8	2,4
Příspěvek změny zásob	p. b.	-0,5	0,1	0,6	0,0	0,0	0,1	0,7	0,0
Příspěvek zahraničního obchodu	p. b.	-0,8	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	0,5	0,0
Spotřeba domácností	reálný růst v %	2,1	2,8	3,7	2,9	1,7	2,6	3,1	2,8
Spotřeba vlády	reálný růst v %	1,8	2,5	3,3	2,2	1,0	1,8	2,5	1,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	reálný růst v %	2,2	3,6	5,9	3,1	-1,0	2,5	3,6	2,7
Deflátor HDP	růst v %	1,4	2,5	3,6	3,0	1,4	2,0	2,7	1,9
Průměrná míra inflace	v %	2,2	2,4	2,7	2,3	1,6	2,0	2,5	1,6
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-0,8	0,3	0,6	0,4	-0,5	0,0	0,3	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	v %	2,0	2,3	3,1	2,2	1,9	2,3	3,2	2,2
Objem mezd a platů	nominální růst v %	5,9	7,0	8,8	7,5	4,3	5,4	7,2	5,9
Saldo běžného účtu	v % HDP	-0,6	0,3	1,1	0,2	-0,9	0,2	1,1	0,3

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Hlavní tendence očekávané respondenty průzkumu a přiřazenými institucemi pro roky 2019 až 2020 Ministerstvo financí shrnovalo v následujících bodech:

- v roce 2019 počítali respondenti průzkumu s růstem HDP o 2,5 %, v roce 2020 s nepatrným zpomalením na 2,4 %,
- ekonomický růst měl být tažen výhradně domácí poptávkou, jejíž dynamika měla podpořit růst dovozu, růst HDP tak měly tlumit čisté vývozy, a to i přes pokračující růst v eurozóně,
- spotřebu domácností měla pozitivně ovlivňovat situace na trhu práce, odrážející se v růstu mezd a platů, díky čemuž byl očekáván růst výdajů domácností na konečnou spotřebu v letech 2019 a 2020 o cca 2,8 %, resp. 2,6 %,
- růst spotřeby sektoru vládních institucí měl ze 3,7 % v roce 2018 zpomalit na 2,5 % v roce 2019 a následně na 1,8 % o rok později,
- tvorba hrubého fixního kapitálu by měla v roce 2019 růst o 3,6 % s následným zpomalením v roce 2020 na 2,5 %,
- míra inflace byla pro rok 2019 účastníky očekávána ve výši mírně přesahující 2,0 %, v roce 2020 pak právě na úrovni 2,0 %,
- protiinflačně by měl působit posilující měnový kurz, proinflačně naopak domácí poptávkové tlaky,
- situace na trhu práce by měla zůstat napjatá, prostor pro pokles nezaměstnanosti považovali respondenti za vyčerpaný, a míru nezaměstnanosti odhadovali v roce 2019 i 2020 na 2,3 %,
- zaměstnanost se měla v roce 2019 zvýšit o 0,3 %, v roce 2020 měla již vlivem demografických faktorů a nízké nezaměstnanosti stagnovat,
- respondenti kolokvia očekávali pro roky 2019 a 2020 silný růst mezd a platů, a to o 7,0 % a 5,4 %, když na dynamiku mezd a platů mimo ekonomický vývoj (nedostatek pracovní síly) měl dále působit efekt zvyšování minimální a zaručené mzdy a rovněž navýšení platů v sektoru vládních institucí,

- pro rok 2019 respondenti odhadovali přebytek běžného účtu platební bilance ve výši 0,3 % HDP, v roce 2020 měl dosáhnout nepatrně nižších 0,2 % HDP.

Odhad makroekonomických veličin v rámci 47. Kolokvia Ministerstva financí ČR II.

Předpoklady		2021				2022			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
HDP zemí EA19	reálný růst v %	0,6	1,2	1,7	1,7	1,3	1,5	1,8	1,8
Cena ropy Brent	USD/barel	63	66	72	63	62	66	75	62
3M PRIBOR	průměr v %	1,5	2,2	2,6	2,3	1,8	2,2	2,6	2,3
Výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů	průměr v %	1,3	2,1	2,6	2,4	1,2	2,2	3,2	2,4
Měnový kurz CZK/EUR		23,3	24,8	26,4	24,6	22,9	24,4	25,9	24,2
Měnový kur USD/EUR		1,02	1,19	1,29	1,14	1,02	1,21	1,31	1,14

Hlavní indikátory		2021				2022			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
Hrubý domácí produkt	reálný růst v %	1,6	2,1	2,5	2,3	0,7	2,3	3,0	2,2
Příspěvek změny zásob	p. b.	-0,7	0,0	0,4	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Příspěvek zahraničního obchodu	p. b.	-0,6	0,3	1,7	0,1	-0,5	0,2	1,1	0,0
Spotřeba domácností	reálný růst v %	1,7	2,0	2,5	2,5	1,9	2,0	2,3	2,1
Spotřeba vlády	reálný růst v %	0,9	1,7	2,3	1,9	1,0	1,5	1,9	1,9
Tvorba hrubého fixního kapitálu	reálný růst v %	-2,6	1,5	3,6	2,6	1,0	2,5	4,3	2,9
Deflátor HDP	růst v %	1,1	1,7	2,1	1,9	1,1	1,8	2,2	2,0
Průměrná míra inflace	v %	1,3	1,9	2,4	1,8	1,2	1,9	2,3	1,8
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-0,5	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,0
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	v %	2,0	2,7	3,4	2,3	2,0	2,8	3,5	2,3
Objem mezd a platů	nominální růst v %	4,1	4,9	5,9	5,5	3,7	4,8	5,7	5,0
Saldo běžného účtu	v % HDP	-1,1	0,2	1,0	0,4	-1,3	0,2	0,8	0,5

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Pro celý horizont výhledu (období 2019 – 2022) pak zúčastněné instituce dle komentářů ke grafům očekávaly zjednodušeně:

- pokračování pozvolného růstu HDP v EA19, nicméně zpomalujícím tempem, které bylo proti předchozím predikcím revidováno směrem dolů,
- ceny ropy Brent spíše mírně nad úroveň 65 USD/barel,
- výraznější růst krátkodobých sazeb (3M PRIBOR) v roce 2019, následovaná stagnací,
- jen nepatrný růst výnosů českých státních dluhopisů, ve srovnání s krátkodobými sazbami (předchozí bod) byly očekávané dlouhodobé sazby nepatrně nižší,
- postupné posilování CZK vůči EUR, proti předchozím prognózám pomalejší po celou dobu prognózy a tempo posilování označeno za velmi nejisté,
- oslabení amerického dolaru vůči euru, a to až do roku 2022, ve srovnání s předchozími výhledy ovšem postupné změny ve směru silnějšího dolaru,
- ekonomický růstu (růst HDP) do roku 2022 v rozpětí 2,0 – 2,5 %,
- téměř nulový příspěvek změny zásob modelovanému růstu HDP ve celém horizontu prognóz,
- záporný příspěvek čistých vývozu (oscilace kolem nuly), kladný až v roce 2021,
- zpomalující růst spotřeby domácností, až ke 2 % v letech 2021 – 2022,
- postupně zpomalující růst spotřeby vládních institucí, v druhé polovině výhledu spíše pod 2 %,
- setrvalý růst investic (tvorba hrubého fixního kapitálu), ovšem proti předchozím predikcím výrazněji snížený, jen kolem 2,5 % (předchozí odhad kolem 4,0 %),
- růst deflátoru HDP kolem 2 % ročně, posun prognóz směrem k rychlejšímu růstu,
- průměrnou míru inflace po celou dobu výhledu mírně nad úroveň 2 %, tedy konzistentní s inflačním cílem ČNB,
- výrazné zpomalení růstu zaměstnanosti, v roce 2021 již dokonce její možný, byť nepatrný, pokles,

- extrémně nízkou míru nezaměstnanosti, v druhé polovině predikce v souladu s předchozím bodem s možným mírným nárůstem,
- silný růst objemu mezd a platů v roce 2019, nicméně již viditelně nižší, než o rok dříve, s následným dalším zpomalováním k cca 5 %,
- trvale mírně přebytkový běžný účet platební bilance, celá predikce ovšem horší, než obě předchozí.

1.5.3. Dlouhodobě očekávaná inflace

Parametr dlouhodobě očekávané inflace je jedním z významných veličin vstupujících do modelů výnosového očekávání (náklady kapitálu, tempa růstu generátorů hodnoty). S ohledem na délku finančních plánů pro výnosové ocenění je obecně nevhodný krátkodobý výhled, obvykle zpracováváný různými institucemi na nejbližší 1 – 2 roky.

Krátkodobé výhledy inflace platné k datu ocenění jsou popsány v předchozích kapitolách, shrnutí těchto predikcí uvádí následující tabulka.

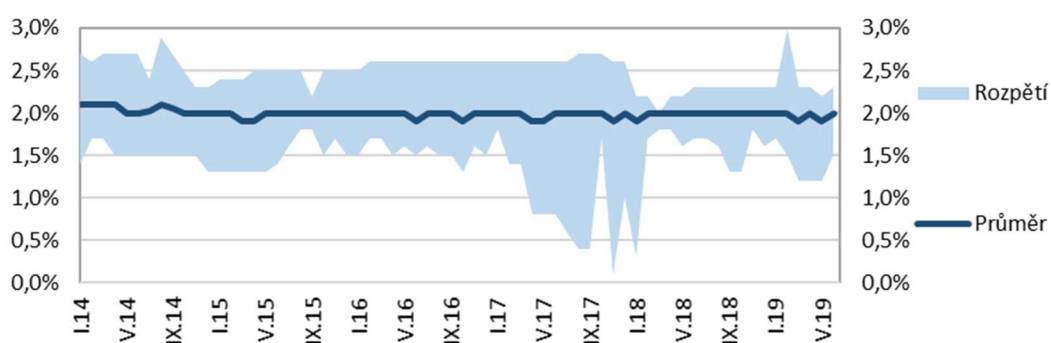
Výhledy spotřebitelské inflace platné k datu ocenění

	2019	2020	2021	2022
Predikce MF ČR duben 2019	2,30%	1,60%	n.a.	n.a.
47. Kolokvium MF ČR - průměr	2,40%	2,00%	1,90%	1,90%

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Inflační očekávání na podstatně častější bázi (kolokvium MF ČR 2x ročně, makroekonomická predikce MFČR 4x ročně) prezentuje rovněž ČNB, která každý měsíc vydává materiál *Inflační očekávání finančního trhu*. V tomto jsou shromažďovány predikce tuzemských, a několika zahraničních analytiků, je tak užší obdobou kolokvií MF ČR s možností rychlejší reakce na měnící se podmínky.

Výhled inflace v tříletém horizontu



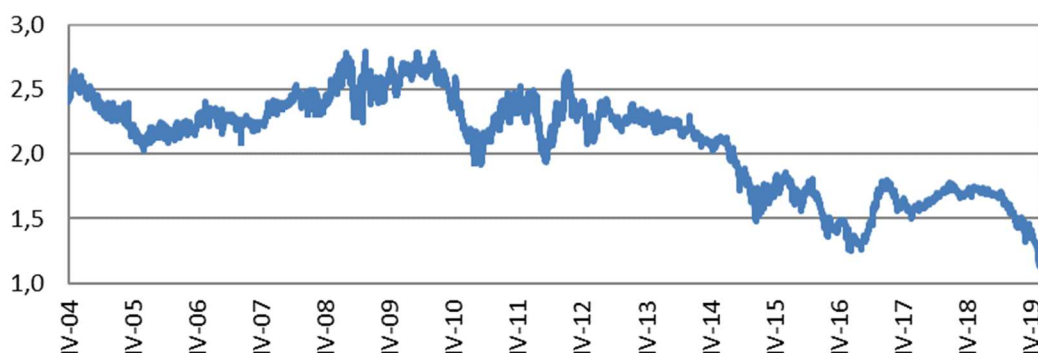
Zdroj: ČNB

K datu ocenění 30. 6. 2019 byla zveřejněna predikce založená na očekáváních 13 domácích a 3 zahraničních analytiků. V tříletém horizontu byla inflace, stejně jako v nedávné minulosti, očekávána cca na úrovni inflačního cíle ČNB, tedy v průměru kolem 2 %. Rozptyl predikcí k 30. 6. 2019 činil 1,5 – 2,3 %. To odpovídá výsledkům 47. Kolokvia, dle kterých by se měla inflace v tomto horizontu rovněž držet poblíž inflačního cíle, s možnou tendencí dosažení mírně nižších hodnot.

Očekávání inflace v rámci popsaného 47. Kolokvia pro období 2018 – 2021 popř. *Makroekonomické predikce MFČR z dubna 2019*, tzn. oscilování okolo inflačního cíle ČNB ve výši 2 %, se tak k datu ocenění jeví v kontextu aktuálnější predikce jako vcelku odpovídající. Nicméně nejde o dostatečně dlouhodobou předpověď, kterou obecně vyžaduje ocenění podniku (nejde-li o ocenění majetkové, např. simulací likvidace, pro které může být dostatečný jen několikaletý výhled).

Sledovanou předpověď dlouhodobé inflace v Eurozóně je zvláště v posledních letech tzv. inflační swap, především pětiletý (EUR Inflation Swap Forward 5Y5Y). V rámci agenturního systému Bloomberg Terminal jde o funkci *FWISEU55 Index*. Inflační swap v podstatě vyjadřuje očekávaný průměr inflace za určité období (zde 5 let) začínající určitou dobu od současnosti (zde za 5 let). K datu ocenění 30. 6. 2019 tak šlo o očekávání inflace v Eurozóně v období 1. 7. 2024 – 30. 6. 2029.

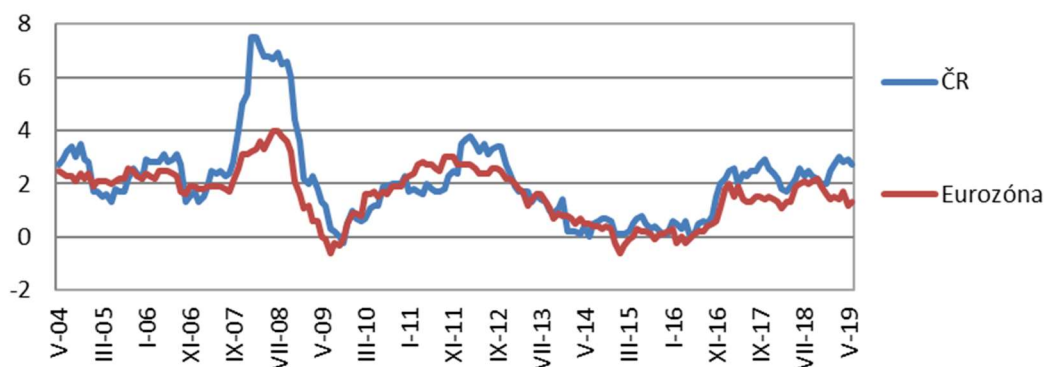
Očekávaná inflace v Eurozóně – EU Inflation Swap Forward 5Y5Y (v %)



Zdroj: Bloomberg Terminal, funkce *FWISEU55 Index*

K tomuto datu dosahovalo inflační očekávání v Eurozóně měřené uvedeným swapem velmi nízkých hodnot, k datu ocenění šlo pouze o 1,21 %, když od počátku roku ukazatel setrval klesal (průměr za předchozích 12 měsíců činil 1,61 %).

Vývoj spotřebitelské inflace v Eurozóně a ČR od vstupu do EU (v %)



Zdroj: Bloomberg Terminal, funkce *CZCPYOY Index* a *ECCPEMUY Index*

Očekávání evropské inflace je zároveň do značné míry relevantní i pro Českou republiku. Od vstupu České republiky do Evropské unie (1. 5. 2004) je lokální spotřebitelská inflace pozitivně korelována s inflací v Eurozóně. Tato korelace má je v čase stabilní, či spíše roste, viz uvedené tabulky (měsíční frekvence časových řad). To ukazuje na silnou přímou závislost obou inflací, přičemž vzhledem k závislosti otevřené české ekonomiky na partnerech v EU lze předpokládat, že dlouhodobý odhad inflace v Eurozóně je v zásadě platný i pro český trh.

Dlouhodobě očekávanou inflaci v Evropské unii a České republice tak lze pro účely této práce dle názoru zpracovatele modelovat k datu ocenění 30. 6. 2019 na úrovni cca 1,50 – 2,00 %, tedy v pásmu odpovídajícím horizontu střednědobé makroekonomické predikce ČR i dlouhodobému výhledu danému vývojem inflačního swapu Eurozóny.

Korelace spotřebitelské inflace Eurozóny a ČR k 30. 6. 2019

Od vstupu do EU	0,816
Posledních 10 let	0,820
Posledních 5 let	0,912

Zdroj: Bloomberg Terminal, vlastní propočty

1.5.4. Relevantní trh společnosti

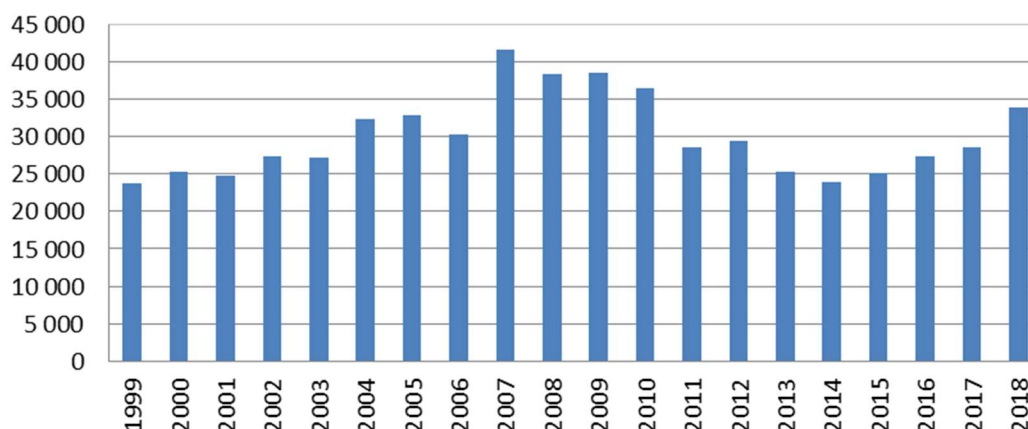
V rámci popisu historického vývoje společnosti a struktury nabízených služeb byla z geografického pohledu za relevantní trh označena Česká republika, resp. oblast definovaná rozsahem obsluhované infrastruktury – část Olomouckého kraje (Přerovsko).

Z hlediska produktu je vymezení rovněž jednoznačné. S ohledem na strukturu tržeb je jím výroba plastových (popř. doplňkově jiných) oken a dveří. K takto úzce vymezenému trhu je problematické získat nějaká relevantní data. Nicméně z tohoto lze zároveň usuzovat, že relevantní trh společnosti je součástí širšího trhu, kterým je tuzemské stavebnictví, popř. jeho části (bytová výstavba, výstavba dalších budov, nikoli však dopravní stavitelství apod.).

1.5.4.1. Bytová výstavba

Např. bytová výstavba prošla v uplynulé dekádě hlubokým poklesem. Počet dokončených bytů před vypuknutím světové finanční krize dosáhl v roce 2007 množství přes 41,5 tisíce a v letech 2008 – 2009, kdy se již během krizového období dokončovaly dříve započaté projekty, šlo o cca 38,5 tisíc každý rok. Následovalo relativně dlouhé období poklesu, které mělo dno až v letech 2013 – 2015. Během nich počty dokončených bytů činily každoročně cca 25 tisíc. Až v posledních letech před datem ocenění opět počty dokončených bytů narůstají, stále ovšem nedosahují úrovně let 2007 – 2010.

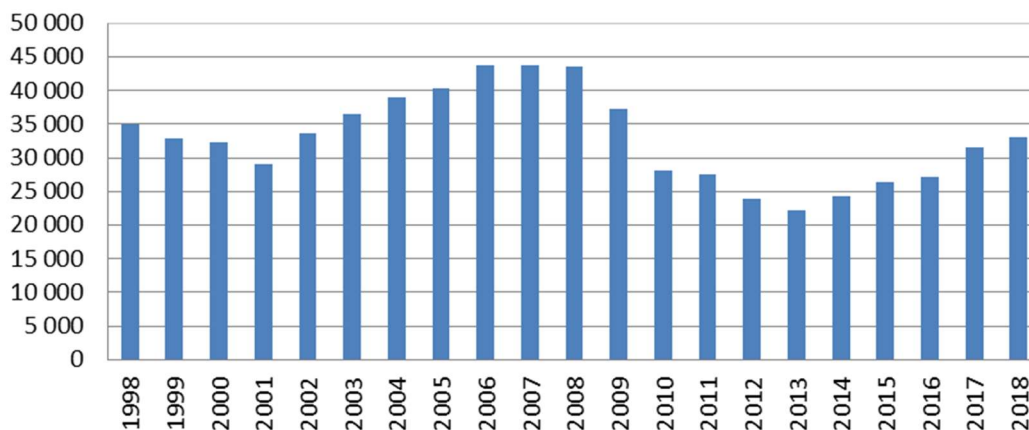
Počet dokončených bytů v ČR



Zdroj: ČSÚ, vlastní zobrazení

Růstový trend má potenciál vydržet i v nejbližších letech, když dle databáze Českého statistického úřadu až do data ocenění narůstal počet bytů zahájených. Uvedených ukazatel dosáhl dna v roce 2013, kdy bylo zahájeno jen 22 tisíc bytů, v roce 2018 se jednalo již o 33 tisíc bytů. V prvním pololetí byla zahájena výstavba 19 tisíc bytů, meziročně zhruba o 2,5 tisíc více.

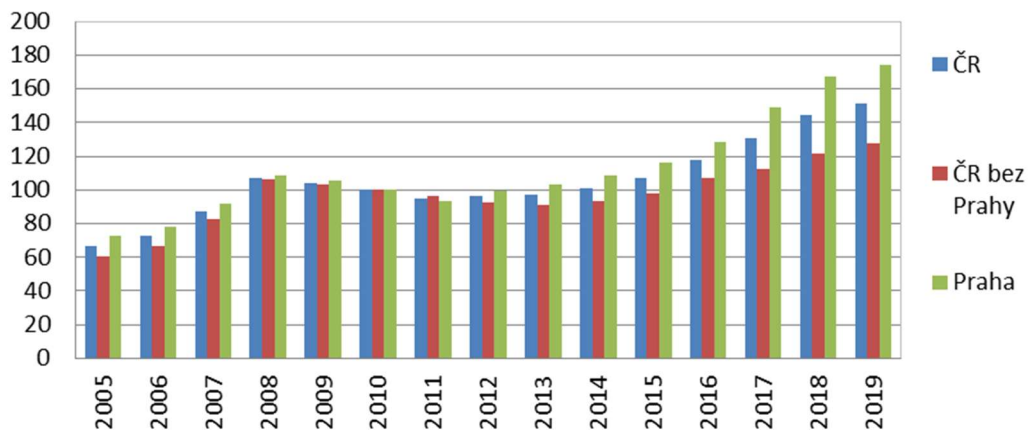
Počet zahájených bytů v ČR



Zdroj: ČSÚ, vlastní zobrazení

Na trhu se v posledních letech před datem ocenění ovšem projevují i negativní tendence. Specifický je např. trh v Praze, v níž v roce 2018 v rozporu s celorepublikovým trendem (růst počtu dokončených bytů o 18,5 %) došlo k poklesu počtu dokončených bytů (o 9,5 %). Problémem lokálního trhu, na němž je dokončován cca 3,5 tisíce bytů ročně, ovšem při prezentované potřebě cca 6 tisíc nových bytů za rok, je absence Metropolitního plánu definujícího budoucí výstavbu, která se přidává k obecnému problému zdlouhavého povolovacího řízení (stavebního procesu) danému stavebním zákonem z roku 2002. Tzn. k převládající byrokratické zátěži a možnostem třetích stran novou výstavbu blokovat.

Indexy cen bytů ve vztahu k cenové úrovni roku 2010 (v %)



Zdroj: ČSÚ, vlastní zobrazení

Chybějící výstavba ve vztahu k předpokládané nutné obnově bytového fondu či lokálně převažující poptávka nad nabídkou plynoucí z pohybu obyvatelstva (stěhování do Prahy a Středočeského kraje) se spolu s dalšími makroekonomickými faktory (nízké úrokové sazby coby pozůstatek měnové politiky uvolněné v krizovém a pokrizovém období) projevují v rychlém růstu cen bytů, zvláště v posledních letech před datem ocenění. Z grafu je patrné, že ceny rostou

nejrychleji na významném lokálním trhu v Praze (v roce 2019 na cca 175 % úrovně roku 2010), k růstu nicméně dochází napříč trhem.

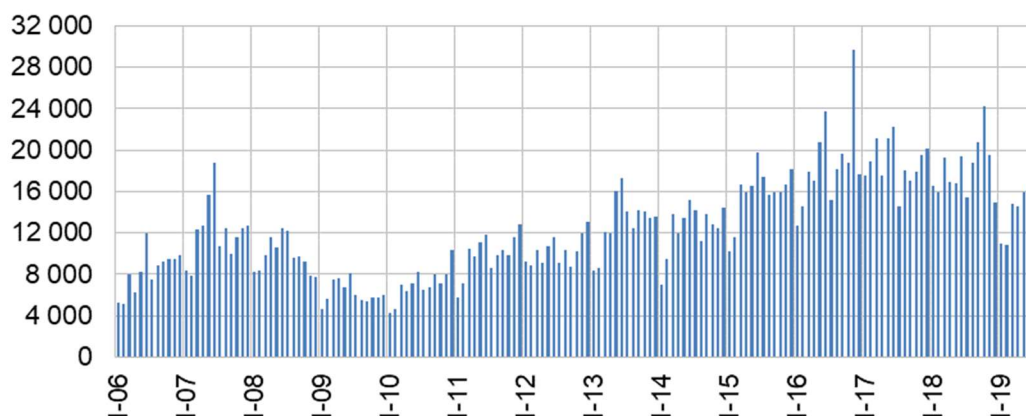
1.5.4.2. Hypoteční trh

Tento faktor se může do budoucna ukázat limitujícím pro další růst trhu, když si nové bydlení nebude moci bez značného zadlužení dovolit významná část obyvatelstva. Riziko zadlužení přitom v posledních letech předcházejících datum ocenění stále více vnímala ČNB, která zahájila proces větší regulace trhu hypoték. V roce 2018 byla ze strany ČNB nastavena pravidla, dle kterých banky financující bydlení mohly poskytnout úvěr pouze:

- do výše devítinásobku čistého ročního příjmu žadatele,
- na maximálně 80 až 90 % hodnoty nemovitosti (stěžejní byla dolní hranice uvedeného rozpětí), přičemž
- splátky hypotečního úvěru nesměly přesáhnout 45 % čistého měsíčního příjmu žadatele.

Vysoká cenová úroveň bytů společně s přísnější regulací se v první polovině roku 2019 projevila negativně na objemu hypotečního trhu v České republice, a to i přes klesající úrokové sazby. Objem trhu mezitím poklesl o cca čtvrtinu, poskytnuto bylo necelých 37 tisíc úvěrů v objemu 84 miliard CZK. Proti prvnímu pololetí roku 2018 došlo k poklesu hypotečního trhu o 12,2 tisíc úvěrů v objemu 21 miliard CZK.

Objem hypotečních úvěrů – měsíční časová řada (v milionech CZK)



Zdroj: Fincentrum Hypoindex zveřejňovaný na hypoindex.cz, vlastní zobrazení

1.5.4.3. Výroba plastových oken

Společně s poklesem stavebního trhu, resp. bytové výstavby, po roce 2008 došlo i k zmenšení objemu trhu s okny. Jak uvádí článek „Českých výrobců oken ubývá. Trh si rozdělí velcí hráči.“ zveřejněný dne 10. 10. 2017 na webu idnes.cz, v období před vypuknutím finanční krize došlo k nasycení trhu s okny, který v této době dosáhl objemu 15 miliard CZK. Následoval jeho propad na zhruba poloviční hodnotu (do pásma 7 – 8 miliard CZK), který byl provázen řadou krachů a tedy konsolidací v oboru.

V případě výroby a prodeje plastových oken byl pokles vyvolán kromě obecných vlivů ještě specifickými faktory. V předchozím období docházelo k masivní revitalizaci panelových domů, v nichž byla v rámci zateplování měněna i okna, objemu trhu ve finančním vyjádření napomohla i vyšší cena materiálů. Podpora revitalizací končila v roce 2011 a následoval další pokles mimo toho vyvolaného omezováním nové výstavby.

Výše uvedený článek označuje za rok stabilizace a obratu trhu rok 2016. V roce 2017 očekávali dotazovaní výrobci jeho mírný růst cca 5 %. Rizikem pro domácí výrobce byly levné importy, především z Polska. Jejich vrchol nicméně měl nastat již v předešlých letech a postupně docházelo k poklesu.

Obdobný objem trhu jako přechozí článek citoval rovněž článek „*Čeští výrobci oken zdražují, rostou jim mzdy i ceny materiálu. Zákazníci si připlatí i za montáž.*“ ze dne 17. 9. 2018 zveřejněný v Hospodářských novinách, popř. na webu ihned.cz. Dle tohoto byla aktuální odhadovaná velikost trhu plastových oken ve finančním vyjádření zhruba 7 miliard CZK. Dle článku i v roce 2018 pokračovala konsolidace trhu (z aktuálních 100 – 120 společností, přičemž o deset let dříve jich bylo cca 3x tolik), nadále postiženého slabými maržemi, popř. transformace některých společností na podniky zabývající se prodejem a montáží oken, u kterých lze očekávat vyšší marže. Růst marží by měl být nicméně pozvolný, především v porovnání s dodavateli jiných stavebních doplňků, pomáhat by mu mohla nabídka specifických řešení, tzn. mimo samotných standardizovaných oken výroba nadrozměrných řešení, kompozitních prvků, prvků s integrovaným systémem větrání atd.

Dle uvedených článků lze trh segmentovat na:

- dovozce ze zahraničí, především Polska, jejichž podíl činí cca 20 – 25 %, dlouhodobě klesá, v období před vypuknutím finanční krize se jednalo až o 35 %,
- Window Holding (značky Vekra, Ontherm a TWW), který je největším tuzemským hráčem s podílem kolem 20 – 25 %,
- další jednotlivě významné výrobce, kterými jsou:
 - Svět oken, s.r.o. (levnější výroba) s tržbami dle účetních závěrek za roky 2016 – 2018 ve výši 700 – 900 milionů CZK (podíl cca 9 – 13 %)⁵,
 - společnost RI OKNA a.s., jejíž tržby dle závěrek za roky 2016 – 2017 dosahují kolem 700 – 800 milionů CZK (podíl kolem 10 %),
 - PKS okna a.s. s tržbami dle účetních závěrek za roky 2016 – 2017 kolem 650 milionů CZK (podíl cca 8 – 9 %),
 - SULKO s.r.o. s tržbami dle účetních závěrek za roky 2016 – 2018 okolo 450 milionů CZK (podíl kolem 6 %),
- ostatní výrobce.

Dle uvedené segmentace na importéry, Window Holding a čtveřici dalších významných výrobců připadá minimálně 75 % trhu. Ostatní výrobci, kteří na trhu působí, a mezi něž patří i oceňovaná společnost, bojují o zbyvajících podíl.

1.5.4.4. Tržní podíl oceňované společnosti

Tržby oceňované společnosti v letech 2017 – 2018 činily cca 140 milionů CZK, což naznačuje tržní podíl kolem 1,75 – 2 %. S ohledem na předpokládaný růst trhu (růst bytové výstavby, růst tržeb hlavních hráčů v posledních letech) lze za relevantnější odhad považovat k datu ocenění nižší hodnotu z uvedeného pásma.

1.5.5. Hodnocení vnějšího potenciálu

Výše uvedené kapitoly v základu popisují relevantní trh společnosti VPO Protivanov a.s., tedy jeho geografické vymezení, vymezení z hlediska produktu, hlavní konkurenty, vývoj nadřazeného trhu (stavebnictví, především bytová výstavba) atd.

V rámci analýzy atraktivity trhu bývají za faktory doporučené k posouzení označovány např.:

1. velikost trhu,
2. růst trhu,

⁵ Podíly jsou odhadnuty znalcem z tržeb jednotlivých společností za vlastní výrobky a služby a výše prezentovaného odhadovaného rozpětí velikosti trhu v intervalu 7 – 8 miliard CZK.

3. intenzita konkurence,
4. průměrná rentabilita,
5. bariéry vstupu,
6. možnosti substituce,
7. citlivost na konjunkturu,
8. struktura zákazníků,
9. vlivy prostředí.

Tyto faktory lze v zásadě ztotožnit s body popsány v předchozích kapitolách.

1. Velikost trhu – relevantním trhem společnosti je teoreticky Česká republika. Jednotliví hráči mohou mít lokálně vymezenou pobočkovou a prodejní síť, která velikost relevantního trhu dále zmenšuje (především v případě menších subjektů). Z výše uvedené segmentace vyplývá, že společnost patří zřejmě mezi středně velké subjekty na trhu – nefiguruje v pěti největších výrobců, významný je rovněž dovoz, na druhou stranu má významnější pobočkovou síť, měřitelný tržní podíl a uvažujeme-li o prezentovaném počtu 100 – 120 aktivních subjektů na trhu, musí s ním patřit do skupiny relativně velkých tržních hráčů, byť s odstupem za těmi největšími. Velikost trhu lze označit za střední či menší, objem trhu činí vyšší jednotky miliard CZK.
2. Růst trhu – velikost trhu a možnost jeho růstu ovlivňuje především vývoj bytové výstavby v tuzemsku, popř. podpora energetických úspor, oprav stávajícího bytového fondu atd. Obor lze rovněž považovat za cyklický, tzn. pozitivně korelovaný s vývojem hospodářství. Bytová výstavba je aktuálně tažena velkou poptávkou podporovanou nízkými úrokovými sazbami snižujícími náklady na dluhové financování. Proti tomu působí rostoucí regulace hypotečního trhu a k datu ocenění již vysoké ceny bytů, které se stávají pro řadu zájemců nedostupnými. Pozitivně působí aktuální fáze ekonomického cyklu, jež je patrná na rostoucích objemech dokončovaných i zahajovaných bytů. Výhled nicméně není zcela pozitivní, negativní rizika v ekonomice převládají. Opravy starších bytů již z velké části proběhly, poptávkový impuls srovnatelný s revitalizací panelákových sídlišť se zřejmě nebude opakovat. Stávající programy jako (Nová) Zelená úsporám jsou podstatně méně významné. V minulém desetiletí došlo vlivem souběhu několika faktorů (ekonomický pokles, zkomplikování stavebního řízení, ukončení podpory revitalizace bytových domů) k významnému poklesu trhu, jenž se k datu ocenění pohybuje na cca poloviční hodnotě oproti historickým maximům. Ta se jeví již nedosažitelná (ve fyzickém vyjádření). Aktuálně působící faktory v krátkodobém horizontu převládají pozitivní, ve střednědobém jsou vyrovnané, tzn. v nejbližších letech bude trh patrně významněji růst, v delším horizontu bude jeho vývoj plynulý, dlouhodobě by měl vývoj stavebnictví odpovídat vývoji celé ekonomiky.
3. Intenzita konkurence – konkurence na trhu je velmi vysoká. Předchozí nárůst trhu umožnil existenci řady subjektů, z nichž řada přežívá i po období následného hlubokého poklesu. Na trhu po roce 2008 došlo k významné konsolidaci a koncentraci trhu mezi největší hráče. Tato konsolidace zřejmě není nadále ukončena s ohledem na slabší ziskovost v odvětví, na niž je nutné mimo jiné reagovat částečnou změnou zaměření společností (posílení obchodu a služeb montáží atd., popř. výrobního zařízení směrem k individuálnější výrobě).
4. Průměrná rentabilita – finanční parametry jsou hodnoceny především v rámci finanční analýzy. S ohledem na množství subjektů na trhu není provedeno kompletní srovnání. Z provedeného porovnání cca 10 subjektů velikosti odpovídající oceňované společnosti nicméně vyplývá, že rentabilita byla v poslední dekádě slabá, medián či tržbami vážený průměr zisku EBITDA se pohyboval na úrovni jednotek % tržeb, v některých letech byl dokonce záporný. Neúplná data za rok 2018 naznačují výraznější zlepšení. Obě skutečnosti odpovídají popisu trhu, tzn. slabou ziskovost v sektoru, která byla doprovázena řadou krachů a konsolidací v oboru, jež bude zřejmě dále pokračovat. Zároveň u přeživších subjektů dochází k posilování ziskovosti zaváděním inovací ve výrobě (kompozitní výrobky, individuální řešení) a rozšiřováním služeb (prodej, montáž). Průměrná rentabilita v oboru ze stávajících podprůměrných hodnot by tak měla růst, nicméně spíše pomalu.
5. Bariéry vstupu – bariéry vstupu jsou relativně omezené. Na trhu v minulosti působily až stovky subjektů, i v současné situaci jde zřejmě o více než 100 lokálních společností, které doplňuje import. Určitou bariérou je rostoucí technická náročnost vyráběných a

- prodáváných řešení související s rostoucími nároky na snižování spotřeby energií či vyšší hlukovou izolaci.
6. Možnosti substituce – substituty plastových oken jsou okna vyráběná z jiných materiálů, především dřevěná a hliníková. Do budoucna lze předpokládat, že se výrobci budou snažit pokrýt výrobu oken a dveří z více materiálů a snižovat rizika úzké specializace.
 7. Citlivost na konjunkturu – citlivost na konjunkturu je vysoká, obor kopíruje vývoj ekonomického cyklu, s ohledem na délku stavebních řízení s určitým zpožděním (dno nedávného propadu trhu až v letech 2013 – 2014, přičemž k největšímu propadu ekonomiky došlo v roce 2009 a dalšímu menšímu v letech 2012 – 2013).
 8. Struktura zákazníků – zákazníků je obsluhováno obecně velké množství. Zákazníky jsou jak individuální osoby, tak soukromé a veřejné instituce zajišťující výstavbu. Dle ČSÚ jsou v ČR dokončovány především byty individuální (dlouhodobě 50 – 60 %), následované ostatními (v posledních letech až 40 %), tedy zřejmě komerčně budovanými, které nahradily dříve stavěné byty komunální (ještě kolem roku 2000 šlo o cca 25 % bytů, v posledních letech pouze 1 – 1,5 %). Okrajovým segmentem jsou k datu ocenění rovněž byty družstevní (kolem 1 %).
 9. Vlivy prostředí – mezi vlivy prostředí je nutné zařadit především legislativu, v ČR jde o především o stavební zákon, který v posledních zhruba 10 – 15 letech dle kritiků významně zkomplikoval obecně jakoukoli výstavbu, když došlo k prodloužení délky stavebního řízení na celosvětově značně podprůměrné hodnoty (dle Světové banky v roce 2018 na 156 místo ze 190 zemí). Negativním vlivem je tak v obecném vyjádření neefektivita státní administrativy. Potenciálem k datu ocenění je uvažované zjednodušení povolovacího řízení u staveb. V červnu 2019 byl vládou schválen věcný záměr nového stavebního zákona, paragrafové znění bylo očekáváno do konce roku 2019 a projednání zákona v roce 2020 s předpokládanou platností od roku následujícího.

Celkově je trh hodnocen jako průměrně atraktivní, atraktivita je vychýlena spíše směrem k negativnímu pásmu. Za hlavní faktory s největšími váhami jsou označeny průměrná rentabilita, popř. regulační opatření, která mají vliv na velikost trhu. Celkový efekt těchto faktorů je negativní, byť v obou parametrech může dojít k pozitivním posunům. Za relativně pozitivní faktor lze považovat zřejmě relativně malé možnosti substituce, které se omezují především na materiálová řešení, výrobek jako takový (okno, dveře) nahradit nelze.

Bodové hodnocení atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Váha * Body
		Negativní		Průměrné		Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	
Růst trhu	2				3			6
Velikost trhu	2				3			6
Intenzita konkurence	2			2				4
Průměrná rentabilita	3		1					3
Bariéry vstupu	2			2				4
Možnosti substituce	1						5	5
Citlivost na konjunkturu	2			2				4
Struktura zákazníků	2					4		8
Vlivy prostředí	3			2				6
Celkem	19							46
Maximální počet bodů	114	středně atraktivní trh						
Dosažený počet bodů	46							
Atraktivita trhu	40%							

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní hodnocení

1.5.6. Hodnocení vnitřního potenciálu

Základní literatura (MAŘÍK 2007) doporučuje hodnotit přímé a nepřímé faktory konkurenční síly. Za přímé faktory jsou označovány ty viditelné navenek společnosti, v podstatě marketingový mix. Nepřímými faktory jsou pak především:

- finanční situace,

- řízení podniku,
- personál,
- inovační síla,
- dlouhodobý majetek a investiční politika.

1.5.6.1. Finanční situace

Finanční situace je níže hodnocena především v rámci finanční analýzy, jejímž výstupem je popis společnosti VPO Protivanov, a.s. coby stabilizující se společnosti, vykazující v uplynulé dekádě problematické výsledky hospodaření, tzn. donedávna ztrátové a ve srovnání s obdobně velkými společnostmi více zadlužené. Před datem ocenění nicméně dochází k viditelnému zlepšování situace – růstu tržeb a souvisejícími obratu ziskovosti do kladných hodnot. Postupně je omezován objem cizích zdrojů a posiluje likvidita společnosti, včetně hotovostní.

Hodnocení finanční analýzy je aktuálně neutrální, s významnými riziky. Dle komplexních metod hodnocení finanční situace (bonitní a bankrotní modely) se v minulosti společnost pohybovala v bankrotním pásmu, před datem ocenění se nicméně posunula do šedé zóny.

1.5.6.2. Řízení společnosti

V oblasti řízení společnosti bývají hodnoceny faktory jako tvorba vizí, strategií, prognóz, schopnost hodnocení rizik, vyvážení technických a ekonomických hledisek atd.

Společnost v minulých letech prošla společně s celým trhem složitým obdobím. To se na trhu projevilo rozsáhlými změnami, včetně vlny bankrotů a konsolidací, během které zanikly odhadem až 2/3 subjektů, které na trhu působily před vypuknutím finanční krize v roce 2008. Přesto společnost toto období překonala.

Ve výše uvedeném popisu trhu je rovněž naznačeno, jakým směrem se stávající subjekty mají vydat, aby posílily svou pozici na trhu – individuální řešení pro zákazníky, kombinace a využití nových materiálů, posílení služeb jako je obchod a montáže. Toto odpovídá vývoji tržeb oceňované společnosti v posledních letech, zdá se tak, že na tržní trendy včas reaguje.

Dle výročních zpráv má společnost plán dalšího rozvoje zahrnující modernizaci, zvyšování efektivity, tvorbu finanční rezervy na investice a plán investic, posilování prodejní sítě, zavádění nových výrobků, včetně atypických, rozšiřování doplňkových služeb, jako jsou montáže, vnitřní reorganizaci atd.

Řízení společnosti je tak hodnoceno pozitivně – reaguje adekvátně na vývoj trhu i specifickou situaci oceňované společnosti.

1.5.6.3. Personální otázky

Počet zaměstnanců společnosti dle příloh k účetním závěrkám v minulosti klesal s obratem v roce 2015. Dle poslední výroční zprávy je k datu ocenění plánováno navýšení počtu pracovníků pokrývajících rostoucí objem tržeb.

Dle srovnávací finanční analýzy byl průměrný osobní náklad oceňované společnosti v minulých letech pod úrovní konkurence, když mezi lety 2010 – 2012 došlo k jeho poklesu, zřejmě z titulu propouštění „dražších“ zaměstnanců. Od roku 2015 nicméně náklad pravidelně roste a v roce 2018 se již dostal na úroveň, která by měla odpovídat srovnatelným společnostem (resp. je na úrovni mediánu i průměru srovnávané skupiny s tím, že data za rok 2018 nejsou úplná). Společnost tak v oblasti nákladů k datu ocenění především celospolečenským trendům, tzn. napjatému trhu práce a z něj plynoucímu aktuálnímu růstu mezd.

Personální otázky lze dle názoru zpracovatele hodnotit průměrně.

1.5.6.4. Inovace

Z hlediska produktu inovace ve společnosti probíhají. Postupně jsou zaváděny nové výrobky – hliníková okna, atypické výrobky aj., výroční zpráva za rok 2018 jako jeden z cílů zmiňuje uvedení nového profilového systému VEKA v oblasti plastových oken, posilován je prodej a montážní práce. V tomto ohledu se inovace jeví odpovídající tržnímu vývoji. Na druhou stranu v oboru lze těžko přijít s řešením zásadně odlišným od konkurence, což inovační možnosti limituje spíše na řešení efektivity provozu a kvality výroby a služeb.

Uvedený parametr není v daném případě hodnocen jako stěžejní.

1.5.6.5. Investice

Oceňovaná společnost v minulých letech s ohledem na problematiku finanční situaci investovala méně, než činily její odpisy, což bylo dáno cílem přežití na dramaticky klesajícím trhu. Zlepšující se finanční situace umožňuje k datu ocenění větší zaměření se na investiční oblast. Výroční zpráva za rok 2018 jako cíle do dalšího období mimo dalších cituje:

- investice do modernizace výrobní linky za účelem zvýšení efektivity výroby,
- investice do obnovy, revitalizace a modernizace strojového parku s cílem zvýšení kvality výrobků,
- investice na nákup obráběcího centra a s cílem navýšení výrobních kapacit při úspoře zaměstnanců,
- investice do renovace a přestavby haly dříve zaměřené na výrobu pro anglický trh s cílem přesunu výroby hliníkových výrobků,
- rekonstrukce aj.

Pro účel ocenění byl společností zpracovateli předán plán oprav a investic na roky 2019 – 2020 a výhled investičních potřeb na dalších cca 10 let.

Celkové hodnocení investiční aktivity je neutrální:

- investice v minulosti nebyly pravidelné a nedostačovaly k obnově dlouhodobého majetku,
- plánované investice směřují do provozně potřebného majetku, jejich cílem je posilování kvality výroby a zároveň zvyšování její efektivity a dosažení provozních úspor např. v personální oblasti,
- investiční činnost je výsledkem plánovacího procesu, jak krátkodobého, tak dlouhodobého, investice jsou zřejmě odborně posuzovány.

Do budoucna se schopnost investovat do vyšší efektivity a kvality výroby jeví jako klíčové k dalšímu přežití na popsaném konkurenčním trhu.

1.5.6.6. Přímé faktory konkurenční síly

Jako přímé faktory konkurenční síly jsou v rámci literatury oceňování majetku prezentovány:

- ceny,
- kvalita a technická úroveň produkce,
- dostupnost a distribuce,
- šíře sortimentu,
- působivost reklamy, marketing,
- celkový image společnosti.

Cenová úroveň ve vztahu ke konkurenčním společnostem není zpracovateli známa. Na trhu obecně převládá přesun poptávky ke kvalitnějším řešením s delší životností a lepšími technickými parametry, popř. po individuálních řešeních doplněných službami montáže apod. Na tyto trendy společnost dle všeho reaguje.

Kvalita a technické parametry jsou opakovaně citovány v ročním i dlouhodobějším výhledu společnosti. Dle všeho se jedná o parametr, kterému je v oceňované společnosti věnována náležitá pozornost. Do budoucna bude patřit k hlavním faktorům rozhodujícím o přežití na trhu.

Dostupnost a distribuce – společnost patří mezi spíše větší subjekty na trhu, byť významně zaostává za největší pětici popsanou výše. Distribuční síť tak nepokrývá území celé České republiky, ale určitou spádovou oblast okolo místa výroby. Distribuční síť se skládá jak z vlastních poboček, tak prodejní sítě smluvních partnerů. Cílem společnosti je mimo jiné rozšíření obchodu o nové partnery a posílení spolupráce se stávajícími. Probíhá revitalizace vlastních prodejen.

K posouzení šíře sortimentu, působivosti reklamy a celkového image společnosti ve srovnání s konkurencí nemá zpracovatel dostatek podkladů. Předpokládat lze plné zvládnutí typizovaných řešení, společnost rovněž rozšiřuje nabídku dalších produktů, včetně atypických, a doplňkových služeb, která by měla pokrýt potřeby náročnějších zákazníků. Šíře sortimentu tak zřejmě odpovídá situaci na trhu, známost společnosti je výrazně vyšší v oblasti pokrývané pobočkovou sítí než v dalších částech České republiky.

1.5.6.7. Celkové hodnocení konkurenční síly

Podobně jako v případě atraktivity trhu, je hodnocení jednotlivých faktorů konkurenční síly shrnuto do orientačního bodového hodnocení, jehož výstupem je celkové hodnocení společnosti z pohledu její konkurenční síly.

Bodové hodnocení konkurenční síly

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha * Body
		Převaha konkurence		Průměrné			Převaha společnosti		
		0	1	2	3	4	5	6	
Kvalita výrobků	3				3				9
Technická úroveň výrobků	2				3				6
Cenová úroveň	1				3				3
Intenzita reklamy	1				3				3
Výhody místa	1			2					2
Výhody distribuce	1			2					2
Image společnosti	1				3				3
Servis a služby	3					4			12
Finanční situace	3		1						3
Řízení společnosti	2				3				6
Výkonný personál	2				3				6
Výzkum a vývoj	0								0
Majetek a investice	3			2					6
Celkem	23								61
Maximální počet bodů	138								
Dosažený počet bodů	61								
Konkurenční síla	44%								

průměrná konkurenční síla

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní hodnocení

Konkurenční síla společnosti VPO Protivanov, a.s. je hodnocena jako průměrná, vychýlená spíše negativním směrem. Společnost přežila složité období let cca 2008 – 2015, v němž došlo k zásadnímu poklesu oboru, jeho konsolidaci a zániku řady konkurenčních subjektů. V případě společnosti toto období doprovázely zhoršené finanční výsledky či omezení investic. Ve finanční oblasti došlo před datem ocenění k viditelnému zlepšení, přesto se dle názoru zpracovatele společnost stále nachází v křehké situaci, když obrat není prozatím dostatečně výrazný, potvrzený za více let a v oblasti investic je spíše plánovaný. Jako pozitivní se jeví restrukturalizace nabídky výrobků a služeb, která odpovídá tržním trendům a měla by finanční

situaci dále posílit. Společnost je rovněž relativně velká, byť např. pětice největších hráčů na trhu je ještě násobně větší. Z toho plyne např. omezení distribuční sítě, která nemá celorepublikový dosah.

1.5.7. Konečné hodnocení perspektivnosti podniku

Výsledné hodnocení perspektivnosti podniku je možné graficky naznačit v matici zahrnující jak hodnocení atraktivity trhu, tak konkurenční síly. Každý z parametrů je rozdělen na třetiny s hranicemi na úrovni 33 % a 66 %.

V matici je graficky zvýrazněno hodnocení trhu a společnosti VPO Protivanov, a.s. (tedy 40 % v případě atraktivity trhu a 44 % v případě konkurenční síly společnosti).

Hodnocení perspektivnosti podniku společnosti oceňované společnosti

Atraktivita trhu Konkurenční síla	Nízká	Střední	Vysoká
Velká	3 Podnik, který by měl změnit zaměření	2 Podnik s dobrou perspektivou	1 Podnik s jednoznačnou perspektivou
Střední	6 Podnik, který by měl změnit zaměření	5 Podnik s přijatelnou perspektivou	4 Podnik s dobrou perspektivou
Malá	9 Podnik téměř bez perspektivy	8 Podnik s malou perspektivou	7 Podnik s omezenou perspektivou
Atraktivita trhu	40%		střední
Konkurenční síla	44%		střední
Perspektivnost podniku			Podnik s přijatelnou perspektivou
5			

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní hodnocení

Na základě výše uvedených skutečností je podnik společnosti VPO Protivanov, a.s. hodnocen jako přijatelně perspektivní. V obou parametrech jsou nicméně rizika vychýlena směrem dolů, podnik působí na trhu, který se k datu ocenění stále nedostal z předchozích problémů a rovněž jeho specifická situace odpovídá stále spíše bodu nepotvrzeného obratu k lepšímu (především ve finanční oblasti).

S ohledem na výsledek strategické analýzy lze v případě společnosti VPO Protivanov, a.s. přijmout s výhradou předpoklad trvalého pokračování činnosti (going concern), což naznačuje možnost výnosového ocenění společnosti na úrovni hledané objektivizované hodnoty.

1.6. Finanční analýza

Dle poslední zprávy nezávislého auditora, kterým je RS AUDIT, spol. s r.o., se sídlem Brno, Ibsenova 124/11, PSČ 638 00, IČ 469 63 421, oprávnění č. 2295, sestavené na základě účetní závěrky skládající se z rozvahy, výkazu zisku a ztráty, přehledu o změnách vlastního kapitálu a přehledu o peněžních tocích a přílohy této závěrky za rok končící datem 31. 12. 2018, účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti, nákladů a výnosů a výsledku jejího hospodaření a peněžních toků za rok končící 31. 12. 2018, v souladu s českými účetními předpisy.

Totožný výrok obsahuje i předchozí zpráva nezávislého auditora.

Dle zprávy auditora za rok 2018 jsou rovněž ostatní informace, které popisují skutečnosti, jež jsou předmětem zobrazení v účetní závěrce, ve všech významných ohledech v souladu se závěrkou a byly vypracovány v souladu s právními předpisy. Auditor rovněž nezjistil žádné významné věcné nesprávnosti.

1.6.1. Uplatňovaná účetní pravidla

Přehled významných účetních metod a zásad společnost VPO Protivanov, a.s. uvádí v rámci přílohy k účetní závěrce, která je součástí každé výroční zprávy společnosti. Z tohoto přehledu jsou pro účely tohoto ocenění uvedeny jen některé důležitější pro ocenění (sestavění finančního výhledu) či specifické pro oceňovanou společnost.

Účetní závěrka je připravena v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví, prováděcí vyhláškou č. 500/2002 Sb. a Českými účetními standardy pro podnikatele.

1.6.1.1. Dlouhodobý majetek

Nakoupený dlouhodobý majetek je oceněn pořizovacími cenami. Dlouhodobý majetek vytvořený vlastní činností společnost nemá.

Doba odpisování je stanovena podle předpokládané životnosti majetku. Odpisový plán společnost sestavila v interní směrnici, v níž je základem doba odpisování využívaná při výpočtu daňových předpisů, upravená dle interní s ohledem na předpokládanou dobu použitelnosti.

Drobný hmotný majetek, jehož vstupní cena je rovna nebo nižší než 40 tisíc CZK, je považován za materiál.

V případě nehmotného majetku se odpisy účetní a daňové rovnají. Hranicí pro zařazení do nehmotného majetku je částka 1 CZK.

1.6.1.2. Zásoby

Zásoby s výjimkou zásob vytvořených vlastní činností se oceňují skutečnými pořizovacími cenami. Zásoby vytvořené vlastní činností se oceňují vlastními náklady podle operativních kalkulací stanovených technickou přípravou výroby.

Veškeré zásoby se oceňují cenou zjištěnou váženým aritmetickým průměrem, který se počítá při každém příjmu na sklad.

Účtování o pořízení a úbytku zásob se provádí způsobem A i B. Způsobem B jsou účtovány zásoby, které jsou přímo spotřebovávány do přímé spotřeby, jsou za tímto účelem nakupovány a nenaskladňují se. Ostatní zásoby se účtují způsobem A přes účty pořízení zásob.

1.6.2. Analýza účetních výkazů

Výkazy společnosti VPO Protivanov, a.s. (rozhaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz o peněžních tocích) v nezkrácené podobě, včetně horizontální a vertikální analýzy jsou součástí příloh.

S ohledem na změny ve struktuře účetních výkazů jsou k analýze využity časové řady od roku 2003, popř. 2004. Výkazy za období 2003 – 2015 byly převedeny zpracovatelem do aktuální struktury dle českého účetního standardu 024 – *Srovnatelné období za účetní období započaté v roce 2016*.

V případě, kdy společnost ve všech letech sledovaného období nezveřejnila výkaz o peněžních tocích, jsou případné chybějící výkazy sestaveny zpracovatelem. V případě společnosti VPO Protivanov, a.s. není tento přístup uplatněn, když oceňovaná společnost zveřejnila výkaz v každém roce sledovaného období 2009 – 2018.

1.6.2.1. Analýza rozvahy – bilanční suma

Bilanční suma společnosti VPO Protivanov, a.s. v netto hodnotě ve sledovaném období velmi setrvale klesala. Maximální výše přes 336 milionů CZK dosáhla v roce 2009, minimální necelých 114 milionů CZK k datu ocenění.

1.6.2.2. Analýza rozvahy – objem a struktura aktiv

Na počátku dominantní složkou aktiv netto byl dlouhodobý majetek, který až do roku 2013 činil cca 4/5 aktiv netto. Následně vlivem rostoucích korekcí, tzn. odpisů převyšujících v uplynulých deseti letech pravidelně investice do dlouhodobého majetku, tento podíl klesal, když se netto hodnota dlouhodobého majetku za sledované období snížila z cca 264 milionů CZK na o něco více než 64 milionů CZK.

Objem oběžných aktiv je přitom podobný a pohybuje se kolem průměrné hodnoty cca 50 milionů CZK po celou sledovanou dobu. K datu ocenění činil mírně nad 48 milionů CZK. Zatímco na počátku sledovaného období tyto částky činily pouze kolem 20 % aktiv netto, k datu ocenění se jednalo již o více než 40 %.

Vývoj struktury aktiv netto

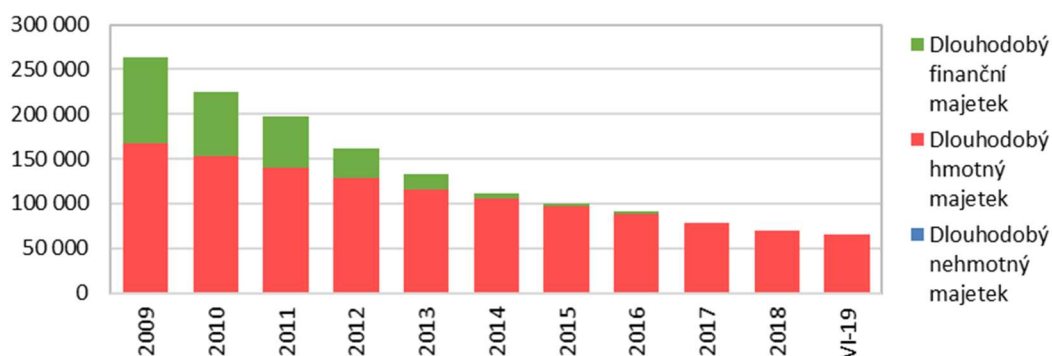


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Časové rozlišení aktivní je zanedbatelné a činí řádově stovky tisíc CZK. Tvoří jej výhradně náklady příštích období.

V brutto hodnotě jsou nicméně poměry stále obdobné, jako před cca 10 lety. V brutto hodnotách se podíl dlouhodobého majetku na aktivech pohybuje stále kolem, či spíše mírně nad 80 %, v absolutní hodnotě jde o částky poblíž 220 milionů CZK. Brutto hodnota oběžného majetku k datu ocenění není výrazně vyšší než netto hodnota, korekce jsou evidovány v menší míře u zásob i pohledávek, nicméně vzhledem k jejich objemu se na první pohled nejeví jako zásadní (do 2 milionů CZK v obou případech).

Objem a struktura dlouhodobých aktiv netto (v tisících CZK)

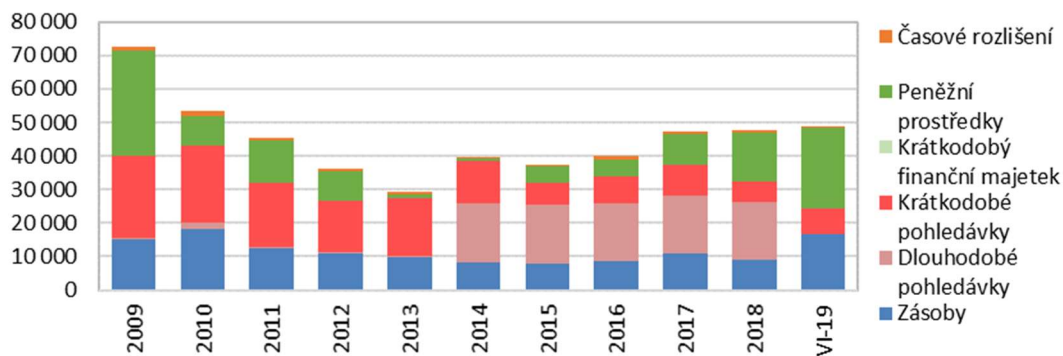


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Samotná dlouhodobá aktiva jsou k datu ocenění tvořena v netto hodnotě téměř výhradně hmotným majetkem. Evidován je i drobný software a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek, jejich objemy ale nejsou ve srovnání s hmotnými aktivy srovnatelné.

V hmotném majetku s ohledem na vznik společnosti mimo významnější stavby aj. položky hraje velkou roli oceňovací rozdíl k nabytému majetku. Pokles jeho hodnoty z více než 100 milionů CZK v roce 2009 na necelých 33 milionů CZK k datu ocenění je jedním z hlavních faktorů poklesu netto hodnoty celé skupiny aktiv. Druhým faktorem je praktická eliminace dlouhodobého finančního majetku, který společnost v roce 2009 evidovala ve výši cca 100 milionů CZK. K datu ocenění jde již jen o 0,1 milionů CZK v brutto hodnotě a 0 v netto hodnotě.

Objem a struktura oběžných aktiv netto (v tisících CZK)



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Oběžná aktiva tvoří menší část bilanční sumy společnosti, především v brutto hodnotě. I u nich v minulosti docházelo k určitému poklesu objemu, a to zvláště do roku 2013. V této době

společnost vykazovala výraznější každoroční ztráty již na provozní úrovni, což se projevovalo poklesem objemu krátkodobého finančního majetku.

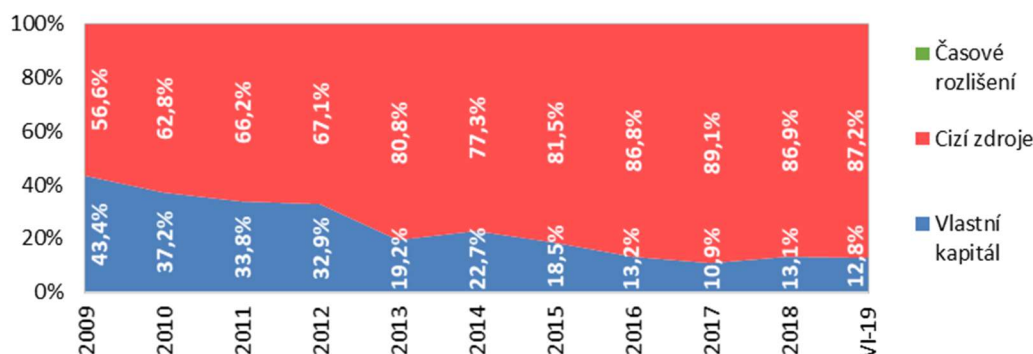
Rovněž klesaly tržby, patrné je tak i určité omezování stavu zásob a objemu pohledávek, byť tyto efekty nejsou až tak patrné. V letech 2014 – 2018 byla evidována významnější dlouhodobá pohledávka, která byla vyřešena v průběhu prvního pololetí 2019. Dle přílohy účetní závěrky za rok 2018 došlo k zápočtu této pohledávky za dlužníkem ARGONA, a.s. (dřívější dceřiná společnost) a totožného závazku vůči společnosti Zaccario, s.r.o.

K datu ocenění tak oběžná aktiva tvoří především krátkodobý finanční majetek, jehož objem z minimu v roce 2014 v posledních letech trvale narůstá, zásoby – dílem vytvořené vlastní činností, tedy výrobky, a krátkodobé pohledávky, především obchodního charakteru. Z tohoto pohledu se struktura oběžných aktiv jeví jako odpovídající činnosti společnosti.

1.6.2.3. Analýza rozvahy – struktura pasiv

Hlavním zdrojem financování společnosti VPO Protivanov, a.s. je cizí kapitál, a to již od vzniku aktuálního subjektu v roce 2009. Podíl cizích zdrojů v čase navíc narůstal a maxima dosáhl v roce 2009, kdy činil více než 89 %. Vlastní kapitál je zdrojem poměrně omezeným, časové rozlišení pasivní je pak zcela bezvýznamné, resp. po celou sledovanou dobu nebylo ani vykázáno.

Vývoj struktury pasiv



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Vlastní kapitál společnosti tvoří základní kapitál ve výši necelých 31 milionů CZK. Jeho objem se za sledovanou dobu nezměnil, nicméně v letech 2009 – 2013 byly evidovány vlastní podíly, které jeho účetní hodnotu opticky snižovaly.

Výrazně záporný vliv má na hodnotu vlastního kapitálu naopak ážio a kapitálové fondy, tedy skupina jejichž jedinou relevantní položkou jsou zde oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků. Tato položka byla v letech 2009 – 2010 kladná, postupně ovšem propadla do záporných hodnot, od roku 2013 ve výši cca 50 milionů CZK. Tento pokles souvisí s popsáním snížením dlouhodobého finančního majetku ve stejném období, tedy postupnou eliminací podílů v dceřiných společnostech z titulu jejich přecenění. Jednalo se především o podíl ve společnosti ARGONA, a.s., jež se následně ocitla v konkurzu (a změnila majitele).

Druhou výrazně zápornou složkou vlastního kapitálu byly v minulosti neuhrazené ztráty minulých let. Ty společnost postupně kumulovala do roku 2017, kdy došlo k jejich úhradě ze statutárních a ostatních fondů, jejichž doposud významný objem tím značně poklesl (o cca 50 milionů CZK). Podobně byly řešeny neuhrazené ztráty již v roce 2011.

Objem a struktura vlastního kapitálu (v tisících CZK)



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propoččet

Cizí zdroje společnosti mají především charakter dlouhodobých závazků. Podobně jako v případě aktiv u nich ve sledovaném období dochází k neustálému poklesu, a rovněž ke změně struktury. V letech 2009 – 2012 společnost evidovala značné závazky k úvěrovým institucím (dlouhodobé i krátkodobé). Od roku 2013 vykazuje naopak jiné dlouhodobé závazky v podobné počáteční výši (postupně klesající), analyticky označené jako dlouhodobou půjčku.

Dlouhodobé závazky mimo tuto položku tvoří již jen odložená daň.

Objem a struktura cizích zdrojů (v tisících CZK)



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propoččet

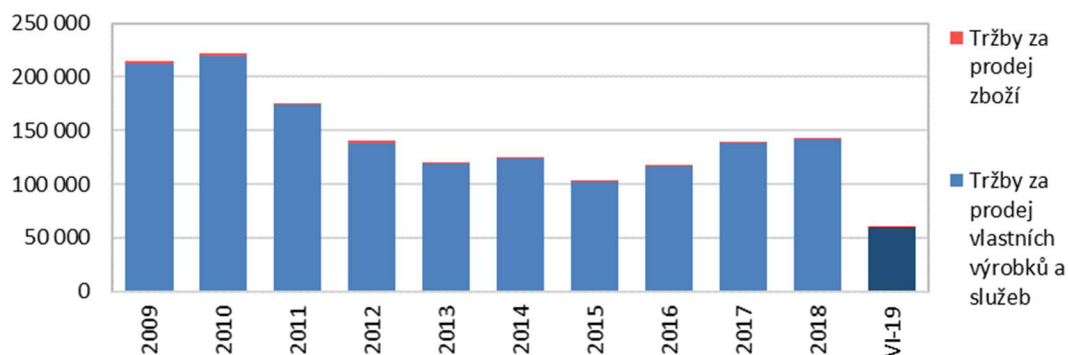
Závazky krátkodobé tvoří primárně obchodní závazky a přijaté zálohy, doplňkově se jedná o standardní portfolio typu závazků k zaměstnancům, státu atd.

1.6.2.4. Analýza výkazu zisků a ztrát

Společnost VPO Protivanov, a.s. v období předcházející datum ocenění procházela dvěma poněkud odlišnými periodami. První navazuje na období ekonomické krize let 2008 – 2009 a je charakterizována výrazným útlumem tržeb, které z částek přesahujících 200 milionů CZK klesly v roce 2015 na méně než polovinu. Druhá naznačuje obrat a tedy postupný růst výnosů, který je dán mimo jiné výše popsanou změnou ve struktuře výroby a prodeji (útlum dříve významných exportů do Anglie prakticky na nulu v roce 2018, naopak nová výroba hliníkových výrobků a jiné doplňkové činnosti, jako jsou zimní zahrady, síť proti hmyzu apod.). Ve srovnání s rokem 2015 tak v roce 2018 tržby vzrostly již o cca 40 %.

S ohledem na povahu podnikání oceňované společnosti jsou tržby generovány především z prodeje vlastních výrobků a doplňkově služeb (montážní práce). Obchod se zbožím je zanedbatelný. Za relevantní trh v geografickém vymezení lze po propadu exportů do Anglie označit výhradně Českou republiku, úžeji oblast vymezenou pobočkovou sítí a spolupracujícími prodejci.

Objem a struktura tržeb (v tisících CZK)



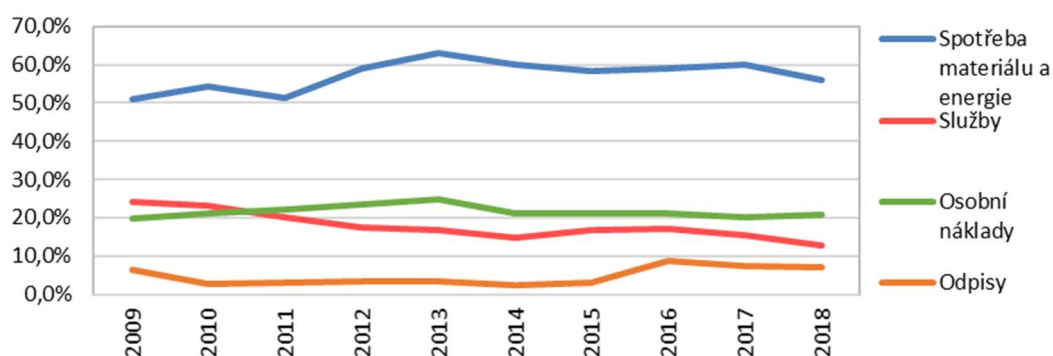
Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Hlavní nákladovou skupinou společnosti je přímá spotřeba, tzn. materiál, popř. energie. Jejich podíl narostl v pokrizovém období kolem roku 2012, od této doby je více méně stabilní, s možným mírným poklesem nákladovosti v posledních letech vlivem změny struktury tržeb.

Další skupiny nákladů jsou podstatně méně významné. Kolem 20 % tržeb činí osobní náklady, jejichž podíl rostl do roku 2013, tedy v období, kdy společnost vykazovala relativně hluboké ztráty. Na tuto skutečnost reagovala následným významným poklesem zaměstnanosti (ze 108 pracovníků v roce 2012 na 70 v roce 2015), díky čemuž se nákladovost osobních nákladů stabilizovala.

Postupně klesající nákladovou skupinou jsou služby, přičemž k absolutnímu poklesu služeb došlo především v letech 2009 – 2013, tedy společně s poklesem tržeb. Poslední roky, během nichž již tržby rostou, udržuje společnost objem nákupu služeb na podobné úrovni, což vede k dalšímu poklesu nákladovosti.

Podíl hlavních skupin provozních nákladů na tržbách



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Nákladovost odpisů odráží skutečnost, že během sledovaného období společnost investovala jen málo. Odpisy tak zpočátku generoval jen původní majetek, v němž mimo jiné figuruje významný oceňovací rozdíl k nabytému majetku. Růst významnosti odpisů v roce 2016 se zdá

být způsobený změnou výkaznictví, jelikož k významným investicím do dlouhodobého majetku v tomto roce nedošlo.

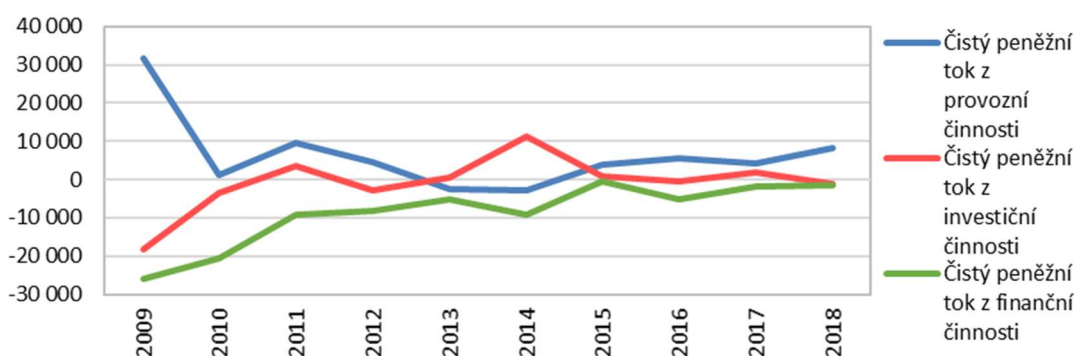
1.6.2.5. Analýza výkazu peněžních toků

Výkaz o peněžních tocích uvedený v příloze je za celé období 2009 – 2018 získán z příloh účetních závěrek zveřejněných ve Sbirce listin.

Provozní peněžní tok společnosti se s výjimkou roku 2009 pohybuje každoročně v řádu jednotek milionů CZK, přičemž v letech 2013 – 2014 dosahoval záporných hodnot. V ostatních letech byl kladný, v roce 2008 dosáhl nejvyšší hodnoty (8 milionů CZK) od roku 2011. Vzhledem k donedávna ztrátovému hospodaření byly každoročně významnou složkou peněžního toku odpisy a jiné nepeněžní operace, v jednotlivých letech popř. změny stavu pracovního kapitálu.

Peněžní tok z investiční činnosti osciloval v uplynulé dekádě kolem nuly. Ztrátové hospodaření vedlo k útlumu investic, které nedosahovaly odpisů. Výraznější výkyvy peněžního toku tak byly vyvolány změnami půjček a úvěrů spřízněným osobám.

Peněžní toky (v tisících CZK)



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Peněžní tok z finanční činnosti byl pravidelně záporný, s postupně klesajícím objemem. Jelikož výsledky hospodaření neumožňovaly výplatu dividend, byl ve sledovaném období finanční peněžní tok ovlivněn výhradně změnami finančních závazků, tzn. výše popsanou skutečností, že ty po celou dobu klesaly, ať již byly původně evidované jako bankovní úvěry, popř. v pozdějších letech jako jiné závazky. Objem těchto závazků od roku 2009 do data ocenění klesl ze 136 milionů CZK na 55 milionů CZK.

Celkový peněžní tok společnosti byl v letech 2009 – 2013 záporný, díky čemuž klesal již v analýze rozvahy popsáný zůstatek peněžních prostředků. Od roku 2014 dochází k pomalému obratu, když se podařilo zvrátit trend poklesu tržeb a omezením např. osobních nákladů či služeb eliminovat většinu ztrát, což má i přes pokračující umořování dluhů pozitivní vliv na peněžní tok, potažmo zůstatek peněžních prostředků. Obě veličiny v posledních cca 5 letech pozvolna narůstají.

Celkový peněžní tok a krátkodobý finanční majetek (v tisících CZK)



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

1.6.3. Analýza poměrových ukazatelů

Příloha tohoto ocenění obsahuje časové řady propočtených hodnot popisovaných ukazatelů společnosti VPO Protivanov, a.s.

1.6.3.1. Srovnatelné společnosti

S ohledem na množství subjektů působících na trhu (hlavní NACE oceňované společnosti 222300 – Výroba plastových výrobků pro stavebnictví) není provedeno srovnání s celým trhem (aktivních právnických osob v tomto oboru je dle databáze MagnusWeb celkem 352, fyzických osob dalších 62, z těchto skupin by dle tiskových zpráv o trhu mělo být cca 100 – 120 aktivních), ale jen výběrově se skupinou těch nejpodobnějších.

Prostřednictvím databáze MagnusWeb byly vybrány pro srovnání tyto subjekty:

- aktivní právnické osoby,
- působící v oboru 222300 – Výroba plastových výrobků pro stavebnictví,
- s tržbami v rozmezí 100 – 200 milionů CZK, tedy takovém, v němž se v uplynulé dekádě pohybovaly tržby oceňované společnosti.

Uvedeným kritériím odpovídá dle databáze MagnusWeb celkem 17 subjektů. Řada z nich nicméně vyrábí odlišných sortiment výrobků (např. plastové bazény, nádrže, komínové systémy, sanitární techniku atd.). Z tohoto důvodu byla zpracovatelem ještě dodatečná selekce, tzn. v každém jednotlivém případě ověřeno, zda daná společnost vyrábí okna a dveře.

Na základě tohoto byly výsledky oceňované společnosti porovnány s následujícími 8 společnostmi:

- H & M spol. s r.o., se sídlem Kuchařovice, 8. května 122, PSČ 669 02, IČ 005 68 911,
- MEROPS spol. s r.o., se sídlem Český Těšín – Mosty, Strojnická 374, PSČ 735 62, IČ 253 94 282,
- A.R. OKENNÍ TECHNIKA spol. s r.o., se sídlem Horšovský Týn – Malé Předměstí, Masarykova 288, PSČ 346 01, IČ 256 77 551,
- FMT spol. s r.o., se sídlem, Neplachovice, Cihelní 238, PSČ 747 74, IČ 277 96 868,
- LIMA okna s.r.o., se sídlem Hodonín, U Elektrárny 3030/1, PSČ 695 01, IČ 291 86 633,
- SAMAT, spol. s r.o., se sídlem Jiřetín pod Jedlovou, Nádražní 259, PSČ 407 56, IČ 402 29 017,

- JIS, spol. s r.o. (Jihočeská strojní spol. s r.o.), se sídlem Praha 8 – Karlín, Sokolovská 454/126, PSČ 186 00, IČ 442 68 467,
- GEUS Okna a.s., se sídlem Praha 4 – Modřany, Modřanská 409/68, PSČ 143 00, IČ 463 56 835.

1.6.3.2. Grafy srovnávající společnost s konkurencí

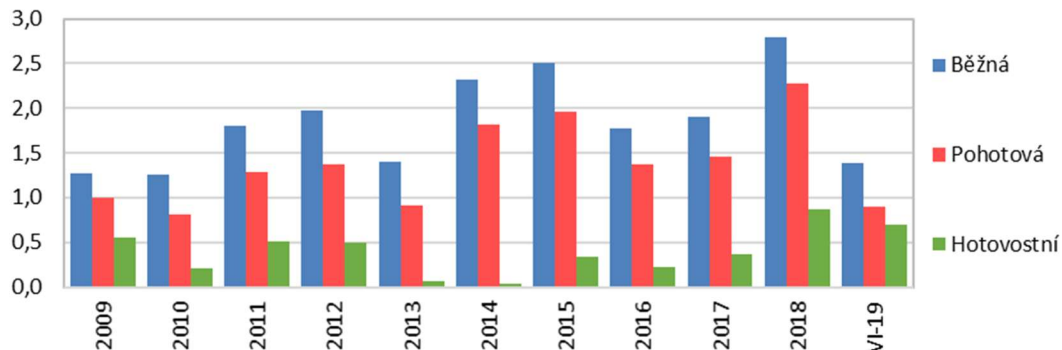
Grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu:

- červený liniový graf představuje hodnotu ukazatele oceňované společnosti,
- zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami,
- modrý plošný graf znázorňuje hodnoty mezi prvním a třetím kvantilem (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem zvýrazněným ve formě modrého liniového grafu.

1.6.3.3. Finanční stabilita – krátkodobá likvidita

Vývoj ukazatelů likvidity v případě společnosti VPO Protivanov, a.s. reflektuje již popsané, tzn. velký podíl dlouhodobých závazků na financování, což vede k poměrně slušným hodnotám běžné a pohotové likvidity, na druhou stranu v první polovině sledovaného hospodaření ztrátové hospodaření, které vedlo ke spotřebě krátkodobého finančního majetku, a tedy rizikově nízkým úrovním likvidity hotovostní. Zlepšení hospodaření od roku 2014 se projevilo v postupném zlepšování i tohoto ukazatele.

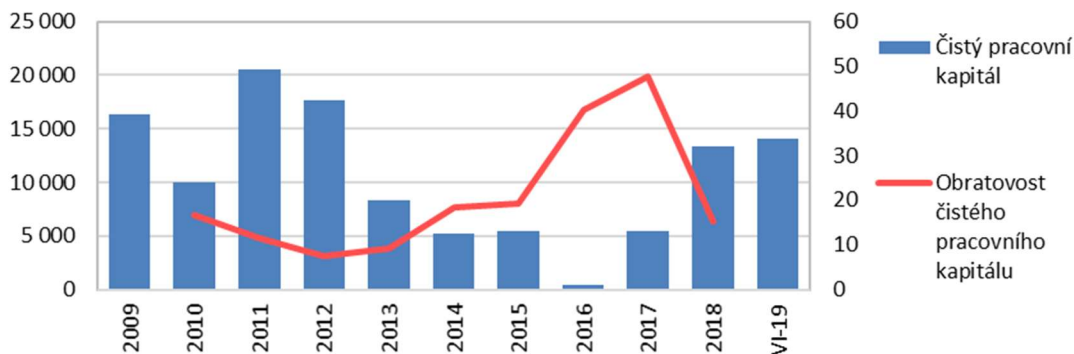
Ukazatele likvidity



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Vlivem poklesu krátkodobého finančního majetku se v letech 2009 – 2013 snižoval čistý pracovní kapitál, obrát v následujícím období, který již vedl k růstu krátkodobého finančního majetku doprovázeno výrazné omezení objemu pohledávek (v roce 2015 dosáhly minima tržby). Na hodnotě čistého pracovního kapitálu se tak stabilizace výsledků hospodaření pozitivně projevuje se zpožděním, když navýšené tržby a zlepšená ziskovost nacházejí odraz ve všech složkách oběžných aktiv, včetně těch méně likvidních, tzn. zásobách až v posledních cca 2 letech.

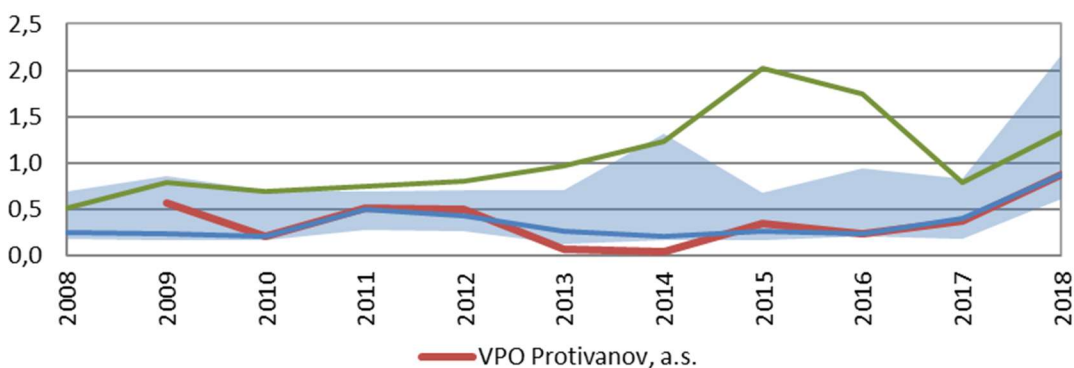
Čistý pracovní kapitál (v tisících CZK) a obrát čistého pracovního kapitálu



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Likvidita společnosti byla v minulosti na vyšších úrovních srovnatelná s konkurencí. Ukazatele pohotové i běžné likvidity se pohybovaly nad úrovní mediánu definované skupiny, nepřesahovaly ovšem hranici prvního a druhého kvartilu, či nedosahovaly na tržbami vážený průměr. Slabší byla situace v případě hotovostní likvidity, v jejímž případě byla společnost pouze na úrovni mediánu porovnávané skupiny, v letech 2013 – 2014 dokonce pod ním. V této době vrcholil propad tržeb a společnost zároveň dosáhla v předchozích letech výrazné ztráty. Uvedené období lze považovat za nejkritičtější posuzované dekády. Po roce 2015 se i hodnota hotovostní likvidity zvyšuje a srovnala se alespoň s mediánem porovnávané skupiny (byť v roce 2018 jsou data nekompletní). Rovněž k datu ocenění lze likviditu společnosti považovat za uspokojivou (v případě hotovostní je druhá nejvyšší za celou sledovanou dobu).

Hotovostní likvidita – srovnání s konkurencí



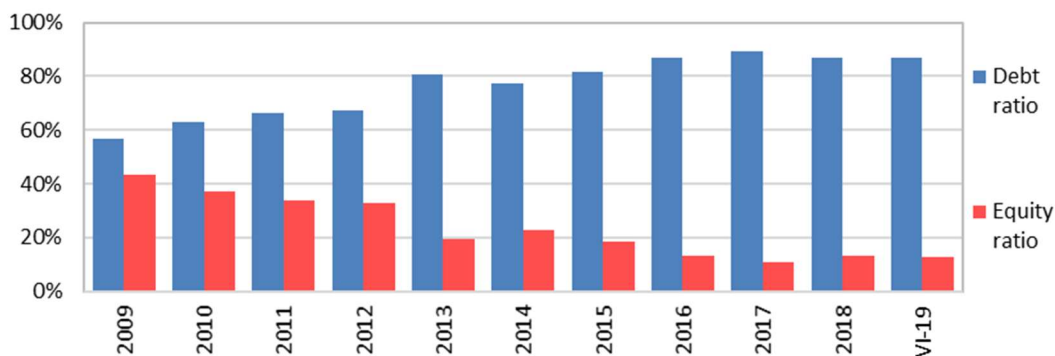
Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočet

1.6.3.4. Finanční stabilita – dlouhodobá finanční rovnováha

Zadluženost společnosti odpovídá popisu struktury pasiv v rámci analýzy rozvahy. Hlavní složkou financování je cizí kapitál, především dlouhodobý, přestože se v minulých deseti letech podařilo úročené cizí zdroje z velké části eliminovat (ze 136 milionů CZK v roce 2009 na 55 milionů CZK k datu ocenění). Ztrátové hospodaření a přečeňování problematické dceřiné společnosti nicméně snížilo výrazně i kapitál vlastní.

Zadlužení tak lze stále považovat za vysoké, nicméně již stabilizované, jednak vlivem zlepšování hospodářských výsledků, za druhé rovněž eliminací dceřiné společnosti, jejíž potenciál negativních překvapení se již vyčerpal.

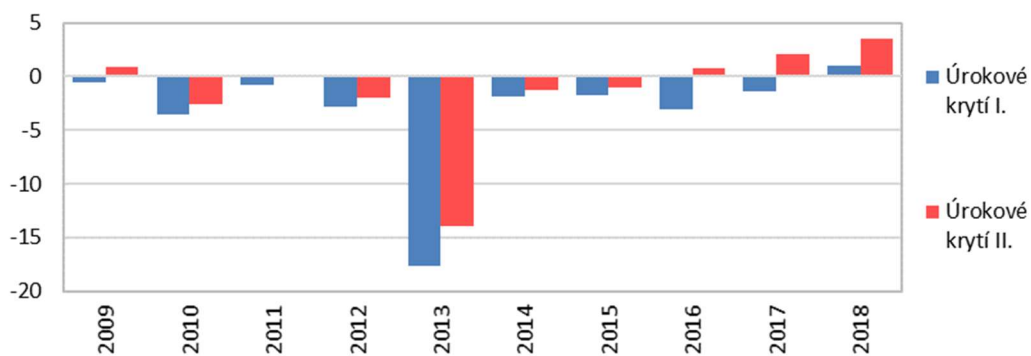
Ukazatele zadluženosti



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Existence úročených cizích zdrojů umožňuje posoudit ukazatele úrokového krytí, nicméně s ohledem na ztrátové hospodaření v minulosti jsou tyto jen potvrzením minulé spotřeby finančních prostředků dílem již na provozní úrovni a následně pochopitelně i nutností hradit nákladové úroky. Poslední roky již dochází k obratu hospodářského výsledku do kladných hodnot, což se projevilo nejprve na ukazateli vycházejícím ze zisku EBITDA, později i z EBIT. Hodnoty ukazatelů zůstávají nadále nízké, pozitivní je jejich postupný růst.

Ukazatele úrokového krytí

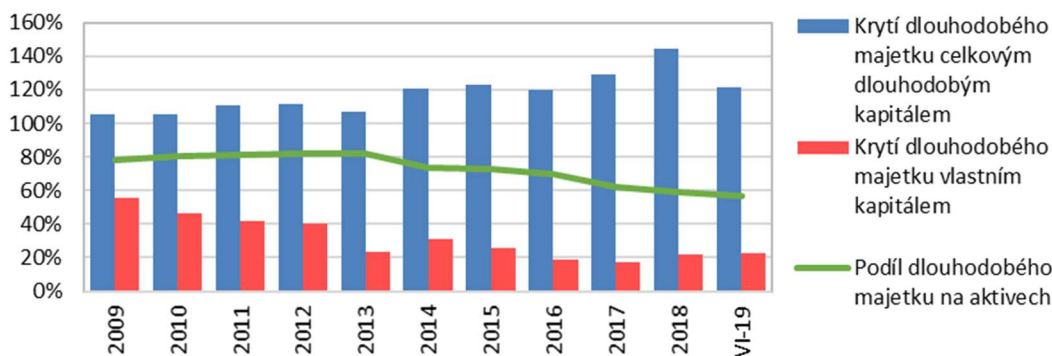


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Popis struktury aktiv ukázal, že dlouhodobý majetek byl v minulosti dominantní složkou aktiv, jeho význam nicméně postupně klesl vlivem odepisování, které výrazněji převyšovalo investice. Součástí dlouhodobého majetku je oceňovací rozdíl, který byl již k datu ocenění významně odepán, zlepšení hospodaření by následně mohlo umožnit vyrovnat investice a odpisy zbylého majetku.

Popis struktury pasiv pak ukázal na malý význam vlastního kapitálu. Ten po celé sledované období ke krytí dlouhodobého majetku nepostačoval. Dominantní složkou financování byl v minulosti postupně klesající dlouhodobý úročený dluh. Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým celkovým kapitálem tak bylo po celou sledovanou dobu dostatečné (nad úroveň 100 %), když se pokles obou složek kompenzoval, resp. odepisování aktiv bylo rychlejší než umořování dluhu.

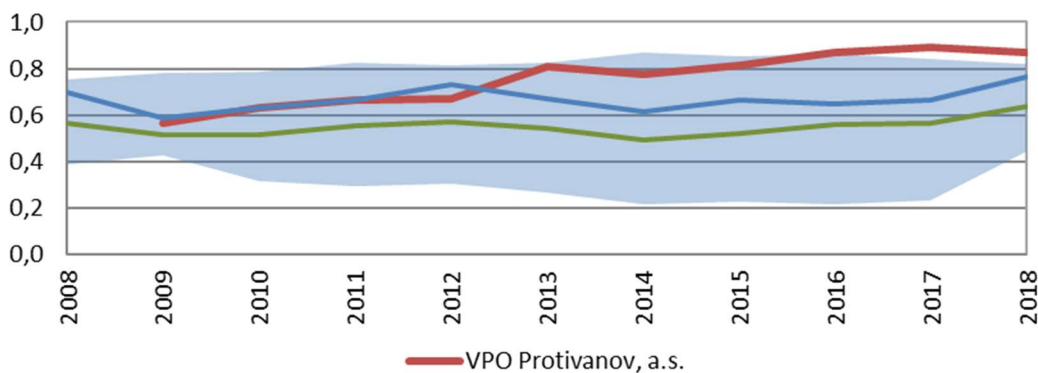
Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propoččet

Zadluženost společnosti je od roku 2013 vyšší než u nejpodobnější konkurence. Ztráty realizované v tomto období vedly k rapidnímu snížení vlastního kapitálu. S jejich omezením po roce 2013 se podíl cizího a vlastního kapitálu postupně stabilizoval. V poslední době před datem ocenění společnost vykázala i mírný zisk při trvalém snižování objemu úročených cizích zdrojů, což parametr zadluženosti potenciálně zlepšuje. Zadlužení nicméně zůstává ve vztahu ke konkurenci vysoké.

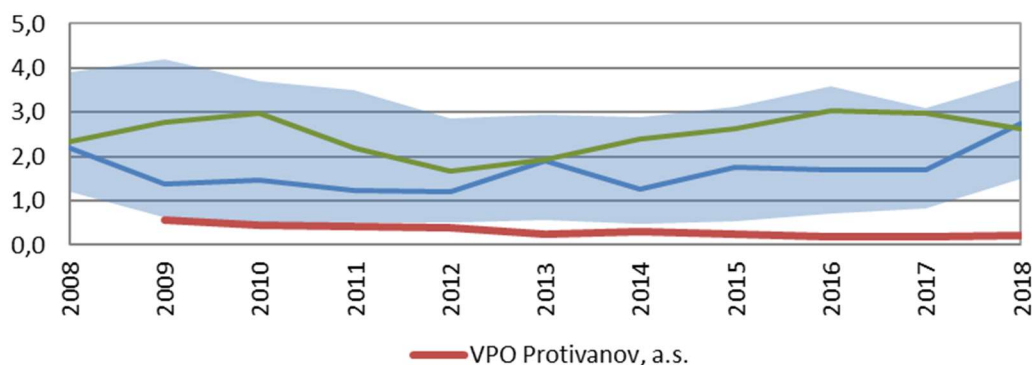
Debt ratio (podíl cizích zdrojů na bilanční sumě) – srovnání s konkurencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propoččet

Se strukturou pasiv souvisí i ukazatele krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem. To je logicky ve vztahu ke konkurenci rovněž podprůměrné. V případě krytí celkovým dlouhodobým kapitálem sice převyšuje teoreticky žádanou hodnotu 1 (tzn. že dlouhodobá aktiva jsou plně kryta dlouhodobým kapitálem a ten ještě částečně kryje i oběžný majetek), ovšem s ohledem na strukturu pasiv je zřejmé, že krytí vlastním kapitálem je slabé. To umocňuje skutečnost, že oceňovaná společnost vykazuje výrazně vyšší podíl dlouhodobého majetku na aktivech než konkurence (z titulu existence oceňovacího rozdílu vzniklého v roce 2009).

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem – srovnání s konkencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočet

1.6.3.5. Výnosnost – rentabilita

Ukazatele rentability jsou pro účely tohoto ocenění kalkulovány pokud možno bez vlivu položek, které nemají bezprostřední souvislost s provozním výsledkem společnosti v daném roce (tzv. operační EBIT, z nějž jsou kalkulovány ukazatele ROA a ROCE). Kromě prodeje majetku se jedná mimo jiné o změny opravných položek či rezerv.

Patrné je, že společnost byla po většinu sledovaného období ztrátová, k obratu došlo až v roce 2018 (v roce 2014 byl výsledek ukazatele ROE pozitivně ovlivněn rozpuštěním rezerv ve finanční oblasti). Relativně výrazný odstup hodnot ukazatele ROE od zbylých dvou je dán strukturou financování, tedy malým podílem vlastního kapitálu.

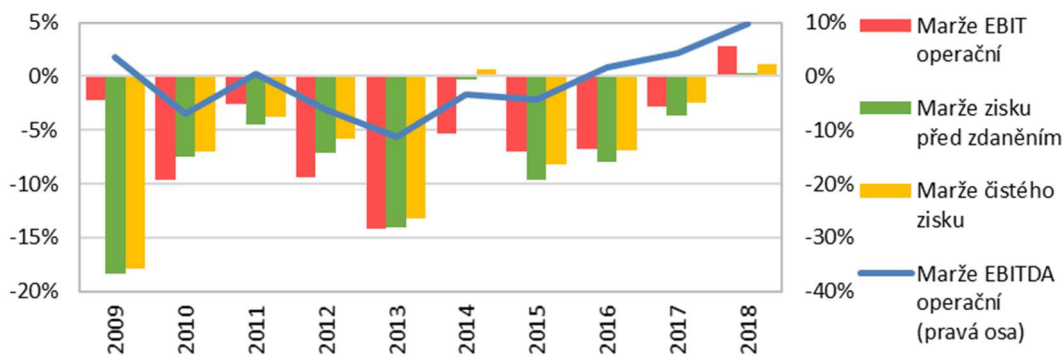
Ukazatele rentability



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Zlepšování ziskovosti po roce 2013 je možné demonstrovat na příkladu ziskových marží. Rok 2014 byl, jak je uvedeno výše, ovlivněn jednorázovými spíše neprovozními vlivy, přesto je patrné, že v posledních cca 5 letech se již pozitivně projevují přijatá opatření, která reagovala na negativní vývoj předchozího období. Od roku 2015 rostou tržby a podařilo se snížit osobní náklady a náklady na služby. Díky tomu se postupně společnosti podařilo eliminovat ztráty a v roce 2018 dosáhnout zisku i na nižších úrovních, než je EBITDA.

Ziskové marže



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

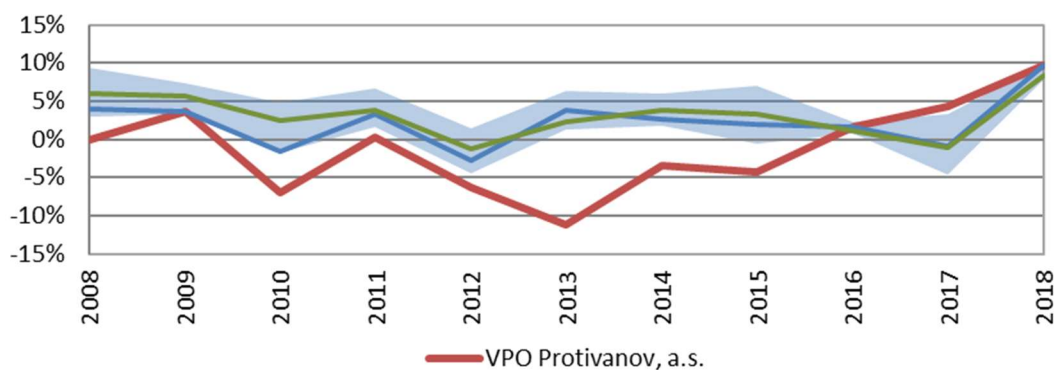
Ve srovnání s nejpodobnější konkurencí byla oceňovaná společnost propadem trhu po roce 2008 zasažena silněji. Její ziskovost byla slabší, zvláště kolem roku 2013, který lze označit zřejmě za nejkritičtější v posuzované dekádě. Or roku 2015 se společnosti podařilo stabilizovat tržby a postupně je obrátit směrem k růstu, spolu s tím byl redukován personál a omezeny náklady a hospodaření se začalo zlepšovat (rok 2014 byl ovlivněn mimořádnými položkami).

Od roku 2016 tak společnost vykazuje marži EBITDA na úrovni srovnatelné s podobnou konkurencí, či dokonce lepší, jak naznačuje srovnání za rok 2017, pro který jsou za celou skupinu kompletní data. V roce 2018 došlo k dalšímu zlepšení.

V případě hrubé marže lze výsledky společnosti považovat za lepší než u konkurence už od roku 2015. Tzn. zde ještě VPO Protivanov, a.s. vykazoval vyšší osobní náklady, v dalších letech i tento parametr dokázal s konkurencí srovnat.

Od zisku EBIT níže jsou marže nadále slabší, což je dáno jednak vyššími odpisy plynoucími z většího podílu dlouhodobých aktiv na bilanční sumě (a v nich velkého vlivu odepisovaného oceňovacího rozdílu k nabytému majetku), tak přetrvávajícím vyššímu zadlužení a vlivu nákladových úroků. Na všech úrovních nicméně dochází ke zlepšování a dotahování konkurence.

Marže EBITDA – srovnání s konkurencí

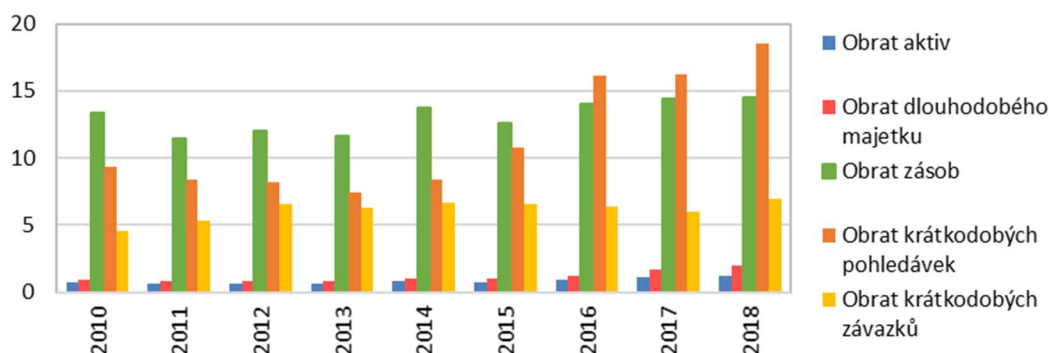


Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočet

1.6.3.6. Výnosnost – aktivita

Na ukazatelích obratu společnosti VPO Protivanov, a.s. je patrná struktura aktiv, tedy výše popsaný velký podíl dlouhodobého majetku, či pokles objemu pohledávek v posledních pěti letech sledovaného období (tento vliv je na grafu patrný až v posledních třech letech, kdy došlo zároveň k růstu tržeb). Rovněž je evidentní, že v posledních letech má společnost větší objem prostředků vázaný v méně likvidní složce oběžných aktiv, tedy zásobách. V rámci nich narostl význam výrobků, patrně odrážející růstovou trajektorii tržeb.

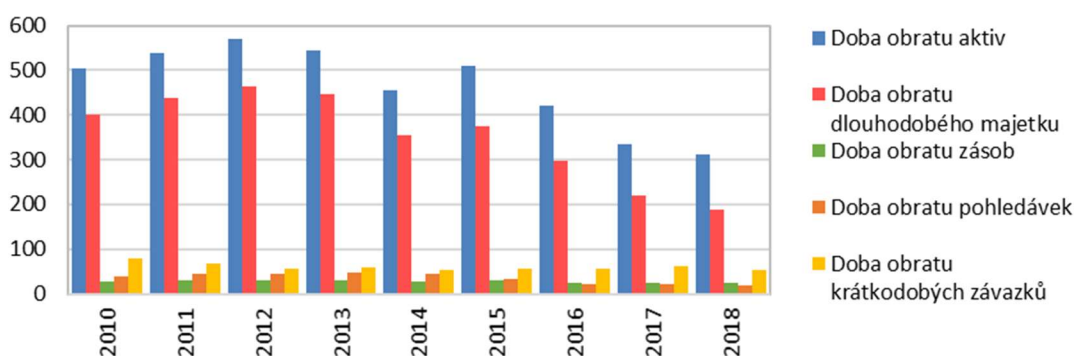
Ukazatele obratu



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Obrácená hodnota ukazatelů obratovosti, tedy doba obratu, umožňuje lépe zobrazit využívání celkových aktiv a jejich největší zachycené složky, tedy dlouhodobých aktiv společnosti VPO Protivanov, a.s. Doba obratu dlouhodobého majetku v čase klesá v souladu jeho poklesem způsobeným odepisováním stávajících aktiv, především oceňovacího rozdílu k nabytému majetku, při relativně nízkých investicích, a v posledních letech rovněž vlivem oživení tržeb.

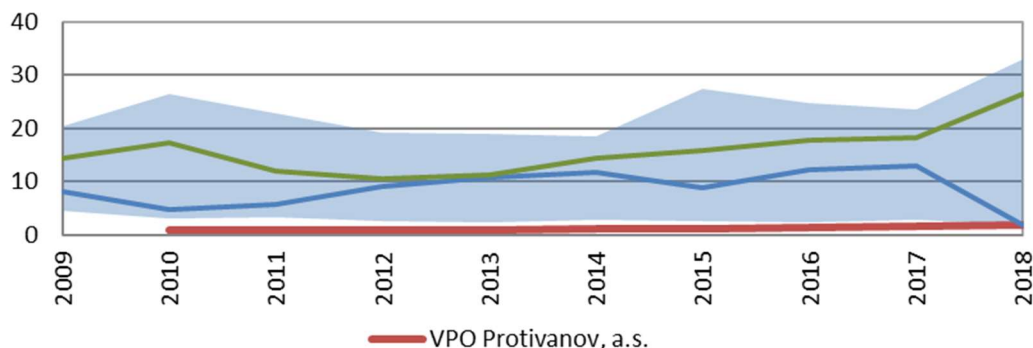
Ukazatele doby obratu aktiv (ve dnech)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Ukazatele obratovosti reflektují strukturu aktiv oceňované společnosti, která je díky oceňovacímu rozdílu k nabytému majetku vychýlena ve srovnání s konkurencí ve prospěch dlouhodobých aktiv. Jejich obrat je tak oproti konkurenci výrazně menší. Díky tomu je menší i obrat aktiv celkových, s odepisováním oceňovacího rozdílu se v čase na rozdíl od konkurence zvyšuje a rozdíl tak postupně klesá.

Obrat dlouhodobého majetku – srovnání s konkencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propoččet

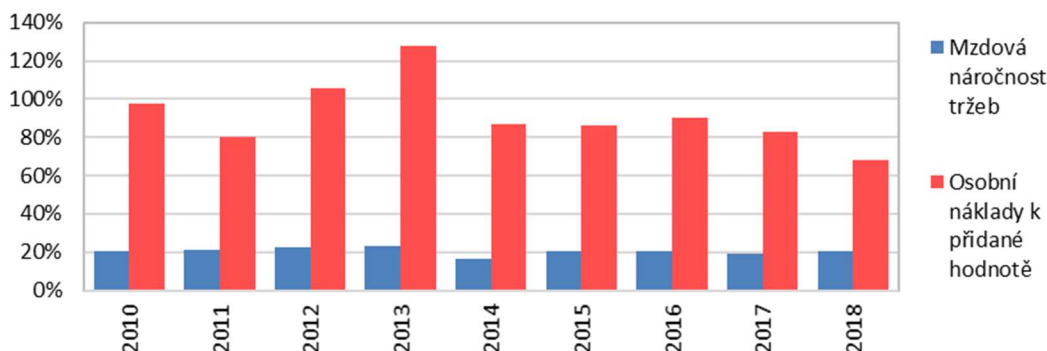
Naopak obrat zásob či pohledávek je v případě oceňované společnosti vyšší než u konkurence, a to zvláště po roce 2015. v případě celé porovnávané skupiny tento ukazatel klesá (zásoby) či stagnuje (pohledávky), u VPO Protivanov, a.s. došlo po roce 2015 s růstem tržeb ke zlepšení, především u pohledávek.

Obrat krátkodobých závazků je dlouhodobě na úrovni konkurence.

1.6.3.7. Výnosnost – produktivita práce

Počet zaměstnanců společnosti VPO Protivanov, a.s. byl ve sledovaném období z počátku vyšší, než k datu ocenění (124 v roce 2009 ve srovnání se 74 v roce 2018). Ztrátové hospodaření a pokles tržeb pokračující až do roku 2015 si nicméně vyžádal redukci počtu zaměstnanců, když v letech 2012 – 2013 nebyla společnost schopna svým hrubým ziskem osobní náklady pokrýt. Do roku 2015 poklesl počet zaměstnanců na 70, což se výrazně projevilo na úrovni ukazatele porovnávacího osobní náklady a přidanou hodnotu. V posledních dvou letech se při obdobném počtu zaměstnanců daří zvyšovat tržby a díky tomu i ziskovost, což ukazatel dále zlepšuje, byť u osobních nákladů dochází k růstu z titulu navyšování mezd.

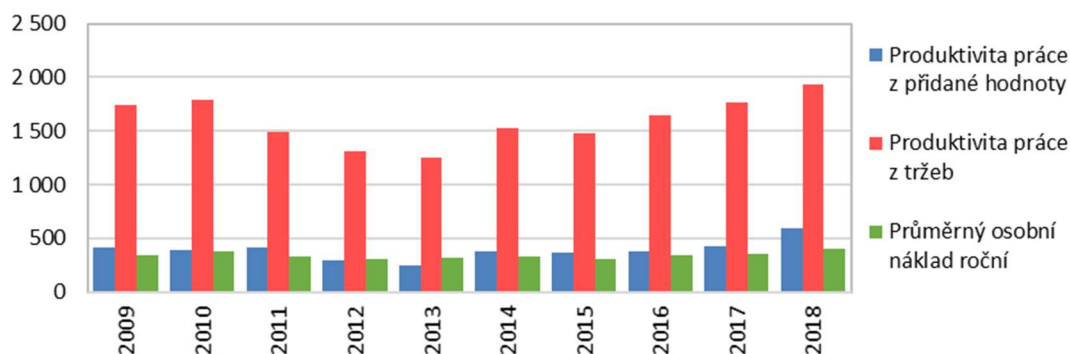
Ukazatele produktivity práce I.



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propoččet

Růst tržeb se projevuje pozitivně na vývoji ukazatele produktivity práce. Roste i produktivita práce z přidané hodnoty, a to i přesto, že mezi roky 2015 – 2018 došlo k viditelnému růstu mezd. Průměrný osobní náklad se během těchto let zvýšil o cca 30 %.

Ukazatele produktivity práce II. (v tisících CZK)

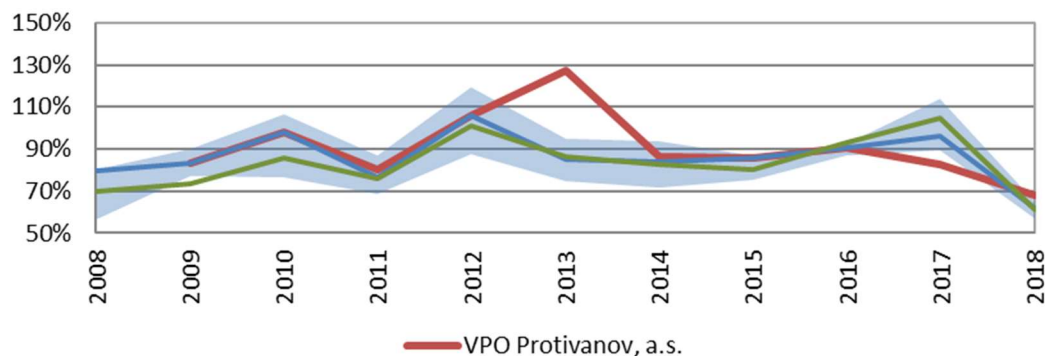


Zdroj: Účetní závěrky společnosti, vlastní propoččet

Osobní náklady společnost zatěžovaly především v první polovině sledovaného období. Ve vztahu k tržbám byly výrazně vyšší než u konkurence po celé období 2009 – 2013, během něžž společnost snižovala počty zaměstnanců, její tržby nicméně propadaly stejně rychle. V roce 2013 se k tomuto jevu přidal další pokles ziskovosti z jiných příčin (pokles přidané hodnoty). Od roku následujícího se situace postupně dostala do normálu. V roce 2015 ještě společnost vykazovala vyšší personální náklady ve vztahu k tržbám, v tomto roce ovšem již byla ukončena redukce počtu zaměstnanců a nákladovost osobních nákladů se stabilizovala. S růstem tržeb po roce 2015 dochází k viditelnému zlepšování poměru osobních nákladů a přidané hodnoty, přičemž v tomto parametru je oceňovaná společnost již plně porovnatelná s konkurencí.

Přes vysokou nákladovost osobních nákladů byl v minulosti přítom průměrný osobní náklad na zaměstnance oceňované společnosti nižší než u konkurence. To společně naznačuje slabší efektivitu provozu (společnost sice platila zaměstnancům méně, ale zároveň jich měla ve vztahu k objemu tržeb příliš). Po roce 2015, kdy počet pracovníků dosáhl dosavadního dna, průměrný osobní náklad na zaměstnance roce a v před datem ocenění se již prakticky vyrovnal konkurenčním firmám. Ve vztahu k nim tak společnost nezaostává, na druhou stranu čelí podobným tlakům jako zbytek ekonomiky (viz popis makroekonomického prostředí).

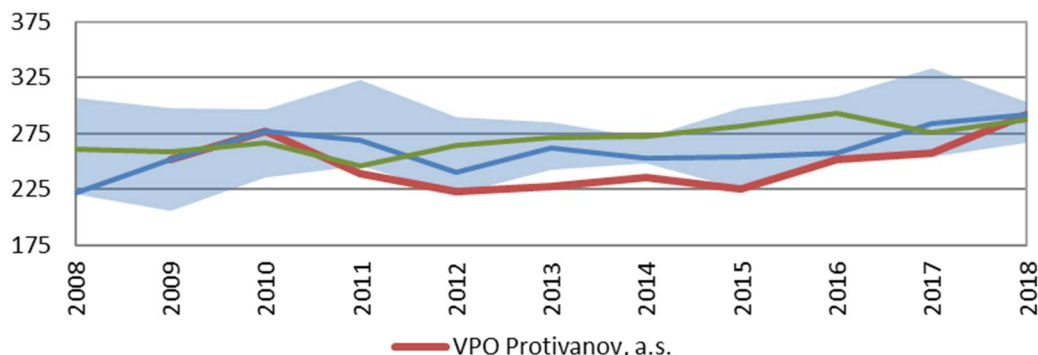
Osobní náklady k přidané hodnotě – srovnání s konkurencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopoččet

Produktivita práce z přidané hodnoty je v případě oceňované společnosti od roku 2016 srovnatelná (a rostoucí) s porovnávanými společnostmi. Produktivita práce z tržeb roste, za stagnující konkurencí (údaje za rok 2018 jsou značně nekompletní) prozatím mírně zaostává.

Průměrný roční osobní náklad – srovnání s konkurencí (v tisících CZK)



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

1.6.4. Závěr finanční analýzy

Analýza historických výkazů společnosti VPO Protivanov, a.s. za období cca posledních 10 – 12 let, a z nich dopočtených absolutních i poměrových ukazatelů, ukazuje následující:

- společnost byla výrazně zasažena finanční krizí po roce 2008 a následujícím propadem celého trhu (viz strategická analýza),
- před datem ocenění se podařilo hospodaření stabilizovat, nicméně výraznější obrat se prozatím nepodařilo v rámci stávajících výsledků potvrdit,
- společnost zůstává poměrně zadlužená, byť objem úročených dluhů klesá, objem vlastního kapitálu se snížil mezi lety 2009 – 2019 na desetinu,
- k datu ocenění dochází k růstu tržeb a ziskovosti, především na provozní úrovni, v roce 2018 se společnost po delší době dostala do plusu i v případě čistého zisku, což má pozitivní dopad na likviditu společnosti s ohledem na nadstandardní výši odpisů společnosti,
- za zlepšením ziskovosti stojí mimo růstu obratu redukce nákladů, např. v personální oblasti, či oblasti služeb,
- snižování objemu zadlužení a zlepšené hospodářské výsledky se pozitivně projevují na ukazatelích likvidity, včetně hotovostní, po letech roste i pracovní kapitál,
- předchozí omezení počtu pracovníků s aktuálním růstem tržeb se projevuje na zlepšování ukazatelů produktivity práce,
- ukazatele obratu jsou ovlivněny strukturou aktiv společnosti, která s ohledem na svůj vznik fúzí v roce 2009 stále eviduje oceňovací rozdíl k nabytému majetku, jenž navyšuje objem dlouhodobých aktiv a prostřednictvím odpisů ovlivňuje i ziskovost.

Poměrové ukazatele v porovnání s vybranou skupinou lokálních konkurentů ukazují, že:

- likvidita společnosti je v poslední době předcházející datum ocenění srovnatelná s konkurencí, zároveň se postupně zlepšuje a dosahuje nejlepších hodnot za více než 10 let,
- zadluženost společnosti je proti tomu nadprůměrná, což je dáno jednak vysokým objemem úročených dluhů již od vzniku společností fúzí v roce 2009, tak ztrátovým hospodařením v minulých letech, které vedlo k propadu vlastního kapitálu, objem úročených dluhů se společnosti daří postupně snižovat,
- společnost vlivem fúze rovněž vykazuje vysoký podíl dlouhodobých aktiv, díky čemuž má relativně vyšší odpisy a slabší ziskovost na nižších úrovních (od EBIT), než konkurence, hrubá marže, či marže EBITDA oproti tomu v posledních letech vykazuje nad úrovní nejpodobnějších společností, ziskovost se daří vylepšovat,
- struktura aktiv ovlivňuje rovněž ukazatele obratu, obrat dlouhodobých a celkových aktiv je slabší než u konkurence, v případě zásob a pohledávek je situace opačná,

- osobní náklady společnost sladila s konkurencí, v minulosti platila nižší mzdy a vykazovala menší efektivitu práce, v obou parametrech se srovnala s obdobnými podniky, produktivitu prozatím vykazuje mírně nižší ve vztahu k tržbám, vlivem úspor v přímých nákladech je v případě přidané hodnoty srovnatelná.

Celkově lze finanční situaci společnosti hodnotit jako křehkou, s převládajícími problémy, které společnost přenáší do data ocenění z minulosti, nicméně s nadějným vývojem do budoucna. K datu ocenění je společnost lehce zisková, na dlouhodobě nejvyšší hodnoty vzrostla likvidita, posiluje produktivita práce a efektivita provozu. Rostou tržby. Přetrvává problém s vysokým zadlužením, velmi nízkým vlastním kapitálem. Obrat výsledků hospodaření také není dostatečně potvrzen (rok 2018 byl v podstatě první ziskový za dlouhou dobu, výsledek v roce 2014 byl ovlivněn nestandardními položkami).

Dle názoru zpracovatele aktuální výsledky naznačují, že společnost je možné ocenit výnosovým způsobem, jakožto jedním z možných. Za určitých okolností společnost může být považována za going concern, tento předpoklad nicméně není přijímán bez výhrad.

1.7. Úprava účetních výkazů, neprovozní položky

Vzhledem k potřebě ocenění podniku (obchodního závodu) z pohledu jeho základního podnikatelského zaměření je nezbytným krokem ocenění identifikace majetkových položek, které k datu ocenění nemají povahu provozně potřebných, tedy takových, bez nichž lze předpokládat existenci a výhled podniku v nezměněné podobě. Vhodné je též určení těchto položek (bilanční položky a jimi vyvolané náklady a výnosy) v řadě minulých výsledků.

Položky provozně nepotřebných aktiv jsou oceňovány samostatně metodami odpovídajícími jejich individuální povaze.

Cílem uvedené identifikace je získat přehled o výši provozně potřebného kapitálu, ekonomické struktuře zdrojů jeho krytí a ziskovosti, kterou tento kapitál generuje. Vymezení uvedených položek umožňuje tedy lépe identifikovat generátory hodnoty, zvláště:

- provozní ziskovou marži (ve smyslu ziskovosti hlavního provozu/činnosti),
- provozně nutný investovaný kapitál.

Vymezení je rovněž relevantní pro účely úpravy minulých výsledků hospodaření v rámci metody kapitalizovaných čistých výnosů či jiných.

1.7.1. Vyřazování a prodej nepotřebného majetku

Jako nesouvisející s hlavním provozem jsou z titulu prodejů nepotřebného majetku standardně identifikovány položky výsledovky na řádcích tržby z prodeje dlouhodobého majetku a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, popř. zásob.

Prodeje dlouhodobého majetku nebyly v případě společnosti VPO Protivanov, a.s. v uplynulých letech významné, za posledních let jde maximálně o částky v objemu nižších stovek tisíc CZK, spíše menší. Zůstatková cena prodaného majetku jen jednou přesáhla 100 tisíc CZK, většinou byla nulová.

Významnější jsou prodeje materiálu. V tomto případě jde ročně o částky mezi 1 – 3 miliony CZK, zůstatková cena je obvykle o něco nižší. Dle dodaných předvah je prodáván hlavně pomocný materiál, kování, sklo apod., jen v menší míře jde o odpad. Drtivá většina prodejů materiálu nicméně zřejmě souvisí s hlavní činností podniku a je nutné o ní v tomto případě uvažovat jako o položce provozní (operační)

Za položky nesouvisející s hlavní činností jsou pro účel tohoto ocenění jsou považovány prodeje dlouhodobého majetku a jeho zůstatková cena.

1.7.2. Rezervy

Společnost evidovala rezervy pouze v roce 2009 (ostatní, ve výši 2 milionů CZK), v dalších letech historického období nebylo o rezervách účtováno. V daném případě nejde o relevantní položku pro úpravu účetních výkazů.

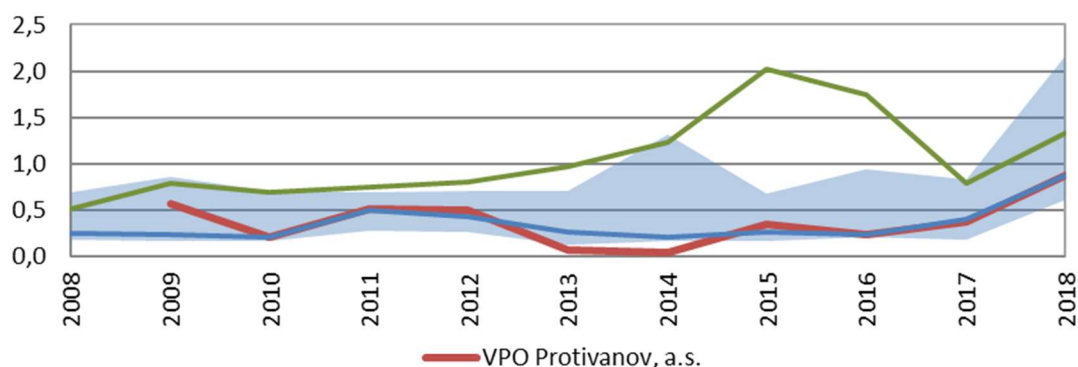
1.7.3. Neprovozní aktiva – krátkodobý finanční majetek

Společnost k okamžiku svého vzniku měla poměrně významný objem krátkodobého finančního majetku (více než 30 milionů CZK), který v dalších letech vlivem ztrátového hospodaření a umořování významného dluhu postupně klesal až na pouhých 0,7 milionů CZK v roce 2014. Od té doby vlivem obratu v hospodaření zůstatek peněžních prostředků narůstá (na konci roku 2018 na 14,6 milionů CZK, k datu ocenění dokonce 24,2 milionů CZK).

Zvýšený objem krátkodobého finančního majetku nicméně zřejmě neumožňuje jeho vyplacení bez dopadu na situaci společnosti, tzn. významnou část je nutné považovat za provozně nezbytnou. Společnost přes postupné splácení k datu ocenění nadále evidovala úvěry ve výši 55 milionů CZK, čistý pracovní kapitál činil pouze 14 milionů CZK. Vlastní kapitál ve výši 14,6 milionů CZK (při nerozdělených ziscích 3 miliony CZK) také zásadní výplaty neumožňoval.

Za určitou obecnou hranici pro rozdělení krátkodobého finančního majetku na provozní a neprovozní část bývá považován limit hotovostní likvidity např. ve výši 0,2. Tuto úroveň je nicméně nutné s ohledem na specifickou situaci v oboru a oceňovaném subjektu upravovat. Dle názoru zpracovatele je s ohledem na výše uvedené nutné v daném případě limit zvýšit, a to na úroveň 0,5. Kolem této se při vypuknutí krize pohyboval i medián porovnávaných společností (tržbami vážený průměr je výrazně vyšší). Pokles hodnoty ukazatele v letech 2013 – 2014 byl především projevem krize a problémů s financováním na propadajícím trhu, než měřítkem nějakého normálního stavu.

Hotovostní likvidita – srovnání s konkurencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

Dle uvedeného vymezení v historickém období vykazovala společnost VPO Protivanov, a.s. neprovozní krátkodobý finanční majetek pouze v době svého vzniku a až k datu ocenění, před kterým začal v posledních cca 2 letech narůstat objem likvidních prostředků.

Provozně potřebný a nepotřebný krátkodobý finanční majetek (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Krátkodobé cizí zdroje	55 855	41 253	24 765	17 930	20 565	16 954	14 682	22 052	24 559	16 783	35 005
Krátkodobý finanční majetek	31 249	8 587	12 648	8 828	1 393	693	4 930	5 038	9 179	14 567	24 173
Limit hotovostní likvidity	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Provozní krátkodobý finanční majetek	27 928	8 587	12 383	8 828	1 393	693	4 930	5 038	9 179	8 392	17 503
Provozně nepotřebný krátkodobý finanční majetek	3 322	0	266	0	0	0	0	0	0	6 176	6 671

Zdroj: vlastní propočty

Spolu s rozdělením krátkodobého finančního majetku jsou obdobně rozčleněny výnosové úroky. Výše těchto úroků bývá zohledněna jak při úpravě zisku v metodě kapitalizovaných čistých výnosů (eliminace neprovozní části), tak nepřímo i v odhadu historické řady korigovaných provozních výsledků hospodaření, do kterých je zahrnuta pouze jejich provozní část. Celkově byly v nedávné minulosti výnosové úroky zanedbatelné a v daném případě nemá toto členění na interpretaci starších výsledků hospodaření dopad.

1.7.4. Neprovozní aktiva – ostatní

Pro účel tohoto ocenění byly společností VPO Protivanov, a.s. poskytnuty sestavy majetku, které umožňují podrobnější analýzu a identifikaci provozně nepotřebných položek v jednotlivých skupinách aktiv. Dle této analýzy nevyplývá, že by společnost disponovala k datu ocenění

takovým majetkem. Seznam dlouhodobého majetku ukazuje, že se jedná o položky, které mají vazbu na hlavní podnikatelskou činnost, nejsou evidovány ani položky nadbytečné. Objem tohoto majetku vlivem odepisování v čase spíše klesá (i bez efektu odepisování oceňovacího rozdílu k nabytému majetku) a lze předpokládat s ohledem na minulý vývoj spíše podinvestovanost.

Podobný závěr platí pro oběžná aktiva. Zásob se jeví k datu ocenění sice více než v předchozích letech, to lze nicméně přisuzovat především výrobně-prodejnmu cyklu. Datum ocenění se nachází v polovině roku, kdy lze předpokládat zvýšenou výstavbu oproti zimním měsícům, kdy končí účetní období společnosti. Růst zásob je také dán především kategorií výrobků (okna VEKA), což podporuje tuto hypotézu.

Objem krátkodobých pohledávek je plně porovnatelný s minulými lety. Dodaná sestava nenaznačuje existenci neobvyklých pohledávek mimo standardní skupinu odběratelů. V případě krátkodobých pohledávek, kterou v letech 2014 – 2018 tvořila především jedna významná položka. Jednalo se o pohledávku za dlužníkem ARGONA, a.s. ve výši 17 413 tisíc CZK. Dle přílohy účetní závěrky za rok 2018 byla tato pohledávka k 13. 1. 2019 započtena proti pohledávce společnosti Zaccario, s.r.o. evidované vůči společnosti (tzn. protioperací byla úprava úročeného dluhu na straně pasiv).

Společnost ARGONA, a.s., se sídlem Boskovice, U Templu 378/8, PSČ 680 01, IČ 263 13 049 je společností v příloze účetní závěrky označována jakožto dceřiná společnost. Podíl v ní je evidován i k datu ocenění, na celou hodnotu je nicméně zaúčtována korekce. Jak společnost sama uvádí v příloze účetní závěrky, uvedený subjekt byl od roku 2015. Dle Obchodního rejstříku je nicméně tato společnost již od 21. 6. 2016 ve vlastnictví společnosti Evanton s.r.o., se sídlem Brno, Lidická 700/19, PSČ 602 00, IČ 044 72 446. Uvedená evidence v aktivech oceňované společnosti je tak nejasná. Dle Sbírký listin byl každopádně konkurz na uvedený subjekt k 2. 7. 2019 ukončen pro nedostatek majetku. Jeho hodnota je tak v souladu s korekcemi vytvořenými oceňovanou společností nulová a pro účel vymezení neprovozního majetku tento není dále řešen.

Podrozvahové položky mají především povahu odepsaných pohledávek v celkovém objemu stovek tisíc CZK. Jedná se patrně o nedobytné položky, jejichž hodnota je nulová (společnost rovněž vede řadu aktivních sporů ohledně nedoplatků za dodané zboží a služby, v řadě z nich probíhají exekuce dlužníků, které naznačují minimální vymahatelnost podobných položek).

Mimo krátkodobý finanční majetek nebyl další provozně nepotřebný majetek identifikován.

1.7.5. Nebilancované závazky

Mezi potenciální závazky společnosti, které nejsou zachyceny v rozvaze lze standardně zařadit závazky z leasingu a pasivních soudních sporů, tzn. těch, v nichž je společnost stranou žalovanou.

Dle dodaných podkladů je společnost účastníkem pouze aktivních soudních sporů, vystupuje tedy jako strana žalující, obvykle ve sporech týkajících se nedoplatků za dodané zboží a služby. Pasivní spory neeviduje, potenciální závazky v tomto smyslu k datu ocenění nebyly patrné.

Leasing je s ohledem na velikost společnost značně omezený. K datu ocenění společnost pořizovala na leasing tři osobní automobily (stejný počet vozů byl financován úvěry). Objem neuhrazených splátek k datu ocenění mírně převyšoval částku 1 milionu CZK.

1.7.6. Konečné vymezení neprovozních aktiv

Na základě analýzy jednotlivých skupin aktiv byla jako neprovozní identifikována k datu ocenění 30. 6. 2019:

- část krátkodobého finančního majetku v objemu 6 671 tisíc CZK.

V jiných skupinách aktiv nebyly položky nesouvisejících s hlavním provozem, popř. provozní, ale vázané v nadbytečném objemu neodpovídajícímu aktuálnímu rozsahu aktivit, identifikovány.

Celková výše neprovozního majetku k datu ocenění činí dle názoru zpracovatele částku 6 671 tisíc CZK.

1.7.7. Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozdělení výkazů oddělením položek nesouvisejících s hlavním provozem je velmi snadno vymežitelný tzn. provozně nutný investovaný kapitál, ať již:

- z pohledu aktiv, jako celková provozně potřebná aktiva snížená o závazky, jimž nelze přiřadit konkrétní náklady, popř.
- z pohledu pasiv jako zpoplatněný kapitál.

Provozně nutný investovaný kapitál z aktiv (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Zásoby	15 170	18 117	12 542	10 866	9 824	8 411	8 023	8 599	10 811	8 876	16 805
Pohledávky	24 892	25 170	19 384	15 802	17 494	30 200	23 956	25 365	26 730	23 551	7 416
Provozní krátkodobý finanční majetek	27 928	8 587	12 383	8 828	1 393	693	4 930	5 038	9 179	8 392	17 503
Časové rozlišení aktivní	1 365	1 620	970	651	514	386	637	882	749	576	624
Neúročené závazky	44 060	47 903	42 357	34 391	37 227	32 149	28 423	34 351	35 043	25 927	44 149
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Upravený pracovní kapitál	25 295	5 591	2 922	1 756	-8 002	7 541	9 123	5 533	12 426	15 468	-1 802
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 082	987	315	123	48	22	23	282	175	296	332
Dlouhodobý hmotný majetek	165 783	152 606	140 194	129 018	116 135	106 139	97 058	88 254	78 418	69 201	64 443
Dlouhodobý finanční majetek	96 908	70 871	56 447	33 192	16 479	5 118	3 386	2 180	0	0	0
Dlouhodobá aktiva celkem	263 773	224 464	196 956	162 333	132 662	111 279	100 467	90 716	78 593	69 497	64 775
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Upravený pracovní kapitál	25 295	5 591	2 922	1 756	-8 002	7 541	9 123	5 533	12 426	15 468	-1 802
Provozně potřebná dlouhodobá aktiva	263 773	224 464	196 956	162 333	132 662	111 279	100 467	90 716	78 593	69 497	64 775
Provozně nutný investovaný kapitál	289 068	230 055	199 878	164 089	124 660	118 820	109 590	96 249	91 019	84 965	62 974

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní propočet

Po eliminaci neprovozní části krátkodobého finančního majetku na základě limitu ukazatele hotovostní likvidity je patrné, že upravený pracovní kapitál oceňované společnosti je dlouhodobě relativně malý, oscilující kolem nuly. Přímě k datu ocenění se pohybuje mírně v záporné výši, díky aktuálnímu poklesu pohledávek a růstu zásob. Tento stav lze zřejmě považovat za sezónní výkyv před obdobím hlavní sezóny prodeje a instalací oken, o čemž svědčí i momentální růst objemu zásob, především výrobků.

Hlavní složkou provozně nutného investovaného kapitálu z pohledu aktiv je tak dlouhodobě, i k datu ocenění, dlouhodobý majetek.

Provozně nutný investovaný kapitál z pasiv (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Vlastní kapitál	142 546	103 377	81 713	65 278	31 149	34 295	25 500	17 226	13 704	9 146	7 952
Ekvivalenty vlastního kapitálu	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé úročené závazky	110 500	112 300	116 100	97 611	93 511	84 525	84 090	79 023	77 315	75 819	55 022
Krátkodobé úročené závazky	34 022	14 378	2 065	1 200	0	0	0	0	0	0	0
Provozně nutný investovaný kapitál	289 068	230 055	199 878	164 089	124 660	118 820	109 590	96 249	91 019	84 965	62 974

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní propočet

Alternativním vymezením provozně nutného investovaného kapitálu je vymezení z pasiv. V daném případě byly ve sledované minulosti identifikovány významné úročené cizí zdroje, přičemž oceňovaná společnost je od roku 2013 všechny eviduje v rámci dlouhodobých závazků.

Během celého historického období se společnosti dařilo objem úročených cizích snížovat, v roce 2019 došlo k zápočtu pohledávek a závazků, který tento efekt jednorázově dále umocnil.

Přesto vše jsou úročené cizí zdroje k datu ocenění dominantní složkou provozně nutného investovaného kapitálu. Objem vlastního kapitálu v účetním vymezení je vlivem předchozího ztrátového hospodaření omezený, což dále umocňuje efekt vymezení neprovozního majetku s předpokládaným financováním právě vlastním kapitálem.

1.7.8. Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření představuje provozní ziskovost společnosti, kterou generují provozně potřebná aktiva. Dále jsou z účetně vykazovaného hospodářského výsledku eliminovány položky jednorázové a neopakující se.

Z finančních výsledků je pro výpočet výše definované míry ziskovosti (korigovaný provozní výsledek hospodaření) provedeno započtení položek souvisejících s provozně potřebným majetkem.

Položky výnosů a nákladů, které je nutno (ne)promítnout do úpravy účetního výsledku hospodaření na zisk v ekonomickém smyslu vhodný pro ocenění podniku, jsou uvedeny v předchozích subkapitolách. Jedná se zvláště o:

- prodej a zůstatkové ceny prodáváného dlouhodobého majetku, resp. zásob (jež v tomto případě mají nicméně charakter související s hlavní činností),
- časovou úpravu nákladů o tvorbu a čerpání rezerv a opravných položek.

Vzhledem k identifikovaným neprovozním aktivům (krátkodobý finanční majetek) je nutnou úpravou i rozdělení výnosových úroků na provozní a neprovozní část. Vzhledem k propadu úrokových sazeb v posledních letech před datem ocenění a tyto položky nejsou pro vymezení KPVH a provozní marže až tak zásadní.

Úprava účetního zisku na korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Provozní výsledek hospodaření	-29 269	-11 676	-6 253	-6 201	-17 709	-3 466	-6 002	-6 712	-1 891	4 510	268
Tržby z prodeje neprovozního dlouhodobého majetku	403	436	353	5	1 715	152	370	92	1	43	83
Tržby z prodeje materiálu, neprovozního oběžného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodáváného neprovozního dlouhodobého majetku	487	623	13	60	2 237	23	132	0	0	0	0
Zůstatková cena prodáváného materiálu, neprovozního oběžného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tvorba opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zúčtování opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další výnosy spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další náklady spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek zohledňující pouze hlavní podnikatelskou činnost	-29 185	-11 489	-6 593	-6 146	-17 187	-3 595	-6 240	-6 804	-1 892	4 467	185
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	2 189	-2 112	1 259	1 030	-825	1 902	-74	-859	-1 034	1 446	-3 959
Přijaté úroky z provozně nutného krátkodobého finančního majetku	917	1 156	738	953	642	511	69	-41	2	3	1
Další finanční výnosy plynoucí z provozně nutného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční náklady spojené s provozně nutným majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH)	-30 457	-8 221	-7 114	-6 223	-15 720	-4 986	-6 097	-5 986	-856	3 024	4 145
Sazba DPPO	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Upravená daň z příjmů	-6 091	-1 562	-1 352	-1 182	-2 987	-947	-1 158	-1 137	-163	575	787
Core EBIT (KPVH) po daních	-24 366	-6 659	-5 762	-5 041	-12 733	-4 039	-4 939	-4 849	-693	2 449	3 357
Tvorba opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	21 907	694	893	3 581	0	135	0	227	0	0	0
Zúčtování opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	0	9 168	1	12 644	198	6 463	650	227	376	849	0
Odpisy provozně nutného oběžného majetku (zejména pohledávky)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	-2 459	-15 133	-4 870	-14 104	-12 931	-10 367	-5 589	-4 849	-1 069	1 600	3 357
Odpisy provozně potřebného dlouhodobého majetku	13 418	6 284	5 373	4 562	3 892	3 028	3 007	10 243	10 288	10 242	4 960
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	10 959	-8 849	503	-9 542	-9 039	-7 339	-2 582	5 394	9 219	11 842	8 317

Zdroj: BUUS 2007, vlastní úprava

Model korigovaného provozního výsledku hospodaření je součástí sestaveného finančního plánu společnosti VPO Protivanov, a.s. použitého pro její výnosové ocenění. Rovněž je vstupem

pro výpočet provozní ziskové marže coby jednoho z generátorů hodnoty, jeho výši je tak účelné vyjádřit před odečtem položek, které jsou modelovány pomocí jiných generátorů hodnoty.

Těmito položkami jsou především:

- odpisy provozně potřebného majetku, jejichž budoucí výše bude mimo jiné výsledkem samostatného modelu investičních výdajů, podobně ale lze naložit i se
- změnou stavu vnitropodnikových zásob vzniklých vlastní činností, která je výsledkem modelu dalšího generátoru hodnoty – pracovního kapitálu – coby meziroční změna položek nedokončené výroby, polotovarů a výrobků.

1.7.9. Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Pro účel výnosového ocenění společnosti je významný vztah výše vymezených veličin, tedy korigovaného provozního výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu.

Patrné je, že rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu byla v minulosti záporná (podrobněji viz finanční analýza). V posledních třech letech před datem ocenění se ji společnosti nicméně daří navyšovat a postupně otočit do kladných hodnot, v případě rentability vyjádřené korigovaným provozním výsledkem hospodaření před odpisy (core EBITDA) je kladná již od roku 2016, v případě zisku po odpisech od roku 2018.

Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu (v tisících CZK)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně nutný investovaný kapitál	230 055	199 878	164 089	124 660	118 820	109 590	96 249	91 019	84 965
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	-15 133	-4 870	-14 104	-12 931	-10 367	-5 589	-4 849	-1 069	1 600
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	-8 849	503	-9 542	-9 039	-7 339	-2 582	5 394	9 219	11 842
Rentabilita PNIK (core EBIT)	-5,2%	-2,1%	-7,1%	-7,9%	-8,3%	-4,7%	-4,4%	-1,1%	1,8%
Rentabilita PNIK (core EBITDA)	-3,1%	0,2%	-4,8%	-5,5%	-5,9%	-2,2%	4,9%	9,6%	13,0%

Zdroj: BUUS 2007, vlastní úprava

1.8. Sestavení finančního plánu

1.8.1. Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují základní veličiny, které určují hodnotu podniku. V zásadě se jedná o vyjádření fundamentu podniku (výnosového potenciálu a rizika) z pohledu hlavních veličin. Jednou z nich je:

- časový horizont trvání podniku, který byl vyhodnocen výše na základě výsledků strategické a finanční analýzy se závěrem, že lze za určitých podmínek předpokládat teoretické nekonečné trvání existence podniku společnosti VPO Protivanov, a.s. Těmito podmínkami je především udržení aktuálně zlepšené ziskovosti a snížení stále vysokého zadlužení společnosti, které umožní posílit v minulosti omezené investice.

Dalšími generátory jsou

- diskontní míra v podobě nákladů na kapitál (a tedy i jeho struktura), která bude modelována samostatně v rámci oceňovacího modelu v návaznosti na zpracovaný finanční výhled. Pro jeho vytvoření jsou potřeba především zbývající generátory hodnoty, tedy
- tržby,
- míra zisku z hlavní činnosti podniku (KPVH a příslušná zisková marže) a míra zdanění tohoto zisku,
- potřebný pracovní kapitál a
- investiční majetek a
- financování obou výše uvedených skupin aktiv.

Jak je uvedeno v rámci strategické analýzy, společnost plánuje svou činnost, a to na bázi ročních plánů, plánů investic na nejbližší cca 2 roky a dlouhodobých výhledů investic. Pro účel ocenění byl zpracovateli společností poskytnut roční plán výsledovky v členění na jednotlivá hospodářská střediska, plán oprav a investic na roky 2019 – 2020 a komentář k nutným investicím v horizontu dalších 5 – 10 let. Rovněž byly poskytnuty splátkové kalendáře leasingu a drobnějších úvěrů na automobily, splátky úroků a jistiny úvěru od společnosti TLV Projekt s.r.o. pro rok 2019 a odpisový plán na roky 2019 – 2025.

Z těchto plánů jsou primárně čerpány údaje o tržbách a ziskové marže v roce 2019, odpisů stávajících aktiv do roku 2025, investicích v letech 2019 – 2020 a splátkách stávajících úvěrů. Možná je korekce firemního plánu pro rok 2019 ze strany zpracovatele v případě některých nákladových položek apod. Dlouhodobější plán je vytvořen zpracovatelem.

1.8.2. Tržby

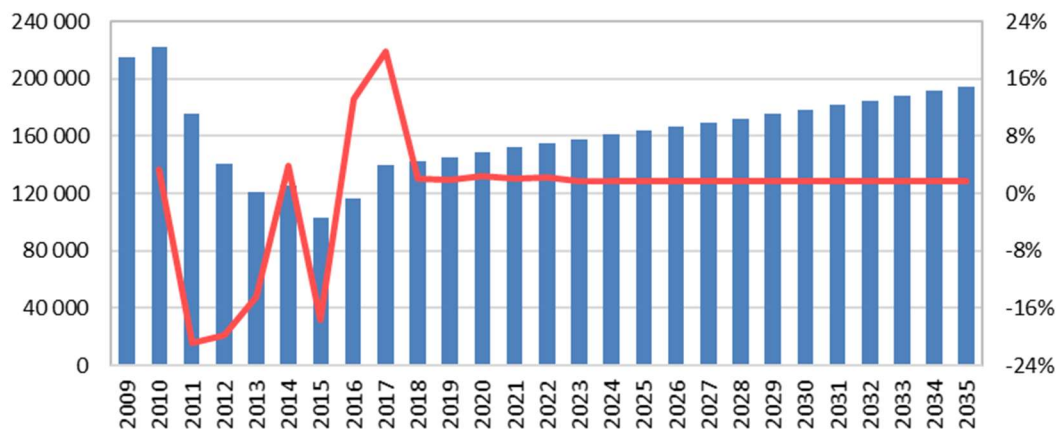
Velikost potenciálního trhu oceňované společnosti je odhadnuta řádově na vyšší jednotky miliard CZK, a to na základě identifikace největších hráčů na trhu, výše jejich tržeb a v tisku prezentovaných podílů na trhu. Konkrétnější odhad trhu a jeho růstového potenciálu je problematický s ohledem na absenci oborového sdružení a komplexnějších údajů. Nedávné články hovoří o stabilizaci donedávna klesajícího trhu a růstu v řádu nižších jednotek procent. Tomuto růstu nahrává v posledních letech rostoucí počet zahájených bytů, naopak tlumicí efekt může mít zpřísnování podmínek na hypotečním trhu. Střednědobý vývoj trhu by tedy mohl odpovídat s ohledem na cykličnost odvětví růstu ekonomiky (reálného HDP), dlouhodobý se zohledněním spíše stagnujícího počtu obyvatel ČR a bytového fondu by měl být dán primárně cenovou složkou. Případný jednorázový impuls, jakým bylo masové zateplování starších domů v minulosti, nelze patrně očekávat.

Odhad podílu společnosti na trhu činí dle zpracovatele 1,75 – 2 % s příklonem k nižší z uvedených hodnot. Pro rok 2019 společnost očekává na základě svého ročního plánu tržby ve výši 145,4 milionů CZK, a růst proti roku 2018. To lze s ohledem na ostatní údaje považovat

za odpovídající odhad, byť se nachází mírně pod úrovní předpokládaného růstu reálného HDP (dle 47. Kolokvia MF ČR v daném roce 2,5 %).

V dalších třech letech zpracovatel předpokládá růst trhu na úrovni růstu reálného HDP dle příslušného 47. Kolokvia MF ČR, tzn. mírně nad úrovní 2 %. V letech následujících (od roku 2023) pak setrvalý růst ve výši 1,75 %, tedy úrovni v rámci odhadu dlouhodobé inflace, když velikost trhu ve fyzických jednotkách lze očekávat spíše stabilní a hlavním faktorem růstu bude cenová složka.

Vývoj tržeb oceňované společnosti (v tisících CZK, levá osa) a jejich růst (pravá osa)



Zdroj: výroční zprávy, hlavní knihy, vlastní odhad

1.8.3. Provozní zisková marže

Provozní zisková marže minulých let je vypočtena jako podíl výše popsaných zdaněných korigovaných provozních výsledků hospodaření a tržeb za vlastní výrobky a služby a za zboží. Pro orientaci je využit propočtení provozní ziskové marže po daních (core EBIT po daních upravený o nepeněžní operace), hlavním propočtem je nicméně provozní zisková marže určená z korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a změnou stavu zásob vytvořených vlastní činností, když tyto položky budou pro budoucí období modelovány samostatně v návaznosti na odhad budoucích investic do dlouhodobých aktiv a pracovního kapitálu (core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace). Výpočet lze obecně vyjádřit vztahem:

$$r_{PZ} = \frac{KPVH}{Tržby}$$

kde

r_{PZ} provozní zisková marže
 $KPVH$ korigovaný provozní výsledek hospodaření (core EBIT nebo EBITDA)

V zachyceném historickém období (2009 – 2017) byla marže KPVH před odpisy po daních v prvních letech vesměs záporná. Od roku 2013, kdy relativní ztrátovost dosáhla maxima, se nicméně společnosti daří výsledek zlepšovat a od roku 2016 je na této úrovni zisková, přičemž ziskovost postupně dále roste. V roce 2018 dosáhla 8,3 %, v prvním pololetí roku 2019 byla ještě výrazně vyšší, tuto hodnotu ale s ohledem na sezónnost nelze považovat zřejmě za relevantní. Pro rok 2019 společnost modeluje zisk EBITDA na úrovni mírně nad 11 milionů CZK, tzn. marží poblíž úrovně předchozího roku (lehce nad 8 %).

Marže KPVH po daních kopíruje vývoj předchozí vymezené ziskovosti. K obratu do zisku s ohledem na stále vysoké odpisy ovlivněné oceňovacím rozdílem k nabytému majetku došlo nicméně se zpožděním až v roce 2018. Efekt vysokých odpisů s ohledem na datum vzniku společnosti a dobu odepisování oceňovacího rozdílu přetrvává do roku 2023.

Provozní zisková marže – historická

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Marže KPVH po daních	-1,1%	-6,8%	-2,8%	-10,0%	-10,7%	-8,3%	-5,4%	-4,2%	-0,8%	1,1%	5,6%
Marže KPVH před odpisy po daních	5,1%	-4,0%	0,3%	-6,8%	-7,5%	-5,9%	-2,5%	4,6%	6,6%	8,3%	13,9%

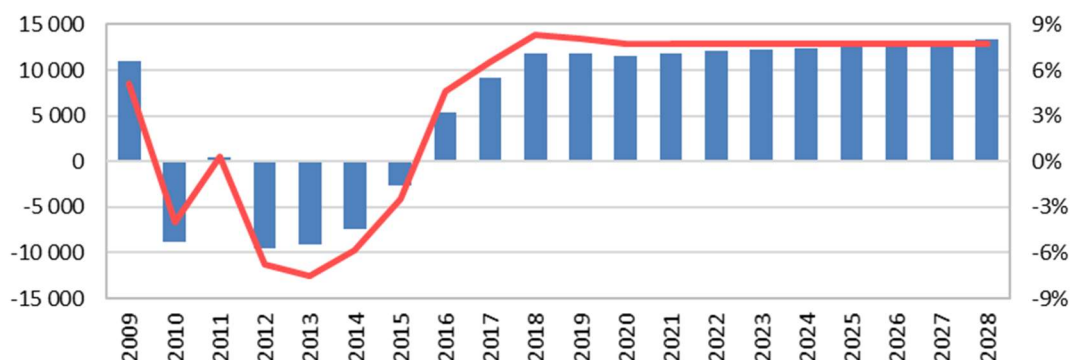
Zdroj: vlastní propočet

1.8.3.1. Provozní zisková marže shora

Provozní zisková marže shora je pro další roky modelována v návaznosti na provedenou strategickou analýzu. Dle této je společnost přijatelně perspektivním podnikem, jehož konkurenční síla je průměrná (s vychýlením spíše směrem dolů). Obrat ve finanční oblasti, tzn. zlepšení výsledků, nebyl doposud plně potvrzen, rizikem zůstává přetrvávající vysoké zadlužení. Jeho významnější snížení v roce 2019, plán výsledku v tomto roce, a dosažený výsledek za první pololetí k datu ocenění obrat nicméně potvrzují.

Z toho titulu zpracovatel předpokládá, že se společnosti bude i v delším horizontu držet marži z hlavního provozu blízkou průměru pozorovaného v minulých 2 letech a modelovanému pro rok 2019. Napjatá situace na trhu a rostoucí tlak mezd nicméně neumožní marži dále růst a i dosažená hodnota roku 2018 ve výši 8,3 % se jeví jako spíše optimistická. Konečným odhadem zpracovatele je 7,75 % v delším horizontu v případě marže KPVH před odpisy po daních. Rok 2019 je modelován z části autonomně s využitím ročního plánu dodaného oceňovanou společností, který v tomto období předpokládá marži vyšší, což potvrzuje i pololetní výsledek.

Provozní zisková marže shora a core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace (v tisících CZK)



Zdroj: vlastní odhad

1.8.3.2. Provozní zisková marže zdola

Projekce provozní ziskové marže zdola je pouze rozpracováním základního výhledu, kterým je projekce provozní ziskové marže shora. Jedná se fakticky o podložení odhadu rozkladem na jednotlivé položky nákladů a výnosů souvisejících s hlavním provozem podniku, který umožňuje sestavení kompletního výkazu zisku a ztráty (plánované výsledovky).

Z tohoto titulu je odhad provozní ziskové marže zdola uveden v příloze ocenění.

1.8.4. Upravený pracovní kapitál

Pracovní kapitál je pro účely oceňování, a tedy i jako jeden z generátorů hodnoty, vymezen podobně jako ostatní generátory z upravené rozvahy odpovídající provozně nutným aktivům a zdrojům tato aktiva kryjícím, ovšem zohledňuje ještě nutnost vymezení kapitálové struktury dle zdrojů, jímž je možno vyčíslit konkrétní náklady. Pracovní kapitál brutto (oběžná aktiva provozně nutná) zde proto není na rozdíl od běžného vymezení snížen zjednodušeně o krátkodobé závazky, ale o ty závazky, pro které není možné kvantifikovat jejich náklady (tzn. jen o neúročené cizí zdroje).

Součástí upraveného pracovního kapitálu jsou pouze provozně nutná oběžná aktiva, zde tedy pouze provozně potřebná část krátkodobého finančního majetku.

Podobně jako marže zisku z hlavního provozu oceňované společnosti, je možné model upraveného pracovního kapitálu provést globálně, ve většině případů v určitém vztahu k tržbám, a následně pro potřeby sestavení kompletní plánované rozvahy v rozkladu na jednotlivé položky.

Vzhledem k tomu, že hlavním modelem je odhad upraveného pracovního kapitálu v celku prostřednictvím koeficientu náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál, je podrobný model položek, který má pouze zpřesňující charakter, uveden v příloze tohoto ocenění podobně jako odhad provozní ziskové marže zdola.

Náročnost růstu tržeb na upravený pracovní kapitál je určena dle vztahu:

$$k_{UPK} = \frac{\Delta UPK}{\Delta T}$$

kde

UPK upravený pracovní kapitál
T tržby

Veličina upraveného pracovního kapitálu v historickém období je uvedena v kapitole popisující rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.

Upravený pracovní kapitál a koeficient náročnosti (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Tržby	215 311	222 353	175 911	141 078	120 668	125 269	103 189	116 769	139 871	142 706	59 862
Upravený pracovní kapitál	25 295	5 591	2 922	1 756	-8 002	7 541	9 123	5 533	12 426	15 468	-1 802
Změna tržeb	n.a.	7 042	-46 442	-34 833	-20 410	4 601	-22 080	13 580	23 102	2 835	n.a.
Změna UPK	n.a.	-19 704	-2 670	-1 166	-9 758	15 543	1 582	-3 590	6 893	3 042	n.a.
Koeficient náročnosti	n.a.	-279,8%	5,7%	3,3%	47,8%	337,8%	-7,2%	-26,4%	29,8%	107,3%	n.a.

Zdroj: vlastní propoččet

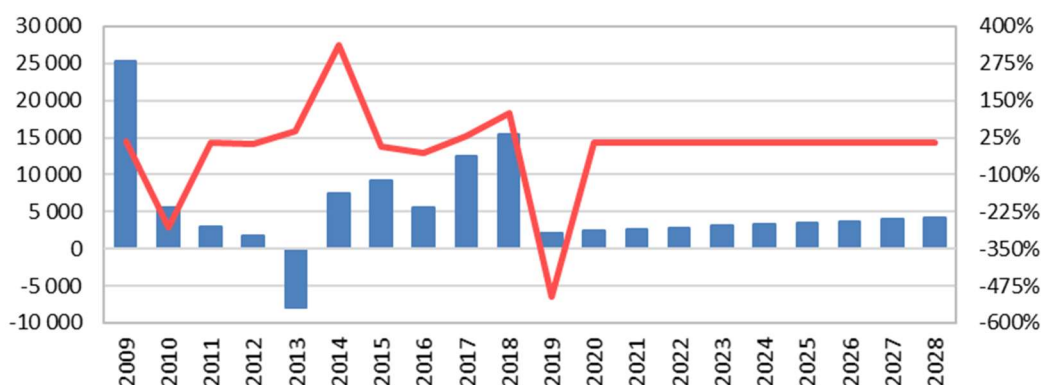
Z tabulky i grafu je patrné, že koeficient náročnosti v čase výrazně kolísá a roční hodnoty nejsou vhodné k jakémukoli odhadu. Pro účel tohoto ocenění je tak koeficient náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál spočítán za celé sledované historické období, tzn. mezi lety 2009 – 2018. Za toto období činí přibližně 13,5 %, tzn. růst tržeb o 1 CZK vázal v průměru v navýšení upraveného pracovního kapitálu 13,5 haléřů.

Hodnotu koeficientu mimo jiné ovlivňuje míra delimitace krátkodobého finančního majetku, tzn. jeho rozdělení na provozně potřebnou a zbytnou část. Za předpokladu, že by větší část krátkodobého finančního majetku měla povahu rezervy na nadcházející investice či splátky úvěrů a byla tedy provozně potřebná, byl by v závěru historického období upravený pracovní

kapitál vyšší, stejně jako koeficient náročnosti tržeb na něj. Historickou časovou řadu rovněž ovlivňuje skutečnost, že za celé sledované období jak tržby, tak pracovní kapitál významně klesaly, tzn. v tomto případě ukazatel vyjadřuje spíše uvolňování kapitálu při zmenšování podniku v komplikované situaci (tlak na to uvolnit více prostředků na pokrytí aktuálních potřeb, např. umořování úvěru). Koeficient v případě obratu k růstu bude patrně odlišný. Předpokládá se, že společnost dokázala po letech utahování opasek pracovat s relativně efektivně řízeným pracovním kapitálem a koeficient náročnosti tak bude relativně umírněný. V roce 2019 se rovněž společnost zápočtem zbavila významné dlouhodobé pohledávky, která výrazně ovlivňovala koeficient v posledních pěti letech.

Modelovanou výší koeficientu růstu tržeb na upravený pracovní kapitál je cca 8 %, tzn. oproti historickému průměru je zohledněna budoucí absence započtených pohledávek. S ohledem na strukturu prodeje a rozšiřování sortimentu jsou hlavní modelovanou složkou provozně potřebných aktiv zásoby. Objem krátkodobých pohledávek bude mírně nižší. Krátkodobý finanční majetek je v tomto vymezení uvažován je ve výši odpovídající provozně potřebné části.

Upravený pracovní kapitál a koeficient náročnosti tržeb (v tisících CZK)



Zdroj: vlastní odhad

1.8.5. Investice do dlouhodobého majetku

Podstatným generátorem hodnoty nutným k sestavení finančního plánu je dále model investic do dlouhodobého majetku. Dlouhodobý majetek zároveň představuje rozhodující část aktiv společnosti VPO Protivanov, a.s. jak v účetním, tak v ekonomickém pojetí (tzn. po eliminaci provozně nepotřebného majetku, který tvoří především krátkodobý finanční majetek).

Model investičních výdajů směřujících do dlouhodobého majetku je obvykle postaven na odhadu vycházejícího ze tří přístupů:

- přístupu podle hlavních položek v nejbližších letech plánu,
- přístupu globálního a
- přístupu dle vývoje opisů dlouhodobého majetku.

1.8.5.1. Globální přístup

Model investičních výdajů v rámci sestaveného finančního plánu je založen na přístupu globálním, v jehož rámci jsou investiční výdaje modelovány na základě koeficientů náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku. Tento koeficient je definován v podobě:

$$k_{DM} = \frac{I_b}{T}$$

kde

I_b investice brutto (výdaje na pořízení dlouhodobého majetku)
 T tržby

Koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku v případě společnosti VPO Protivanov, a.s. činil za období:

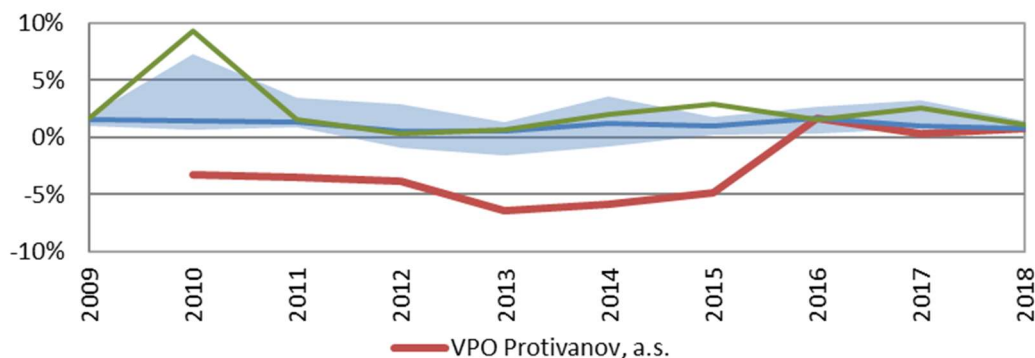
- 2009 – 2018 (10 let) -3,1 %
- 2014 – 2018 (5 let) -1,6 %

Uvedené koeficienty jsou v čase poměrně stabilní, v závěru období dochází k mírnému zlepšení. Záporný výsledek je obecně dán vysokými odpisy, jejichž větší část tvoří korekce oceňovacího rozdílu k nabytému majetku. Druhou příčinou je nicméně slabá a nepravidelná investiční aktivita společnosti, která v minulosti čelila poklesu tržeb, ztrátovému hospodaření a vysokému zadlužení.

Vybraná peer group, tedy obdobně velké společnosti působící ve stejném oboru, vykazuje za období 2009 – 2018 koeficient náročnosti tržeb na investice o něco vyšší. Porovnávaná skupina společností vykazovala v posledních cca 10 letech medián 1,7 %, rozpětí mezi prvním a třetím kvantilem se obvykle drželo v pásmu 0 – 5 % tržeb.

V jednotlivých letech mohou být výsledky odlišné, jak naznačuje graf. Vliv mohou mít především investice větších společností. Větší společnosti v průměru více investují, jak naznačuje rozdíl propočtených hodnot mediánu a tržbami váženého průměru. Nicméně v případě zvolené peer group tento rozdíl není zásadní. V pokrizovém období let 2012 – 2014 je parný obecný propad investic, které nepokrývaly odpisy společností.

Koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočet

Dosavadní investiční aktivita oceňované společnosti je tedy podprůměrná v kontextu konkurence a byla rovněž ovlivněna specifickou situací samotné společnosti. V dlouhodobém horizontu nelze takovou očekávat (trvalé snižování aktiv je v rozporu s předpokladem oceňovacího modelu na trvalou existenci podniku).

Společnost pro účel ocenění poskytla plán investic a oprav pro roky 2019 – 2020 a výhled investic v horizontu let 2025 – 2030. První jmenovaný není dostatečný pro odhad trvalého koeficientu, nicméně poskytuje alespoň krátkodobě náhled na předpokládanou aktuální investiční náročnost. Ta by se dle propočtu zpracovatele měla v roce 2019 – 2020 pohybovat na úrovni 1,5 – 3,5 %, tedy v souladu s hodnotami vykazovanými konkurencí. Podstatně relevantnější je očekávání budoucích investic společnosti v delším horizontu, dle kterého bude nutné investovat cca 20 milionů CZK do nemovitostí a 12 milionů CZK do strojního vybavení. Při rozkladu těchto investic do let 2021 – 2027 (zhruba poloviny horizontu předpokládaného společností) je očekáván koeficient náročnosti tržeb na investice kolem 3,25 %. Ten se nachází

v rozpětí daného konkurencí, spíše na jeho horní hranici. Lze předpokládat, že v delším horizontu bude schopnost investovat nad rámec konkurence rozhodující k přežití na definovaném konkurenčním trhu. Uvedený odhad se jeví jako relevantní i v dlouhém horizontu.

Pro další roky je modelován koeficient náročnosti tržeb 3,25 %.

1.8.5.2. Model odpisů, investice netto

Odpisy společnosti tvořily po celé historické období z velké části korekce oceňovacího rozdílu k nabytému majetku (7,27 milionů CZK). Odpisy ostatních aktiv činily v poslední době zhruba 3 miliony CZK.

Vzhledem k identifikaci položek neprovozních je model odpisů propočten pouze pro aktiva provozně potřebná. Neprovozní majetek v rámci dlouhodobých aktiv nicméně nebyl identifikován. V dalších letech budou pokračovat především odpisy stávajících budov, významně menší budou kromě roku 2019 odpisy hmotných movitých věcí a jejich souborů, popř. nehmotného majetku. Model odpisů stávajícího majetku je ve střednědobém horizontu založen na odpisovém plánu do roku 2025, který oceňovaná společnost poskytla pro toto ocenění.

Pro potřeby sestavení kompletních modelovaných výkazů jsou modelovány investice do nových aktiv (v celkové výši uvedeného koeficientu náročnosti tržeb na dlouhodobá aktiva) a jim odpovídající odpisy. Investice jsou rozděleny s ohledem na stav a vývoj jednotlivých skupin aktiv dle následujícího klíče:

- software 2,0 %
- pozemky 0,5 %
- stavby 60,0 %
- hmotné movité věci 17,0 %

Mimo uvedené položky je předpokládána existence marginálních záloh a nedokončeného majetku hmotného i nehmotného. Oproti uvedenému klíči jsou samostatně modelovány roky 2019 – 2020, a to dle plánu oprav a investic poskytnutého pro tyto roky oceňovanou společností.

Dlouhodobý plán je v souladu s předpokladem společnosti, že v horizontu let 2025 – 2030 bude větší část investic nutné směřovat do budov, menší do strojního vybavení.

Doby odepisování jsou modelovány v případě software v délce 3 roky, u budov v průměru 50 let a u hmotných movitých věcí 10 let.

1.8.6. Plán financování

Společnost k datu ocenění čerpala čtyři drobné úvěry související s nákupem automobilů:

- úvěr na koupi vozu Škoda Fabia Kombi z roku 2015, pořizovací cena 285 tisíc CZK, sazba 6,39 % p.a. s dobou splácení 48 měsíců (k datu ocenění zbývaly poslední 2 splátky),
- úvěr na koupi vozu Škoda Octavia z roku 2015, pořizovací cena 390 tisíc CZK, sazba 5,5 % p.a. s dobou splácení 48 měsíců (k datu ocenění zbývala poslední splátka),
- úvěr na koupi vozu Škoda Fabia Hatchback z roku 2015, pořizovací cena 233 tisíc CZK, sazba 6,68 % p.a. s dobou splácení 48 měsíců (k datu ocenění zbývala poslední splátka) a
- úvěr na koupi vozu Škoda Fabia Kombi z roku 2018, pořizovací cena 259 tisíc CZK, sazba 6,49 % p.a. s dobou splácení 48 měsíců do února 2022.

Ke všem úvěrům společnost dodala splátkové kalendáře, z přehledu je patrné, že první tři byly k datu ocenění již prakticky splacené až na marginální poslední splátky. Model na další roky ovlivňoval pouze poslední úvěr, jehož splátky nicméně dosahují necelých 70 tisíc CZK ročně

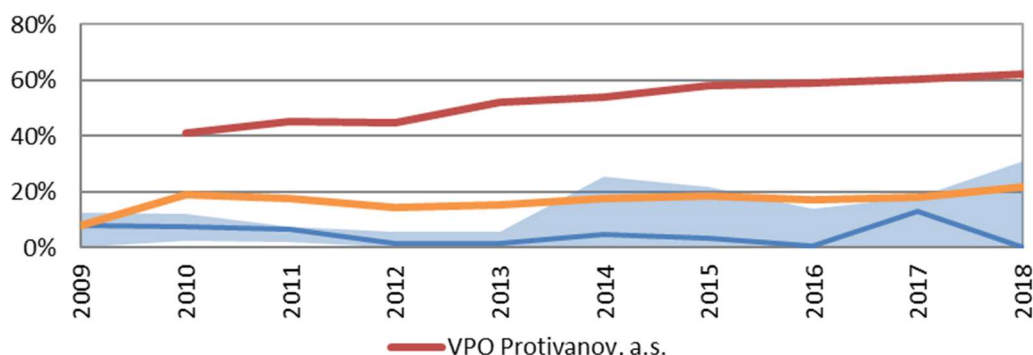
Zásadním úvěrem, který společnost evidovala k datu ocenění, byl úvěr poskytnutý společností TLV Projekt s.r.o., se sídlem Brno – Černovice, Charbulova 1251/170, PSC 618 00, IČ 076 29 991. Dle dodaného rozpisu splátek a úroku pro rok 2019 měl úvěr datu přijetí 14. 1. 2019 objem 57 989 tisíc CZK. Dohodnutá úroková sazba činí 2,9 % p.a. Očekávaný stav dle rozpisu splátek pro konec roku 2019 činí 54 789 tisíc CZK a uhrazené úroky za rok 2019 částku 1 588 tisíc CZK. Uvedený úvěr nahradil předchozí dlouhodobé financování a jeho přijetí se vázalo na zápočet dlouhodobé pohledávky.

Na základě uvedených podkladů je modelováno splácení jednotlivých úvěrů po celou dobu zpracovaného finančního výhledu (první fáze výnosového ocenění). Úvěry na vozy jsou marginální a jejich splácení odpovídá měsíčnímu rozpisu splátek. Úvěr od společnosti TLV Projekt s.r.o., jehož splátky pro rok 2019 mají činit 3,21 milionu CZK je v dalších letech umořován dle plánu zpracovatele částkou 4 miliony CZK. Díky tomu bude společnosti postupně snižovat své stále vysoké zadlužení, razantní pokles jako na počátku roku 2019 nicméně nelze s ohledem na generované provozní peněžní toky očekávat.

V budoucích letech je modelováno přijímání nových úvěrů, a to na základě dat od konkurenčních společností. Ty cizí úročené zdroje při své činnosti využívají ve srovnání s oceňovanou společností v relativně malém objemu – ve vztahu k aktivům se jedná rámcově o 0 – 20 %, od roku 2014 se zapojení cizích zdrojů alespoň u části subjektů jeví jako významnější.

Do budoucna je v případě oceňované společnosti modelováno využívání úročených cizích zdrojů na úrovni 20 % aktiv netto. Jedná se o hodnoty blízko dlouhodobého průměru ročních hodnot porovnatelných společností. S ohledem na splátky stávajícího dluhu je nicméně tato výše relevantní až pro druhou fázi výnosového ocenění. V rámci zpracovaného finančního výhledu bude společnost nadále vykazovat zadluženost vyšší.

Podíl úročených cizích zdrojů na aktivech netto



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

Sazba nových úvěrů je kalkulována na základě dat prof. Damodarana, tzn. za pomoci bezrizikové výnosnosti (aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů) a rizikové přírážky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu. Vzhledem k vysokému zadlužení v prvních letech výhledu spadá společnost až do roku 2023 do ratingového stupně CC až CCC. Situace se postupně lepší do roku 2027, v němž je jichž dle metodiky prof. Damodarana řazena již do stupně AAA. Nové financování je modelováno až od roku 2029. Doporučená přírážka dle sestavy pro rok 2018 zveřejněné na webu prof. Damodarana pro ratingový stupeň AAA činí 0,75 %. Bezriziková míra odpovídá bezrizikové míře použité pro odhad nákladů vlastního kapitálu (viz dále). Celková kalkulovaná úroková míra nového dluhu po roce 2027 činí 2,22 %.

1.8.7. Sestavení komplexního finančního plánu

Komplexní finanční plán společnosti VPO Protivaov, a.s. sestává z plánovaného výkazu zisku a ztrát, rozvahy a výkazu cash-flow dle výše uvedených předpokladů definované provozní části hospodaření, popř. samostatně modelovaných položek neprovozních. Model provozní části hospodaření vychází z plánu generátorů hodnoty, tedy již namodelovaných tržeb, provozní ziskové marže, která je díky sladění marže plánované shora a zdola doplněna i o základní položky nákladů a výnosů mimo odpisy, položek pracovního kapitálu a položek dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku doplněných o model odpisů a model bankovního financování investic.

Jako taková je provozní část hospodaření v podstatě namodelována celá, doplněny musejí být pouze předpoklady ohledně některých chybějících méně podstatných položek rozvahy a další drobné skutečnosti, které již nemají zásadní dopad na celkové vyznění finančního plánu.

Chybějícími částmi modelu stojícími mimo plán generátorů hodnoty jsou v rozvaze:

- rezervy – s ohledem na dlouhodobou absenci tvorby a čerpání rezerv nejsou modelovány ani do budoucna,
- model vlastního kapitálu:
 - změny základního kapitálu nejsou uvažovány,
 - rozdělení generovaných zisků nemá vliv na ocenění výnosovými metodami, jelikož nevstupuje do propočtu volných peněžních toků, nicméně je provedeno:
 - ostatní rezervní fondy společnost nenavyšuje od roku 2010, není uvažována jejich další změna, podobně jako v případě statutárních a ostatních fondů, jež byly v roce 2018 jednorázově využity ke krytí neuhrazených ztrát minulých let,
 - celý zisk je převáděn do nerozděleného zisku minulých let,
 - emisní ážio a ostatní kapitálové fondy jsou neměnné (tzn. mají trvale nulovou výši),
 - dividendy jsou uvažovány ve výši 1 milion CZK ročně, ovšem až od roku 2022, model dividend neovlivňuje podobně jako další změny ve vlastním kapitálu výsledek ocenění, jedná se jen o modelový propočet,
- položky rozvahy, které měly v uplynulých letech vždy nulový zůstatek, nejsou modelovány.

V případě výkazu zisků a ztrát je model provozní ziskové marže doplněn již jen o:

- daň z příjmů právnických osob, která je modelována ve stále stejné výši 19 %, touto sazbou je zdaněn vypočtený zisk před zdaněním, výjimkou jsou roky 2019 – 2022, v nichž bude společnost uplatňovat daňové ztráty z minulých let,
- není uvažována změna odložené daně – z tohoto důvodu se tak nemění ani závazek v rozvaze,
- položky výsledovky, které měly v uplynulých letech vždy nulový obrát, nejsou modelovány.

Kompletní modelované účetní výkazy, tedy rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz o peněžních tocích jsou součástí příloh tohoto ocenění.

1.8.8. Finanční analýza plánovaných ukazatelů

Ukazatele finanční analýzy vyplývající z plánovaných výkazů jsou součástí příloh tohoto ocenění. Podobně jako v případě finanční analýzy historických výsledků lze provést rozbor očekávaných výsledků z pohledu finanční stability, resp. výnosnosti s dalším podrobnějším členěním (likvidita, zadluženost a dlouhodobá finanční rovnováha, ziskové marže, aktivita atd.).

1.8.8.1. Finanční stabilita

Vzhledem k plánovanému ziskovému hospodaření společnosti VPO Protivanov, a.s. a investiční aktivitě odpovídající provozním a finančním peněžním tokům společnosti, je očekáváno

udržování slušné likvidity. Ta nicméně ve srovnání s lety 2014 – 2018 zpočátku klesne na úroveň běžné a pohotové likvidity, ve srovnání s rokem 2018 i v případě likvidity hotovostní. Pokles není výrazný, je dán především omezenou volatilitou modelovaných složek oběžných aktiv a krátkodobých závazků ve srovnání s minulými lety. V dalších letech se postupně modelovaná likvidita zlepšuje, což umožňuje mimo jiné modelovat výplatu byť omezených dividend.

Zadluženost v účetní hodnotě je dána modelem financování investic, tedy v případě úročených dluhů modelem dle hodnot porovnané skupiny lokálních konkurentů (je vstupem modelu hlavního provozu). Účetní výkazy modelované včetně neprovozních položek předpokládají na konci modelovaného období stabilní zadlužení na poměrně nízké úrovni cca 20 % aktiv. Než ovšem nastane tato stabilizace dlouhodobé finanční rovnováhy, je během první fáze modelováno postupné snižování nadále vysokého zadlužení, které společnost nabyla již při svém založení. V prvních letech výhledu je tak zadlužení společnosti nadále vysoké, podíl cizích zdrojů na aktivech začne výrazněji klesat až v horizontu řádově 3 – 5 let.

Hlavní složkou zdrojů krytí během první fáze cizí kapitál, přestože modelované peněžní toky umožňují po celou dobu jeho umořování. Vlastní kapitál začne významněji posilovat až po roce 2024, kdy v souvislosti s ukončením odpisování oceňovacího rozdílu k nabytému majetku (nejvýznamnější odepisovaná položka aktiv) rovněž vzroste účetní ziskovost. Díky odepsání uvedeného oceňovacího rozdílu klesne význam dlouhodobého majetku, ten nicméně i vlivem modelovaných zvýšených investic a umírněných dividend bude tvořit mírnou většinou aktiv netto.

Finanční rovnováha společnosti, jak z krátkodobého hlediska (likvidita), tak dlouhodobého (krytí aktiv, na konci první fáze i zadluženost), je modelována dostatečná.

1.8.8.2. Výnosnost

Výnosnost v příštím období očekává zpracovatel v absolutním vyjádření obdobnou, jakou společnost dosáhla v roce 2018 a modeluje pro rok 2019, tzn. zisk EBITDA v rozpětí 11 – 12 milionů CZK, následně při modelované stabilní marži rostoucí stejným tempem jako tržby. Na nižších úrovních (marže EBIT a níže) bude v prvních letech plánu ziskovost ovlivněna vysokými odpisy, jejichž větší část do roku 2024 bude tvořit odepisování oceňovacího rozdílu k nabytému majetku. Následně dojde k jednorázovému zlepšení vykazované účetní ziskovosti. Na modelované korigované provozní výsledky hospodaření tento jev nemá vliv.

Ukazatele rentability zůstanou tedy na počátku modelovaného období relativně nízké, následně v roce 2025 dojde k jejich skokovému růstu, o to většímu, že je po celou dobu modelováno snižování úročených dluhů. Postupně s růstem vlastního kapitálu budou klesat k dlouhodobě „normální“ úrovni.

V návaznosti na model tržeb a posledních generátorů hodnoty, tedy upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku, jsou modelovány stabilní ukazatele aktivity. Ty jsou samy o sobě vstupem modelu upraveného pracovního kapitálu (obrat zásob, pohledávek a krátkodobých závazků). V případě obratu dlouhodobého majetku, potažmo celkových aktiv, nejsou v plánu ve vztahu k historickému období žádné významné změny, které by ukazatele obratu výrazněji rozkolísaly s výjimkou postupného odepsání oceňovacího rozdílu k nabytému majetku. Doba obratu dlouhodobého majetku tak nejprve do roku 2024 klesá, následně mírně roste vlivem zvýšené investiční aktivity.

V případě ukazatelů produktivity práce je modelovaná mzdová náročnost tržeb popsána v rámci modelu provozní ziskové marže zdola. Osobní náklady budou tvořit 70 – 75 % vykazované přidané hodnoty (tedy mírně méně než v minulých letech) a půjde po spotřebě materiálu a energie o největší nákladovou položku společnosti. Modelováno je s ohledem na napjatý trh práce zvýšení absolutní úrovně mezd.

1.8.8.3. Provozně nutný investovaný kapitál

Nad rámec běžné finanční analýzy modelovaných výkazů hospodaření VPO Protivanov, a.s. zobrazujících výsledky jejího hlavního provozu je pro účely dalšího ocenění podniku třeba určit a analyzovat veličinu provozně nutného investovaného kapitálu.

Z pohledu aktiv je patrné, že v případě společnosti VPO Protivanov, a.s. zůstane základní majetkovou substancí hlavního provozu dlouhodobý majetek. Jeho objem netto se bude do roku 2024 snižovat vlivem odepisování oceňovacího rozdílu k nabytému majetku, které převyšuje investice do ostatních dlouhodobých aktiv. Po eliminaci tohoto vlivu dojde v druhé polovině modelovaného období k růstu provozně potřebných aktiv, když modelované investice brutto budou převyšovat snížené odpisy.

Upravený pracovní kapitál bude málo významnou složkou provozně nutného investovaného kapitálu (k datu ocenění je složkou nepatrně zápornou).

Provozně nutný investovaný kapitál z pohledu aktiv (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Upravený pracovní kapitál	2 099	2 368	2 610	2 881	3 091	3 305	3 523	3 745	3 970	4 200
Provozně potřebná dlouhodobá aktiva	64 380	57 079	52 398	47 715	42 969	45 329	47 517	49 532	51 369	53 027
Provozně nutný investovaný kapitál	66 479	59 447	55 008	50 595	46 060	48 634	51 040	53 276	55 339	57 226

Zdroj: vlastní odhad

Vymezení provozně nutného investovaného kapitálu z pohledu pasiv ukazuje, že je tento tvořen zpočátku především cizím kapitálem, tedy dlouhodobou půjčkou od společnosti TLV Projekt s.r.o. S ohledem na slabé zisky v počátku období dané vysokými odpisy zůstane v první polovině modelovaného období vlastní kapitál poměrně omezený. Od roku 2024 začne díky snížení odpisů a růstu zisků narůstat a cca v horizontu roku 2027 se stane hlavní složkou provozně nutného investovaného kapitálu z pohledu pasiv.

Provozně nutný investovaný kapitál z pohledu pasiv (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vlastní kapitál	11 844	8 876	8 505	8 104	7 569	14 142	20 549	26 785	32 848	38 735
Ekvivalenty vlastního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé úročené závazky	54 635	50 571	46 503	42 492	38 492	34 492	30 492	26 492	22 492	18 491
Krátkodobé úročené závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozně nutný investovaný kapitál	66 479	59 447	55 008	50 595	46 060	48 634	51 040	53 276	55 339	57 226

Zdroj: vlastní odhad

Pro ocenění podniku je mimo samotné výše a struktury provozně nutného investovaného kapitálu důležitým parametrem také jeho rentabilita ve vztahu k hlavním provozem generovanému zisku upravenému o nepravdivé, jednorázové a jiné položky, tedy korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po zdanění.

Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Provozně nutný investovaný kapitál	66 479	59 447	55 008	50 595	46 060	48 634	51 040	53 276	55 339	57 226
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	1 581	2 029	2 133	2 313	2 347	9 590	9 545	9 498	9 464	9 415
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	11 798	11 531	11 752	12 047	12 232	12 460	12 677	12 898	13 136	13 364
Rentabilita PNIK (core EBIT)	1,9%	3,1%	3,6%	4,2%	4,6%	20,8%	19,6%	18,6%	17,8%	17,0%
Rentabilita PNIK (core EBITDA)	13,9%	17,3%	19,8%	21,9%	24,2%	27,1%	26,1%	25,3%	24,7%	24,1%

Zdroj: vlastní odhad

V rámci finančního plánu je tato rentabilita modelována lepší než v historickém období, přestože např. ve srovnání s rokem 2018 nedochází v prvních letech plánu k významnějšímu růstu modelované core EBITDA. Příčinou je výrazné snížení provozně nutného investovaného

kapitálu v roce 2019 vlivem umoření části dlouhodobých cizích zdrojů a jejich další snižování v následujících letech při stagnaci vlastního kapitálu. Díky tomu při podobné výši modelovaných provozních zisků z hlavního provozu rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu narůstá. V druhé polovině výhledu naopak dochází k poklesu, když růst vlastního kapitálu již převyšuje pokles dluhů a celkový provozně nutný investovaný kapitál začíná růst.

1.8.9. Závěr finančního plánu

Provedení analýzy sestaveného finančního plánu dle názoru zpracovatele podporuje závěry strategické a finanční analýzy podniku společnosti VPO Protivanov, a.s. Podnik může být dostatečně výkonný a v rámci modelovaných podmínek, které předpokládají zvládnutí stávajícího obratu hospodaření, tzn. obrat výsledků hospodaření společnosti do kladných čísel a snížení doposud vysokého zadlužení, není ohrožena jeho existence.

Finanční analýza sestaveného plánu naznačuje, že by měl být dlouhodobě finančně stabilní jak v krátkém (likvidita), tak dlouhém horizontu (ziskovost, se zpožděním zadluženost). Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu se zpočátku jeví vysoká, zvláště na úrovni rentability vycházející core EBITDA, což je nicméně dáno počáteční nízkou úrovní provozně nutného investovaného kapitálu. V terminální fázi je nutné pracovat se ziskovostí nižší, nepřilíš vzdálenou od nákladů kapitálu.

Analýza sestaveného finančního plánu dle názoru zpracovatele potvrdila splnění předpokladu going concern pro hledanou objektivizovanou hodnotu.

2. Ocenění

2.1. Ocenění podniku

2.1.1. Volba metod ocenění

Vzhledem k hledané objektivizované hodnotě, předpokládající výnosové ocenění podniku a k závěrům strategické analýzy a finanční analýzy, podpořeným analýzou sestaveného finančního výhledu, tedy s ohledem na potvrzený předpoklad going-concern v rámci hledané objektivizované hodnoty, je ocenění podniku společnosti VPO Protivanov, a.s. provedeno výnosovým způsobem (metoda diskontovaných peněžních toků, metodu kapitalizovaných čistých výnosů s ohledem na minulou ztrátovost nelze aplikovat).

V rámci ocenění je proveden rovněž propočten metodou majetkovou (účetní hodnota), jejíž výsledek má nicméně pouze informativní význam. S ohledem na specifickou podstatu a absenci porovnatelných společností obchodovaných na veřejných trzích, není provedeno ocenění srovnáním (metoda srovnatelných podniků).

2.1.2. Náklady kapitálu pro výnosové ocenění – výběr dat

2.1.2.1. Náklady vlastního kapitálu

Jak je rozebráno v popisu metodologie uvedeném v příloze tohoto ocenění, konstrukce modelu CAPM (a jeho naplnění konkrétními údaji) bývá v praxi řešena variantně, přičemž ne všechny varianty jsou vnitřně konzistentní a metodologicky čisté.

S ohledem na tuzemskou literaturu a praxi nicméně možný a správný považuje zpracovatel přístup v podobě:

- stanovení bezrizikové míry na úrovni
 - k datu ocenění aktuálního výnosu do splatnosti,
 - českého státního dluhopisu,
 - s dobou do splatnosti 10 let či delší pro první fázi modelu (v souladu s délkou první fáze),resp.
 - dlouhodobého (geometrického) průměru výnosu do splatnosti,
 - českých státních dluhopisů,
 - s dobou do splatnosti 10 let nebo delší pro druhou fázi modelu,za předpokladu, že je oceňován podnik s omezenou životností, je pro fázi zbytkové životnosti volena bezriziková míra na úrovni
 - k datu ocenění aktuálního výnosu do splatnosti,
 - českého státního dluhopisu,
 - s dobou do splatnosti odpovídající délce omezené životnosti podniku,
- použití českých státních dluhopisů coby bezrizikové míry je zohledněno v konstrukci rizikové prémie země, a to
 - odečtením části volatility připadající na dluhové financování od podílu volatility a
 - opuštěním konstrukce inflačního diferenciálu,
- riziko selhání země je přitom čerpáno z databáze prof. Damodarana (rating based default spread),
- tato databáze je rovněž zdrojem rizikové prémie trhu, a to v podobě dlouhodobého geometrického průměru z dat kapitálového trhu USA,

- koeficient beta je získán z databáze prof. Damodarana, tato obecně poskytuje jen hrubé oborové členění, popř. podléhá omezení vyplývající jen z roční, popř. pololetní aktualizace, nicméně v případě oborů, u nichž je problematická identifikace přímo srovnatelných podniků obchodovaných na burze, poskytuje alespoň základní použitelná data,
- koeficientem beta je násobena pouze riziková prémie trhu a vzhledem k tomu, že společnost VPO Protivanov, a.s. nemá k datu ocenění již téměř žádné zahraniční tržby (a nejsou ani modelovány), je použita první varianta modelu, resp. třetí varianta s uvažovaným nulovým podílem zahraničních tržeb (koeficientem lambda rovným jedné),
- podíl volatilit odpovídá tuzemským podmínkám, tedy doporučení MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 nebo MAŘÍK 2018, které k datu ocenění odpovídá rovněž údaji pro Českou republiku v databázi profesora Damodarana,
- je užitá specifická přírážka za velikost společnosti, když ocenění tuzemského nekotovaného podniku je na základě takto konstruovaného modelu CAPM postaveno z podstatné části na datech z kapitálového trhu, u nějž lze předpokládat průměrně řádově větší společnosti (tržní prémie vychází z indexu S&P 500), než v případě oceňovaných tuzemských podniků. Dle studie PODŠKUBKA je přírážka v tuzemské praxi často používána. Možné je k jejímu odhadu využít zahraniční placené databáze (do roku 2013 Ibbotson Associates – *S&P Valuation Yearbook a Cost of Capital Yearbook*, od roku 2014 Duff & Phelps – *Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*), obvyklou tuzemskou praxí je odhad prémie znalcem. Vzhledem k značné míře subjektivity při vlastním odhadu specifické prémie vychází kalkulace přírážky z databáze obsažené v *2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*.

Konkrétními hodnotami uvedených parametrů jsou k datu ocenění 30. 6. 2019 tyto:

- bezriziková sazba – aktuální výnosnost českých státních dluhopisů s dobou do splatnosti 10 let pro výnosové ocenění metodou diskontovaných peněžních toků s délkou první fáze 10 let, popř. ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů; výnos do splatnosti k uvedenému datu činil dle informačního systému agentury Bloomberg (funkce *GTCZK10YR Index*) **1,470 %**
- bezriziková sazba pro druhou fázi na bázi geometrického průměru desetiletých dluhopisů (měsíční průměr) dle databáze ARAD ČNB **2,707 %**
- riziková prémie trhu v podobě geometrického průměru hodnot z kapitálového trhu USA je přejata z databáze prof. Damodarana (postup doporučují i MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2011); jedná se o geometrický průměr za nejdelší dostupné období, tedy 1928 – 2017 (rovněž viz doporučení MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2011), dle datové sestavy „*Discount Rate Estimation – Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States*“ ve výši **4,661 %**
- koeficient beta nezadlužený z databáze prof. Damodarana; jde o nezadlužený beta koeficient společností z Evropy, zařazených do oboru „*Building Materials*“ **0,810**
- riziko selhání země je čerpáno z databáze prof. Damodarana; dle datové sestavy „*Discount Rate Estimation – Risk premiums for Other Markets*“ činilo na konci roku 2017 riziko selhání České republiky odvozené z rozdílu ratingů agentury Moody’s (tzv. *Rating Based Default Spread* pro rating ČR na stupni A1) **0,794 %**
- podíl volatilit akciového a dluhopisového trhu pro český trh, odpovídající jak tuzemským studiím RAJDL, popř. NOVOTNÝ, tak aktuální databázi prof. Damodarana **2,800**
- specifická přírážka za velikost společnosti je odvozena ze statistik společnosti Duff & Phelps zveřejněných v *2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*. Dle těchto je prémie za menší velikost společnosti v metodice Center for Research in Security Prices při University of Chicago pro podnik spadající do kategorie společností s mikrokapitalizací (tedy tržní kapitalizací v rozpětí cca 2 – 448 milionů USD) **3,580 %**
- dlouhodobě očekávaná inflace je dle výsledku strategické analýzy (makroekonomické prostředí) odhadnuta na **1,750 %**

2.1.2.2. Náklady cizího kapitálu

K datu ocenění společnost VPO Protivanov, a.s. evidovala úročené dluhy v relativně velkém rozsahu odpovídajícímu vyšším desítkám procent aktiv netto, podobně jako v předchozích letech. Objem úročených dluhů byl po celou dobu existence společnosti trvale vyšší, než objem krátkodobého finančního majetku (záporný čistý dluh). Před datem ocenění došlo nicméně k jeho relativně významnému snížení, objem krátkodobého finančního majetku zároveň viditelně narostl. Čistý dluh k datu ocenění tak dosahoval cca 31 milionů CZK, v průběhu roku 2018 šlo přitom ještě o zhruba dvojnásobek.

Úrokové náklady nových úvěrů jsou modelovány dle metodiky prof. Damodarana, popsané např. v MARÍK 2018, tzn. na bázi bezrizikové úrokové míry (viz konstrukce nákladů vlastního kapitálu) a přírážky dané stupněm ratingu odhadnutým na základě propočteného ukazatele úrokového krytí v každém roce výhledu pro menší nefinanční společnosti s kapitalizací pod 5 miliard USD a rizikovější společnosti. S ohledem na aktuální vysoké zadlužení a běžnou míru využití úročených cizích zdrojů obdobnými společnostmi v oboru je tato kalkulaci nicméně platná až pro druhou fázi výnosového ocenění.

Propočtený rating je se v letech 2020 – 2023 pohybuje na stupních CC a CCC, v letech 2024 - 2026 na stupni AA a od roku 2027 na stupni AAA, když míra využití cizích úročených zdrojů postupně klesá k hranici 20 % aktiv. Tato je odvozena z tržních dat, tedy dle konkurenčních společností (viz finanční analýza a plán generátorů hodnoty).

Využití nových dluhů je modelováno až ve druhé fázi výnosového ocenění. V první fázi je model založen na postupném splácení stávajících úvěrů, kromě marginálního financování vozů především na umožňování dlouhodobé půjčky, jejíž úroková sazba je 2,9 % p.a. Ta tvoří náklady cizího kapitálu pro první fázi modelu.

Pro druhou fázi je modelována výše nákladů cizího kapitálu na úrovni 3,46 %, odpovídající bezrizikové úrokové míře pro druhou fázi 2,707 % a přírážce 0,75 % pro ratingový stupeň AAA.

2.1.2.3. Náklady daňových štítů

Při použití univerzální reagenční funkce lze při přepočtu nákladů vlastního kapitálu na danou úroveň zadlužení v návaznosti na míru jistoty dosažení daňových úspor stanovit náklady daňových štítů v rozpětí nákladů cizího kapitálu až nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení.

V uvedeném případě zpracovatel považuje daňové štíty za relativně jisté (úroveň zadlužení je zpočátku vysoká, existují určitá rizika nákladů finanční tísně, nicméně společnosti se podařilo před datem ocenění zadlužení výrazně snížit a získat nové financování s pevně stanovenými úroky). Náklady daňových štítů jsou vzhledem k tomuto závěru odhadnuty ve výši nákladů cizího kapitálu.

2.1.3. Metoda DCF

Popis metody diskontovaných peněžních toků v různých zastupitelných variantách (equity, entity, APV) je součástí příloh tohoto materiálu. Tou je rovněž popis metodologie konstrukce nákladů kapitálu.

2.1.3.1. Náklady kapitálu pro metodu DCF

Vzhledem ke skutečnosti, že společnost bude dle zpracovaného modelu v dalších letech využívat úročené cizí zdroje, je pro účely metody DCF proveden přepočtení nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení na konkrétní hladinu zadlužení v daném roce v tržních cenách kapitálu (tedy iteračním přepočtem pomocí univerzální reagenční funkce).

Z tohoto titulu se náklady vlastního kapitálu v jednotlivých letech liší, rozdílné jsou rovněž průměrné vážené náklady kapitálu zohledňující podíl jednotlivých kapitálových složek a jejich specifické náklady.

Výše nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení je rovněž rozlišena v první a druhé fázi modelu prostřednictvím specificky kalkulované bezrizikové sazby.

2.1.3.2. Volné peněžní toky

Volné peněžní toky jsou vymezeny úpravami modelovaného korigovaného provozního výsledku hospodaření především o položky nákladů, které nepředstavují v daném období výdaj (typicky odpisy), dalšími úpravami je zohlednění investiční politiky a vývoje položek pracovního kapitálu, na úrovni vlastníků společnosti dále ještě zadluženosti podniku (změna úročených cizích zdrojů a jejich zpoplatnění). Kompletní výpočet volných peněžních toků pro celý výhled je uveden v příloze v členění dle publikace BUUS 2007. Zkrácenou podobu ukazují níže uvedená tabulka.

Z přehledu volných peněžních toků je patrné, že je modelován poměrně stabilní KPVH, který navazuje ve výhledu na dosažený výsledek za rok 2018, i společností modelovanou provozní ziskovost pro rok 2019. V dalších letech je výhled již založen výhradně na modelu generátorů hodnoty.

Core EBITDA bude hlavní složkou volných peněžních toků v první fázi. Změna provozně potřebného pracovního kapitálu je modelována s výjimkou roku 2019, kde k ní nicméně došlo již před datem ocenění v rámci operací, jejíž součástí byl zápočet dlouhodobé pohledávky. Do ocenění vstupuje pouze změna za druhé pololetí 2019, jenž je naopak kladná.

Ostatní položky jsou během celé první fázi spotřebou peněžních toků. Jedná se jak o investice, v letech 2019 – 2020 reflektující plán investičních oprav a výdajů společnosti, následně její dlouhodobější potřeby, ovšem v kontextu investiční náročnosti běžné v oboru, tak o postupné umořování stávajících dluhů. Do roku 2022 bude snižování zadlužení ovlivňovat skupina drobných úvěrů na koupi vozů, následně již výhradně umořování dlouhodobého úvěru od společnosti TLV Projekt s.r.o. S touto půjčkou jsou spojeny i znázorněné nákladové úroky po zdanění.

V souhrnu jsou roční peněžní toky společnosti relativně omezené. Nutné zvýšení investiční aktivity již během první fáze společně s umořováním dluhů neumožní v tomto období společnosti generovat významnější volné prostředky pro akcionáře.

Plánované volné peněžní toky (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	11 798	11 531	11 752	12 047	12 232	12 460	12 677	12 898	13 136	13 364
Brutto investice do provozně potřebných stálých aktiv	5 100	2 200	4 938	5 052	5 140	5 230	5 321	5 415	5 509	5 606
Změna provozně potřebného pracovního kapitálu v brutto hodnotách	-13 369	270	242	270	210	214	218	222	226	229
FCFF	20 067	9 061	6 572	6 725	6 882	7 016	7 138	7 262	7 401	7 528
Nákladové úroky po zdanění	1 781	1 283	1 188	1 092	998	904	810	716	622	528
Změna úročeného cizího kapitálu	-21 184	-4 064	-4 068	-4 012	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000
FCFE	-2 898	3 714	1 316	1 621	1 883	2 112	2 328	2 546	2 779	3 000

Zdroj: vlastní propočty

2.1.3.3. Parametry pokračující hodnoty

V příloze je uveden vývoj parametrů, běžně zohledňovaných v propočtu pokračující hodnoty, během první fáze. Doba první fáze pro výnosové ocenění společnosti VPO Protivanov, a.s. je zpracovatelem stanovena na 10 let. Této době odpovídá zvolená bezriziková sazba (výnosnost dluhopisů s dobou do splatnosti rovněž 10 let). Doba odpovídá stabilizaci jednotlivých stěžejních finančních ukazatelů v návaznosti na plán generátorů hodnoty:

- tržby – od roku 2023 je modelován stabilní růstu trhu a tržní podíl oceňované společnosti,
- zisková marže – specificky je modelována v prvním roce plánu (resp. zbytku roku 2019), následně stabilní, díky tomu tempo růstu zisku (core EBITDA) poměrně rychle konverguje k růstu tržeb,
- upravený pracovní kapitál – využit je model na bázi koeficientu náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál, díky čemuž konverguje tempo opět k růstu tržeb,
- investice do dlouhodobého majetku – jedná se o silný faktor ovlivňující délku první fáze, která je ukončena obvykle až v době sladění odpisů a investic do dlouhodobého majetku,
- financování – v daném případě jde o významný faktor, po dobu celé fáze je modelováno vyšší zadlužení, než činí cílová hodnota, které je dosaženo k počátku fáze druhé.

S ohledem na uvedené dochází ke sladění tempa růstu tržeb, core EBITDA či FCFF cca po deseti letech od data ocenění.

Vstupem pro propočet pokračující hodnoty je tak KPVH po daních za rok 2028.

Pro účel odhadu pokračující hodnoty je mimo tento korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních nutný dále odhad:

- dlouhodobého tempa růstu a
- rentability investic, popř.
- místo obou položek míry investic ve druhé fázi.

Tempo růstu g je v první fázi plánováno na stabilní úrovni 1,75 %, odpovídající dlouhodobě očekávané inflaci, fyzický růst trhu je předpokládán nulový. Ve druhé fázi dle názoru zpracovatele bude tento trend plynule pokračovat a modelované tempo růstu se nezmění.

Posledním stěžejním parametrem pokračující hodnoty je rentabilita investic netto, coby přírůstková veličina k rentabilitě provozně nutného investovaného kapitálu, tedy průměrné veličině. Z tohoto vztahu vyplývá, že se v dlouhém období budou obě rentability rovnat, výhled rentability investic netto pro druhou fázi je tak faktickým výhledem rentability investovaného kapitálu. Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v první fázi dosahuje poměrně vysokých hodnot vlivem omezené výše zapojeného kapitálu, která v prvních letech vlivem umořování dluhu dále klesá. K obratu dochází až v druhé půli první fáze, nicméně přesto je rentabilita nadále vyšší, než lze předpokládat v terminálním období. Pro to je kalkulována ve výši mírně přesahující náklady kapitálu, tzn. na úrovni 11 %.

Z odhadnutého tempa dlouhodobého růstu a rentability investic je v posledním kroku propočtena míra investic ve druhé fázi.

$$m_I = \frac{g}{r_I} = \frac{1,75\%}{11,00\%} = 15,9\%$$

kde

g	dlouhodobé tempo růstu
r_I	rentabilita investic
m_I	míra investic netto

Důležitým vztahem je poměr rentability provozně nutného investovaného kapitálu (ve druhé fázi investic) a nákladů kapitálu. Rentabilita dle názoru zpracovatele může jen velmi mírně převyšovat náklady kapitálu, vyšší ziskovosti brání míra konkurence na trhu a jeho dlouhodobě očekávaná stagnace daná rozsahem nemovitostního trhu, u kterého primárně převládá obnova bytového (a dalšího) fondu. Průměrné vážené náklady kapitálu ve druhé fázi by se na základě výše uvedených dat měly pohybovat kolem hodnoty 10,7 %.

2.1.3.4. Ocenění metodou DCF

V příloze ocenění je naznačen postup propočtu základními variantami modelu DCF, které jsou z pohledu konečného výsledku plně kompatibilní.

Vzhledem k existenci úročených dluhů lze za základní variantu v daném případě považovat variantu DCF entity, varianta APV poskytuje dodatečný údaj o rozkladu brutto hodnoty podniku na nezadluženou hodnotu a vliv daňových štítů.

Po stanovení parametrů pokračující hodnoty je možné přistoupit k finálnímu ocenění podniku společnosti VPO Protivanov, a.s. Hodnota podniku brutto provozní na počátku druhé fáze představuje pokračující hodnotu podle vzorce uvedeného pro variantu DCF entity.

Tato pokračující hodnota je po odečtu úročených dluhů k počátku druhé fáze hodnotou hlavního provozu podniku k počátku druhé fáze. Směrem k datu ocenění je ve variantě entity hodnota brutto vždy navýšena o příslušný roční peněžní tok do firmy a odúročena za pomoci průměrných vážených nákladů kapitálu.

V posledním kroku propočtu jsou k provozní hodnotě podniku přičtena neprovozní aktiva (stanovená část krátkodobého finančního majetku), stejně jako v ostatních metodách ocenění.

Vypočtenou hodnotou podniku (100% podílu na základním kapitálu) společnosti VPO Protivanov, a.s. zohledňující neprovozní aktiva je částka 26,3 milionů CZK.

Objektivizovaná hodnota podniku netto společnosti VPO Protivanov, a.s. k 30. 6. 2019 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou diskontovaných peněžních toků odhadnuta na cca 26,3 milionů CZK.

2.1.4. Metoda účetní

V rámci určení účetní hodnoty vycházející z konceptu historických cen, tedy vyjadřující skutečně vynaložené náklady na pořízení aktiv podniku, je třeba respektovat především provedené rozčlenění aktiv a pasiv podniku, tak jak je uvedeno výše. Tzn. samostatně pracovat s neprovozními aktivy a dále zohlednit případný převod některých cizích zdrojů (rezerv) mezi ekvivalenty vlastního kapitálu.

Ocenění podniku společnosti VPO Protivanov, a.s. k 30. 6. 2019 účetní metodou (v tisících CZK)

Vlastní kapitál provozně potřebný z provozně nutného inv. apitálu	7 952
Ekvivalenty vlastního kapitálu	0
Provozně nepotřebná aktiva	6 671
Hodnota podniku netto	14 622

Zdroj: vlastní propočet

2.2. Ocenění podílu na základním kapitálu

Hlavním bodem definovaného předmětu ocenění je podíl na základním kapitálu společnosti VPO Protivanov, a.s. představovaný 39 kusy kmenových akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK.

Při základním kapitálu společnosti 30 994 800 tisíc CZK⁶ se jedná o minoritní podíl 0,63 % na základním kapitálu.

2.2.1. Oceňování minoritního podílu

Oceňování podílů na základním kapitálu zjednodušeně předpokládá, že poměr hodnot jednotlivých podílů na podniku není s ohledem na rozdílné možnosti kontroly nad podnikem alikvotní.

Prvky kontroly z pohledu dopadu na peněžní toky jsou např.:

- možnost určení strategie podniku,
- kontrola personálního obsazení vedení podniku,
- rozhodování o investicích a jejich financování,
- určování dividendové politiky,
- aj.

Uvedené prvky kontroly mohou být implicitně zahrnuty ve výsledcích použitých metod výnosového ocenění podniku (finančním výhledu sestaveném z pohledu pokračování strategie určené stávajícím managementem/majoritním akcionářem), které je v takovém případě definováno na úrovni majoritní.

Alternativní možností je ocenění podniku s ohledem na skutečnost, že konečným předmětem odhadu je menšinový podíl, a to buď volbou kategorie hodnoty a metody ocenění, popř. sestavením finančního výhledu z pohledu menšinového akcionáře.

V prvním případě je při odhadu hodnoty minoritního podílu prováděným navazujícím krokem propočtu aplikace tzv. diskontu za minoritu (v tuzemské praxi se jedná o obvyklý postup, v rámci něhož je z výchozího výsledku ocenění – hodnoty podniku jako celku odvozována hodnota na úrovni akcionářů).

Přepočtení hodnoty společnosti na úrovni akcionářů vychází mimo jiné z předpokladu existence jiného relevantního trhu pro podnik jako celek a pro jednotlivé podíly (jiný typ investorů pro podnik a minoritní podíly, kde roli hraje např. stupeň ochrany menšinových akcionářů, stávající vlastnická struktura a možná soutěž mezi stávajícími akcionáři o nákup podílu aj. – RÝDLOVÁ v MAŘÍK 2011 diskutuje např. modelovou situaci s existencí více silných akcionářů, v níž je možné očekávat nejvyšší hodnotu minoritních podílů z prodeje některému z těchto silných akcionářů – minoritní podíl pak v takto definovaném relevantním trhu obsahuje svým způsobem i část kontrolní prémie).

PRODĚLAL 2005 prezentuje na základě zahraničních studií obvyklou úroveň diskontu za minoritu ve výši 26 – 31 %, resp. kontrolní prémii ve výši 35 – 45 %, nicméně s poukazem, že jednotlivé studie nezohledňují vlivy synergií či jiné přínosy získání kontroly nad podnikem. Nejsou brány v potaz regionální odlišnosti apod. Rovněž v těchto studiích není posuzován faktor velikosti oceňovaného minoritního podílu (určující např. míru informační asymetrie, dosažitelných synergií atd.).

⁶ Včetně již realizovaného, ale k datu ocenění doposud do Obchodního rejstříku nezapsaného, navýšení o 10 milionů CZK, viz kapitola 1.4.5. Vlastnická struktura.

Obsáhlejší výčet empirických studií kontrolní prémie (diskontu za minoritu) poskytuje základní literatura (MAŘÍK 2011). Dle této existují v zásadě čtyři základní typy studií, lišící se mimo jiné vhodností přenositelnosti svých výsledků na tuzemské podmínky:

- studie porovnávající čistou současnou hodnotu aktiv podniku a tržní cenu akcií na veřejném trhu (substanční hodnotu na úrovni kontrolní a „burzovní“ cenu, coby minoritní) – výsledky studií jsou specifické pro některé obory zvláště v USA a tedy nepřenositelné na české podmínky, tuzemská literatura se jim z tohoto důvodu dále nevěnuje,
- studie srovnávající ceny různých tříd akcií stejného podniku s rozdílnými přináležejícími hlasovacími právy – výsledky studií jsou vzhledem ke svému rozptylu hodnoceny jako prakticky neaplikovatelné na případy ocenění v České republice,
- studie porovnávající nabídkové akviziční ceny akcií v majoritním balíku s cenou akcií na veřejném trhu před oznámením transakce (neovlivněnou cenou) – zástupcem je studie Mergerstat založená na databázi budované od roku 1998,
- studie srovnávající ceny akcií v majoritním balíku s cenou akcií na veřejném trhu po oznámení nebo uskutečnění transakce – např. studie Dyck, Zingales.

Z uvedeného hodnocení prvních dvou skupin je patrné, že relevantnější tuzemským podmínkám mohou být skupiny zbývající, přičemž v tuzemské praxi je zřejmě nejznámější studie Mergerstat.

Studie Mergerstatu zohledňuje pouze transakce s majoritními podíly (>50,1 %), dle MAŘÍK 2011 je postižena značným rozptylem výsledků, problematické je určování ceny na kapitálovém trhu (předstih před provedenou transakcí s majoritním podílem), kdy samotné načasování má vzhledem k volatilitě trhu významný vliv na vypočtenou kontrolní prémii (diskont za minoritu). Studie také zahrnuje do kontrolní prémie synergické efekty, tedy prvky subjektivního charakteru vztahené pouze na konkrétní transakci.

Výsledky studie Mergerstat jsou vzhledem k datové základně vhodné především pro kategorii investiční hodnoty podniku, nicméně mohou naznačit rámec pro určení vhodného intervalu diskontu za minoritu.

- MAŘÍK 2011 prezentuje kontrolní prémii vyplývající z transakcí za roky 1998 – 2006 ve výši 33,1 % (průměr), resp. 25 % (medián). Tato výše kontrolní prémie implikuje diskont za minoritu ve výši cca 25 % (průměr), resp. 20 % (medián),
- KOPEČEK 2011 proti tomu uvádí medián kontrolní prémie za období 1998 – 2007 ve výši cca 40 – 42 % (ve variantách prémie spočtené pro všechny transakce v databázi, pro transakce pouze v USA, resp. pro transakce, kdy jedna ze stran je z USA, druhá z jiné země), tzn. diskonty za minoritu kolem 29 – 30 %.

Důvodem rozdílu mezi prezentovanými výsledky je možnost vyřazení transakcí s negativní kontrolní premií z databáze, po němž je prezentovaná statistika výrazně výše (varianta v KOPEČEK 2011) než při zachování všech transakcí pro účel propočtu. Výše uvedené pásmo tak lze vzhledem k tomuto vlivu, resp. vlivu neidentifikovaných a neodstraněných synergií (viz výše) považovat za určité maximum kontrolní prémie (resp. po přepočtu hranici diskontu za minoritu).

Zároveň ve studii přetrvává omezení v podobě nezohlednění velikosti oceňovaného minoritního podílu.

Problematiku zachycení velikosti oceňovaného podílu, navíc v kontextu další akcionářské struktury (existence či neexistence majoritního vlastníka) řeší mimo uvedené skupiny empirických výzkumů studie prof. Bellingera prezentovaná např. v PRODĚLAL 2005.

Dle této studie lze u minoritních podílů (0 % – 49,9 % z celkového počtu akcií) předpokládat základní diskont za minoritu mezi 15 – 30 %, který se navyšuje v případě existence majoritního akcionáře (na 35 – 50 %). Střed pásma 15 – 30 % popř. 15 – 50 % v zásadě odpovídá ostatním takto podrobně nediferencovaným studiím (viz prezentovaných 26 – 31 %).

Naznačené diskonty za minoritu pro malé podíly zvláště za předpokladu existence velkoakcionáře (majoritního vlastníka) v uvedeném algoritmu nicméně dosahují, popř. dokonce přesahují diskonty implikované empirickými daty Mergerstatu za předpokladu vyloučení

transakcí s negativní kontrolní premií. Již tyto hodnoty lze přitom označit za určitý limit velikosti kontrolní premie/diskontu za minoritu.

Uvedená diferenciací diskontu za minoritu dle studie prof. Bellignera tak dle zpracovatele v zásadě na úrovni určité průměrné hodnoty potvrzuje empirická data a snaží se k těmto alespoň modelově kvantifikovat vliv akcionářské struktury, nicméně nenaplní podmínku definovanou výše, tedy nutnou identifikaci relevantního trhu pro minoritní podíly, kterou jen naznačuje.

Odstupňované srážky z hodnoty akcie v závislosti na velikosti podílu z celkového počtu akcií

Třída	Podíl na celkovém počtu akcií	Srážka ze základní hodnoty jedné akcie (aliquotního podílu) v situaci, kdy	
		neexistuje velkoakcionář	existuje velkoakcionář
1.	0,0 - 9,9 %	30%	50%
2.	10,0 - 24,9 %	25%	35%
3.	25,0 - 49,9 %	15%	n.a.
4.	50,0 - 74,9 %	10%	n.a.
5.	75,0 - 94,9 %	5%	n.a.
6.	95 % - 100 %	0%	n.a.

Zdroj: studie Bellinger v PRODEĚLAL 2005

V tomto relevantním trhu, jak uvažuje RÝDLOVÁ (viz výše), hraje roli akcionářská struktura, např. existence majoritního akcionáře, popř. i dalšího silného akcionáře. Ti společně mohou představovat hlavní potenciální kupující minoritních podílů (definují relevantní trh či alespoň jeho podstatnou část) a zároveň těmto přisuzovat určitý podíl kontrolní premie, která tak působí protisměrně proti naznačeným diskontům za minoritu.

2.2.2. Minoritní podíl v oceňované společnosti

Základními parametry pro určení diskontu za minoritu v případě oceňované společnosti VPO Protivanov, a.s. jsou dle názoru zpracovatele k datu ocenění platné znění stanov, akcionářská a organizační struktura, účel ocenění a kategorie hodnoty podniku, pro kterou je provedeno předchozí ocenění podniku.

Akcionářská struktura:

- oceňovaný podíl **0,63 %** je nižší než podíl kvalifikovaného akcionáře dle zákona o obchodních korporacích (5 % v případě společnosti se základním kapitálem pod 100 milionů CZK – kvalifikovaný podíl dává akcionáři určitá práva, např. povinnost představenstva svolat na žádost takového akcionáře valnou hromadu, právo domáhat se újmy proti členu představenstva/dozorčí rady, podat žalobu na vlivnou osobu apod.),
- společnost má majoritního akcionáře s podílem 89,06 %.

Stanovy společnosti:

- určují kvótu usnášeníschopnosti valné hromady na více než 50 % základního kapitálu,
- stanoví, že s každou jednou korunou (1 CZK) jmenovité hodnoty akcie připadá jeden hlas,
- valná hromada rozhoduje většinou hlasů přítomných akcionářů, pokud zákon nebo stanovy nevyžadují většinu jinou,
- o zvýšení a snížení základního kapitálu rozhoduje valná hromada alespoň dvěma třetinami hlasů přítomných akcionářů.

Dle názoru zpracovatele v této situaci není hodnota jednotlivých podílů v oceňované společnosti alikvotní, když existují zjevné rozdíly v prvcích kontroly. Samotný podíl největšího akcionáře je dostatečný pro usnášeníšopnost valné hromady a převyšuje i požadované většiny. Výhodou oceňovaného podílu je neomezená převoditelnost předmětných akcií, podíl je nicméně velmi malý. Tato situace by např. v metodice prof. Bellingera indikovala scénář, kdy je při existenci velkoakcionáře oceňován minoritní podíl < 9,9 % a byl by tedy aplikován diskont až 50 % ze základní hodnoty jedné akcie (aliquotního podílu).

Uvedené skutečnosti byly nicméně reflektovány již při volbě kategorie hodnoty podniku, jehož ocenění je vstupem pro ocenění minoritního podílu, resp. jedné akcie. V rámci zvolené kategorie je hlavním přístupem ocenění metoda výnosová, za předpokladu neměnného fungování podniku, tzn. takového, které nemusí splňovat podmínku nejvyššího a nejlepšího využití. Takovéto ocenění v sobě již zahrnuje implicitně určitý diskont.

S ohledem zvolenou kategorií hodnoty podniku a použitou metodu ocenění podniku není při ocenění menšinového podílu na základním kapitálu společnosti VPO Protivanov, a.s. pro účel nedobrovolné dražby aplikován diskont za minoritu a hodnota tohoto menšinového podílu je tedy pro použité metody ocenění podniku vypočtena jako alikvotní podíl na základním kapitálu.

2.3. Ocenění jedné kmenové akcie

Odhad hodnoty jedné kmenové akcie společnosti VPO Protivanov, a.s., znějící na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK, jež je součástí výše definovaného menšinového podílu na základním kapitálu, je propočten pro použité metody ocenění podniku jednoduše jako alikvotní podíl na hodnotě výše definovaného menšinového podílu na základním kapitálu společnosti.

2.4. Rekapitulace výsledků, volba metody ocenění

Předmětem ocenění byl:

- podnik společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765 vyjádřený 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK v celkovém počtu 1 111 kusů a 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 254 398 CZK v celkovém počtu 100 kusů,
- podíl na základním kapitálu společnosti představovaný 39 kusy akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK a
- jedna akcie na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, která je součástí minoritního podílu na základním kapitálu uvedeného v předchozím bodě.

Ocenění bylo provedeno k rozhodnému datu 30. 6. 2019.

Účelem ocenění bylo provedení nezávislého odhadu hodnoty podniku společnosti VPO Protivanov, a.s. a podílu na základním kapitálu (části podniku / obchodního závodu) vyjádřeného 39 kusy (slovy třiceti devíti) akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, resp. jedné akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK pro potřeby nedobrovolné veřejné dražby.

Ocenění bylo zpracovatelem provedeno dvěma metodami zastupujícími dva základní přístupy k ocenění – na základě analýzy výnosů a majetkovým přístupem. Hodnota podniku, z ní propočteného alikvótního podílu na základním kapitálu společnosti VPO Protivanov, a.s. představovaného definovaným menšinovým podílem, popř. jednou kmenovou akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK, byla těmito metodami k rozhodnému datu odhadnuta dle uvedené tabulky.

Odhad hodnoty předmětu ocenění k rozhodnému datu 30. 6. 2019

Metoda ocenění	Podnik netto	Podíl 39 ks akcií o jmenovité hodnotě 5000 CZK	Jedna akcie
Diskontované peněžní toky	26 263 tisíc CZK	165 230 CZK	4 237 CZK
Účetní hodnota	14 622 tisíc CZK	91 993 CZK	2 359 CZK

Zdroj: vlastní propočet

S ohledem na hledanou kategorii hodnoty podniku, závěry strategické či finanční analýzy a sestaveného finančního výhledu (potvrzení předpokladu going concern), je ocenění podniku provedeno na základě výnosové metody, tedy metody diskontovaných peněžních toků. Metoda účetní má pouze doplňkový význam.

Finální ocenění je provedeno na základě metody diskontovaných peněžních toků, pro kterou byl zpracovatelem sestaven podrobný finanční výhled, zohledňující tržní rizika a příležitosti a s ohledem na provedenou srovnávací analýzu typizovány příslušné finanční veličiny (zadluženost apod.).

2.5. Závěrečný výrok

Objektivizovaná hodnota podniku společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765 vyjádřeného 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 5 000 CZK v celkovém počtu 1 111 kusů a 100 % akcií na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 254 398 CZK v celkovém počtu 100 kusů, byla zpracovatelem ke dni 30. 6. 2019 odhadnuta metodou DCF entity na částku

26,3 milionů CZK
(dvacet šest celých tři milionů korun českých).

Hodnota menšinového podílu na základním kapitálu vyjádřeného 39 kusy akcií společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765, znějících na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, byla zpracovatelem ke dni 30. 6. 2019 pro účel nedobrovolné dražby odhadnuta na částku

165 230 CZK
(sto šedesát pět tisíc dvě stě třicet korun českých).

Hodnota jedné kmenové akcie společnosti VPO Protivanov, a.s., se sídlem Protivanov, Boskovická 250, PSČ 798 48, IČ 290 01 765, znějící na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 5 000 CZK, jež je součástí výše definovaného menšinového podílu na základním kapitálu, byla zpracovatelem ke dni 30. 6. 2019 pro účel nedobrovolné dražby odhadnuta na částku

4 237 CKZ
(čtyři tisíce dvě stě třicet sedm korun českých).

Přílohy

Příloha 1: Výkaz zisku a ztráty	93
Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza	94
Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza	95
Příloha 4: Rozvaha	96
Příloha 5: Rozvaha, horizontální analýza	102
Příloha 6: Rozvaha, vertikální analýza	108
Příloha 7: Výkaz o peněžních tocích	114
Příloha 8: Poměrové ukazatele	115
Příloha 9: Absolutní ukazatele	117
Příloha 10: Metody komplexního hodnocení podniku	118
Příloha 11: Stav, tvorba, čerpání a rozpuštění rezerv	119
Příloha 12: Krátkodobá likvidita – srovnání	120
Příloha 13: Dlouhod. finanční rovnováha – srovnání	121
Příloha 14: Rentabilita – srovnání	123
Příloha 15: Aktivita – srovnání	126
Příloha 16: Produktivita práce – srovnání	128
Příloha 17: Provozní náklady – srovnání	129
Příloha 18: Účastníci 47. Kolokvia MF ČR	130
Příloha 19: Státní dluhopisy dle doby splatnosti	131
Příloha 20: Výnosy českých státních dluhopisů	132
Příloha 21: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	133
Příloha 22: Metoda diskontovaných peněžních toků	136
Příloha 23: Náklady kapitálu ve výnosovém ocenění	139
Příloha 24: Sporné body nákladů vlastního kapitálu	141
Příloha 25: Provozní zisková marže zdola	145
Příloha 26: Upravený pracovní kapitál	148
Příloha 27: Výkaz zisku a ztráty – plán	151
Příloha 28: Plán VZZ, horizontální analýza	152
Příloha 29: Plán VZZ, vertikální analýza	153
Příloha 30: Rozvaha – plán	154
Příloha 31: Plánovaná rozvaha, horizontální analýza	160
Příloha 32: Plánovaná rozvaha, vertikální analýza	166
Příloha 33: Plánovaný výkaz o peněžních tocích	172
Příloha 34: Plánované poměrové ukazatele	173
Příloha 35: Plánované absolutní ukazatele	175
Příloha 36: Plánované komplexní hodnocení podniku	176
Příloha 37: Korig. provozní výsledek hospodaření	177
Příloha 38: Volné peněžní toky	178
Příloha 39: Náklady kapitálu	179
Příloha 40: Podklady pro pokračující hodnotu	180
Příloha 41: Model diskontovaných peněžních toků	181

Příloha 1: Výkaz zisku a ztráty

VPO Protivanov, a.s. – výkaz zisku a ztráty (v tisících CZK)

VPO Protivanov, a.s.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	212 789	219 550	174 117	138 818	119 543	124 168	102 518	116 185	138 761	141 553	59 488
II.	Tržby za prodej zboží	2 522	2 803	1 794	2 260	1 125	1 101	671	584	1 110	1 153	374
A.	Výkonová spotřeba	164 243	174 473	127 443	109 711	97 130	94 523	77 863	89 523	106 009	98 973	44 144
A. 1	Náklady vynaložené na prodané zboží	2 428	2 438	1 629	1 915	974	772	458	407	765	748	241
2	Spotřeba materiálu a energie	109 509	120 830	90 205	83 013	76 048	75 365	60 172	69 023	83 704	80 026	35 115
3	Služby	52 306	51 205	35 609	24 783	20 108	18 386	17 233	20 093	21 540	18 199	8 788
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	2 189	-2 112	1 259	1 030	-825	1 902	-74	-859	-1 034	1 446	-3 959
C.	Aktivace	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.	Osobní náklady	42 446	46 794	38 999	33 225	29 998	26 597	21 748	24 631	27 968	29 800	14 603
D. 1	Mzdové náklady	31 165	34 391	28 126	24 037	21 846	19 324	15 755	17 892	20 291	21 629	10 586
2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	11 281	12 403	10 873	9 188	8 152	7 273	5 993	6 739	7 677	8 171	4 017
2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	10 168	11 046	9 418	8 109	7 207	6 408	5 280	5 960	6 797	7 277	3 564
2.2	Ostatní náklady	1 113	1 357	1 455	1 079	945	865	713	779	880	894	453
E.	Úprava hodnot v provozní oblasti	35 325	-190	6 265	-4 501	3 694	-3 300	2 357	10 243	9 912	9 393	4 960
E. 1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	35 325	5 096	5 372	8 143	3 892	3 028	3 006	10 243	10 288	10 242	4 960
1.1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	13 418	6 284	5 373	4 562	3 892	3 028	3 007	10 243	10 288	10 242	4 960
1.2	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	21 907	-1 188	-1	3 581	0	0	-1	0	0	0	0
2	Úprava hodnot zásob	0	694	728	-899	-197	135	-224	227	-256	-645	0
3	Úprava hodnot pohledávek	0	-5 980	165	-11 745	-1	-6 463	-425	-227	-120	-204	0
III.	Ostatní provozní výnosy	5 513	6 907	3 999	5 536	6 412	10 808	3 108	3 625	4 046	4 825	1 448
III. 1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	403	436	353	5	1 715	152	370	92	1	43	83
2	Tržby z prodaného materiálu	4 211	6 221	3 175	4 672	3 663	4 443	1 940	1 977	2 387	2 977	1 070
3	Jiné provozní výnosy	899	250	471	859	1 034	6 213	798	1 556	1 658	1 805	295
F.	Ostatní provozní náklady	5 890	21 971	12 197	13 350	14 792	19 821	10 405	3 568	2 953	3 409	1 294
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	487	623	13	60	2 237	23	132	0	0	0	0
2	Zůstatková cena prodaného materiálu	4 207	5 935	2 899	4 876	3 574	4 094	1 381	1 449	1 702	2 038	816
3	Daně a poplatky	168	231	251	246	217	185	203	117	155	155	118
4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0	-2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Jiné provozní náklady	1 028	17 182	9 034	8 168	8 764	15 519	8 689	2 002	1 096	1 216	360
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-29 269	-11 676	-6 253	-6 201	-17 709	-3 466	-6 002	-6 712	-1 891	4 510	268
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	3 300	0	3 712	0	0	2 420	1	0	0	0	0
IV. 1	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	3 300	0	3 712	0	0	2 420	1	0	0	0	0
2	Ostatní výnosy z podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	0	0	400	0	0	2 388	74	0	0	0	0
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	6 876	0	0	0	0	0
V. 1	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	6 876	0	0	0	0	0
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0	0	0	0	0	6 882	0	0	0	0	0
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	1 026	1 156	754	953	642	511	69	-41	2	5	1
VI. 1	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	1 026	1 156	754	953	642	511	69	-41	2	5	1
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	6 635	-352	186	-165	573	-6 876	0	0	121	0	0
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	9 419	6 340	5 964	4 857	1 035	4 440	4 187	2 703	2 992	4 017	913
J. 1	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	9 419	6 340	5 964	4 857	1 035	4 440	4 187	2 703	2 992	4 017	913
VII.	Ostatní finanční výnosy	1 267	830	932	571	1 434	12 557	340	154	124	88	29
K.	Ostatní finanční náklady	1 797	1 769	879	1 189	872	12 560	377	367	404	214	61
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-12 258	-5 771	-2 031	-4 357	-404	2 970	-4 228	-2 957	-3 391	-4 138	-944
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	-41 527	-17 447	-8 284	-10 558	-18 113	-496	-10 230	-9 669	-5 282	372	-676
L.	Daň z příjmů	-1 119	-1 199	-1 371	-1 996	-999	-1 467	-1 454	-1 441	-1 815	-1 340	0
L. 1	Daň z příjmů splatná	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Daň z příjmů odložená (+/-)	-1 119	-1 199	-1 371	-1 996	-999	-1 467	-1 454	-1 441	-1 815	-1 340	0
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-40 408	-16 248	-6 913	-8 562	-17 114	971	-8 776	-8 228	-3 467	1 712	-676
M.]	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
***	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	-40 408	-16 248	-6 913	-8 562	-17 114	971	-8 776	-8 228	-3 467	1 712	-676
*	Čistý obrát za účetní období	226 417	231 246	185 308	148 138	129 156	158 441	106 707	120 507	144 043	147 624	61 340

Zdroj: účetní závěrky

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza

VPO Protivanov, a.s. – výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza

VPO Protivanov, a.s.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
I.		Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	n.a.	3,2%	-20,7%	-20,3%	-13,9%	3,9%	-17,4%	13,3%	19,4%	2,0%
II.		Tržby za prodej zboží	n.a.	11,1%	-36,0%	26,0%	-50,2%	-2,1%	-39,1%	-13,0%	90,1%	3,9%
A.		Výkonová spotřeba	n.a.	6,2%	-27,0%	-13,9%	-11,5%	-2,7%	-17,6%	15,0%	18,4%	-6,6%
	1	Náklady vynaložené na prodané zboží	n.a.	0,4%	-33,2%	17,6%	-49,1%	-20,7%	-40,7%	-11,1%	88,0%	-2,2%
	2	Spotřeba materiálu a energie	n.a.	10,3%	-25,3%	-8,0%	-8,4%	-0,9%	-20,2%	14,7%	21,3%	-4,4%
	3	Služby	n.a.	-2,1%	-30,5%	-30,4%	-18,9%	-8,6%	-6,3%	16,6%	7,2%	-15,5%
B.		Změna stavu zásob vlastní činnosti	n.a.	-196,5%	-159,6%	-18,2%	-180,1%	-330,5%	-103,9%	1060,8%	20,4%	-239,8%
C.		Aktivace	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D.		Osobní náklady	n.a.	10,2%	-16,7%	-14,8%	-9,7%	-11,3%	-18,2%	13,3%	13,5%	6,6%
	1	Mzdové náklady	n.a.	10,4%	-18,2%	-14,5%	-9,1%	-11,5%	-18,5%	13,6%	13,4%	6,6%
	2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a	n.a.	9,9%	-12,3%	-15,5%	-11,3%	-10,8%	-17,6%	12,4%	13,9%	6,4%
	2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	8,6%	-14,7%	-13,9%	-11,1%	-11,1%	-17,6%	12,9%	14,0%	7,1%
	2.2	Ostatní náklady	n.a.	21,9%	7,2%	-25,8%	-12,4%	-8,5%	-17,6%	9,3%	13,0%	1,6%
E.		Úprava hodnot v provozní oblasti	n.a.	-100,5%	-3397,4%	-171,8%	-182,1%	-189,3%	-171,4%	334,6%	-3,2%	-5,2%
	1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného	n.a.	-85,6%	5,4%	51,6%	-52,2%	-22,2%	-0,7%	240,8%	0,4%	-0,4%
	1.1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného	n.a.	-53,2%	-14,5%	-15,1%	-14,7%	-22,2%	-0,7%	240,6%	0,4%	-0,4%
	1.2	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného	n.a.	-105,4%	-99,9%	#####	-100,0%	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.
	2	Úprava hodnot zásob	n.a.	n.a.	4,9%	-223,5%	-78,1%	-168,5%	-265,9%	-201,3%	-212,8%	152,0%
	3	Úprava hodnot pohledávek	n.a.	n.a.	-102,8%	-7218,2%	-100,0%	#####	-93,4%	-46,6%	-47,1%	70,0%
III.		Ostatní provozní výnosy	n.a.	25,3%	-42,1%	38,4%	15,8%	68,6%	-71,2%	16,6%	11,6%	19,3%
	1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	n.a.	8,2%	-19,0%	-98,6%	34200,0%	-91,1%	143,4%	-75,1%	-98,9%	4200,0%
	2	Tržby z prodaného materiálu	n.a.	47,7%	-49,0%	47,1%	-21,6%	21,3%	-56,3%	1,9%	20,7%	24,7%
	3	Jiné provozní výnosy	n.a.	-72,2%	88,4%	82,4%	20,4%	500,9%	-87,2%	95,0%	6,6%	8,9%
F.		Ostatní provozní náklady	n.a.	273,0%	-44,5%	9,5%	10,8%	34,0%	-47,5%	-65,7%	-17,2%	15,4%
	1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	n.a.	27,9%	-97,9%	361,5%	3628,3%	-99,0%	473,9%	-100,0%	n.a.	n.a.
	2	Zůstatková cena prodaného materiálu	n.a.	41,1%	-51,2%	68,2%	-26,7%	14,5%	-66,3%	4,9%	17,5%	19,7%
	3	Daň a poplatky	n.a.	37,5%	8,7%	-2,0%	-11,8%	-14,7%	9,7%	-42,4%	32,5%	0,0%
	4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	5	Jiné provozní náklady	n.a.	1571,4%	-47,4%	-9,6%	7,3%	77,1%	-44,0%	-77,0%	-45,3%	10,9%
*		PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	n.a.	-60,1%	-46,4%	-0,8%	185,6%	-80,4%	73,2%	11,8%	-71,8%	-338,5%
IV.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	n.a.	-100,0%	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	-100,0%	-100,0%	n.a.	n.a.
	1	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	-100,0%	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	-100,0%	-100,0%	n.a.	n.a.
	2	Ostatní výnosy z podílů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
G.		Náklady vynaložené na prodané podíly	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	-96,9%	-100,0%	n.a.	n.a.
V.		Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.
	1	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.
H.		Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.
VI.		Výnosové úroky a podobné výnosy	n.a.	12,7%	-34,8%	26,4%	-32,6%	-20,4%	-86,5%	-159,4%	-104,9%	150,0%
	1	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	n.a.	12,7%	-34,8%	26,4%	-32,6%	-20,4%	-86,5%	-159,4%	-104,9%	150,0%
I.		Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	n.a.	-105,3%	-152,8%	-188,7%	-447,3%	-1300,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	-100,0%
J.		Nákladové úroky a podobné náklady	n.a.	-32,7%	-5,9%	-18,6%	-78,7%	329,0%	-5,7%	-35,4%	10,7%	34,3%
	1	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	n.a.	-32,7%	-5,9%	-18,6%	-78,7%	329,0%	-5,7%	-35,4%	10,7%	34,3%
VII.		Ostatní finanční výnosy	n.a.	-34,5%	12,3%	-38,7%	151,1%	775,7%	-97,3%	-54,7%	-19,5%	-29,0%
K.		Ostatní finanční náklady	n.a.	-1,6%	-50,3%	35,3%	-26,7%	1340,4%	-97,0%	-2,7%	10,1%	-47,0%
*		FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	n.a.	-52,9%	-64,8%	114,5%	-90,7%	-835,1%	-242,4%	-30,1%	14,7%	22,0%
**		Výsledek hospodaření před zdaněním	n.a.	-58,0%	-52,5%	27,5%	71,6%	-97,3%	1962,5%	-5,5%	-45,4%	-107,0%
L.		Daň z příjmů	n.a.	7,1%	14,3%	45,6%	-49,9%	46,8%	-0,9%	-0,9%	26,0%	-26,2%
	1	Daň z příjmů splatná	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2	Daň z příjmů odložená (+/-)	n.a.	7,1%	14,3%	45,6%	-49,9%	46,8%	-0,9%	-0,9%	26,0%	-26,2%
**		Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	n.a.	-59,8%	-57,5%	23,9%	99,9%	-105,7%	-1003,8%	-6,2%	-57,9%	-149,4%
M.)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
***		VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	n.a.	-59,8%	-57,5%	23,9%	99,9%	-105,7%	-1003,8%	-6,2%	-57,9%	-149,4%
*		Čistý obrat za účetní období	n.a.	2,1%	-19,9%	-20,1%	-12,8%	22,7%	-32,7%	12,9%	19,5%	2,5%

Zdroj: účetní závěrky

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza

VPO Protivanov, a.s. – výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza

VPO Protivanov, a.s.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	98,8%	98,7%	99,0%	98,4%	99,1%	99,1%	99,3%	99,5%	99,2%	99,2%	99,4%
II.	Tržby za prodej zboží	1,2%	1,3%	1,0%	1,6%	0,9%	0,9%	0,7%	0,5%	0,8%	0,8%	0,6%
A.	Výkonová spotřeba	76,3%	78,5%	72,4%	77,8%	80,5%	75,5%	75,5%	76,7%	75,8%	69,4%	73,7%
A. 1	Náklady vynaložené na prodané zboží	1,1%	1,1%	0,9%	1,4%	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%	0,5%	0,5%	0,4%
A. 2	Spotřeba materiálu a energie	50,9%	54,3%	51,3%	58,8%	63,0%	60,2%	58,3%	59,1%	59,8%	56,1%	58,7%
A. 3	Služby	24,3%	23,0%	20,2%	17,6%	16,7%	14,7%	16,7%	17,2%	15,4%	12,8%	14,7%
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1,0%	-0,9%	0,7%	0,7%	-0,7%	1,5%	-0,1%	-0,7%	-0,7%	1,0%	-6,6%
C.	Aktivace	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D.	Osobní náklady	19,7%	21,0%	22,2%	23,6%	24,9%	21,2%	21,1%	21,1%	20,0%	20,9%	24,4%
D. 1	Mzdové náklady	14,5%	15,5%	16,0%	17,0%	18,1%	15,4%	15,3%	15,3%	14,5%	15,2%	17,7%
D. 2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	5,2%	5,6%	6,2%	6,5%	6,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,5%	5,7%	6,7%
D. 2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	4,7%	5,0%	5,4%	5,7%	6,0%	5,1%	5,1%	5,1%	4,9%	5,1%	6,0%
D. 2.2	Ostatní náklady	0,5%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,8%
E.	Úprava hodnot v provozní oblasti	16,4%	-0,1%	3,6%	-3,2%	3,1%	-2,6%	2,3%	8,8%	7,1%	6,6%	8,3%
E. 1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	16,4%	2,3%	3,1%	5,8%	3,2%	2,4%	2,9%	8,8%	7,4%	7,2%	8,3%
E. 1.1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	6,2%	2,8%	3,1%	3,2%	3,2%	2,4%	2,9%	8,8%	7,4%	7,2%	8,3%
E. 1.2	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	10,2%	-0,5%	0,0%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
E. 2	Úprava hodnot zásob	0,0%	0,3%	0,4%	-0,6%	-0,2%	0,1%	-0,2%	0,2%	-0,2%	-0,5%	0,0%
E. 3	Úprava hodnot pohledávek	0,0%	-2,7%	0,1%	-8,3%	0,0%	-5,2%	-0,4%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%
III.	Ostatní provozní výnosy	2,6%	3,1%	2,3%	3,9%	5,3%	8,6%	3,0%	3,1%	2,9%	3,4%	2,4%
III. 1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	1,4%	0,1%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%
III. 2	Tržby z prodaného materiálu	2,0%	2,8%	1,8%	3,3%	3,0%	3,5%	1,9%	1,7%	1,7%	2,1%	1,8%
III. 3	Jiné provozní výnosy	0,4%	0,1%	0,3%	0,6%	0,9%	5,0%	0,8%	1,3%	1,2%	1,3%	0,5%
F.	Ostatní provozní náklady	2,7%	9,9%	6,9%	9,5%	12,3%	15,8%	10,1%	3,1%	2,1%	2,4%	2,2%
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,2%	0,3%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
F. 2	Zůstatková cena prodaného materiálu	2,0%	2,7%	1,6%	3,3%	3,0%	3,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%
F. 3	Daně a poplatky	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
F. 4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0,0%	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
F. 5	Jiné provozní náklady	0,5%	7,7%	5,1%	5,8%	7,3%	12,4%	8,4%	1,7%	0,8%	0,9%	0,6%
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-13,6%	-5,3%	-3,6%	-4,4%	-14,7%	-2,8%	-5,8%	-7,7%	-1,4%	3,2%	0,4%
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	1,5%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV. 1	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	1,5%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV. 2	Ostatní výnosy z podílů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	1,9%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V. 1	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V. 2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	0,5%	0,5%	0,4%	0,7%	0,5%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI. 1	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI. 2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0,5%	0,5%	0,4%	0,7%	0,5%	0,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	3,1%	-0,2%	0,1%	-0,1%	0,5%	-5,5%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	4,4%	2,9%	3,4%	3,4%	0,9%	3,5%	4,1%	2,3%	2,1%	2,8%	1,5%
J. 1	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
J. 2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	4,4%	2,9%	3,4%	3,4%	0,9%	3,5%	4,1%	2,3%	2,1%	2,8%	1,5%
VII.	Ostatní finanční výnosy	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	1,2%	10,0%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
K.	Ostatní finanční náklady	0,8%	0,8%	0,5%	0,8%	0,7%	10,0%	0,4%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-5,7%	-2,6%	-1,2%	-3,1%	-0,3%	2,4%	-4,1%	-2,5%	-2,4%	-2,9%	-1,6%
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	-19,3%	-7,8%	-4,7%	-7,5%	-15,0%	-0,4%	-9,9%	-8,3%	-3,8%	0,3%	-1,1%
L.	Daň z příjmů	-0,5%	-0,5%	-0,8%	-1,4%	-0,8%	-1,2%	-1,4%	-1,2%	-1,3%	-0,9%	0,0%
L. 1	Daň z příjmů splatná	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
L. 2	Daň z příjmů odložená (+/-)	-0,5%	-0,5%	-0,8%	-1,4%	-0,8%	-1,2%	-1,4%	-1,2%	-1,3%	-0,9%	0,0%
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-18,8%	-7,3%	-3,9%	-6,1%	-14,2%	0,8%	-8,5%	-7,0%	-2,5%	1,2%	-1,1%
M.	Převod podílů na výsledek hospodaření společníkům (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
***	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	-18,8%	-7,3%	-3,9%	-6,1%	-14,2%	0,8%	-8,5%	-7,0%	-2,5%	1,2%	-1,1%
*	Čistý obrát za účetní období	105,2%	104,0%	105,3%	105,0%	107,0%	126,5%	103,4%	103,2%	103,0%	103,4%	102,5%

Zdroj: účetní závěrky

Příloha 4: Rozvaha

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, stálá aktiva (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
A. AKTIVA CELKEM	336 049	277 958	242 500	198 480	161 887	150 969	138 013	130 600	126 662	117 067	113 793
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek	263 773	224 464	196 956	162 333	132 662	111 279	100 467	90 716	78 993	69 497	64 775
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek	1 082	587	315	123	48	22	23	282	175	296	332
B. I. 1 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	423	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2 Ocenitelná práva	205	0	302	123	48	22	23	282	175	85	51
2.I Software	205	0	302	123	48	22	23	282	175	85	51
2.II Ostatní ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3 Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4 Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	877	564	13	0	0	0	0	0	0	0	281
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	120	13	13	0	0	0	0	0	0	0	0
5.II Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	757	551	0	0	0	0	0	0	0	0	281
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek	165 783	152 966	140 194	129 018	116 135	106 139	97 058	88 254	78 418	69 201	64 443
B. II. 1 Pozemky a stavby	39 331	38 933	37 400	36 299	33 177	32 111	30 933	29 917	28 902	27 961	27 519
1.I Pozemky	1 713	1 713	1 713	1 713	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310
1.II Stavby	37 618	36 570	35 687	34 586	31 867	30 801	29 623	28 607	27 592	26 651	26 209
2 Hmotné movité věci a jejich soubory	23 538	19 184	15 474	12 672	10 184	8 527	7 897	7 382	5 758	4 781	4 002
3 Ocenovací rozílí k nabytému majetku	101 821	94 548	87 275	80 002	72 729	65 456	58 183	50 910	43 637	36 364	32 728
4 Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.I Přístřešné celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.II Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.III Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 093	591	45	45	45	45	45	45	121	95	194
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	124	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.II Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	969	591	45	45	45	45	45	45	121	95	194
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	96 008	70 971	56 447	33 192	16 479	5 118	3 386	2 180	0	0	0
B. III. 1 Podíl - ovládaná nebo ovládaná osoba	64 132	40 557	51 056	16 889	0	0	0	0	0	0	0
2 Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	2 180	0	0	0
3 Podíl - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4 Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	29 852	29 514	4 591	15 923	16 329	5 054	3 322	0	0	0	0
5 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíl	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6 Zápůjčky a úvěry - ostatní	800	800	800	400	150	64	64	0	0	0	0
7 Ostatní dlouhodobý finanční majetek	1 824	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7.I Jiný dlouhodobý finanční majetek	1 824	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7.II Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva (v tisících CZK)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
C.												
Oběžná aktiva		71 311	51 874	44 574	35 496	28 711	39 304	36 909	39 002	46 720	46 994	48 394
C. I.		15 170	18 117	12 542	10 866	9 824	8 411	8 023	8 599	10 811	8 876	16 805
	Zásoby	8 461	11 702	7 430	6 866	5 047	5 680	5 322	5 641	6 987	6 561	9 577
	Material	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	3	4 807	6 415	5 043	3 933	4 708	2 731	2 701	2 958	3 717	1 873	6 819
	Vyroby a zboží	3 655	5 768	4 486	3 456	4 281	2 334	2 408	2 548	3 576	1 796	5 735
	3.I	1 152	647	557	477	427	397	293	410	141	77	1 094
	3.II	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	4	1 902	0	69	67	69	0	0	0	107	442	409
	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	5	24 892	25 170	19 384	15 802	17 494	30 200	23 956	25 365	26 730	23 551	7 416
C. II.		418	2 203	2 40	534	327	17 514	17 441	17 441	17 441	17 434	0
	Dlouhodobé pohledávky	418	2 203	2 40	534	327	17 514	17 441	17 441	17 441	17 434	0
	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.II	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.III	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.IV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Odloužená daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.V	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	17 413	17 413	17 413	17 413	17 413	0
	V.1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	V.2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	V.3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	V.4	0	0	0	0	0	17 413	17 413	17 413	17 413	17 413	0
	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2	24 474	22 967	19 144	15 268	17 167	12 686	6 515	7 924	9 289	6 117	7 416
	Krátkodobé pohledávky	19 698	20 669	15 847	12 431	14 707	11 293	5 273	6 404	8 582	5 689	6 636
	2.I	1 237	582	0	647	968	242	241	35	0	0	35
	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.II	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.III	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky - poústavní vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.IV	3 549	1 716	3 297	2 190	1 492	1 151	1 001	1 485	707	428	745
	Pohledávky ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IV.1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IV.2	2 037	39	1 118	166	33	40	42	188	39	21	65
	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	990	1 195	1 016	1 138	811	697	588	897	516	239	297
	IV.3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IV.4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IV.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IV.6	522	482	975	727	638	399	371	336	124	135	383
	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.		31 249	8 587	12 648	8 828	1 993	693	4 930	5 038	9 179	14 567	24 173
	Peněžní prostředky	1 765	1 329	1 055	543	212	235	659	67	306	458	665
	1	29 484	7 258	11 593	8 285	1 181	458	4 271	4 411	8 873	14 109	23 508
	Peněžní prostředky v pokladně	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2	1 365	1 620	970	651	514	386	637	882	749	576	624
	Peněžní prostředky na účtech	1 365	1 620	970	651	514	386	637	882	749	576	624
	Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Kompletní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode



VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, vlastní kapitál (v tisících CZK)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019	
		VPO Protivanov, a.s.											
PASIVA CELKEM		336 449	277 958	242 500	198 480	161 887	150 999	138 013	130 600	126 062	117 067	113 798	
A.	Vlastní kapitál	345 867	103 377	81 978	65 278	31 149	34 295	25 500	17 226	15 704	15 321	14 622	
A. I.	Základní kapitál	30 431	28 607	28 607	28 607	28 607	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	
A. I.	1. Základní kapitál	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	
A. I.	2. Vlastní podíly (-)	-564	-2 388	-2 388	-2 388	-2 388	0	0	0	0	0	0	
A. I.	3. Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. II.	Ážio a kapitálové fondy	27 948	4 073	-10 029	-33 427	-50 295	-50 295	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	
A. II.	1. Ážio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. II.	2. Kapitálové fondy	27 948	4 073	-10 029	-33 427	-50 295	-50 295	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	
	2.I Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2.II Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2.III Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	27 948	4 073	-10 029	-33 427	-50 295	-50 295	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	
	2.IV Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2.V Rozdíly z ocenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. III.	Fondy ze zisku	121 425	123 270	69 074	84 334	84 193	83 980	83 838	83 772	83 716	81 598	81 575	
A. III.	1. Ostatní rezervní fondy	6 199	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	
A. III.	2. Statutární a ostatní fondy	115 226	114 683	60 487	75 747	75 606	75 393	75 251	75 185	75 129	73 011	72 988	
A. IV.	Výsledek hospodářství minulých let (+/-)	6 471	-36 325	1 239	-5 674	-14 242	-31 356	-30 314	-39 090	-47 317	1 239	2 951	
A. IV.	1. Nerozdělený zisk minulých let	6 471	4 083	1 239	1 239	1 239	1 239	2 281	2 281	2 281	2 281	0	
A. IV.	2. Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0	-40 408	0	-6 913	-15 481	-32 595	-32 595	-41 371	-49 599	1 239	2 951	
A. IV.	3. Jiný výsledek hospodářství minulých let (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. V.	Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)	-40 408	-16 248	-6 913	-8 562	-17 114	971	-8 776	-8 228	-3 467	1 712	-676	
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, cizí zdroje (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
B. + C.	190 582	174 581	160 522	133 202	130 738	116 674	112 513	113 374	112 358	101 746	99 171
B.	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva											
1. Rezerva na důchody a podobné závazky											
2. Rezerva na daň z příjmů											
3. Rezerva podle zvláštních právních předpisů											
4. Ostatní rezervy	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.	188 582	174 581	160 522	133 202	130 738	116 674	112 513	113 374	112 358	101 746	99 171
C. I.	132 727	138 328	135 757	115 272	110 173	99 720	97 831	91 322	87 799	84 963	64 166
C. I. 1.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy											
1. I. / Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1. II. / Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Závazky k úvěrovým institucím	102 000	102 000	105 800	97 611	0	0	0	0	0	0	0
3. Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Dlouhodobé směněky k úhradě	8 500	10 300	10 300	0	0	0	0	0	0	0	0
6. Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Odloužený daňový závazek	22 227	21 028	19 657	17 661	16 662	15 195	13 741	12 299	10 484	9 144	9 144
9. Závazky - ostatní	0	0	0	0	99 511	84 525	84 090	79 023	77 315	75 819	55 022
9. I. / Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9. II. / Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9. III. / Jiné závazky	0	0	0	0	93 511	84 525	84 090	79 023	77 315	75 819	55 022
C. II.	55 855	41 253	24 765	17 930	20 565	16 954	14 682	22 052	24 559	16 783	35 005
C. II. 1.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy											
1. I. / Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1. II. / Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Závazky k úvěrovým institucím	34 000	14 000	11 000	1 200	0	0	0	0	0	0	0
3. Krátkodobé přijaté zálohy	6 906	6 106	8 182	4 448	4 824	5 431	4 530	6 426	7 807	7 079	15 665
4. Závazky z obchodních vztahů	8 974	14 811	9 034	7 623	11 592	7 056	5 147	5 817	8 467	5 028	13 442
5. Krátkodobé směněky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6. Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	22	378	965	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Závazky ostatní	5 953	5 958	5 484	4 659	4 149	4 467	5 005	9 809	8 285	4 676	5 898
8. I. / Závazky ke společníkům	76	76	72	72	72	72	0	0	0	0	0
8. II. / Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. III. / Závazky k zaměstnancům	1 980	1 989	1 565	1 447	1 330	1 070	953	1 021	1 153	1 498	1 274
8. IV. / Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 172	1 204	928	921	738	643	636	647	729	1 010	779
8. V. / Stát - daňové závazky a dotace	595	632	751	625	338	572	264	509	664	951	963
8. VI. / Dohadné účty pasivní	1 911	1 824	1 911	1 381	1 064	639	876	583	780	1 039	1 811
8. VII. / Jiné závazky	219	233	257	213	607	1 471	2 276	7 049	4 959	178	2 691
D.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D. 1.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení											
1. Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Výnosy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, stálá aktiva brutto (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
VPO Protivanov, a.s.											
A. AKTIVA CELKEM BRUTTO	437 108	384 294	359 794	314 255	287 085	271 974	266 417	268 379	272 810	269 889	270 325
Pohledávky za upsání základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek	336 239	307 893	290 450	266 952	246 902	227 654	224 890	224 514	221 735	219 562	218 551
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek	5 885	4 924	4 509	4 544	4 625	4 640	4 641	4 962	5 003	5 226	5 287
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ocenitelná práva	3 793	4 335	4 471	4 519	4 600	4 615	4 616	4 962	5 003	5 015	5 006
Software	3 793	4 335	4 471	4 519	4 600	4 615	4 616	4 962	5 003	5 015	5 006
Ostatní ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	25	25	25	25	25	25	25	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	2 067	564	13	0	0	0	0	0	0	211	281
B. II. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	1 310	13	13	0	0	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	757	551	0	0	0	0	0	0	0	0	281
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek	226 811	225 815	223 026	222 913	218 922	217 896	216 863	217 372	216 611	214 215	213 143
Pozemky a stavby	52 059	52 108	52 329	52 245	50 119	50 007	49 834	49 834	49 201	49 277	49 345
Pozemky	1 713	1 713	1 713	1 713	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310	1 310
Stavby	50 346	50 395	50 616	50 532	48 809	48 697	48 524	48 524	47 891	47 967	48 035
Hmotné movité věci a jejich soubory	64 565	64 022	61 558	61 529	59 664	58 750	57 890	58 399	58 195	55 749	54 510
Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Přístřeškové cesty trvalých parostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 093	591	45	45	45	45	45	45	121	95	194
B. III. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	124	0	0	0	0	0	0	0	0	50	0
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	969	591	45	45	45	45	45	45	121	45	194
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	103 543	77 154	62 915	30 495	23 355	5 118	3 386	2 180	1 211	1 211	1 211
Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	64 432	40 557	51 056	16 869	0	0	0	0	0	0	0
Zápujky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Podíly - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zápujky a úvěry - podstatný vliv	36 487	35 797	11 059	22 226	23 205	5 054	3 322	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zápujky a úvěry - ostatní	800	800	800	400	150	64	64	0	0	0	0
Ostatní dlouhodobý finanční majetek	1 824	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	1 824	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva brutto (v tisících CZK)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
C. VPO Protivanov, a.s.		100 659	106 336	117 294	115 775	125 198	121 005	128 404	137 779	146 748	152 822	156 532
C. I.	Oběžná aktiva BRUTTO											
	Zásoby											
1	Material	72 466	83 429	93 494	104 619	114 240	116 375	124 423	133 798	143 142	150 065	153 776
2	Nedokončená výroba a polotovary	4 803	3 937	4 194	4 421	4 577	4 618	4 618	4 680	4 828	4 930	4 955
3	Výrobky a zboží	0	-423	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	3.I Výrobky	3 588	4 335	4 169	4 396	4 552	4 593	4 593	4 680	4 828	4 930	4 955
	3.II Zboží	3 588	4 335	4 169	4 396	4 552	4 593	4 593	4 680	4 828	4 930	4 955
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Pohledávky	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
C. II. 1	Dlouhodobé pohledávky	1 190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky z obchodních vztahů	1 190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.I	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.III	Pohledávky - poústavní vliv	61 028	73 209	82 832	93 895	102 787	111 757	119 805	129 118	138 193	145 014	148 700
I.IV	Odloužená daňová pohledávka	12 728	13 825	14 929	15 946	16 942	17 896	18 901	19 917	20 299	21 316	21 826
I.V	Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.1	Pohledávky za společníky	12 728	13 825	14 929	15 946	16 942	17 896	18 901	19 917	20 299	21 316	21 826
V.2	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	41 027	44 838	46 084	48 857	49 880	50 223	49 993	51 017	52 437	50 968	50 508
V.3	Dohadné účty aktivní	7 273	14 546	21 819	29 092	36 365	43 638	50 911	58 184	65 457	72 730	76 366
V.4	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Krátkodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.I	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.II	Pohledávky - poústavní vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.III	Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.IV	Pohledávky ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.1	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.2	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	6 635	6 283	6 468	6 303	6 876	0	0	0	121	121	121
IV.3	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	121	121	121
IV.5	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.6	Jiné pohledávky	6 635	6 283	6 468	6 303	6 876	0	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III. 1	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	Peněžní prostředky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV. 1	Peněžní prostředky v pokladně	28 193	22 907	23 800	11 156	10 958	4 630	3 981	3 981	3 606	2 757	2 756
2	Peněžní prostředky na účtech	1 956	2 650	3 378	2 479	2 282	2 417	2 193	2 400	2 165	1 520	1 519
D.	Časové rozlišení	1 956	2 650	3 378	2 479	2 282	2 417	2 193	2 400	2 165	1 520	1 519
1	Naklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	800	778	936	935

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

Příloha 5: Rozvaha, horizontální analýza

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, stálá aktiva – horizontální analýza

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
VPO Protivanov, a.s.											
A.	AKTIVA CELKEM	n.a.	-17,4%	-12,8%	-18,2%	-18,4%	-6,7%	-8,6%	-5,4%	-3,5%	-7,1%
B.	Pohledávky za upsány základní kapitál	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. I.	Dlouhodobý majetek	n.a.	-14,9%	-12,3%	-17,6%	-18,3%	-16,1%	-9,7%	-11,6%	-11,6%	-11,6%
	Dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	-8,8%	-68,1%	-61,0%	-61,0%	-54,2%	4,5%	1126,1%	-37,9%	69,1%
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ocenitelná práva	n.a.	-100,0%	n.a.	-59,3%	-61,0%	-54,2%	4,5%	1126,1%	-37,9%	-51,4%
2.I	Software	n.a.	-100,0%	n.a.	-59,3%	-61,0%	-54,2%	4,5%	1126,1%	-37,9%	-51,4%
2.II	Ostatní ocenitelná práva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Goodwill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	-35,7%	-97,7%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	-89,2%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	-27,2%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	-7,9%	-8,1%	-8,0%	-10,0%	-8,6%	-8,6%	-9,1%	-11,1%	-11,8%
B. II.	Pozemky a stavby	n.a.	-2,7%	-2,3%	-2,9%	-8,0%	-3,2%	-3,7%	-3,3%	-3,4%	-3,3%
1	Pozemky	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	-23,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.I	Stavby	n.a.	-2,8%	-2,8%	-3,1%	-7,9%	-3,3%	-3,8%	-3,4%	-3,5%	-3,4%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	n.a.	-18,5%	-19,3%	-18,1%	-19,6%	-16,3%	-7,4%	-6,5%	-22,0%	-17,0%
3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	n.a.	-7,1%	-7,7%	-8,3%	-9,1%	-10,0%	-11,1%	-12,5%	-14,3%	-16,7%
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4.I	Pěstitelské celky trvalých porostů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	-45,9%	-92,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	168,9%	-21,5%
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	-39,0%	-92,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	168,9%	-62,8%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	n.a.	-26,9%	-20,4%	-41,2%	-50,4%	-68,9%	-33,8%	-35,6%	-100,0%	n.a.
B. III.	Podíl - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	-37,1%	25,9%	-67,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Podíl - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	n.a.	-1,1%	-84,4%	246,8%	2,5%	-69,0%	-34,3%	-100,0%	n.a.	n.a.
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	n.a.	0,0%	0,0%	-50,0%	-62,5%	-57,3%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.											
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
C.	Oběžná aktiva												
C. I.	Zásoby												
1	Materiál	n.a.	-27,3%	-14,1%	-20,4%	-19,1%	36,9%	-6,1%	5,7%	19,8%	0,6%		
2	Nedokončená výroba a polotovary	n.a.	38,3%	-36,5%	-7,6%	-26,5%	12,5%	-6,3%	6,0%	23,9%	-6,1%		
3	Výrobky a zboží	n.a.	33,5%	-21,4%	-22,0%	19,7%	-42,0%	-1,1%	9,5%	25,7%	-49,6%		
3.I	Výrobky	n.a.	57,8%	-22,2%	-23,0%	23,9%	-45,5%	3,2%	5,8%	40,3%	-49,8%		
3.II	Zboží	n.a.	-43,8%	-13,9%	-14,4%	-10,5%	-7,0%	-26,2%	39,9%	-65,6%	-45,4%		
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	n.a.	-100,0%	n.a.	-2,9%	3,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	313,1%		
C. II.	Pohledávky												
1	Dlouhodobé pohledávky	n.a.	1,1%	-23,0%	-18,5%	10,7%	72,6%	-20,7%	5,9%	5,4%	-11,9%		
1.I	Pohledávky z obchodních vztahů	n.a.	427,0%	-89,1%	122,5%	-38,8%	5256,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%		
1.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	427,0%	-89,1%	122,5%	-38,8%	-69,1%	-72,3%	0,0%	0,0%	-25,0%		
1.III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
1.IV	Odošlená daňová pohledávka	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
1.V	Pohledávky - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
V.1	Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
V.2	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
V.3	Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
V.4	Jiné pohledávky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
2	Krátkodobé pohledávky	n.a.	-6,2%	-16,6%	-20,2%	12,4%	-26,1%	-48,6%	21,6%	17,2%	-34,1%		
2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	n.a.	5,0%	-23,3%	-21,6%	18,3%	-23,2%	-53,3%	21,4%	34,0%	-33,7%		
2.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	-53,0%	-100,0%	n.a.	49,6%	-75,0%	-0,4%	-85,5%	-100,0%	n.a.		
2.III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
2.IV	Pohledávky ostatní	n.a.	-51,6%	92,1%	-33,6%	-31,9%	-22,9%	-13,0%	48,4%	-52,4%	-39,5%		
IV.1	Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
IV.2	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
IV.3	Staré - daňové pohledávky	n.a.	-98,1%	2766,7%	-85,2%	-80,1%	21,2%	5,0%	347,6%	-79,3%	-46,2%		
IV.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	n.a.	20,7%	-15,0%	12,0%	-28,7%	-14,1%	-15,6%	52,6%	-42,5%	-53,7%		
IV.5	Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	-15,4%	93,7%	50,0%	-100,0%	n.a.	-56,3%	17,9%		
IV.6	Jiné pohledávky	n.a.	-7,7%	102,3%	-25,4%	-12,2%	-37,5%	-7,0%	-9,4%	-63,1%	8,9%		
C. III.	Krátkodobý finanční majetek												
1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
C. IV.	Peněžní prostředky												
1	Peněžní prostředky v pokladně	n.a.	-72,5%	47,3%	-30,2%	-84,2%	-50,3%	611,4%	2,2%	82,2%	58,7%		
2	Peněžní prostředky na účtech	n.a.	-24,7%	-20,6%	-48,5%	-61,0%	180,4%	-4,9%	-4,9%	-51,2%	49,7%		
	Peněžní prostředky na účtech	n.a.	-75,4%	59,7%	-28,5%	-85,7%	-61,2%	832,5%	3,3%	101,2%	59,0%		
D.	Časové rozlišení												
1	Naklády příštích období	n.a.	18,7%	-40,1%	-32,9%	-21,0%	-24,9%	65,0%	38,5%	-15,1%	-23,1%		
2	Komplexní naklády příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	-32,9%	-21,0%	-24,9%	65,0%	38,5%	-15,1%	-23,1%		
3	Příjmy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, vlastní kapitál – horizontální analýza

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM		n.a.	-17,4%	-12,8%	-18,2%	-18,4%	-6,7%	-8,6%	-5,4%	-3,5%	-7,1%
A.	Vlastní kapitál	n.a.	-29,1%	-20,7%	-20,4%	-52,3%	10,1%	-25,6%	-32,4%	-20,4%	11,8%
A. I.	Základní kapitál	n.a.	-6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. I. 1	Základní kapitál	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. I. 2	Vlastní podíly (-)	n.a.	323,4%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. I. 3	Změny základního kapitálu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. II.	Ažio a kapitálové fondy	n.a.	-85,4%	-346,2%	233,3%	50,5%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
A. II. 1	Ažio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. II. 2	Kapitálové fondy	n.a.	-85,4%	-346,2%	233,3%	50,5%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
2.I	Ostatní kapitálové fondy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2.II	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	n.a.	n.a.	-346,2%	233,3%	50,5%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
2.III	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2.IV	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2.V	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. III.	Fondy ze zisku	n.a.	1,5%	-44,0%	22,1%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-62,3%
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	n.a.	38,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. III. 2	Statutární a ostatní fondy	n.a.	-0,5%	-47,3%	25,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-69,4%
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	n.a.	-661,4%	-103,4%	-557,9%	151,0%	120,2%	-3,3%	29,0%	21,0%	-102,6%
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	n.a.	-36,9%	-69,7%	0,0%	0,0%	0,0%	84,1%	0,0%	0,0%	-100,0%
A. IV. 2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	123,9%	110,5%	0,0%	26,9%	19,9%	-102,5%
A. IV. 3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	n.a.	-59,8%	-57,5%	23,9%	99,9%	-105,7%	-1003,8%	-6,2%	-57,9%	-149,4%
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, cizí zdroje – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
B. + C.	Cizí zdroje	n.a.	-8,4%	-8,1%	-17,0%	-1,8%	-10,8%	-3,6%	0,8%	-0,9%	-9,4%	
B.	Rezervy	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1	Rezerva na důchody a podobné závazky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Rezerva na daň z příjmů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4	Ostatní rezervy	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C.	Závazky	n.a.	-7,4%	-8,1%	-17,0%	-1,8%	-10,8%	-3,6%	0,8%	-0,9%	-9,4%	
C. I.	Dlouhodobé závazky	n.a.	0,5%	1,8%	-15,1%	-4,4%	-9,5%	-1,9%	-6,7%	-3,9%	-3,2%	
C. I. 1	Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1/I	Vyměnitelné dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1/II	Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	0,0%	3,7%	-7,7%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Dlouhodobé přijaté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4	Závazky z obchodních vztahů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Dlouhodobé směnky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
6	Závazky – ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	21,2%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7	Závazky – podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
8	Odloužený daňový závazek	n.a.	-5,4%	-6,5%	-10,2%	-5,7%	-8,8%	-9,6%	-10,5%	-14,8%	-12,8%	
9	Závazky – ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,6%	-0,5%	-6,0%	-2,2%	-1,9%	
9/I	Závazky ke společníkům	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
9/II	Dohadné účty pasivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
9/III	Jiné závazky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,6%	-0,5%	-6,0%	-2,2%	-1,9%	
C. II.	Krátkodobé závazky	n.a.	-26,1%	-40,0%	-27,6%	14,7%	-17,6%	-13,4%	50,2%	11,4%	-31,7%	
C. II. 1	Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1/I	Vyměnitelné dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1/II	Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	-58,8%	-92,1%	9,1%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Krátkodobé přijaté zálohy	n.a.	-11,6%	34,0%	-45,6%	8,5%	12,6%	-16,6%	41,9%	21,5%	-9,3%	
4	Závazky z obchodních vztahů	n.a.	65,0%	-39,0%	-15,6%	52,1%	-39,1%	-27,1%	13,0%	45,6%	-40,6%	
5	Krátkodobé směnky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
6	Závazky – ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	168,2%	155,3%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7	Závazky – podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
8	Závazky ostatní	n.a.	0,1%	-8,0%	-15,0%	-10,9%	7,7%	12,0%	96,0%	-15,5%	-43,6%	
8/I	Závazky ke společníkům	n.a.	0,0%	-5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	
8/II	Krátkodobé finanční výpomoci	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
8/III	Závazky k zaměstnancům	n.a.	0,5%	-21,3%	-7,5%	-8,1%	-19,5%	-10,9%	7,1%	12,9%	29,9%	
8/IV	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	n.a.	2,7%	-22,9%	-0,8%	-19,9%	-12,9%	-1,1%	1,7%	12,7%	38,5%	
8/V	Stát - daňové závazky a dotace	n.a.	6,2%	18,8%	-16,8%	-45,9%	69,2%	-53,8%	92,8%	30,5%	43,2%	
8/VI	Dohadné účty pasivní	n.a.	-4,6%	4,8%	-27,7%	-23,0%	-39,9%	37,1%	-33,4%	33,8%	33,2%	
8/VII	Jiné závazky	n.a.	6,4%	10,3%	-17,1%	185,0%	142,3%	54,7%	209,7%	-29,6%	-96,4%	
D.	Časové rozlišení	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1	Výdaje příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Výnosy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, stálá aktiva brutto – horizontální analýza

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
A. AKTIVA CELKEM BRUTTO		n.a.	-12,1%	-6,8%	-12,7%	-8,6%	-5,3%	-2,0%	0,7%	1,7%	-1,1%
B. Pohledávky za upsání základního kapitálu		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. I. Dlouhodobý majetek		n.a.	-8,8%	-5,7%	-8,1%	-7,5%	-7,8%	-1,2%	-0,2%	-1,2%	-1,0%
Dlouhodobý nehmotný majetek		n.a.	-16,3%	-8,8%	0,8%	1,8%	0,3%	0,0%	6,9%	0,8%	4,5%
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ocenitelná práva		n.a.	14,3%	3,1%	1,1%	1,8%	0,3%	0,0%	7,5%	0,8%	0,2%
Software		n.a.	14,3%	3,1%	1,1%	1,8%	0,3%	0,0%	7,5%	0,8%	0,2%
Ostatní ocenitelná práva		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Goodwill		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek		n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		n.a.	-72,7%	-97,7%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.I		n.a.	-99,0%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.II		n.a.	-27,2%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek		n.a.	-0,4%	-1,2%	-0,1%	-1,8%	-0,5%	-0,5%	0,2%	-0,4%	-1,1%
Pozemky a stavby		n.a.	0,1%	0,4%	-0,2%	-4,1%	-0,2%	-0,3%	0,0%	-1,3%	0,2%
Pozemky		n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	-23,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stavby		n.a.	0,2%	0,4%	-0,2%	-3,4%	-0,2%	-0,4%	0,0%	-1,3%	0,2%
Hmotné movité věci a jejich soubory		n.a.	-0,8%	-3,8%	0,0%	-3,0%	-1,5%	-1,5%	0,9%	-0,3%	-4,2%
Oceňovací rozílí knabýmu majetku		n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Přítelké celky trvalých porostů		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dospělá zvířata a jejich skupiny		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jiný dlouhodobý hmotný majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		n.a.	-45,9%	-92,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	168,9%	-21,5%
5.I		n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.II		n.a.	-39,0%	-92,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	168,9%	-62,8%
B. III. Dlouhodobý finanční majetek		n.a.	-25,9%	-18,9%	-37,2%	-40,9%	-78,1%	-33,8%	-35,6%	-94,4%	0,0%
Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba		n.a.	-37,1%	25,9%	-67,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Podíly - podstatný vliv		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv		n.a.	-1,9%	-69,1%	101,0%	4,4%	-78,2%	-34,3%	-100,0%	n.a.	n.a.
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zápůjčky a úvěry - ostatní		n.a.	0,0%	0,0%	-50,0%	-67,3%	-57,3%	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.
Ostatní dlouhodobý finanční majetek		n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7.I		n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7.II		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva brutto – horizontální analýza

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
C.	Oběžná aktiva BRUTTO	n.a.	-24,8%	-8,6%	-31,8%	-15,0%	10,8%	-6,9%	5,1%	17,1%	-1,1%
C. I.	Zásoby	n.a.	21,3%	-23,2%	-16,2%	-9,3%	-10,6%	-5,7%	7,9%	17,8%	-19,5%
	1 Materiál	n.a.	37,8%	-24,7%	-13,5%	-21,6%	-10,5%	-7,2%	-3,4%	15,3%	-14,7%
	2 Nedokončená výroba a polotovary	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3 Výrobky a zboží	n.a.	33,5%	-21,4%	-23,0%	19,7%	-42,0%	-1,1%	39,1%	19,6%	-37,5%
	3.I	n.a.	57,8%	-22,2%	-23,0%	23,9%	-45,5%	3,2%	35,7%	31,4%	-37,5%
	3.II	n.a.	-43,8%	-13,9%	-14,4%	-10,5%	-7,0%	-26,2%	67,6%	-59,1%	-37,3%
	4 Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	5 Poskytnuté zálohy na zásoby	n.a.	-100,0%	n.a.	-2,9%	3,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	313,1%
C. II.	Pohledávky	n.a.	-11,2%	-12,8%	-38,5%	6,9%	23,9%	-20,6%	4,6%	4,6%	-12,0%
	1 Dlouhodobé pohledávky	n.a.	66,1%	-26,0%	-86,2%	-38,8%	5256,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.I	n.a.	1153,8%	-26,0%	-86,2%	-38,8%	-69,1%	-72,3%	0,0%	0,0%	-25,0%
	1.II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.III	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.IV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.V	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	V.1 Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	V.2 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	V.3 Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	V.4 Jiné pohledávky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2 Krátkodobé pohledávky	n.a.	-16,2%	-10,6%	-33,4%	7,9%	-42,3%	-44,3%	14,2%	13,1%	-31,5%
	2.I	n.a.	-12,3%	-15,3%	-36,3%	10,1%	-40,0%	-47,7%	12,8%	22,4%	-31,8%
	2.II	n.a.	-53,0%	-6,0%	139,9%	40,1%	-86,8%	-0,4%	-85,5%	0,0%	0,0%
	2.III	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.IV	n.a.	-51,6%	92,1%	-33,6%	-31,9%	-22,9%	-13,0%	48,4%	-36,5%	-29,6%
	IV.1 Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	IV.2 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	IV.3 Staré - danové pohledávky	n.a.	-98,1%	2766,7%	-85,2%	-80,1%	21,2%	5,0%	347,6%	-79,3%	-46,2%
	IV.4 Krátkodobé poskytnuté zálohy	n.a.	20,7%	-15,0%	12,0%	-28,7%	-14,1%	-15,6%	52,6%	-42,5%	-53,7%
	IV.5 Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	-15,4%	93,7%	50,0%	-100,0%	n.a.	-56,3%	17,9%
	IV.6 Jiné pohledávky	n.a.	-7,7%	102,3%	-25,4%	-12,2%	-37,5%	-7,0%	-9,4%	7,1%	3,1%
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1 Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2 Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. IV.	Peněžní prostředky	n.a.	-72,5%	47,3%	-30,2%	-84,2%	-50,3%	611,4%	2,2%	82,2%	58,7%
	1 Peněžní prostředky v pokladně	n.a.	-24,7%	-20,6%	-48,5%	-61,0%	180,4%	-4,9%	-51,2%	49,7%	59,0%
	2 Peněžní prostředky na účtech	n.a.	-75,4%	59,7%	-28,5%	-85,7%	-61,2%	832,5%	3,3%	101,2%	59,0%
D.	Časové rozlišení	n.a.	18,7%	-40,1%	-32,9%	-21,0%	-24,9%	65,0%	38,5%	-15,1%	-23,1%
	1 Naklády příštích období	n.a.	18,7%	-40,1%	-32,9%	-21,0%	-24,9%	65,0%	38,5%	-15,1%	-23,1%
	2 Komplexní naklády příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3 Příjmy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

Příloha 6: Rozvaha, vertikální analýza

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, stálá aktiva – vertikální analýza

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
A. AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pohledávky za upsamy základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. Dlouhodobý majetek	78,8%	80,8%	81,2%	81,8%	81,9%	72,8%	69,5%	62,3%	59,8%	56,9%	56,9%
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek	0,3%	0,4%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,3%	0,3%
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ocenitelná práva	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Software	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,0%
Ostatní ocenitelná práva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.II Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek	49,3%	54,9%	57,8%	65,0%	71,7%	70,3%	70,3%	67,6%	62,2%	59,1%	56,6%
Pozemky a stavby	11,7%	13,8%	15,8%	18,3%	20,5%	21,3%	22,4%	22,9%	22,9%	23,9%	24,2%
1.I Pozemky	0,5%	0,8%	0,7%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%
1.II Stavby	11,2%	13,2%	14,7%	17,4%	19,7%	20,4%	21,5%	21,9%	21,9%	22,8%	23,0%
2 Hmotné movité věd a jejich soubory	7,0%	6,9%	6,4%	6,4%	6,3%	5,6%	5,7%	5,7%	4,6%	4,1%	3,5%
Oceňovací rozílí k nabytému majetku	30,3%	34,0%	36,0%	40,3%	44,9%	43,4%	42,2%	39,0%	34,6%	31,1%	28,8%
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.I Pěstiselské celky trvalých porostů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.II Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.III Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.II Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	28,8%	25,3%	23,3%	16,7%	10,2%	3,4%	2,5%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Podily - ovládaná nebo ovládaná osoba	19,2%	14,8%	21,1%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2 Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3 Podily - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4 Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	8,9%	10,6%	1,9%	8,0%	10,1%	3,3%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podily	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6 Zápůjčky a úvěry - ostatní	0,0%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.I Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.II Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva – vertikální analýza

		VPO Protivanov, a.s.											
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019	
C.	Oběžná aktiva	21,2%	18,7%	18,4%	17,9%	17,7%	26,0%	26,7%	29,9%	37,1%	40,1%	42,5%	
C. I.	Zásoby	4,5%	6,5%	5,2%	5,5%	6,1%	5,6%	5,8%	6,6%	9,6%	7,6%	14,8%	
1	Material	2,5%	4,2%	3,1%	3,5%	3,1%	3,8%	3,9%	4,3%	5,5%	5,6%	8,4%	
2	Netokčená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Vyroby a zboží	1,4%	2,3%	2,1%	2,0%	2,9%	1,8%	2,0%	2,3%	2,9%	1,6%	6,0%	
3/I	Vyroby	1,1%	2,1%	1,8%	1,7%	2,6%	1,5%	1,7%	2,0%	2,8%	1,5%	5,0%	
3/II	Zboží	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	1,0%	
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,4%	
C. II.	Pohledávky	7,4%	9,1%	8,0%	8,0%	10,8%	20,0%	17,4%	19,4%	21,2%	20,1%	6,5%	
1	Dlouhodobé pohledávky	0,1%	0,8%	0,1%	0,3%	0,2%	11,6%	12,6%	13,4%	13,8%	14,9%	0,0%	
1/I	Pohledávky z obchodních vztahů	0,1%	0,8%	0,1%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1/II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1/III	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1/IV	Odloužená daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1/V	Pohledávky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	11,5%	12,6%	13,3%	13,8%	14,9%	0,0%	
V.1	Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
V.2	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
V.3	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
V.4	Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	11,5%	12,6%	13,3%	13,8%	14,9%	0,0%	
2	Krátkodobé pohledávky	7,3%	8,3%	7,9%	7,7%	10,6%	8,4%	4,7%	6,1%	7,4%	5,2%	6,5%	
2/I	Pohledávky z obchodních vztahů	5,9%	7,4%	6,5%	6,3%	9,1%	7,5%	3,8%	4,9%	6,8%	4,9%	5,8%	
2/II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,4%	0,2%	0,0%	0,3%	0,6%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2/III	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2/IV	Pohledávky ostatní	1,1%	0,6%	1,4%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	1,1%	0,6%	0,4%	0,7%	
IV.1	Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
IV.2	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
IV.3	Stát - daňové pohledávky	0,6%	0,0%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	
IV.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,3%	0,4%	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,7%	0,4%	0,2%	0,3%	
IV.5	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
IV.6	Jiné pohledávky	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,3%	
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
C. IV.	Peněžní prostředky	9,3%	3,1%	5,2%	4,4%	0,9%	0,5%	3,6%	3,9%	7,3%	12,4%	21,2%	
1	Peněžní prostředky v pokladně	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,1%	0,2%	0,5%	0,5%	0,2%	0,4%	0,6%	
2	Peněžní prostředky na účtech	8,8%	2,6%	4,8%	4,2%	0,7%	0,3%	3,1%	3,4%	7,0%	12,1%	20,7%	
D.	Časové rozlišení	0,4%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,7%	0,6%	0,5%	
1	Nakladý přístích období	0,4%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,7%	0,6%	0,5%	
2	Komplexní nakladý přístích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Příjmy přístích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, vlastní kapitál – vertikální analýza

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019	
		VPO Protivanov, a.s.											
	PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
A.	Vlastní kapitál	43,8%	37,2%	35,8%	32,9%	19,2%	22,7%	18,5%	13,2%	10,9%	13,1%	12,8%	
A. I.	Základní kapitál	9,2%	10,3%	11,8%	14,4%	17,7%	20,5%	22,5%	23,7%	24,6%	26,5%	27,2%	
A. I. 1	Základní kapitál	9,2%	11,2%	12,8%	15,6%	19,1%	20,5%	22,5%	23,7%	24,6%	26,5%	27,2%	
A. I. 2	Vlastní podíly (-)	-0,2%	-0,9%	-1,0%	-1,2%	-1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. I. 3	Změny základního kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. II.	Ážio a kapitálové fondy	8,3%	1,5%	-4,1%	-16,8%	-31,1%	-33,3%	-36,4%	-38,5%	-39,8%	-42,9%	-44,1%	
A. II. 1	Ážio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. II. 2	Kapitálové fondy	8,3%	1,5%	-4,1%	-16,8%	-31,1%	-33,3%	-36,4%	-38,5%	-39,8%	-42,9%	-44,1%	
	Ostatní kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2 I	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2 II	Oceňovací rozdíly z přecenění příjmů a výdajů obchodních korporací (+/-)	8,3%	1,5%	-4,1%	-16,8%	-31,1%	-33,3%	-36,4%	-38,5%	-39,8%	-42,9%	-44,1%	
2 III	Oceňovací rozdíly z přecenění příjmů a výdajů obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2 IV	Rozdíly z ocenění příjmů a výdajů obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. III.	Fondy ze zisku	36,1%	44,3%	28,5%	42,5%	52,0%	55,6%	60,7%	64,1%	66,4%	27,0%	27,7%	
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	1,8%	3,1%	3,5%	4,3%	5,3%	5,7%	6,2%	6,6%	6,8%	7,3%	7,5%	
A. III. 2	Statutární a ostatní fondy	34,2%	41,3%	24,9%	38,2%	46,7%	49,9%	54,5%	57,6%	59,6%	19,7%	20,2%	
A. IV.	Výsledek hospodářství minulých let (+/-)	1,9%	-13,1%	0,5%	-2,9%	-8,8%	-20,8%	-22,0%	-29,9%	-37,5%	1,1%	2,6%	
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	1,9%	1,5%	0,5%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	1,7%	1,7%	1,8%	0,0%	
A. IV. 2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0,0%	-14,5%	0,0%	-3,5%	-9,6%	-21,6%	-23,6%	-31,7%	-39,3%	1,1%	2,6%	
A. IV. 3	Jiný výsledek hospodářství minulých let (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. V.	Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)	-12,0%	-5,8%	-2,9%	-4,3%	-10,6%	0,6%	-6,4%	-6,3%	-2,8%	1,5%	-0,6%	
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, cizí zdroje – vertikální analýza

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06-2019
B. + C.	Cizí zdroje	56,6%	62,8%	66,2%	67,1%	80,8%	77,3%	81,5%	86,8%	89,1%	86,9%	87,2%
B.	Rezervy	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1	Rezerva na důchody a podobné závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Rezerva na daň z příjmů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Ostatní rezervy	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C.	Závazky	56,1%	62,8%	66,2%	67,1%	80,8%	77,3%	81,5%	86,8%	89,1%	86,9%	87,2%
C. I.	Dlouhodobé závazky	39,4%	48,0%	56,0%	58,1%	68,1%	66,1%	70,9%	69,5%	69,0%	72,6%	56,4%
1	Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<i>Vyměnitelné dluhopisy</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<i>Ostatní dluhopisy</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Závazky k úvěrovým institucím	30,3%	36,7%	43,6%	49,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Dlouhodobé přijaté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Závazky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Dlouhodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	2,5%	3,7%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7	Závazky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8	Ontožené daňové závazky	6,6%	7,6%	8,1%	8,9%	10,3%	10,1%	10,0%	9,4%	8,3%	7,8%	8,0%
9	Závazky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	57,8%	56,0%	60,9%	60,5%	61,3%	64,8%	48,4%
	<i>Závazky ke společníkům</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<i>Dohadné účty pasivní</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<i>jiné závazky</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	57,8%	56,0%	60,9%	60,5%	61,3%	64,8%	48,4%
C. II.	Krátkodobé závazky	16,6%	14,8%	10,2%	9,0%	12,7%	11,2%	10,6%	16,9%	19,5%	14,3%	30,8%
1	Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<i>Vyměnitelné dluhopisy</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<i>Ostatní dluhopisy</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Závazky k úvěrovým institucím	10,1%	5,0%	0,5%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Krátkodobé přijaté zálohy	2,1%	2,2%	3,4%	2,2%	3,0%	3,6%	3,3%	4,9%	6,2%	6,0%	13,8%
4	Závazky z obchodních vztahů	2,7%	5,3%	3,7%	3,8%	7,2%	4,7%	3,7%	4,5%	6,7%	4,3%	11,8%
5	Krátkodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,1%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7	Závazky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8	Závazky ke společníkům	1,8%	2,1%	2,3%	2,3%	2,6%	3,0%	3,6%	7,5%	6,6%	4,0%	5,2%
	<i>Krátkodobé finanční výpomoci</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<i>Závazky k zaměstnancům</i>	0,6%	0,7%	0,6%	0,7%	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%	1,1%
	<i>Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění</i>	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%	0,9%	0,7%
	<i>Stát - daňové závazky a dotace</i>	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,4%	0,2%	0,4%	0,4%	0,5%	0,8%
	<i>Dohadné účty pasivní</i>	0,6%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,9%	0,2%
	<i>jiné závazky</i>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,4%	1,0%	1,6%	3,4%	3,9%	0,2%	2,4%
D.	Časové rozlišení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1	Výdaje příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Výnosy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, stálá aktiva brutto – vertikální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06-2019
	AKTIVA CELKEM BRUTTO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	Pohledávky za upsání základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B.	Dlouhodobý majetek	76,9%	80,1%	80,7%	84,9%	86,0%	83,7%	84,8%	81,4%	81,4%	81,4%	80,8%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ocenitelná práva	0,9%	1,1%	1,2%	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
2.I	Software	0,9%	1,1%	1,2%	1,4%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
2.II	Ostatní ocenitelná práva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	51,9%	58,8%	62,0%	70,9%	76,3%	80,1%	81,4%	81,0%	79,4%	79,4%	78,8%
B. II.	Pozemky a stavby	11,9%	13,6%	14,5%	16,6%	17,5%	18,4%	18,7%	18,6%	18,0%	18,3%	18,3%
1	Pozemky	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
1.I	Stavby	11,5%	13,1%	14,1%	16,1%	17,0%	17,9%	18,2%	18,1%	17,6%	17,8%	17,8%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	14,8%	16,7%	17,1%	19,6%	20,8%	21,7%	21,8%	21,7%	21,3%	20,7%	20,2%
3	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,0%	28,4%	30,3%	34,7%	38,0%	40,1%	40,9%	40,6%	40,0%	40,4%	40,4%
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.I	Přístřeškové celky trvanlivá parostů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	23,7%	20,1%	17,5%	12,6%	8,1%	1,9%	1,3%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
B. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	14,7%	10,6%	14,2%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Zápujky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Podíly - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Zápujky a úvěry - podstatný vliv	8,3%	9,3%	3,1%	7,1%	8,1%	1,9%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6	Zápujky a úvěry - ostatní	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

VPO Protivanov, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva brutto – vertikální analýza

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
C.	Oběžná aktiva BRUTTO	22,8%	19,5%	19,0%	14,8%	13,8%	16,2%	15,3%	16,0%	18,4%	18,4%	18,9%
C. I.	Zásoby	3,9%	5,4%	4,4%	4,2%	4,2%	4,0%	3,8%	4,1%	4,8%	3,9%	6,8%
1	Material	2,4%	3,7%	3,0%	3,0%	2,6%	3,0%	2,8%	2,7%	3,1%	2,6%	3,8%
2	Netokčená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Vyroby a zboží	1,1%	1,7%	1,4%	1,3%	1,6%	1,0%	1,0%	1,4%	1,6%	1,0%	2,9%
	3/I	0,8%	1,5%	1,2%	1,1%	1,5%	0,9%	0,9%	1,2%	1,6%	1,0%	2,4%
	3/II	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,4%
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%
C. II.	Pohledávky	11,7%	11,8%	11,1%	7,8%	9,1%	11,9%	9,7%	10,0%	10,3%	9,2%	3,2%
1	Dlouhodobé pohledávky	0,7%	1,4%	1,1%	0,2%	0,1%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%	6,5%	0,0%
	Pohledávky z obchodních vztahů	0,1%	1,4%	1,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
I. I	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
I. III	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
I. IV	Odloužená daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
I. V	Pohledávky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%	6,5%	0,0%
V.1	Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.2	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.3	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.4	Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%	6,5%	0,0%
2	Krátkodobé pohledávky	11,0%	10,5%	10,0%	7,6%	9,0%	5,5%	3,1%	3,5%	3,9%	2,7%	3,2%
	Pohledávky z obchodních vztahů	9,9%	9,9%	8,9%	6,5%	7,8%	5,0%	2,7%	3,0%	3,6%	2,5%	2,9%
2. I	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,3%	0,2%	0,2%	0,4%	0,6%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2. II	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2. III	Pohledávky - ostatní	0,8%	0,4%	0,9%	0,7%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%	0,3%	0,2%	0,3%
2. IV	Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV.1	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV.2	Stát - daňové pohledávky	0,5%	0,0%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
IV.3	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%
IV.4	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV.5	Jiné pohledávky	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
IV.6	Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. III.	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. IV.	Peněžní prostředky	7,1%	2,2%	3,5%	2,8%	0,5%	0,3%	1,9%	1,9%	3,4%	5,4%	8,9%
1	Peněžní prostředky v pokladně	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
2	Peněžní prostředky na účtech	6,7%	1,9%	3,2%	2,6%	0,4%	0,2%	1,6%	1,6%	3,3%	5,2%	8,7%
D.	Časové rozlišení	0,3%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
1	Naklady příštích období	0,3%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
2	Komplexní naklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

Příloha 7: Výkaz o peněžních tocích

VPO Protivanov, a.s. – výkaz o peněžních tocích (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
P.	VPO Protivanov, a.s.										
	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů										
Z.	Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)										
A.1.	Výsledek hospodaření před zdaněním										
A.1.1.	48 806	31 249	8 587	15 175	8 828	1 393	693	4 950	5 038	9 179	14 566
A.1.2.	-41 527	-16 248	-10 353	-8 562	-17 114	915	-10 230	-9 669	-5 282	372	-676
A.1.3.	47 137	15 355	22 890	8 980	9 662	3 967	13 510	12 895	12 723	13 362	5 789
A.1.4.	13 418	13 557	5 373	4 562	3 892	3 028	3 007	10 243	10 288	10 242	4 960
A.1.5.	28 542	-7 286	892	9 063	-375	6 463	6 623	0	-255	-849	0
A.1.6.	84	-187	3 440	0	-522	-129	-238	-92	-1	-43	-83
A.2.	-3 300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.3.	8 393	5 184	5 210	3 904	393	3 929	4 118	2 744	2 990	4 012	912
A.4.	0	4 087	7 975	-8 549	6 274	-1 466	0	0	0	0	0
A.*	5 610	-893	12 537	418	-7 452	4 882	3 280	3 226	7 441	13 734	5 113
A.2.	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu										
A.2.1.	31 041	7 369	2 342	8 123	5 354	-11 591	4 759	5 135	-261	-1 640	26 381
A.2.2.	28 923	6 317	1 691	4 231	477	1 058	6 419	-1 431	-812	3 556	16 087
A.2.3.	745	3 999	-4 924	3 115	3 835	-14 063	-2 272	7 370	2 507	-7 776	18 222
A.2.4.	1 373	-2 947	5 575	777	1 042	1 414	612	-804	-1 956	2 580	-7 928
A.**	36 651	6 476	14 879	8 541	-2 098	-6 709	8 039	8 361	7 180	12 094	31 494
A.3.	-9 419	-6 340	-5 964	-4 857	-1 035	4 440	-4 187	-2 703	-2 992	-4 017	-913
A.4.	1 026	1 156	754	953	642	-511	69	-41	2	5	1
A.5.	0	0	0	0	0	0	0	0	4	0	0
A.6.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.7.	3 300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.***	31 558	1 292	9 669	4 637	-2 491	-2 780	3 921	5 621	4 190	8 082	30 582
B.	Peněžní toky z investiční činnosti										
B.1.	-8 876	-3 847	-326	-1 568	-953	-287	-1 332	-492	1 714	-1 146	-238
B.2.	403	436	3 853	5	1 715	152	370	92	1	43	83
B.3.	-9 759	0	0	-1 332	-406	11 415	1 732	0	0	0	0
B.***	-18 232	-3 411	3 527	-2 895	356	11 280	770	-400	1 715	-1 103	-155
C.1.	-25 500	-20 000	-9 100	-8 089	-5 300	-8 987	-435	-5 067	-1 708	-1 496	-20 797
C.2.	-383	-543	-35	0	-213	-19	-46	-56	-95	-23	0
C.2.1.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.2.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.3.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.4.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.2.5.	-383	-543	-35	0	-213	-19	-46	-56	-95	-23	0
C.2.6.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.***	-25 883	-20 543	-9 135	-8 089	-5 300	-9 200	-464	-5 113	-1 764	-1 591	-20 820
F.	-12 557	-22 662	4 061	-6 347	-7 435	-700	4 237	108	4 141	5 388	9 607
R.	31 249	8 587	12 648	8 828	1 393	693	4 950	5 038	9 179	14 567	24 173

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, vlastní propočet (2018)

Příloha 8: Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele I.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Ziskové marže											
Hrubá marže	22,6%	20,7%	26,2%	21,2%	18,2%	19,4%	23,7%	22,6%	23,5%	29,6%	25,6%
Marže EBITDA reportované	-7,0%	-2,3%	-0,5%	-1,1%	-10,7%	-0,3%	-2,8%	2,9%	5,8%	10,0%	8,5%
Marže EBITDA operační	3,7%	-7,0%	0,4%	-6,4%	-11,2%	-3,4%	-4,2%	1,7%	4,4%	9,7%	1,5%
Marže provozního zisku	-12,9%	-5,0%	-3,4%	-4,2%	-13,7%	-2,2%	-5,6%	-5,6%	-1,3%	3,1%	0,4%
Marže EBIT operační	-2,2%	-9,7%	-2,5%	-9,4%	-14,2%	-5,3%	-7,1%	-6,8%	-2,8%	2,8%	-6,6%
Marže zisku před zdaněním	-18,3%	-7,5%	-4,5%	-7,1%	-14,0%	-0,3%	-9,6%	-8,0%	-3,7%	0,3%	-1,1%
Marže čistého zisku	-17,8%	-7,0%	-3,7%	-5,8%	-13,3%	0,6%	-8,2%	-6,8%	-2,4%	1,2%	-1,1%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Produktivita práce											
Mzdová náročnost tržeb	18,7%	20,2%	21,0%	22,4%	23,2%	16,8%	20,4%	20,4%	19,4%	20,2%	23,8%
Osobní náklady k přidané hodnotě	83,1%	97,7%	80,5%	105,9%	127,4%	86,5%	85,9%	90,4%	82,6%	68,1%	99,9%
Produktivita práce z přidané hodnoty	412	386	411	290	245	375	362	384	429	591	0
Produktivita práce z tržeb	1 736	1 793	1 491	1 306	1 257	1 474	1 645	1 771	1 928	0	0
Průměrný osobní náklad roční	342	377	331	308	312	324	311	347	354	403	0
Průměrná mzda roční	251	277	238	223	228	236	225	252	257	292	0
Průměrná mzda měsíční v CZK	21	23	20	19	19	20	19	21	21	24	0

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Dlouhodobá finanční rovnováha											
Debt ratio	0,57	0,63	0,66	0,67	0,81	0,77	0,82	0,87	0,89	0,87	0,87
Equity ratio	0,43	0,37	0,34	0,33	0,19	0,23	0,18	0,13	0,11	0,13	0,13
Debt to equity ratio	1,31	1,69	1,96	2,04	4,20	3,40	4,41	6,58	8,20	6,64	0,00
Úrokové krytí I.	-0,54	-3,53	-0,79	-2,88	-17,68	-1,89	-1,80	-3,03	-1,33	1,03	0,00
Úrokové krytí II.	0,88	-2,54	0,11	-1,94	-13,92	-1,20	-1,08	0,76	2,11	3,58	0,00
Podíl dlouhodobého majetku na aktivech	0,78	0,81	0,81	0,82	0,82	0,74	0,73	0,69	0,62	0,59	0,57
Krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem	1,06	1,05	1,11	1,11	1,07	1,20	1,23	1,20	1,29	1,44	1,22
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	0,55	0,46	0,42	0,40	0,23	0,31	0,25	0,19	0,17	0,22	0,23
Čistý dluh	113 273	118 091	105 517	89 983	92 118	83 832	79 160	73 985	68 136	61 252	30 849
Čistý dluh / EBITDA	13,61	-7,35	161,09	-9,56	-6,39	-15,69	-17,53	36,06	10,81	4,26	n.a.
Teoretická doba splácení dluhů	n.a.	125,90	16,23	29,36	-50,93	-44,12	28,51	19,21	25,24	11,78	n.a.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Likvidita											
Běžná	1,28	1,26	1,80	1,98	1,40	2,32	2,51	1,77	1,90	2,80	1,38
Pohotová	1,01	0,82	1,29	1,37	0,92	1,82	1,97	1,38	1,46	2,27	0,90
Hotovostní	0,56	0,21	0,51	0,49	0,07	0,04	0,34	0,23	0,37	0,87	0,69
Obratovost čistého pracovního kapitálu	n.a.	16,82	11,51	7,38	9,28	18,48	19,39	40,17	47,74	15,16	n.a.

Zdroj: vlastní propočet

Poměrové ukazatele II.

Rentabilita	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	-13,0%	-7,5%	-11,6%	-35,5%	3,0%	-29,4%	-38,5%	-22,4%	11,8%
ROA _{EBIT} operační	-7,3%	-1,8%	-6,3%	-10,2%	-5,4%	-5,2%	-6,1%	-3,1%	3,4%
ROCE _{EBIT} operační	-8,6%	-2,1%	-7,0%	-11,4%	-6,1%	-5,8%	-7,1%	-3,8%	4,1%

Aktivita	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Obrat aktiv	0,72	0,68	0,64	0,67	0,80	0,71	0,87	1,09	1,17
Obrat dlouhodobého majetku	0,91	0,83	0,79	0,82	1,03	0,97	1,22	1,65	1,93
Obrat zásob	13,36	11,48	12,05	11,66	13,74	12,56	14,05	14,41	14,50
Obrat krátkodobých pohledávek	9,37	8,35	8,20	7,44	8,39	10,75	16,17	16,25	18,53
Obrat krátkodobých závazků	4,58	5,33	6,61	6,27	6,68	6,52	6,36	6,00	6,90
Doba obrátu aktiv	504	540	570	545	456	511	420	335	311
Doba obrátu dlouhodobého majetku	401	437	465	446	355	374	299	221	189
Doba obrátu zásob	27	32	30	31	27	29	26	25	25
Doba obrátu pohledávek	39	44	45	49	43	34	23	22	20
Doba obrátu krátkodobých závazků	80	68	55	58	55	56	57	61	53

Ukazatele z cash flow	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilita vlastního kapitálu z cash-flow	1,0%	10,4%	6,3%	-5,2%	-8,5%	13,1%	26,3%	27,1%	55,7%
Krátkodobá likvidita z cash-flow	0,03	0,29	0,22	-0,13	-0,15	0,25	0,31	0,18	0,39
Stupeň oddlužení	0,01	0,06	0,03	-0,02	-0,02	0,03	0,05	0,04	0,08

Zdroj: vlastní propočet

Příloha 9: Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	30.06.2019
Úrovně výnosů a zisku											
Výnosy	226 417	231 246	185 308	148 138	129 156	158 441	106 707	120 507	144 043	147 624	61 340
Tržby	215 311	222 353	175 911	141 078	120 668	125 269	103 189	116 769	139 871	142 706	59 862
Přidaná hodnota	51 068	47 880	48 468	31 367	23 538	30 746	25 326	27 246	33 862	43 733	15 718
EBITDA reportovaná	-15 851	-5 392	-880	-1 639	-13 817	-438	-2 995	3 531	8 397	14 752	5 228
Provozní zisk	-29 269	-11 676	-6 253	-6 201	-17 709	-3 466	-6 002	-6 712	-1 891	4 510	268
Zisk před zdaněním	-41 527	-17 447	-8 284	-10 558	-18 113	-496	-10 230	-9 669	-5 282	372	-676
Čistý zisk	-40 408	-16 248	-6 913	-8 562	-17 114	971	-8 776	-8 228	-3 467	1 712	-676
EBITDA operační	8 325	-16 077	655	-9 413	-14 407	-5 342	-4 516	2 052	6 301	14 367	932
EBIT operační	-5 093	-22 361	-4 718	-13 975	-18 299	-8 370	-7 523	-8 191	-3 987	4 125	-4 028
Čistý pracovní kapitál											
Zásoby	15 170	18 117	12 542	10 866	9 824	8 411	8 023	8 599	10 811	8 876	16 805
Krátkodobé pohledávky	24 474	22 967	19 144	15 268	17 167	12 686	6 515	7 924	9 289	6 117	7 416
Peněžní prostředky a ekvivalenty	31 249	8 587	12 648	8 828	1 393	693	4 930	5 038	9 179	14 567	24 173
Časové rozlišení aktivní	1 365	1 620	970	651	514	386	637	882	749	576	624
Pracovní kapitál brutto	72 258	51 291	45 304	35 613	28 898	22 176	20 105	22 443	30 028	30 136	49 018
Krátkodobé závazky	55 855	41 253	24 765	17 930	20 565	16 954	14 682	22 052	24 559	16 783	35 005
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistý pracovní kapitál	16 403	10 038	20 539	17 683	8 333	5 222	5 423	391	5 469	13 353	14 013

Zdroj: vlastní propočet

Příloha 10: Metody komplexního hodnocení podniku

Metody komplexního hodnocení podniku – bonitní a bankrotní modely

Bonitní a bankrotní modely	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Altmanovo Z' Score pro neobchodované podniky	0,66	0,90	0,69	0,42	0,61	0,49	0,49	0,76	1,43
Hodnocení (1,23; 2,90)	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	šedá zóna
IN05	0,03	0,41	0,13	-0,70	0,30	0,26	0,13	0,38	0,85
Hodnocení (0,90; 1,60)	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot
Kralickův rychlý test	3,00	3,00	3,00	3,50	3,50	3,50	4,25	4,00	3,00
Hodnocení (2; 3)	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	šedá zóna

Zdroj: vlastní propočty

Příloha 11: Stav, tvorba, čerpání a rozpuštění rezerv

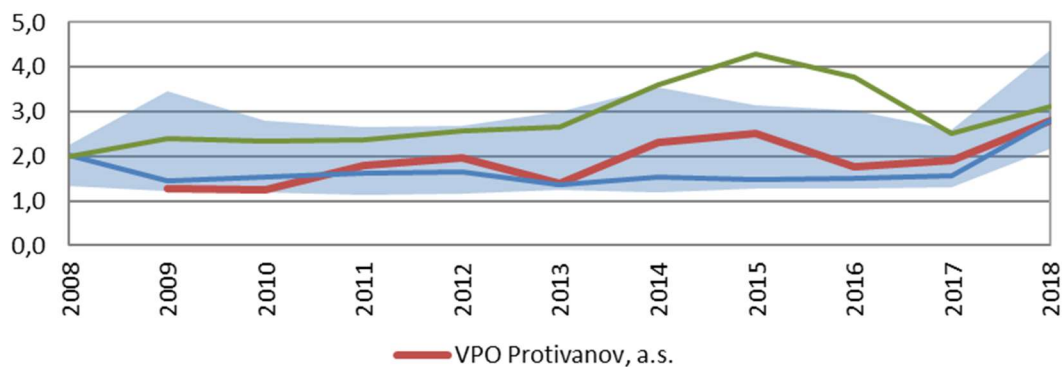
Stav, tvorba, čerpání a rozpuštění rezerv (v CZK)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tvorba															
Rezerva na dovolenou	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	952	1 021	1 129	1 238	1 435
Rezerva na opravy	0	0	0	0	0	0	0	3 500	0	0	0	0	4 000	4 000	4 000
Rezerva na kurzové rozdíly	0	0	0	0	0	0	1 823	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva na odpisy	0	0	0	0	5 238	5 238	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čerpání															
Rezerva na opravy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8 000
Rozpuštění															
Rezerva na opravy a kurzové rozdíly	0	0	0	0	0	0	0	0	5 323	0	0	0	0	0	0
Rezerva na odpisy	0	0	0	0	0	0	5 238	5 238	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy ostatní	0	0	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervy na náhrady škod způsobených vlastní činností	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: přílohy účetních závěrek oceňované společnosti

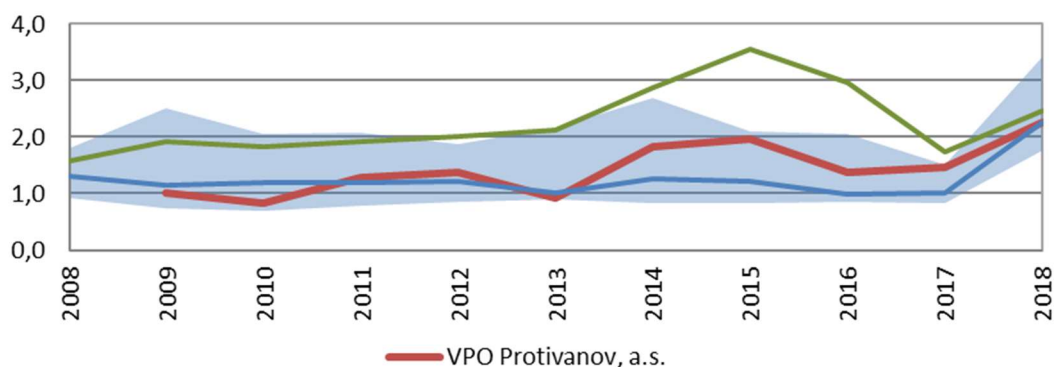
Příloha 12: Krátkodobá likvidita – srovnání⁷

Běžná likvidita – srovnání s konkurencí



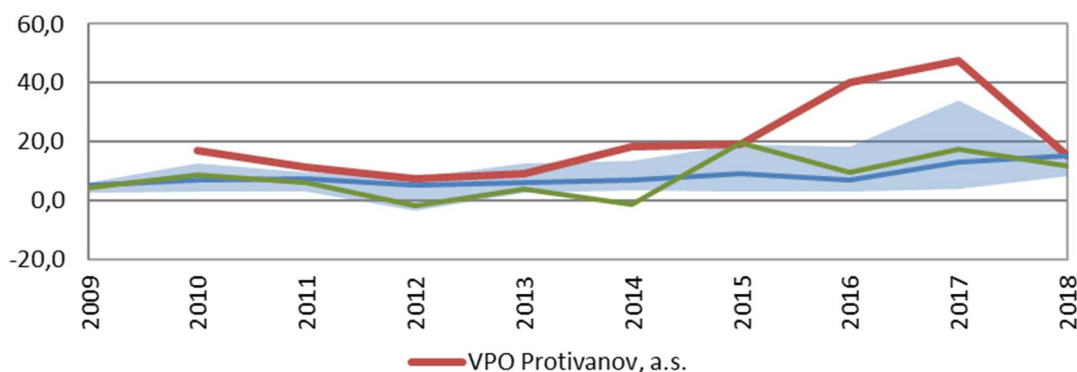
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Pohotová likvidita – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Obrat pracovního kapitálu – srovnání s konkurencí

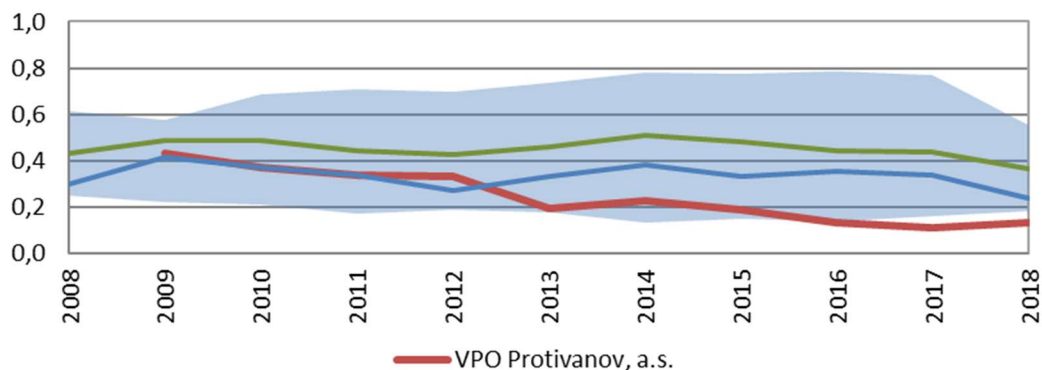


Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

⁷ Všechny grafy Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

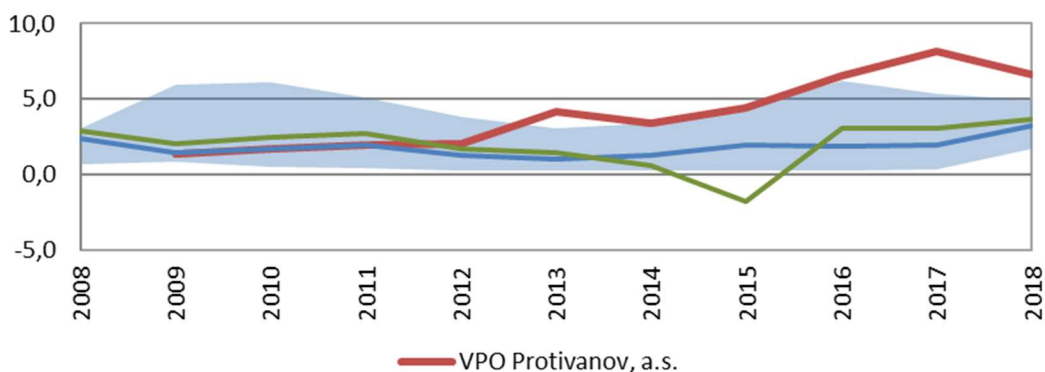
Příloha 13: Dlouhod. finanční rovnováha – srovnání⁸

Equity ratio – srovnání s konkurencí



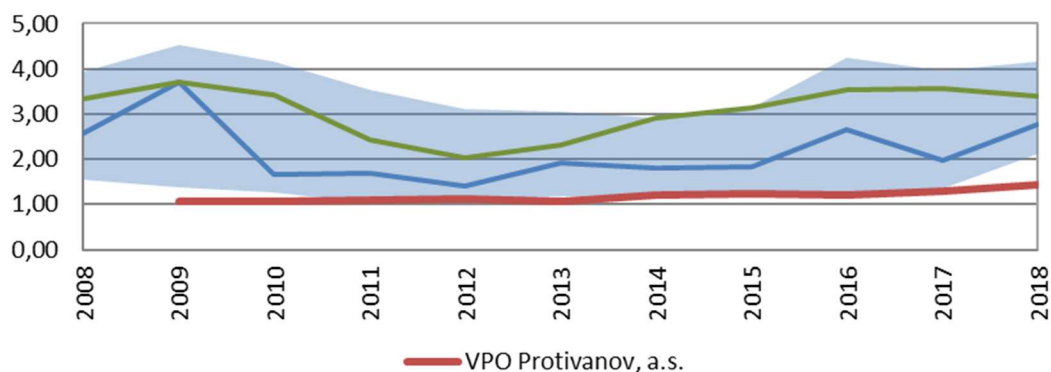
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Debt to equity ratio – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

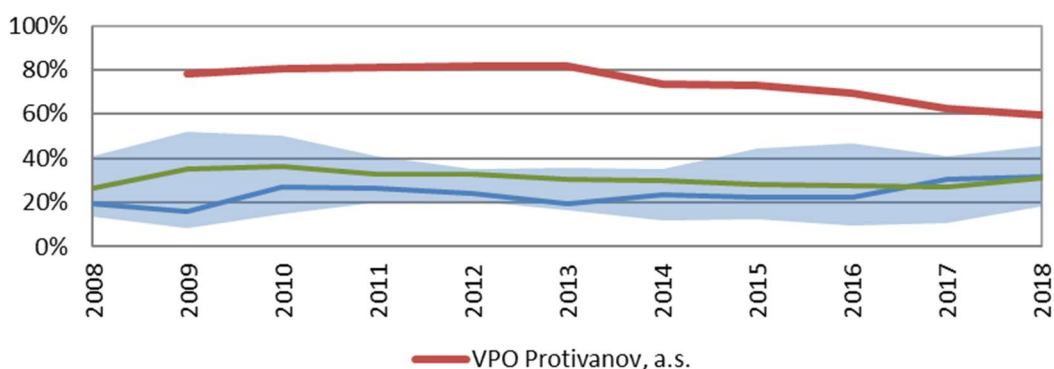
Krytí dlouhod. majetku celkovým dlouhodobým kapitálem – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

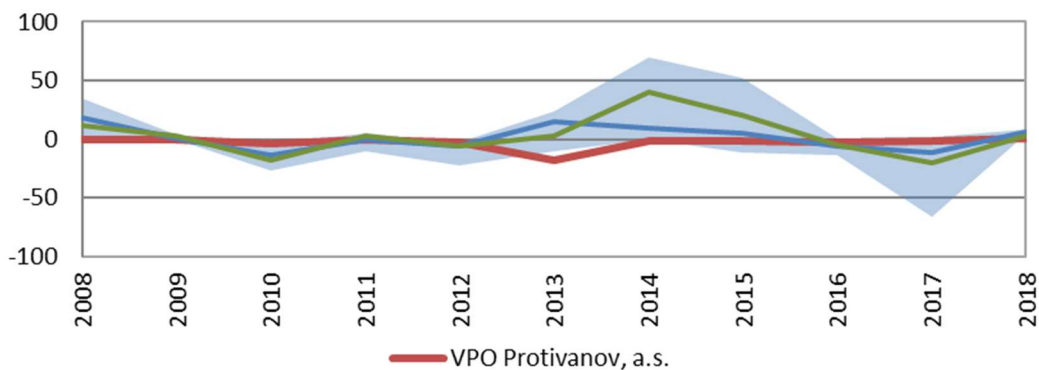
⁸ Všechny grafy porovnávací příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

Podíl dlouhodobého majetku na aktivech – srovnání s konkurencí



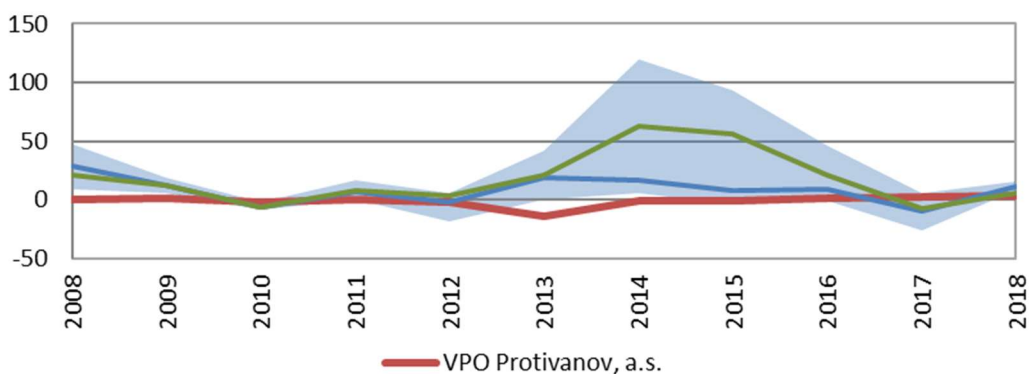
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Úrokové krytí I. – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

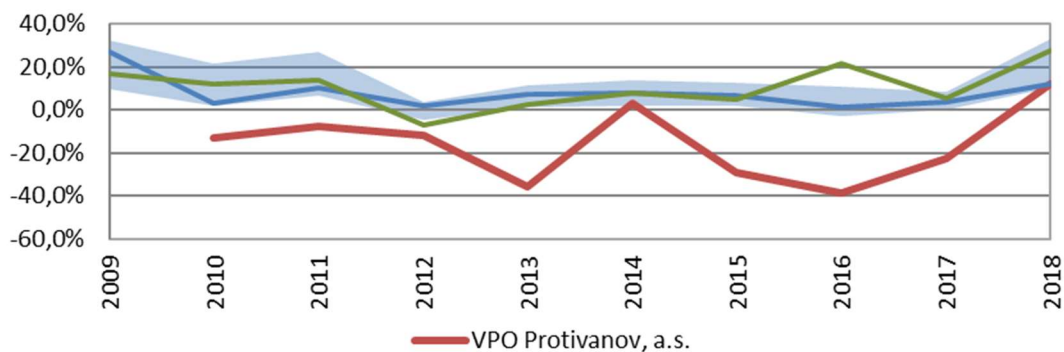
Úrokové krytí II. – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

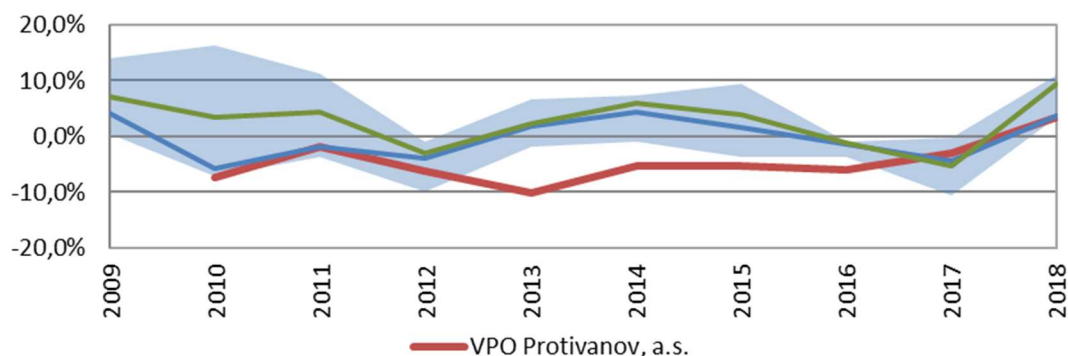
Příloha 14: Rentabilita – srovnání⁹

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) – srovnání s konkurencí



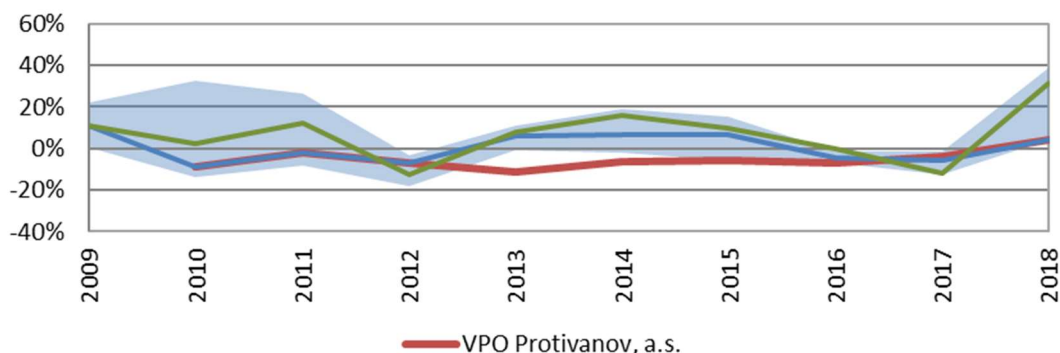
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Rentabilita aktiv (ROA) – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

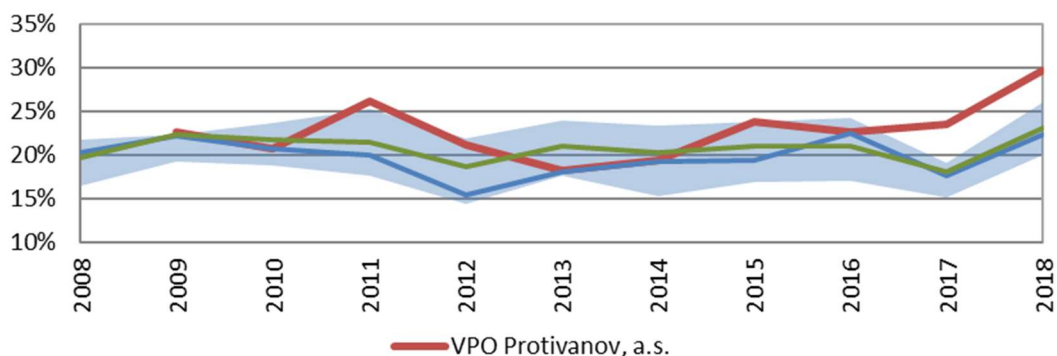
Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE) – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

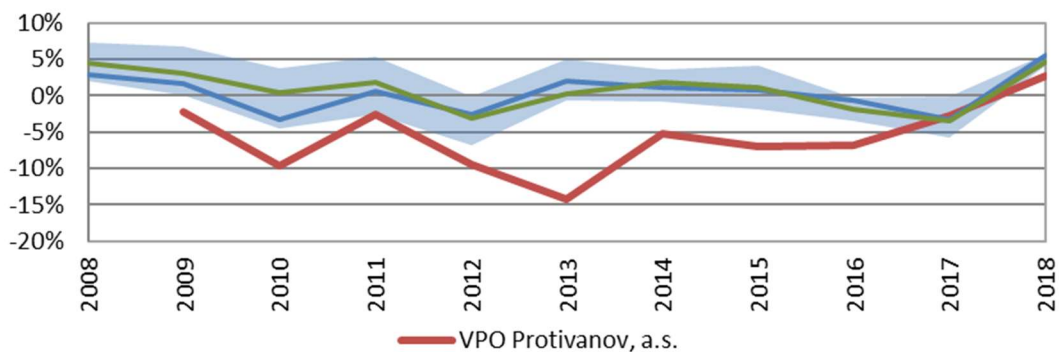
⁹ Všechny grafy porovnávací příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

Hrubá marže – srovnání s konkurencí



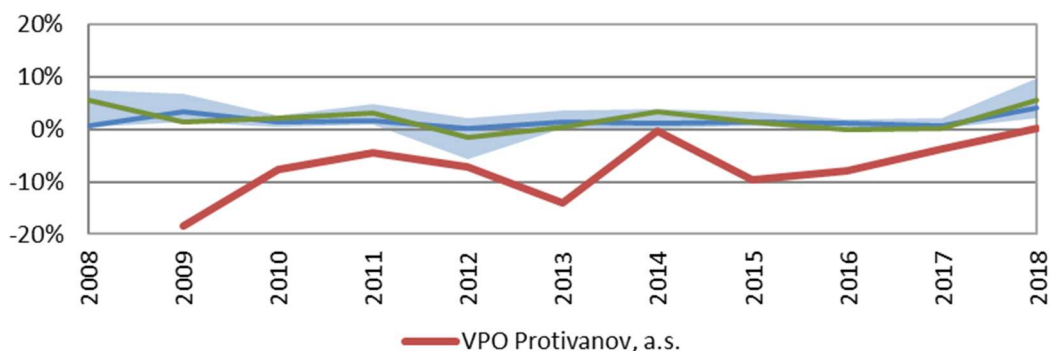
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Marže EBIT – srovnání s konkurencí



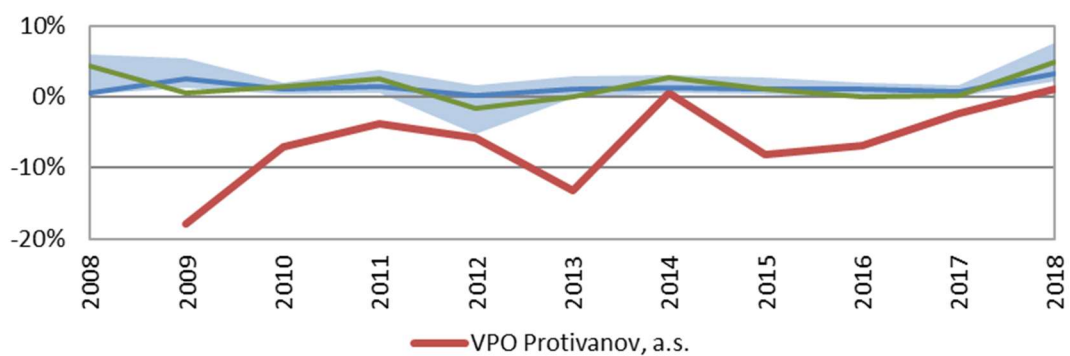
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Marže EBT – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

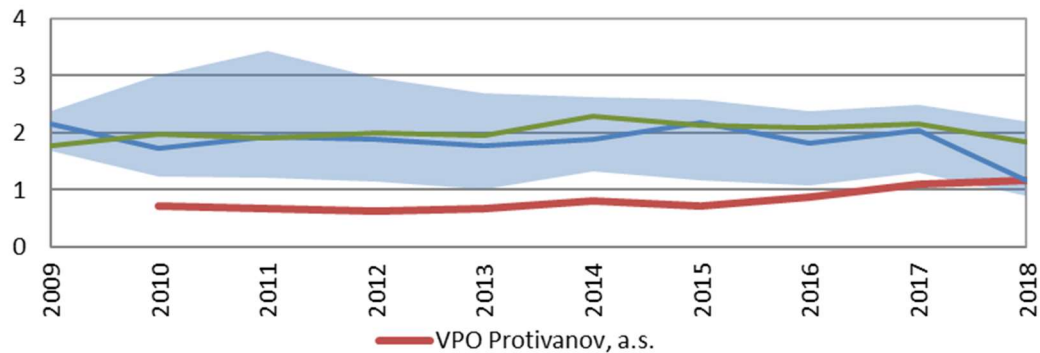
Marže čistého zisku – srovnání s konkencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

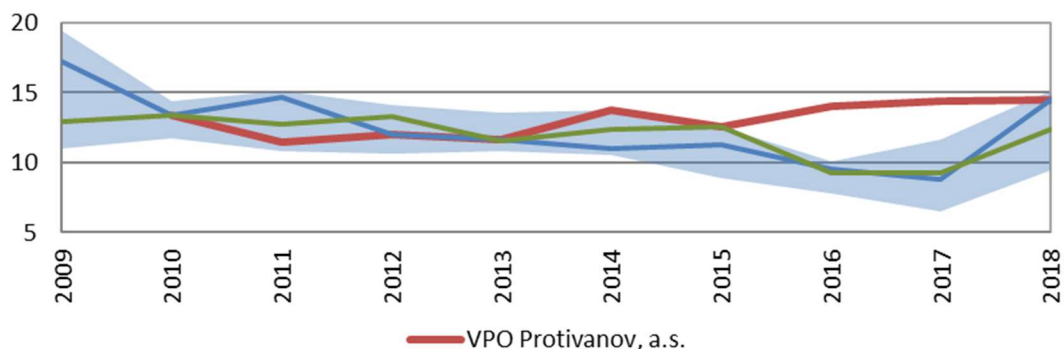
Příloha 15: Aktivita – srovnání¹⁰

Obrat aktiv – srovnání s konkurencí



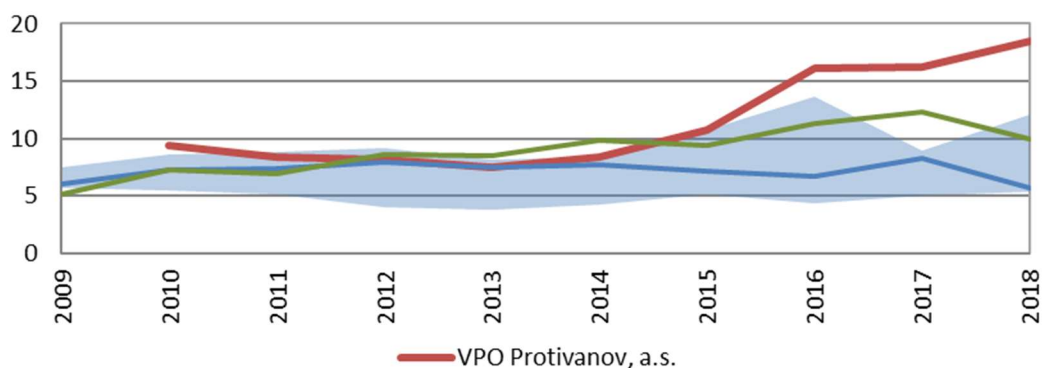
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Obrat zásob – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

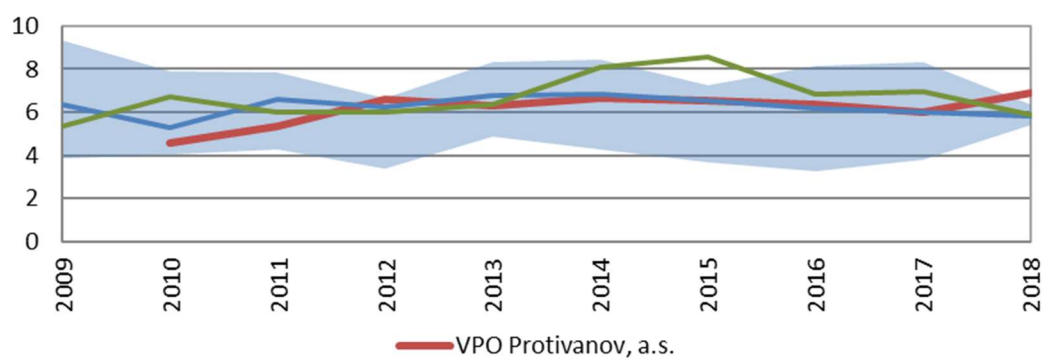
Obrat pohledávek – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

¹⁰ Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

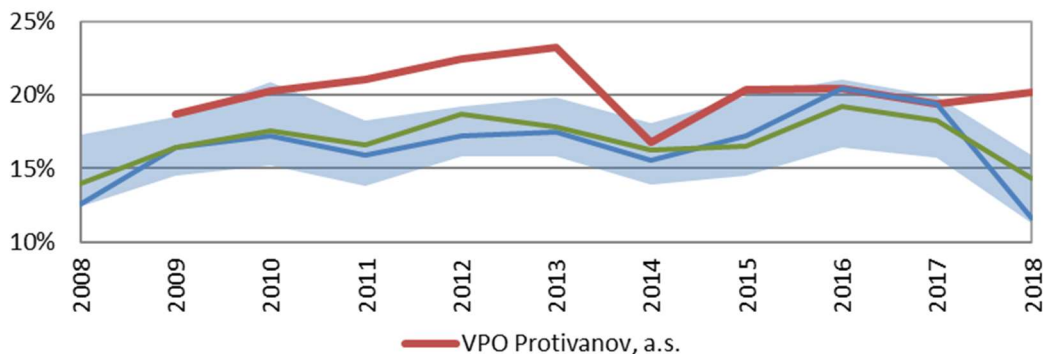
Obrat krátkodobých závazků – srovnání s konkencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

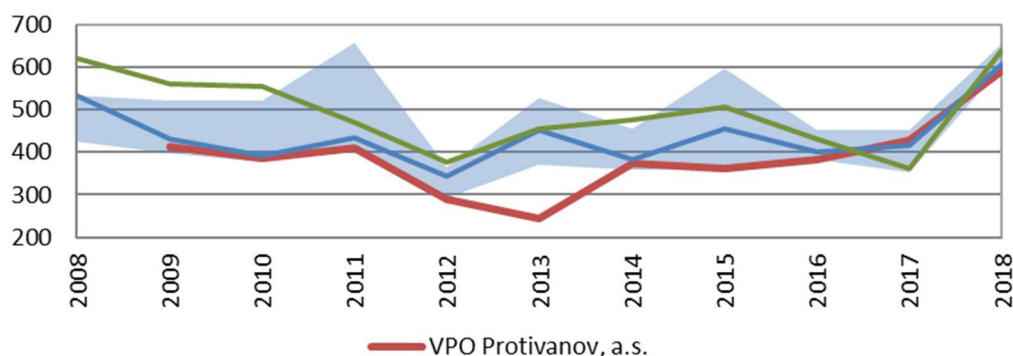
Příloha 16: Produktivita práce – srovnání¹¹

Mzdová náročnost tržeb – srovnání s konkurencí



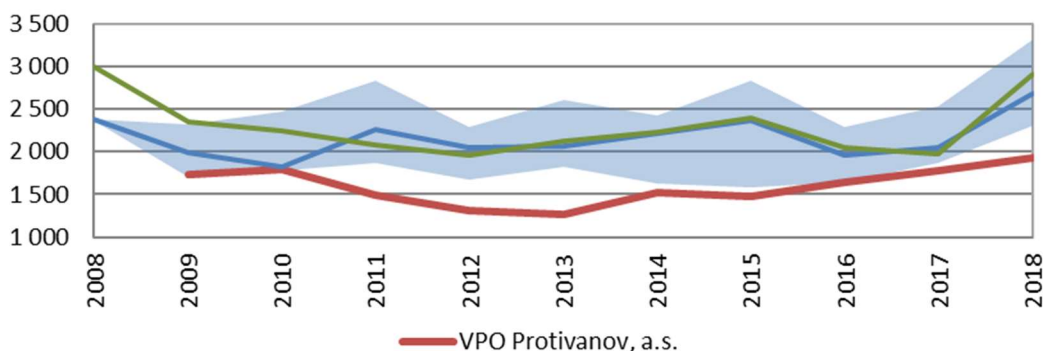
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Produktivita práce z přidané hodnoty – srovnání s konkurencí (v tisících CZK)



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Produktivita práce z tržeb – srovnání s konkurencí (v tisících CZK)

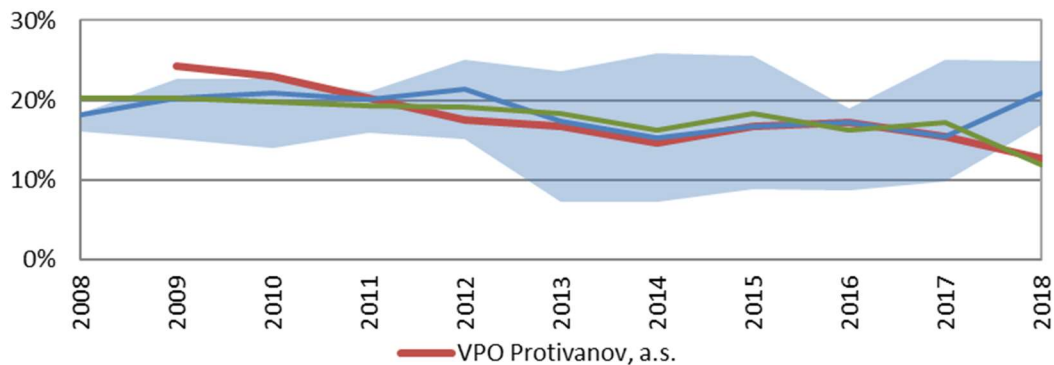


Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

¹¹ Všechny grafy porovnáující příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

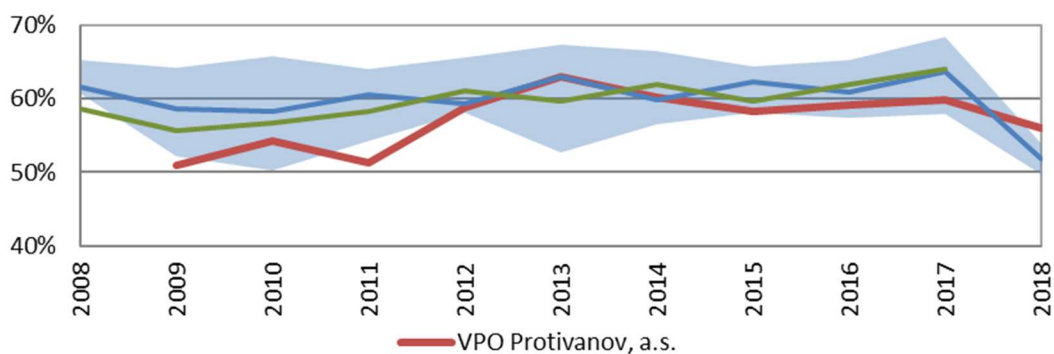
Příloha 17: Provozní náklady – srovnání¹²

Podíl služeb na tržbách – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Podíl spotřeby materiálu a energie na tržbách – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

¹² Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

Příloha 18: Účastníci 47. Kolokvia MF ČR

47. Kolokvium

Účastník		
1.	Akcenta CZ	
2.	Česká spořitelna	
3.	Česká národní banka	
4.	ČSOB	
5.	Deloitte	
6.	Generali Investments CEE	
7.	Hospodářská komora ČR	
8.	ING Bank	
9.	Institut ekonomických studií FSV UK	
10.	Komerční banka	
11.	Ministerstvo financí České republiky	
12.	Ministerstvo práce a sociálních věcí	
13.	Ministerstvo průmyslu a obchodu	
14.	Raiffeisenbank	
15.	Svaz průmyslu a dopravy ČR	
16.	UniCredit bank	
Přiřazený účastník	Prognóza	
18.	Mezinárodní měnový fond	World Economic Outlook, duben 2019
19.	Evropská komise	European Economic Forecast, květen 2019

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Příloha 19: Státní dluhopisy dle doby splatnosti

České státní dluhopisy v oběhu podle doby splatnosti, stav k 30. 6. 2019 (v CZK)

Státní dluhopisy v oběhu podle doby splatnosti stav k 30.6.2019					
Datum splatnosti	Druh dluhopisu	ISIN	Datum emise	kupon %	Prodaná jmenovitá hodnota celkem
17.07.2019	Státní dluhopis 98. emise	CZ0001004717	15.01.2016	0	70 000 000 000
19.07.2019	SPP	CZ0001005680	18.01.2019		1 120 000 000
04.10.2019	SPP	CZ0001005672	04.01.2019		1 150 000 000
29.10.2019	Státní dluhopis 76. emise	CZ0001003834	14.01.2013	1,5	79 583 200 000
2019	celkem				151 853 200 000
10.02.2020	Státní dluhopis 101. emise	CZ0001005011	10.02.2017	0	49 303 880 000
18.03.2020	2. emise státních dluhopisů denominovaná v euro ¹⁾	XS0215153296	18.03.2005	4,125	25 445 000 000
12.06.2020	Protinflační spořicí státní dluhopis 83. emise	CZ0001003990	12.06.2013	CPI + 0,50	398 387 832
12.09.2020	Státní dluhopis 46. emise	CZ0001001317	12.09.2005	3,75	74 625 000 000
09.12.2020	Státní dluhopis 91. emise	CZ0001004113	09.06.2014	VAR 1,93	33 923 370 000
12.12.2020	Protinflační spořicí státní dluhopis 87. emise	CZ0001004204	12.12.2013	CPI + 0,50	2 147 221 612
12.12.2020	Variabilní spořicí státní dluhopis 93. emise	CZ0001004311	12.06.2014	VAR 2,43	31 023 463
2020	celkem				185 873 882 907
23.02.2021	Státní dluhopis 104. emise	CZ0001005367	23.02.2018	0,75	25 818 110 000
14.04.2021	5. emise státních dluhopisů denominovaná v euro ¹⁾	XS0541140793	14.09.2010	3,625	49 995 000 000
20.08.2021	Státní euroluhopis 109. emise ¹⁾	CZ0001005706	22.02.2019	0	18 702 075 000
29.09.2021	Státní dluhopis 61. emise	CZ0001002851	29.11.2010	3,85	76 535 000 000
2021	celkem				171 050 185 000
24.02.2022	Státní dluhopis 102. emise	CZ0001005029	24.02.2017	0	4 845 780 000
24.05.2022	6. emise státních dluhopisů denominovaná v euro ¹⁾	XS0750894577	24.02.2012	3,875	69 973 750 000
12.09.2022	Státní dluhopis 52. emise	CZ0001001945	18.06.2007	4,7	87 324 900 000
2022	celkem				162 144 430 000
18.04.2023	Státní dluhopis 63. emise	CZ0001003123	18.04.2011	VAR 2,86	87 197 380 000
25.10.2023	Státní dluhopis 97. emise	CZ0001004600	25.09.2015	0,45	47 289 100 000
2023	celkem				134 486 480 000
25.05.2024	Státní dluhopis 58. emise	CZ0001002547	25.05.2009	5,7	87 600 000 000
2024	celkem				87 600 000 000
01.02.2025	Reinvestiční státní dluhopis 106. emise	CZ0001005623	01.02.2019	0,5	2 923 245 940
01.04.2025	Reinvestiční státní dluhopis 107. emise	CZ0001005631	01.04.2019	0,5	900 551 308
17.09.2025	Státní dluhopis 89. emise	CZ0001004253	17.03.2014	2,4	99 931 590 000
2025	celkem				103 755 387 248
26.06.2026	Státní dluhopis 95. emise	CZ0001004469	26.06.2015	1	93 104 410 000
2026	celkem				93 104 410 000
10.02.2027	Státní dluhopis 100. emise	CZ0001005037	10.02.2017	0,25	70 935 070 000
19.11.2027	Státní dluhopis 90. emise	CZ0001004105	19.05.2014	VAR 2,15	58 592 400 000
2027	celkem				129 527 470 000
25.08.2028	Státní dluhopis 78. emise	CZ0001003859	25.02.2013	2,5	99 000 000 000
2028	celkem				99 000 000 000
23.07.2029	Státní dluhopis 105. emise	CZ0001005375	23.02.2018	2,75	98 714 470 000
2029	celkem				98 714 470 000
15.05.2030	Státní dluhopis 94. emise	CZ0001004477	15.05.2015	0,95	98 630 240 000
2030	celkem				98 630 240 000
13.10.2033	Státní dluhopis 103. emise	CZ0001005243	13.10.2017	2	61 610 830 000
2033	celkem				61 610 830 000
16.01.2036	1. emise státních dluhopisů denominovaná v japonských jenech ¹⁾	XS0240954361	16.01.2006	2,75	6 227 400 000
04.12.2036	Státní dluhopis 49. emise	CZ0001001796	04.12.2006	4,2	49 035 620 000
2036	celkem				55 263 020 000
26.11.2057	Státní dluhopis 53. emise	CZ0001002059	26.11.2007	4,85	16 334 050 000
2057	celkem				16 334 050 000

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Příloha 20: Výnosy českých státních dluhopisů

Vývoj výnosů státních dluhopisů České republiky 5 let před datem ocenění

Období	Výnos dluhopisového koše státních dluhopisů (měsíční průměr) (%)			Arithmetický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000	Geometrický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000	Výnos dluhopisového koše státních dluhopisů (ke konci měsíce) (%)			Arithmetický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000	Geometrický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000	
	UK1	UK2	UK3			UK1	UK2	UK3			
	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 2 roky	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 5 let	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let			Období	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 2 roky	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 5 let			Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let
VI.19	1,52	1,43	1,58	3,395	2,707	VI.19	1,44	1,29	1,49	3,392	2,688
V.19	1,62	1,57	1,86	3,403	2,713	V.19	1,60	1,53	1,71	3,401	2,695
IV.19	1,63	1,63	1,82	3,410	2,718	IV.19	1,64	1,61	1,90	3,408	2,700
III.19	1,71	1,70	1,82	3,417	2,723	III.19	1,68	1,68	1,77	3,415	2,704
II.19	1,74	1,61	1,76	3,424	2,727	II.19	1,77	1,73	1,84	3,422	2,710
I.19	1,66	1,60	1,85	3,431	2,733	I.19	1,68	1,53	1,73	3,429	2,714
XII.18	1,52	1,71	2,01	3,438	2,737	XII.18	1,48	1,59	1,96	3,437	2,720
XI.18	1,49	1,79	2,07	3,445	2,741	XI.18	1,56	1,78	2,06	3,444	2,724
X.18	1,44	1,81	2,14	3,451	2,745	X.18	1,50	1,82	2,12	3,450	2,727
IX.18	1,34	1,70	2,14	3,457	2,748	IX.18	1,39	1,82	2,16	3,456	2,731
VIII.18	1,26	1,55	2,14	3,463	2,751	VIII.18	1,27	1,55	2,07	3,462	2,734
VII.18	1,09	1,44	2,11	3,469	2,754	VII.18	1,15	1,49	2,16	3,469	2,737
VI.18	0,89	1,41	2,14	3,475	2,757	VI.18	1,07	1,50	2,19	3,475	2,740
V.18	0,70	1,21	1,89	3,481	2,761	V.18	0,72	1,29	2,00	3,481	2,743
IV.18	0,60	1,05	1,74	3,488	2,765	IV.18	0,64	1,05	1,71	3,488	2,747
III.18	0,62	1,09	1,81	3,497	2,771	III.18	0,63	1,08	1,76	3,496	2,753
II.18	0,55	1,07	1,82	3,504	2,777	II.18	0,62	1,05	1,82	3,505	2,759
I.18	0,46	0,99	1,77	3,512	2,782	I.18	0,57	1,11	1,86	3,513	2,765
XII.17	0,19	0,68	1,50	3,520	2,788	XII.17	0,60	1,05	1,62	3,521	2,770
XI.17	0,31	0,87	1,68	3,530	2,796	XI.17	0,14	0,82	1,63	3,530	2,777
X.17	0,12	0,63	1,45	3,539	2,803	X.17	0,21	0,74	1,56	3,539	2,784
IX.17	-0,29	0,10	0,97	3,549	2,812	IX.17	-0,11	0,27	1,22	3,549	2,792
VIII.17	-0,33	0,09	0,83	3,561	2,826	VIII.17	-0,30	-0,02	0,81	3,560	2,803
VII.17	-0,29	0,14	0,90	3,574	2,843	VII.17	-0,40	0,19	0,84	3,574	2,821
VI.17	-0,25	-0,03	0,77	3,587	2,859	VI.17	-0,15	0,10	0,92	3,587	2,838
V.17	-0,24	0,04	0,74	3,601	2,877	V.17	-0,32	-0,10	0,62	3,601	2,854
IV.17	-0,23	0,16	0,96	3,615	2,896	IV.17	-0,18	0,17	0,87	3,615	2,875
III.17	-0,44	0,10	0,87	3,628	2,912	III.17	-0,37	0,15	0,96	3,629	2,893
II.17	-0,53	0,09	0,63	3,641	2,929	II.17	-0,48	0,04	0,68	3,643	2,909
I.17	-0,88	-0,22	0,47	3,656	2,952	I.17	-0,61	-0,13	0,52	3,658	2,930
XII.16	-0,81	-0,21	0,53	3,672	2,979	XII.16	-0,94	-0,20	0,47	3,674	2,956
XI.16	-0,73	-0,17	0,55	3,688	3,005	XI.16	-0,72	-0,17	0,54	3,690	2,984
X.16	-0,74	-0,17	0,37	3,704	3,030	X.16	-0,87	-0,21	0,49	3,706	3,011
IX.16	-0,50	-0,19	0,25	3,720	3,063	IX.16	-0,57	-0,20	0,26	3,723	3,039
VIII.16	-0,22	-0,09	0,29	3,738	3,102	VIII.16	-0,32	-0,13	0,24	3,741	3,079
VII.16	-0,13	-0,02	0,37	3,756	3,140	VII.16	-0,13	-0,04	0,33	3,759	3,120
VI.16	-0,05	0,05	0,45	3,773	3,174	VI.16	-0,09	0,03	0,43	3,778	3,157
V.16	-0,04	0,07	0,46	3,790	3,206	V.16	-0,01	0,11	0,51	3,795	3,191
IV.16	-0,08	0,04	0,43	3,807	3,239	IV.16	-0,07	0,06	0,45	3,813	3,222
III.16	-0,17	-0,10	0,35	3,825	3,273	III.16	-0,06	0,00	0,38	3,831	3,256
II.16	-0,18	-0,08	0,46	3,843	3,312	II.16	-0,21	-0,13	0,36	3,849	3,294
I.16	-0,21	0,04	0,62	3,861	3,346	I.16	-0,10	0,01	0,61	3,868	3,333
XII.15	-0,38	-0,11	0,49	3,878	3,376	XII.15	-0,37	-0,08	0,53	3,886	3,364
XI.15	-0,33	-0,05	0,49	3,896	3,411	XI.15	-0,33	-0,10	0,47	3,904	3,398
X.15	-0,28	-0,05	0,56	3,914	3,447	X.15	-0,33	-0,06	0,47	3,923	3,436
IX.15	-0,30	0,06	0,68	3,932	3,480	IX.15	-0,27	-0,01	0,64	3,942	3,473
VIII.15	-0,07	0,20	0,74	3,950	3,511	VIII.15	-0,09	0,21	0,76	3,960	3,506
VII.15	0,02	0,35	0,97	3,967	3,541	VII.15	-0,12	0,19	0,73	3,978	3,536
VI.15	0,11	0,43	1,01	3,984	3,566	VI.15	0,11	0,43	1,10	3,997	3,568
V.15	0,04	0,22	0,60	4,000	3,591	V.15	0,08	0,26	0,69	4,013	3,592
IV.15	-0,03	0,05	0,26	4,019	3,627	IV.15	-0,02	0,14	0,40	4,032	3,625
III.15	0,04	0,14	0,35	4,040	3,680	III.15	0,02	0,07	0,29	4,053	3,671
II.15	0,06	0,17	0,40	4,060	3,729	II.15	0,08	0,21	0,46	4,074	3,725
I.15	0,09	0,13	0,35	4,081	3,776	I.15	0,05	0,08	0,25	4,095	3,771
XII.14	0,13	0,22	0,67	4,102	3,827	XII.14	0,13	0,20	0,54	4,117	3,831
XI.14	0,12	0,24	0,87	4,122	3,865	XI.14	0,13	0,23	0,77	4,138	3,875
X.14	0,10	0,37	1,10	4,140	3,898	X.14	0,12	0,29	0,97	4,158	3,912
IX.14	0,14	0,51	1,21	4,158	3,927	IX.14	0,10	0,47	1,25	4,177	3,944
VIII.14	0,18	0,62	1,38	4,175	3,954	VIII.14	0,15	0,51	1,20	4,194	3,971
VII.14	0,23	0,65	1,49	4,191	3,978	VII.14	0,22	0,68	1,45	4,212	4,000

Zdroj: ČNB, databáze časových řad ARAD

Příloha 21: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů odráží německý přístup k oceňování, přičemž je soustředěna přímo na výpočet hodnoty podniku pro vlastníky společnosti (držitele vlastního kapitálu). Jedná se tak o metodu netto – bezprostřední odhad hodnoty vlastního kapitálu. Vzhledem k tomu, že analytická varianta KČV splývá do značné míry s dále provedenou metodou DCF (ve variantě equity), je pro účely využita varianta paušální, tedy ocenění podniku na základě minulých výsledků hospodaření.

V této variantě postup ocenění neobsahuje krok odhadu budoucích čistých výnosů a finanční potřeb, ale člení se v zásadě jen na zbylé tři fáze:

- analýza minulých výsledků hospodaření podniku a jejich úprava pro účely ocenění,
- odhad úrokové míry,
- propočet hodnoty podniku.

Obecně je paušální metoda vhodná pro ocenění podniků:

- jako odhad dolní hranice výnosové hodnoty u standardních podniků,
- specificky u podniků s obtížně predikovatelnou budoucností,
- pro podniky, které v minulosti nevykazovaly výrazné růstové tendence.

Podmínkou použití této metody jsou:

- předpokládaná dlouhodobá existence podniku, jež není ohrožena (přijetí předpokladu going-concern) a
- předpoklad, že podnik bude dosahovat v budoucnu minimálně níže definovaný trvale odnímatelný čistý výnos.

Charakteristikami paušální metody dále jsou:

- základem ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění,
- nejsou brány v potaz budoucí růstové možnosti,
- výnosový potenciál lze udržet investicemi ve výši odpisů.

Úprava minulých výsledků hospodaření

Vzhledem k zaměření metodiky KČV na účetní výsledky hospodaření se všemi jejich omezeními, je v prvním kroku důležitá korekce těchto výsledků s cílem zjistit skutečné ekonomické výsledky hospodaření, které mohou být mezi vlastníky kapitálu děleny a zajistit jejich srovnatelnost v čase (mezi minulostí a budoucností).

Úpravy minulých výsledků hospodaření se v ocenění metodou KČV zaměřují především na jednorázové vlivy, sjednocení účtovaných položek s příslušnými obdobími (zaúčtování nákladů a výnosů do období, ke kterým se věcně a časově vztahují) či provozně nezbytný majetek. Konkrétně jsou upravovány především:

- nepravidelné výnosy a náklady – je proveden rozklad na příslušná období,
- jednorázové výnosy a náklady – jsou eliminovány,
- významné náklady účtované v minulosti, jejichž dopad se projeví se zpožděním – jsou rozloženy do delšího časového úseku,
- opominuté náklady – je zohledněno, že měly být vynaloženy,
- náklady a výnosy z provozně nepotřebného majetku – jsou eliminovány, když je provozně nepotřebný majetek oceňován zvlášť dle své individuální povahy,
- mzdy společníků – jsou zahrnuty do výsledků, není-li tomu v účetnictví,
- soukromé náklady společníků – jsou eliminovány, obsahuje-li je účetnictví,
- aj.

Vzhledem k časovému faktoru působícímu v řadě minulých výsledků je zároveň provedena úprava přepočtu časové řady na cenovou úroveň období, ke kterému je prováděno ocenění.

Odhad budoucích výnosů

V případě využití tzn. paušální metody zaměřené na ocenění stávajících aktivit podniku (tedy za předpokladu, že jejich výsledky budou v budoucnu v průměru opakovány) není odhad budoucích výnosů podstatný. V daném případě je indikace ocenění provedena ve zjednodušené podobě právě na úrovni minulých výsledků, budoucí výnosy tak nejsou modelovány (není oceňován hypotetický růstový potenciál).

Odhad úrokové míry

Kalkulovaná úroková míra je modelována vzhledem k charakteru metody (ocenění equity) na úrovni nákladů vlastního kapitálu (při daném zadlužení). V případě použité paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů je očištěna o inflaci (metoda pracuje se stálými cenami, přičemž výnosové míry využívané pro oceňování ve svém základu v podobě výnosnosti státních dluhopisů očekávanou inflaci obsahují).

V případě užití metody pro odhad tržní hodnoty je možno tuto úrokovou míru kalkulovat stejným modelem CAPM, podobně jako je tato standardně používána v ocenění metodou diskontovaných peněžních toků.

Způsob výpočtu hodnoty podniku

Plán budoucích výsledků hospodaření závisí na použití jedné ze dvou standardních variant metody kapitalizovaných zisků, tedy

- paušální metody či
- metody analytické.

Za stěžejní je oceňovacími standardy považována metoda analytická, podrobněji zkoumající jednotlivé faktory, na základě kterých se upravují jednotlivé budoucí čisté peněžní výnosy i úroková míra. Tato metoda je v daném případě zastoupena oceněním modelem diskontovaných peněžních toků.

V případě metody paušální je základem pro ocenění obvykle vážený průměr upravených minulých výnosů.

Metoda paušální je jako základní model ocenění využitelná u společností, u nichž absentuje podrobnější plán hospodaření do budoucnosti, či je tato obtížně odhadnutelná. Uvedenou metodou je budoucí potenciál společnosti odhadnut z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění, popř. průměrného výnosu z posledních 3 – 5 let před datem ocenění. Využíván je vážený průměr nejčastěji s větším důrazem na novější nebo pro budoucnost relevantnější údaje (vyloučeny jsou od normálu se extrémně odchylovající výsledky, které ani výše uvedené úpravy „neznormalizují“).

Hodnota společnosti pak je určena jednoduchým vztahem:

$$H_n = \frac{TV}{i_k}$$

kde

$$TV = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

kde

H_n	hodnota podniku netto (vlastního kapitálu)
TV	trvale odnímatelný čistý výnos
i_k	kalkulovaná úroková míra
$\check{C}V_t$	minulý upravený čistý výnos v roce t
q_t	váha určující důležitost výnosu v roce t pro odhad
K	počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Samotný postup propočtu kromě popsaných úprav hospodářského výsledku zahrnuje kroky:

- nahrazení historických odpisů odpisy z aktuálních reprodukčních cen,
- kalkulaci nových daní (aktuálních k datu ocenění)
- přepočtení minulých hospodářských výsledků na cenovou hladinu k datu ocenění
- určení vah jednotlivých výsledků hospodaření
- výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu dle uvedeného vzorce
- určení kalkulované míry stejně jako v modelu DCF, ovšem s očištěním této míry o předpokládanou inflaci
- výpočet výnosové hodnoty podniku.

Příloha 22: Metoda diskontovaných peněžních toků

Ocenění podniku metodou diskontovaných toků jakožto nejužívanějším výnosovým přístupem je možné provést v několika variantách poskytujících při dodržení určitých pravidel totožný výsledek (variantní ocenění pak není ničím jiným než kontrolním propočtem pro ověření správnosti sestavení modelu DCF, resp. výpočtem poskytující dodatečné dílčí informace nad rámec společného finálního výsledku).

Základní, v praxi nejčastěji užívanou variantou, je DCF entity, jejíž obecný vzorec pro dvoufázové ocenění má tvar:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1+WACC_i)} + \frac{PH_b}{\prod_{i=1}^T (1+WACC_i)}$$

kde

PH_b	pokračující hodnota brutto
H_b	hodnota podniku brutto
$FCFF_t$	volný peněžní tok do firmy v roce t
$WACC_i$	průměrné vážené náklady kapitálu v roce i
T	počet let první fáze
g	tempo růstu ve druhé fázi

Alternativní variantou je DCF equity:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1+n_{VK(z)i})} + \frac{PH_n}{\prod_{i=1}^T (1+n_{VK(z)i})}$$

kde

PH_n	pokračující hodnota netto
H_n	hodnota podniku netto
$FCFE_t$	volný peněžní tok pro vlastníky v roce t
$n_{VK(z)i}$	náklady vlastního kapitálu pro dané zadlužení v roce i

Poslední z užívaných variant modelu je DCF APV:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1+n_{VK(n)i})} + \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+n_{VK(n)i})} = \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} n_{CKt} d_t}{\prod_{i=1}^t (1+n_{CKi})} + \frac{CK_T n_{CKT+1} d_{T+1}}{n_{CKT+1} - g} \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+n_{CKi})}$$

kde

$n_{VK(n)i}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení pro rok i
n_{CKt}	náklady cizího kapitálu v roce t
CK_{t-1}	cizí úročený kapitál k počátku roku t

d_t daňová sazba předpokládaná pro tok t

Jak je patrné, mimo jiných dílčích bodů se varianty liší bezprostředním výsledkem, když varianty entity a APV v prvním kroku výpočtu vedou k hodnotě podniku brutto (metoda APV navíc v členění na hodnotu podniku brutto za předpokladu nulového zadlužení a současnou hodnotu daňových štítů). Obvyklým účelem ocenění je přitom nalézt hodnotu na úrovni vlastníka, tedy netto. Vztah mezi oběma veličinami je následující:

$$H_n = H_b - CK_0$$

kde

CK_0 cizí úročený kapitál k datu ocenění

Hodnota podniku netto je bezprostředním výsledkem varianty DCF equity, která má jako jediná ekonomický smysl při odhadu hodnoty podniku, u kterého nejsou evidovány/modelovány k datu ocenění a v budoucnosti žádné úročené cizí zdroje. I u takového podniku je matematicky možné počítat všechny varianty DCF, u variant entity a APV nicméně vypočtené H_b splývá vzhledem k nulovým úročeným dluhům s H_n , popř. na úrovni hodnoty brutto nemá žádný vliv současná hodnota daňových štítů, jež je rovněž nulová. Náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra) $WACC$ jsou rovny nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. Variantní propočet u podobných podniků je tak pouhou fikcí a každá z variant modelu DCF směřuje přímo k variantě equity bez ohledu na to, jak je pojmenována.

Vymezení pokračující hodnoty

Důležitou veličinou, kterou je v rámci uvedených vzorců potřeba blíže definovat, je pokračující hodnota, v každé z metod stanovená poněkud odlišným způsobem zohledňujícím výše uvedenou rozdílnost bezprostředních výsledků jednotlivých metod (když pokračující hodnota není ničím jiným než odhadem budoucí hodnoty podniku na úrovni dané variantou modelu DCF k počátku druhé fáze).

V případě metody DCF entity je vzorcem pro její určení:

$$PH_b = \frac{KPVH_T(1+g)\left(1-\frac{g}{r_I}\right)}{WACC_{T+1} - g}$$

kde

$KPVH_T$ korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce T

r_I rentabilita investic netto

Pro variantu DCF equity je možné určit pokračující hodnotu dle vztahu:

$$PH_n = \frac{KPVH_T(1+g)\left(1-\frac{g}{r_I}\right) + CK_T(g - n_{CKT+1}(1-d_{T+1}))}{n_{VK(z)T+1} - g}$$

Ve variantě DCF APV pokračující hodnota obsahuje dvě části výše uvedeného vzorce, když je tvořena pokračující hodnotou brutto za předpokladu nulového zadlužení podniku a dále též hodnotou daňových štítů k počátku druhé fáze:

$$PH_b = \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} + \frac{CK_T n_{CKT+1} d_{T+1}}{n_{CKT+1} - g} = \frac{KPVH_T (1+g)(1-\frac{g}{r_I})}{n_{VK(n)T+1} - g} + DS_T = PH_{b(n)} + DS_T$$

kde

DS_T současná hodnota řady budoucích daňových štítů k počátku roku $T + 1$

$PH_{b(n)}$ pokračující hodnota brutto nezadlužená

Parametry pokračující hodnoty

Základními parametry pro určení pokračující hodnoty, které nelze přímo bez dalšího komentáře použít z posledního roku zpracovaného finančního výhledu, jsou:

- samotná délka první fáze, resp. začátek druhé fáze,
- tempo růstu ve druhé fázi g ,
- rentabilita investic netto ve druhé fázi r_I .

Délku první fáze je možné v rámci výnosového ocenění stanovit na základě více kritérií, z nichž:

- délka podnikových plánů je to nejméně vhodné, v případě samostatného sestavení finančního výhledu zpracovatelem navíc i nerelevantní, vhodnějšími kritérii jsou
- období, po které bude podnik tvořit ekonomickou hodnotu,
- zohlednění fáze životního cyklu podniku či
- dosažení rovnovážného stavu podniku.

Zřejmě stěžejním kritériem je poslední, které by zároveň mělo reflektovat kritéria předchozí. Dosažením stavu rovnováhy je myšleno, s ohledem na sestavení finančního výhledu na bázi generátorů hodnoty, stabilizování veličin vycházejících z těchto generátorů – tedy ziskové marže, obratu kapitálu, jeho rentability, podílu na trhu, růstu tržeb atd.

Terminální hodnota podniku s omezenou životností

V případě podniku s omezenou životností není odhadována pokračující hodnota, tedy hodnota podniku k počátku druhé fáze na bázi předpokladu dalšího nekonečného stabilizovaného vývoje (zjednodušeně kapitalizace peněžního toku v druhé fázi), ale terminální nebo residuální hodnota pomocí jiných oceňovacích metod. Těmi dle literatury mohou být:

- likvidační ocenění – simulace likvidace podniku na konci omezené/plánované životnosti,
- tržní ocenění – exit value stanovená ke konci modelovaného období odhadem prodejní ceny zbytkového podniku (jde-li o funkční celek) např. prostřednictvím násobitele P/E či P/BV popř.
- jiné méně vhodné metody jako je substanční či účetní hodnota.

Ocenění podniku s omezenou životností je v takovém případě složeno z diskontovaných peněžních toků první fáze (doby do konce životnosti podniku) a diskontované terminální hodnoty odhadnuté ke konci životnosti podniku některým alternativním způsobem.

Příloha 23: Náklady kapitálu ve výnosovém ocenění

Mimo bezprostředního výsledku ocenění (hodnota podniku brutto – zadlužená, popř. nezadlužená, či hodnota podniku netto) se varianty metody DCF či EVA popsané v kapitole obsahující výčet metod oceňování (entity, equity, APV) liší peněžními toky, které jsou na dané úrovni použity a jim odpovídajícími náklady kapitálu. Pro zajištění shodnosti výsledků všech variant metody DCF, EVA bývají uvedené náklady kapitálu určeny následujícím způsobem:

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

kde

$WACC$	průměrné vážené náklady kapitálu
CK	cizí kapitál v tržní hodnotě
VK	vlastní kapitál v tržní hodnotě
K	investovaný kapitál
n_{CK}	náklady cizího kapitálu
$n_{VK(z)}$	náklady vlastního kapitálu při daném zadlužení
d	sazba daně z příjmů

Zmíněné náklady vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení $n_{VK(z)}$ jsou vypočteny z nákladů vlastního kapitálu při zadlužení nulovém $n_{VK(n)}$ např. prostřednictvím tzv. univerzální reagenční funkce ve tvaru:

$$n_{VK(z)t} = n_{VK(n)} + (n_{VK(n)} - n_{CKt}) \cdot \frac{CK_{t-1}}{VK_{t-1}} - \frac{DS_{t-1} \cdot (n_{VK(n)} - n_{DSt})}{VK_{t-1}}$$

kde

$n_{VK(n)}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
DS	současná hodnota budoucích daňových štítů
n_{DS}	náklady daňového štítu v intervalu n_{CK} až $n_{VK(n)}$

Ze vzorců je patrné nezbytné určení podílů jednotlivých složek kapitálu, a to v tržních hodnotách. To je provedeno prostřednictvím reagenční funkce sladěním vstupní a vypočtené kapitálové struktury, když počáteční vstupní struktura kapitálu před první iterací může být obecně zadána jakákoli. Dále je nezbytné stanovit cenu (výnos, úrokovou míru) jednotlivých složek kapitálu, tedy n_{CK} , $n_{VK(n)}$, popř. n_{DS} .

Náklady cizího kapitálu a daňových štítů

Náklady na cizí kapitál bývají propočteny jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb placených z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Efektivní sazbu je možné vypočíst dle obecného vzorce pro výpočet výnosu do doby splatnosti dluhu.

Tento výpočet je použitelný v případech pevně stanovených úroků a v situaci, kdy je výše závazku rovna jeho tržní hodnotě. To platí obvykle v situaci, kdy tržní úroková míra odpovídá nominální úrokové míře z daného dluhu, popř. dluh má vysokou bonitu a nehrozí jeho selhání.

V případě nerovnosti sjednané a tržní úrokové míry, popř. slabé bonity dluhu a riziku jeho nesplacení, jsou náklady cizího kapitálu odvozovány z tržních dat tak, že je známá bezriziková sazba zvýšena o odhadnutou rizikovou prémii odpovídající rizikovosti konkrétního úročeného závazku. Tato riziková prémie bývá odhadována např. na základě orientačního určení ratingu oceňovaného podniku a jeho závazků. Zjednodušený propočet tohoto ratingového hodnocení je založen např. na hodnocení ukazatelů úrokového krytí. Metodiku rozpracoval prof. Damodaran, obsahuje ji i tuzemská literatura (MAŘÍK 2007).

Náklady daňových štítů využívané v rámci výše popsané univerzální reagenční funkce mohou být stanoveny kdekoli v intervalu ohraničeném náklady cizího kapitálu a náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (v tomto parametru se uvedený propočet odlišuje od jiných reagenčních funkcí, v nichž náklady daňových štítů odpovídají buď nákladům cizího kapitálu – jsou-li daňové štíty považovány za relativně jisté, nebo nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení – jsou-li daňové štíty považovány za nejisté).

Náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

Náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení jsou v tuzemské praxi (v případě odhadu tržní či objektivizované hodnoty podniku) obvykle stanovovány pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM), často dle základního vztahu (popř. jeho modifikací, viz dále):

$$n_{VK(n)} = r_f + \beta_n \cdot RPT + RPZ + R_1 + \dots + R_n$$

kde

r_f	bezriziková míra
β_n	koeficient beta nezadlužený
RPT	riziková prémie trhu
RPZ	riziková prémie země
R_x	případné další pro daný podnik specifické rizikové prémie (nejčastěji velikost, dále likvidita oceňovaného podniku, popř. míra nejasnosti jeho finančního výhledu)

Výše uvedený vzorec je převzat z literatury MAŘÍK 2007.

Bližší rozvést je možno rizikovou prémii země, která je rovna součinu tzv. rizikové sazby země a poměru volatilit akciového a dluhopisového trhu zvýšenému o rozdíl v inflačních očekáváních mezi zemí (x), z jejíhož kapitálového trhu jsou další vybrána data pro kalkulaci nákladů vlastního kapitálu (bezriziková sazba a riziková prémie trhu), a Českou republikou, v níž se nachází oceňovaný podnik, resp. jeho vlastník, z jehož pohledu je ocenění provedeno.

$$RPZ = RSZ \cdot \frac{\sigma_A}{\sigma_D} + (\pi_x - \pi_y)$$

kde

RSZ	riziko selhání země
σ	volatilita trhu měřená směrodatnou odchylkou, kde A značí akcie, D značí dluhopisy
π	očekávaná míra inflace, kde x značí tuzemský trh, y trh, z nějž jsou čerpány ostatní složky modelu

Příloha 24: Sporné body nákladů vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení jsou často (pravděpodobně dokonce nejčastěji) napadanou částí tuzemských znaleckých posudků, když v praxi nepanuje shoda jak ohledně konkrétní podoby výše uvedeného vzorce (modelu CAPM), tak ohledně dat, jimiž je tento vzorec naplněn.

Diskutovanými kritickými body jsou především:

- samotná metoda odhadu nákladů vlastního kapitálu (CAPM s rizikovou prémie země, jiná varianta modelu CAPM),
- bezriziková sazba:
 - trh, z něhož je brána (ČR, zahraničí – typicky USA),
 - úroveň bezrizikové sazby (aktuální hodnota k datu ocenění, historický průměr),
 - použitý dluhopis (desetiletá splatnost, delší; stejná doba do splatnosti v obou fázích modelu, diferencovaná atd.)
- riziková prémie trhu (průměr geometrický, aritmetický),
- riziková prémie země:
 - násobení této prémie koeficientem beta podobně jako v případě rizikové prémie trhu,
 - poměr volatilit akciového a dluhopisového trhu,
 - vazba na bezrizikovou sazbu,
- specifické přírážky (jejich použití s ohledem na hledanou kategorii hodnoty).

Empirická studie českých posudků

Empirickou studii konstrukce nákladů vlastního kapitálu v tuzemské praxi představil PODŠKUBKA 2012 na datech z posudků vložených do Sbírky listin v průběhu roku 2009. Jeho závěry jsou následující:

- CAPM s rizikovou prémie země je českými znalci nejčastějším používaným modelem (60,7 % z relevantních 183 zkoumaných posudků),
- většina znalců koeficientem beta násobí pouze rizikovou prémie kapitálového trhu, jejich podíl PODŠKUBKA neuvádí,
- zdrojem dat pro odhad parametrů nákladů vlastního kapitálu jsou nejčastěji USA (57,9 %) – uvedenými parametry jsou myšleny zvláště údaje o beta koeficientu, rizikové prémie trhu a rizikové sazbě země,
- koeficient beta bývá nejčastěji určen metodou analogie na úrovni průměru odvětví (54,1 %) z databáze prof. Damodarana, možný je průměr více odvětví,
- bezriziková úroková míra je nejčastěji používána česká (47,5 %), druhou nejčastější je americká (27,9 %) – v empirické studii je následně diskutována nutnost vypustit v případě použití české bezrizikové míry inflační diferencál z konstrukce rizikové prémie země,
- splatnost bezrizikové míry bývá nejčastěji 10 let (37,7 %), ale časté je použití i jiných měr, obvykle dlouhodobých, což je v souladu s doporučeními odborné literatury, splatnost nad 20 let používá cca čtvrtina znalců (2,7 % přesně 20 let, 21,3 % více než 20 let), další čtvrtina ji neuvádí (23,5 %),
- průměr rizikové prémie trhu bývá často geometrický (27,9 %), ovšem většina znalců tuto skutečnost neuvádí nebo není z posudků patrná, aritmetický průměr používá prokazatelně jen 6 % českých znalců,
- specifické přírážky bývají nejčastěji aplikovány za malou společnost; jsou-li použity, většinou je odhaduje sám znalec (50,3 %),
- přepočtení nákladů vlastního kapitálu přímo pomocí reagenčních funkcí znalci v České republice v roce 2009 ještě příliš neovládali, nejčastější praxí bylo zohlednění zadlužení podniku nepřímo přepočtem koeficientu beta (44,3 %), byť je tato praxe problematická (výsledky variant equity, entity a APV téhož výnosového modelu se nemusejí rovnat).

Násobení rizikové prémie země koeficientem beta

Problematikou konkrétního bodu, kterým je násobení rizikové prémie země koeficientem beta, se zabývali ve svém článku MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014. Ti v návaznosti na literaturu prof. Damodarana diskutují tři varianty konstrukce základního modelu (pro zjednodušení nejsou v modelu zobrazeny specifické prémie):

$$\text{První varianta: } n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ$$

$$\text{Druhá varianta: } n_{VK} = r_f + \beta \cdot (RPT + RPZ)$$

$$\text{Třetí varianta: } n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + \lambda \cdot RPZ$$

kde je nově

λ koeficient zachycující vliv rizika země na daný podnik

Třetí varianta vnáší do modelu nový koeficient, přičemž se výsledek této varianty od první liší v případech, kdy koeficient λ není roven jedné, v situaci kdy $\lambda = 1$, jsou výsledky první a třetí varianty totožné.

MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 k jednotlivým variantám uvádějí:

- *jednoznačné obecné kritérium, který z uvedených modelů použít, není k dispozici, ani z komentářů prof. Damodarana není rozhodně možné říci, že některý z těchto postupů je nejvhodnější,*
- *nejčastěji je v našich podmínkách, alespoň podle našeho názoru, používán první model (pozn. viz četnost této praxe zmíněná i ve studii PODŠKUBKA),*
- *druhá varianta ..., kdy je riziko země násobeno koeficientem beta, je alespoň podle našich zkušeností využíváno spíše trochu ze spekulativních důvodů, zejména v případech, kdy je koeficient beta menší než jedna a příjemce ocenění má zájem na co nejvyšším ocenění,*
- *obecně možno říci, že nejvhodnější je asi třetí model, kde by mohla být riziková prémie země snížena pomocí koeficientu lambda u výrazněji exportně orientovaných podniků ... Zde bychom ale doporučovali zatím pro jednoduchost použít spíše jednoduchý podíl domácích a exportních tržeb na tržbách celkem jen v rámci oceňovaného podniku ... V každém případě při tomto přístupu se bude u podniku s nízkým podílem vývozu lambda blížit jedné a model se opět přemění v první variantu, kde je riziko země přičítáno v plné výši.*

Česká bezriziková míra a riziková prémie země

Článek MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 dále řeší ještě jeden problematický bod, který zmiňuje rovněž PODŠKUBKA 2012. Jedná se o problematiku použití české bezrizikové sazby v kontextu rizikové prémie země, která je při použití zahraniční bezrizikové sazby standardně počítána jako násobek rizika selhání země, podílu volatilit akciového a dluhopisového trhu a dále upravována o inflační diferenciál, tak jak je uvedeno výše v rovnici čerpané z literatury MAŘÍK 2007.

V české praxi časté používání české bezrizikové sazby vyvolává nutnost úpravy modelu na úrovni rizikové prémie země. Tuto úpravu navrhl BUUS a je citována v internetové podpoře k literatuře MAŘÍK 2007¹³. Při použití českého bezrizikového výnosu je model rizikové sazby země následující:

¹³ Dostupné na webu http://nb.vse.cz/~marik/Pu_Metody1_2.htm

$$RPZ = RSZ \cdot \left(\frac{\sigma_A}{\sigma_D} - 1 \right)$$

Model je v internetové podpoře popsán jako druhá metodicky čistá varianta modelu rizika země, a to pro případy kdy oceňovatel používá bezrizikovou míru z České republiky. Varianta je rovněž popsána v novém vydání MAŘÍK 2018. Od podílu volatilit je odečtena část připadající na dluhové financování, která je v dané variantě obsažena již v bezrizikové sazbě.

Za jinak stejných podmínek by vedl tento model k nižší hodnotě rizikové prémie země. PODŠKUBKA nicméně diskutuje nutnost vypuštění inflačního diferenciálu, který zde již proti výše uvedenému vzorci nefiguruje.

O vypuštění tohoto prvku modelu se nepřímo zmiňuje i zmiňovaný BUUS 2010 v článku „Denominace bezrizikového aktiva při oceňování“, když shrnuje článek slovy: *Tak se ukazuje i volba bezrizikového aktiva coby českých státních dluhopisů pro ocenění českého podniku vhodnější, nežli použití státních dluhopisů s ratingem AAA (současná praxe často vychází z dluhopisů USA) s úpravou o očekávaný inflační diferenciál.*

Doba do splatnosti a bezriziková míra pro různé fáze modelu

Možnost kombinace české bezrizikové míry s americkými premii s odkazem na modifikaci modelu CAPM navrženou BUUSEM potvrzují MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ rovněž v článku „Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část“ z roku 2011, v němž nicméně přidávají ještě doporučení ohledně doby do splatnosti bezrizikové míry: *„Bezrizikovou výnosovou míru doporučujeme kalkulovat na základě výnosu do doby splatnosti k datu ocenění dlouhodobých státních dluhopisů. Dlouhodobými státními dluhopisy rozumíme dluhopisy s dobou splatnosti mezi 20 – 50 roky. Pokud použijeme dluhopisy s kratší životností, je třeba odhadnout výnos do doby splatnosti u dluhopisů, do kterých bude investor investovat po skončení životnosti první sady dluhopisů. Pokud životnost první sady dluhopisů převyšuje předpokládanou délku první fáze, doporučujeme spočítat průměrnou výnosnost z výnosnosti dluhopisů první sady a výnosnosti druhé sady, tedy dluhopisů, do kterých bude investováno po skončení doby do splatnosti první sady dluhopisů.“*

Podobné doporučení obsahuje i základní literatura MAŘÍK 2011, která rozlišuje dva základní přístupy:

- použití výnosu do doby splatnosti desetiletých státních dluhopisů. Po jejich splatnosti je nutné provedení prognózy, zřejmě na odhadu průměrné výnosnosti státních dluhopisů s dobou do splatnosti 20 a více let počítané z minulých průměrů.
- použití státního dluhopisu s co nejdelší dobou do splatnosti tzn. minimálně 20, případně 30 nebo 50 let. Přednost dává MAŘÍK 2011 dluhopisům co nejdelším (30 nebo 50 let), pokud jsou obchodovány v dostatečném rozsahu.

První z uvedených možností je v praxi častější, jak ukazují výsledky empirické studie PODŠKUBKA. Tato skutečnost je v tuzemských podmínkách zřejmě ovlivněna likviditou trhu Českých státních dluhopisů, když emise se splatností delší než 10 let nejsou příliš časté, viz statistiky dluhopisového trhu.

Podíl volatility akciového a dluhopisového trhu

Nad rámec základní literatury jako je MAŘÍK 2007, popř. web prof. Damodarana, je v uvedeném článku MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 řešen ještě jeden prvek modelu CAPM, resp. rozkladu rizikové prémie země, a to poměr volatilit akciového a dluhopisového trhu. Ten prof. Damodaran

v konstrukci rizikové prémie země standardně (bez ohledu na konkrétní zemi) používal v minulosti v hodnotě 1,5, která nemá oporu v empirických datech. Sám prof. Damodaran ji na svém webu označoval za jakýsi globální průměr.

Na to upozorňuje již MAŘÍK 2007 s tím, že hodnota je pouze orientační a pro český trh je patrná tendence k vyšším hodnotám, cca 2,8. V článku MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 je k dispozici potvrzení specifických hodnot pro Český trh na základě několika nových studií:

- RAJDJL, J., výzkumná studie 2006 2,80
- NOVOTNÝ, T., diplomová práce 2014 2,90
- DAMODARAN, A., Equity Risk Premiums 2011 4,60
- DAMODARAN, A.: Risk Premiums for Other Markets 2013 – 2014 2,00

Článek MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 ve věci poměru volatilit končí doporučením: *V současné době je tedy podle našeho názoru Damodaranův model rizika země vhodný pro použití v naší praxi. Doporučujeme ale začít více využívat vyšší poměr směrodatných odchylek výnosnosti akcií a dluhopisů propočtený skutečně z českých dat místo univerzální hodnoty 1,5.*

V MAŘÍK 2018 je doporučení opustit paušální násobek 1,5 opakováno. Citována je opět studie RAJDJL s poměrem volatilit cca 2,8 a posun v prezentaci dat ze strany prof. Damodarana, který rovněž začal počítat poměry volatilit pro jednotlivé země. V excelovských sestavách *Risk Premiums for Other Markets* je tak od roku 2013 obsažen list *Equity vs Govt Bond vol*, dle kterého je poměr volatility akciového a dluhopisového trhu pro ČR v roce:

- 2019 2,80
- 2018 2,80
- 2017 (Jun 16) 2,80
- 2016 (Jun 15) 2,12
- 2015 2,12
- 2014 1,97
- 2013 1,97

Příloha 25: Provozní zisková marže zdola

Základní model ziskovosti, provozní zisková marže shora, je doplněn o dílčí předpoklady jednotlivých nákladových položek. Tzv. zdola je tedy zisková marže modelována na základě předpokladů o významnosti jednotlivých položek nákladů (a výnosů) vzhledem k tržbám.

Základními položkami peněžních nákladů jsou:

- spotřeba materiálu a energie,
- služby,
- osobní náklady.

Mezi významné složky nákladů oceňované společnosti patří i odpisy, ty jsou nicméně modelovány samostatně v rámci jiného generátoru hodnoty (spolu s investicemi do dlouhodobého majetku).

Model provozní ziskové marže zdola lze v případě společnosti VPO Protivanov, a.s. považovat za aplikovatelný v roce 2019, pro který má společnost zpracován roční plánů tržeb a hospodářského výsledku. I v tomto případě lze s ohledem na další skutečnosti uvažovat o korekci některých položek plánu ze strany zpracovatele.

Přímá spotřeba

Spotřeba materiálu a energie je největší nákladovou skupinou společnosti. Dle dodaných obrátových předvah jde primárně o spotřebu velkého množství vstupních materiálů, přičemž hlavními položkami jsou plastové profily, kování, sklo, výztuhy atd. Společnost analyticky rozlišuje desítky položek. Spotřeba energií je relativně nevýznamná.

V rámci svého plánu společnost předpokládá rozšíření sortimentu, tedy přesun k výrobkům s lepší marží, posilovány jsou rovněž služby související s montážemi apod. Rovněž jsou zaváděna úsporná opatření a různé procesy, které mají zlepšit efektivitu provozu. Z tohoto důvodu lze předpokládat, že společnost dosáhne mírného zlepšení nákladovosti materiálu a energií oproti cca 58 – 60 % z předchozích cca 5 let před datem ocenění. Silně konkurenční trh nicméně neumožňuje zásadní posun, obdobnou strategii přijímá více hráčů na trhu. Do dalších let je tak modelováno zlepšení na úroveň 56,5 – 57,5 %.

Služby

Služby jsou o něco méně významnou skupinou nákladů, v letech 2013 – 2016 tvořily cca 16,5 – 17,5 % tržeb. V posledních letech se je podařilo společnosti stlačit až na 12,75 % tržeb v roce 2018. Přes růst tržeb se společnosti podařilo např. absolutně snížit náklady na montážní služby, které se více snaží provádět vlastními silami. Tato položka (resp. skupina analytických účtů) přitom tvoří větší část celé nákladové skupiny, jejíž zbytek je opět členěn mezi desítky analytických účtů s více či méně pravidelným vývojem.

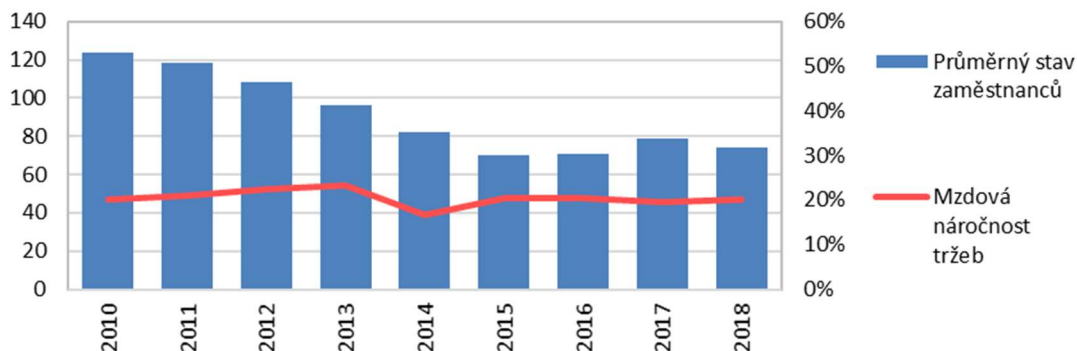
Do dalších let zpracovatel předpokládá, že efekt většího zastoupení vlastních montáží a doplňkových služeb přetrvá. Přesto se ale pokles nákladové skupiny zvláště v roce 2018 jeví jako neudržitelný. V modelu je dále pracováno s úrovní 13,25 – 13,75 %

Osobní náklady

Osobní náklady se v posledních letech staly nejvýznamnější nákladovou skupinou po přímé spotřebě. Zatímco přímou spotřebu se společnosti dařilo v poslední době mírně snižovat,

nákladovost mezd v zásadě stagnovala, a to i přes skutečnost, že společnost postupně významně snížila počet zaměstnanců. Toto snižování zaměstnanosti bylo klíčové zvláště v prvních letech existence společnosti, kdy se potýkala s výraznějšími ztrátami. Poslední roky, kdy dochází k obratu, a to jak na úrovni tržeb, tak ziskovosti, počet pracovníků stagnuje, popř. mírně roste. Jejich potřebu vyvolává i snaha poskytovat více doplňkových služeb.

Podíl osobních nákladů na tržbách



Zdroj: Vlastní propočet

Významněji zvýšený objem tržeb v posledních dvou letech před datem ocenění se příliš neprojevil na celkové nákladovosti osobních nákladů. Ta v posledních letech činí cca 21 %. Na absolutní výši nákladů se při podobném počtu pracovníků projevuje napínání trhu práce, tzn. nedostatek kvalifikovaných pracovníků vedoucí k obecnému růstu mezd. Ten lze očekávat i v nejbližší době po datu ocenění. Z tohoto důvodu je tak zřejmě nutné předpokládat, že nákladovost osobních nákladů do budoucna spíše poroste. Modelováno je navýšení na 22 %, které bude dílem kompenzovat úspory v předchozích položkách (u kterých nicméně ze stejného důvodu nelze modelovat pokles nákladovosti výraznější).

Ostatní položky

Zbylé provozní výnosy a náklady jsou relativně marginální:

- aktivace v minulosti společnost nevykazovala a nejsou ani modelovány,
- relativně významné jsou prodeje materiálu, které zde byly identifikovány jako související s hlavním provozem společnosti, do budoucna je modelována jejich obdobná nákladovost jako v minulých letech, tzn. cca 1,75 % tržeb, zůstatková cena je pak o zhruba 0,5 p.b. nižší,
- daně jsou s ohledem na velikost společnosti málo významné, jde hlavně o daň silniční a daň z nemovitostí, které jsou modelovány dle minulých let,
- tvorba rezerv a jejich rozpouštění nejsou předpokládány, společnosti je ani v minulosti nevytvářela,
- jiné provozní náklady mají dílem jednorázový, dílem pravidelný charakter – jednorázovou složkou jsou odpisy pohledávek, jinak se jedná o různá pojištění, do budoucna jsou modelovány podle minimální hodnoty minulých let, tzn. bez jednorázové složky, která má spíše neprovozní charakter,
- jiné provozní výnosy tvoří hlavně skonta – množstevní či za včasnou úhradu, do budoucna jsou modelovány podle průměru minulých let,
- ostatní finanční výnosy a náklady mají charakter kurzových rozdílů, modelováno je jejich stabilní saldo, celkově jde o položky v posledních letech málo významné, s ohledem na útlum zahraničních prodejů se nezvyšují.

Nákladové úroky jsou modelovány spolu s modelem splátek úvěrů. Ke všem úvěrům byly poskytnuty společností podklady, které ukazují, že úvěry jsou úročeny pevnými sazbami. Jejich výše je využita k modelu úroků. S ohledem na význam dlouhodobého úvěru od společnosti TLV

Projekt s.r.o. je během první fáze předpokládána prakticky úroková sazba tohoto úvěru, tedy 2,9 %.

Sazba daně z příjmu právnických osob je modelována na úrovni platné k datu ocenění, tedy ve výši 19 %. V prvních letech výhledu je předpokládáno uplatnění daňových ztrát z minulých let.

Příloha 26: Upravený pracovní kapitál

Zásoby

Zásoby společnosti jsou poměrně významnou položkou pracovního kapitálu, jedná se především o materiál, popř. výrobky, v menším rozsahu i zboží. K datu ocenění objem všech položek narostl na dlouhodobá maxima, nicméně tento efekt lze přisuzovat sezónnosti prodeje a skutečnosti, že datum ocenění je stanoven na počátek léta, během něž lze předpokládat zvýšenou prodejní aktivitu.

Struktura zásob (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	VI-19
Materiál	10 417	14 352	10 808	9 345	7 329	8 097	7 515	7 261	8 374	7 145	10 161
Výrobky	3 655	5 768	4 486	3 456	4 281	2 334	2 408	3 267	4 294	2 683	6 621
Zboží	1 152	647	557	477	427	397	293	491	201	126	1 133
Poskytnuté zálohy na zásoby	1 902	0	69	67	69	0	0	0	107	442	409
Zásoby brutto	17 126	20 767	15 920	13 345	12 106	10 828	10 216	11 019	12 976	10 396	18 324
Korekce zásob	1 956	2 650	3 378	2 479	2 282	2 417	2 193	2 420	2 165	1 520	1 519

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

S ohledem na popsané lze i do budoucna vyjít z údajů za minulé roky bez případných korekcí o stav k datu ocenění. V dalších letech zpracovatel předpokládá, že se objem zásob ve vztahu k tržbám nebude zásadněji měnit, tzn. ke konci roku 2019 objem všech hlavních položek ve srovnání s pololetím poklesne a dále bude stabilní. Modelována je tak doba obratu zásob na úrovni předchozích let, podobně jako jejich korekce.

Doba obratu zásob (ve dnech)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Materiál	8,7	20,1	25,7	25,7	24,9	22,2	27,2	22,8	20,1	19,6
Výrobky	3,1	7,6	10,5	10,1	11,5	9,5	8,3	8,7	9,7	8,8
Zboží	1,0	1,5	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	0,9	0,4
Poskytnuté zálohy na zásoby	1,6	1,5	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,7
Zásoby brutto	320,6	306,3	275,6	238,1	200,7	162,8	129,8	93,1	60,4	29,5
Korekce zásob	1,6	3,7	6,2	7,5	7,1	6,8	8,0	7,1	5,9	4,6

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Dlouhodobé pohledávky

Dlouhodobé pohledávky společnost VPO Protivanov, a.s. v minulých letech tvořila položka, která byla eliminována zápočtem vůči úročenému dluhu v lednu 2019. Zbývající dlouhodobé pohledávky mají mizivý zůstatek v řádu nižších desítek tisíc CZK a jsou modelovány v obdobné výši jako v minulosti (doba obratu cca 0,05 dne).

Krátkodobé pohledávky

Krátkodobé pohledávky společnosti VPO Protivanov, a.s. jsou méně významnou částí oběžných aktiv, zvláště v posledních letech. V minulosti společnost vykazovala poměrně významné obchodní pohledávky, které byly ovšem z podstatné části problémové a byly k nim vytvořeny opravné položky. Oboje se stabilizovalo v druhé polovině sledovaného období, v níž má objem obchodních pohledávek brutto zůstatek kolem 7 – 9 milionů CZK a korekce tvoří cca 1 – 2 miliony CZK.

Ostatní pohledávky jsou málo významné. Postupně klesly pohledávky v rámci skupiny a i další položky mají objem maximálně ve výši stovek tisíc CZK.

Struktura krátkodobých pohledávek (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	VI-19
Pohledávky z obchodních vztahů	43 187	37 888	32 084	20 443	22 513	13 506	7 061	7 965	9 752	6 655	7 873
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	1 237	582	547	1 312	1 838	242	241	35	35	35	35
Stát - daňové pohledávky	2 037	39	1 118	166	33	40	42	188	39	21	65
Krátkodobé poskytnuté zálohy	990	1 195	1 016	1 138	811	697	588	897	516	239	297
Dohadné účty aktivní	0	0	188	159	10	15	0	64	28	33	0
Jiné pohledávky	522	482	975	727	638	399	371	336	360	371	383
Krátkodobé pohledávky brutto	47 973	40 186	35 928	23 945	25 843	14 899	8 303	9 485	10 730	7 354	8 653
Korekce pohledávek - obchodních	23 499	17 219	16 237	8 012	7 806	2 213	1 788	1 561	1 170	966	1 237

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Doba obratu obchodních pohledávek je modelována podle úrovně posledních cca 2 – 3 let, kdy se jeví stabilní i přes změny tržeb. Ostatní položky jsou rovněž modelovány dle minulosti, popř. delší, když nemají až takový význam.

Doba obratu krátkodobých pohledávek (ve dnech)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Pohledávky z obchodních vztahů	36,1	65,6	71,6	67,0	64,1	51,8	35,9	23,2	22,8	20,7
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	1,0	1,5	1,2	2,4	4,7	3,0	0,8	0,4	0,1	0,1
Stát - daňové pohledávky	1,7	1,7	1,2	1,6	0,3	0,1	0,1	0,4	0,3	0,1
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,8	1,8	2,3	2,7	2,9	2,2	2,2	2,3	1,8	1,0
Dohadné účty aktivní	0,0	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Jiné pohledávky	0,4	0,8	1,5	2,2	2,0	1,5	1,3	1,1	0,9	0,9
Krátkodobé pohledávky brutto	40,1	71,4	77,9	76,4	74,3	58,5	40,5	27,4	26,0	22,8
Korekce pohledávek - obchodních	19,6	33,0	34,2	30,9	23,6	14,4	7,0	5,2	3,5	2,7

Zdroj: vlastní odhad

Krátkodobý finanční majetek

V dané fázi přípravy modelu ocenění, tedy odhadu generátorů hodnoty, je modelována pouze provozně potřebná výše krátkodobého finančního majetku v podobě limitu, který bude následně porovnán s výsledkem výkazu o peněžních tocích (pro určení neprovozní části krátkodobého finančního majetku).

Limitní výše krátkodobého finančního majetku je dlouhodobě modelována dle stejného kritéria hotovostní likvidity, které bylo použito pro rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná v rámci podstatné části časové řady minulých výsledků hospodaření, tzn. na úrovni 50 % krátkodobých závazků.

Časové rozlišení aktivní

Položky časového rozlišení aktivního jsou v případě společnosti VPO Protivanov, a.s. tvořeny dlouhodobě především vcelku zanedbatelným objemem nákladů příštích období. Model těchto drobnějších položek odpovídá minulosti.

Neúročené závazky

Dlouhodobé závazky tvoří v posledních letech pouze odložená daň, která je modelována samostatně. Jiné dlouhodobé závazky společnost neneviduje, v minulosti se jednalo o úročené dluhy, které by byly řešeny v rámci modelu financování.

Krátkodobé neúročené závazky společnosti VPO Protivanov, a.s. objemem dorovnávají výši oběžných aktiv, zvláště při vymezení neprovozního finančního majetku. Tvoří je především obchodní závazky a související přijaté zálohy. Obě položky razantně narostly k datu ocenění, což lze přisuzovat sezónním vlivům, obdobně jako výkyv u zásob. V předchozích letech, za něž jsou údaje ke konci účetního období byly obě položky výrazně nižší (na polovině až třetině stavu k datu ocenění), což lze považovat za dlouhodoběji udržitelný stav.

Mimo obchodní závazky společnost vykazuje běžné portfolio závazků, především vůči zaměstnancům a státu. Relativně volatílní položkou jsou jiné závazky, kde se v minulosti objevovala krátkodobá část půjčky evidované jako finanční dluh.

Struktura krátkodobých závazků (v tisících CZK)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	VI-19
Krátkodobé přijaté zálohy	6 906	6 106	8 182	4 448	4 824	5 431	4 530	6 426	7 807	7 079	15 665
Závazky z obchodních vztahů	8 974	14 811	9 034	7 623	11 592	7 056	5 147	5 817	8 467	5 028	13 442
Závazky ke společníkům	76	76	72	72	72	72	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	1 980	1 989	1 565	1 447	1 330	1 070	953	1 021	1 153	1 498	1 274
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 172	1 204	928	921	738	643	636	647	729	1 010	779
Stát - daňové závazky a dotace	595	632	751	625	338	572	264	509	664	951	963
Dohadné účty pasivní	1 911	1 824	1 911	1 381	1 064	639	876	583	780	1 039	191
Jiné závazky	219	233	257	213	607	1 471	2 276	7 049	4 959	178	2 691
Krátkodobé závazky	21 833	26 875	22 700	16 730	20 565	16 954	14 682	22 052	24 559	16 783	35 005

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Do budoucna zpracovatel očekává obdobný objem neúročených krátkodobých závazků vzhledem k tržbám, tzn. dobu obratu okolo 35 dní společně za krátkodobé přijaté zálohy a závazky z obchodních vztahů. Drobnější položky jsou modelovány rovněž dle minulosti, když v ní nevykazovaly významnější výkyvy. Výjimkou jsou jiné závazky, u nichž je předpokládána doba obratu výrazně nižší (1,5 dne). Jejich část, která má charakter úročeného dluhu, je modelována v rámci jiného generátoru hodnoty.

Doba obratu krátkodobých závazků (ve dnech)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Krátkodobé přijaté zálohy	5,8	10,5	14,6	16,1	13,8	14,7	17,4	16,9	18,3	18,8
Závazky z obchodních vztahů	7,5	19,3	24,4	21,3	28,7	26,8	21,3	16,9	18,4	17,0
Závazky ke společníkům	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Závazky k zaměstnancům	1,7	3,2	3,6	3,8	4,1	3,4	3,5	3,0	2,8	3,3
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1,0	1,9	2,2	2,4	2,5	2,0	2,2	2,0	1,8	2,2
Stát - daňové závazky a dotace	0,5	1,0	1,4	1,8	1,4	1,3	1,5	1,2	1,5	2,0
Dohadné účty pasivní	1,6	3,0	3,8	4,2	3,6	2,4	2,6	2,2	1,8	2,3
Jiné závazky	0,2	0,4	0,5	0,6	1,2	3,0	6,5	14,4	15,5	6,5
Krátkodobé závazky	18,3	39,4	50,7	50,3	55,6	53,9	55,2	56,6	60,0	52,1

Zdroj: vlastní odhad

Časové rozlišení pasivní

Poslední skupinou řazenou do upraveného pracovního kapitálu je časové rozlišení pasivní. V případě společnosti VPO Protivanov, a.s. ovšem nebylo v minulosti vykazováno a není tedy ani modelováno do dalších let.

Příloha 27: Výkaz zisku a ztráty – plán

VPO Protivanov, a.s. – plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
VPO Protivanov, a.s.										
I.	144 384	147 849	150 954	154 426	157 129	159 878	162 676	165 523	168 420	171 367
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	942	965	985	1 008	1 025	1 043	1 062	1 081	1 099	1 118
Tržby za prodej zboží	106 306	105 821	108 059	110 519	112 432	114 639	117 115	119 772	122 590	125 561
A.	218	223	228	233	237	241	246	250	254	259
Náklady vynaložené na prodané zboží	88 563	85 137	86 940	88 908	90 448	91 130	92 774	94 447	96 134	97 888
Spotřeba materiálu a energie	22 526	20 462	20 892	21 372	21 746	21 695	22 075	22 461	22 854	23 254
Služby	-1 635	-82	-74	-83	-64	-65	-66	-68	-69	-70
B.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna stavu vlastní činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.	31 972	32 739	33 427	34 195	34 794	35 403	36 021	36 653	37 294	37 947
Osobní náklady	23 979	24 554	25 070	25 647	26 095	26 552	27 017	27 490	27 971	28 460
Mzdové náklady	7 993	8 185	8 357	8 549	8 698	8 851	9 006	9 163	9 324	9 487
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	7 266	7 441	7 597	7 772	7 908	8 046	8 187	8 330	8 476	8 624
2.1	727	744	760	777	791	805	819	833	848	862
2.2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
E.	10 331	9 895	9 664	9 818	9 951	10 037	10 106	10 169	10 227	10 285
Upravená hodnota provozní oblasti	10 217	9 501	9 619	9 735	9 886	10 000	10 113	10 226	10 339	10 452
Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	10 217	9 501	9 619	9 735	9 886	10 000	10 113	10 226	10 339	10 452
Upravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Upravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasně	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	539	49	44	50	39	39	40	41	41	42
Uprava hodnot zásob	176	34	30	34	26	27	27	28	28	29
Uprava hodnot pohledávek	4 360	4 464	4 558	4 663	4 745	4 828	4 912	4 998	5 086	5 175
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	2 543	2 604	2 659	2 720	2 768	2 816	2 865	2 916	2 967	3 018
Tržby z prodaného materiálu	1 817	1 860	1 899	1 943	1 977	2 012	2 047	2 083	2 119	2 156
Jiné provozní výnosy	2 979	3 051	3 115	3 186	3 242	3 299	3 357	3 415	3 475	3 536
Ostatní provozní náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 817	1 860	1 899	1 943	1 977	2 012	2 047	2 083	2 119	2 156
Zůstatková cena prodaného materiálu	145	149	152	155	158	161	164	167	170	172
Daně a poplatky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	1 017	1 042	1 064	1 088	1 107	1 126	1 146	1 166	1 187	1 207
Jiné provozní náklady	-867	-2 165	-2 277	-2 466	-2 545	-2 645	-2 745	-2 845	-2 945	-3 045
PROVOZNI VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíl	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní výnosy z podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané podíl	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy	320	325	330	333	335	337	339	341	343	345
Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	320	325	330	333	335	337	339	341	343	345
Uprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nákladové úroky a podobné náklady	2 159	1 884	1 467	1 349	1 232	1 116	1 000	884	768	652
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	2 159	1 884	1 467	1 349	1 232	1 116	1 000	884	768	652
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	73	74	76	78	79	80	82	83	85	86
Ostatní finanční náklady	218	223	228	233	237	241	246	250	254	259
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-2 024	-1 909	-1 319	-1 171	-1 037	-908	-765	-621	-471	-316
Výsledek hospodářství před zdaněním	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891
Daň z příjmů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů splatná	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů odložená (+/ -)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodářství po zdanění (+/ -)	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891
Prevoz podílů na výsledek hospodářství společnosti (+/ -)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/ -)	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891	-2 891
Čistý obrát za účetní období	190 079	153 578	156 873	160 508	163 331	166 208	169 131	172 115	175 156	178 295

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 28: Plán VZZ, horizontální analýza

VPO Protivanov, a.s. – plánovaný výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
VPO Protivanov, a.s.											
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2,06	2,48	2,13	2,36	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88
II.	Tržby za prodej zboží	-18,38	2,18	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88
A.	Výkonové spořeba	7,86	-0,58	2,18	2,36	1,78	0,26	1,88	1,88	1,88	1,88
1	Náklady vynaložené na prodané zboží	-70,98	2,48	2,18	2,36	1,88	1,78	1,88	1,88	1,88	1,88
2	Spořeba materiálu a energie	4,86	1,98	2,18	2,36	1,88	0,88	1,88	1,88	1,88	1,88
3	Služby	23,86	-9,28	2,18	2,36	1,88	-1,98	1,88	1,78	1,88	1,78
B.	Změna stavů zásob vlastní činnosti	-213,18	-95,08	-10,48	11,88	-22,28	1,88	1,78	1,78	1,88	1,78
C.	Aktiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Obdobní náklady	7,38	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,78	1,78	1,88	1,78
D.	Mzdové náklady	10,98	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,78	1,88	1,88	1,88
1	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	-2,28	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,78	1,88	1,88
2	Náklady na sociální zabezpečení (z zdravotní pojištění)	-0,18	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,78	1,88	1,88
2.2	Ostatní náklady	-18,78	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,78
E.	Uprava hodnot v provozní oblasti	16,06	-12,38	1,18	1,36	1,36	-70,58	9,08	8,48	7,98	7,48
1	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-0,28	-7,08	1,28	1,28	1,68	-71,08	9,18	8,58	8,08	7,58
1.1	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	-0,28	-7,08	1,28	1,28	1,68	-71,08	9,18	8,58	8,08	7,58
1.2	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasně	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Uprava hodnot zásob	-183,38	-90,88	-10,48	11,88	-22,28	1,88	1,78	1,78	1,88	1,78
3	Uprava hodnot pohledávek	-186,28	-80,78	-10,48	11,88	-22,28	1,88	1,78	1,88	1,78	1,78
III.	Ostatní provozní výnosy	-9,08	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,78	1,88	1,88	1,88
1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	-100,08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Tržby z prodaného materiálu	-14,08	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88
3	Jiné provozní výnosy	0,08	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,78	1,88	1,88
F.	Ostatní provozní náklady	-12,06	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88
1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Zůstatková cena prodaného materiálu	-10,98	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88
3	Daně a poplatky	-6,28	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,78	1,88	1,78
4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Jiné provozní náklady	-16,38	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,78	1,88	1,88
*	PROVOZNI VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-119,28	-389,68	5,28	8,36	3,28	351,38	-0,58	-0,98	-0,48	-0,68
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podílů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní výnosy z podílů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
G.	Náklady vynaložené na prodané podílů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	6309,98	-29,98	33,38	11,28	6,18	5,88	6,98	7,78	8,48	9,08
1	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	6309,98	-29,98	33,38	11,28	6,18	5,88	6,98	7,78	8,48	9,08
I.	Uprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	-45,38	-27,98	-7,48	-8,08	-8,68	-9,48	-10,48	-11,68	-13,18	-15,18
1	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	-45,38	-27,98	-7,48	-8,08	-8,68	-9,48	-10,48	-11,68	-13,18	-15,18
VII.	Ostatní finanční výnosy	-17,48	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,78	1,88	1,78
K.	Ostatní finanční náklady	1,98	2,48	2,18	2,36	1,88	1,88	1,78	1,88	1,88	1,88
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-51,18	-25,58	-2,68	-11,48	-11,48	-12,98	-15,48	-18,88	-24,18	-32,98
**	Výsledek hospodářství před zdaněním	-877,18	-122,78	46,08	36,28	16,48	601,88	0,28	0,88	0,98	0,88
L.	Daně z příjmů	-100,08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	601,88	0,28	0,88	0,98	0,88
1	Daně z příjmů splatné	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	601,88	0,28	0,88	0,98	0,88
2	Daně z příjmů odložené (+/-)	-100,08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
**	Výsledek hospodářství po zdanění (+/-)	-288,98	-122,78	46,08	36,28	-5,78	601,88	0,28	0,88	0,98	0,88
M.	Průvaz postlu na výsledek hospodářství společnosti (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
***	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	-288,98	-122,78	46,08	36,28	-5,78	601,88	0,28	0,88	0,98	0,88
*	Čistý obrát za účetní období	1,78	2,38	2,18	2,36	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 29: Plán VZZ, vertikální analýza

VPO Protivanov, a.s. – plánovaný výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
VPO Protivanov, a.s.											
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%
II.	Tržby za prodej zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A.	Výkonové spořeba	73,3%	71,1%	71,1%	71,1%	71,1%	70,0%	70,1%	70,1%	70,1%	70,1%
1	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
2	Spotřeba materiálu a energie	57,0%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	56,6%	56,7%	56,7%	56,7%	56,7%
3	Služby	15,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C.	Aktiva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D.	Osobní náklady	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
1	Mzdové náklady	16,9%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	5,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
2.1	Náklady na sociální zabezpečení (z zdravotní pojištění)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
2.2	Ostatní náklady	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
E.	Uprava hodnot v provozní oblasti	7,9%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	1,8%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
1	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	7,0%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%
1.1	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	7,0%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	1,8%	1,9%	2,0%	2,2%	2,3%
1.2	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvanlivé	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Uprava hodnot zásob	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Uprava hodnot pohledávek	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
III.	Ostatní provozní výnosy	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Tržby z prodaného materiálu	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
3	Jiné provozní výnosy	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
F.	Ostatní provozní náklady	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Zůstatková cena prodaného materiálu	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
3	Daně a poplatky	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Jiné provozní náklady	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
*.	PROVOZNI VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-0,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	7,1%	7,0%	6,8%	6,7%	6,5%
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosy z podílů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
G.	Náklady vynaložené na prodané podíl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
1	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
I.	Uprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	1,9%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
1	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	1,9%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
VII.	Ostatní finanční výnosy	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
K.	Ostatní finanční náklady	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
*.	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-1,8%	-1,0%	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,2%
**.	Výsledek hospodářství před zdaněním	2,0%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%
L.	Daně z příjmů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
1	Daně z příjmů splatná	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
2	Daně z příjmů odložená (v/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
**.	Výsledek hospodářství po zdanění (v/-)	-2,0%	0,4%	0,6%	0,8%	0,8%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%
M.	Prevoz podílů na výsledek hospodářství společnosti (v/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
***.	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (v/-)	-2,0%	0,4%	0,6%	0,8%	0,8%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%
..	Čistý obrát za účetní období	103,3%	103,2%	103,2%	103,3%	103,3%	103,3%	103,3%	103,3%	103,3%	103,3%

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 30: Rozvaha – plán

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
A. AKTIVA CELKEM	94 577	91 610	88 895	85 620	82 185	86 104	90 093	94 154	98 304	102 533
Pohledávky za upsané základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. Dlouhodobý majetek	64 380	57 079	52 398	47 715	42 969	45 329	47 517	49 532	51 369	53 027
B. I.	329	304	340	380	403	426	449	472	496	521
1. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Ocenitelná práva	98	63	81	100	102	104	106	108	110	111
2.I Software	98	63	81	100	102	104	106	108	110	111
2.II Ostatní ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	231	240	260	280	301	322	343	365	387	409
5.I	10	15	24	35	45	55	66	77	88	99
5.II	221	226	236	246	256	266	277	288	299	310
B. II. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	64 051	56 775	52 057	47 334	42 566	44 903	47 068	49 059	50 873	52 506
Pozemky a stavby	27 523	28 284	30 203	32 130	34 050	35 964	37 868	39 765	41 652	43 530
1.I	1 336	1 347	1 371	1 396	1 422	1 448	1 475	1 502	1 530	1 558
1.II	26 187	26 938	28 832	30 733	32 628	34 515	36 393	38 263	40 122	41 973
2. Hmotné movité věci a jejich soubory	7 337	6 571	7 202	7 820	8 399	8 817	9 072	9 162	9 082	8 831
3. Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	29 091	21 818	14 545	7 272	0	0	0	0	0	0
4. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.I Pěstebníkové celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.II Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.III Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	100	102	107	112	117	123	128	133	139	145
5.I	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
5.II	50	52	57	62	67	73	78	83	89	95
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. III.1. Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1. Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Podíly - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6. Zápůjčky a úvěry - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7.I Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7.II Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva (v tisících CZK)

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C. I.	Oběžná aktiva	29 591	33 911	35 864	37 258	38 557	40 105	41 893	43 228	46 229	48 787
	Zásoby	11 566	11 843	12 092	12 370	12 586	12 807	13 031	13 259	13 491	13 727
C. I.1	Materiál	7 872	8 061	8 230	8 419	8 567	8 717	8 869	9 024	9 182	9 343
	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Výrobky a zboží	3 593	3 679	3 756	3 843	3 910	3 978	4 048	4 119	4 191	4 264
	3.I	3 431	3 514	3 587	3 670	3 734	3 800	3 866	3 934	4 003	4 073
	3.II	161	165	169	173	176	179	182	185	188	192
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	101	103	106	108	110	112	114	116	118	120
C. II.	Pohledávky	8 255	8 453	8 631	8 830	8 984	9 141	9 301	9 464	9 630	9 798
C. II.1	Dlouhodobé pohledávky	20	21	21	22	22	22	23	23	24	24
	Pohledávky z obchodních vztahů	20	21	21	22	22	22	23	23	24	24
	I.I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.II	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.III	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.IV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	I.V	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	V.1 Pohledávky za společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	V.2 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	V.3 Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	V.4 Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Krátkodobé pohledávky	8 235	8 433	8 610	8 808	8 962	9 119	9 278	9 441	9 606	9 774
	Pohledávky z obchodních vztahů	7 266	7 441	7 597	7 772	7 908	8 046	8 187	8 330	8 476	8 624
	2.I	40	41	42	43	44	45	45	46	47	48
	2.II	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.III	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.IV	928	951	971	993	1 010	1 028	1 046	1 064	1 083	1 102
	IV.1 Pohledávky za společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IV.2 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	IV.3 Stát - daňové pohledávky	40	41	42	43	44	45	45	46	47	48
	IV.4 Krátkodobé poskytnuté zálohy	606	620	633	648	659	671	682	694	706	719
	IV.5 Dohadné účty aktivní	81	83	84	86	88	89	91	93	94	96
	IV.6 Jiné pohledávky	202	207	211	216	220	224	227	231	235	240
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.1	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	Peněžní prostředky	9 770	13 615	15 141	16 058	16 986	18 157	19 561	21 205	23 108	25 262
C. IV.1	Peněžní prostředky v pokladně	98	136	151	161	170	182	196	212	231	253
2	Peněžní prostředky na účtech	9 673	13 478	14 990	15 897	16 816	17 975	19 366	20 993	22 877	25 010
D.	Časové rozlišení	606	620	633	648	659	671	682	694	706	719
1	Náklady příštích období	606	620	633	648	659	671	682	694	706	719
2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, vlastní kapitál (v tisících CZK)

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	PASIVA CELKEM	94 577	91 610	88 895	85 620	82 185	86 104	90 093	94 154	98 304	102 593	
A.	Vlastní kapitál	12 430	13 086	14 044	14 339	14 560	22 130	29 763	37 462	45 243	53 097	
A. I.	Základní kapitál	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	
A. I. 1	Základní kapitál	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	30 995	
A. I. 2	Vlastní podíly (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. I. 3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. II.	Ážio a kapitálové fondy	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	
A. II. 1	Ážio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. II. 2	Kapitálové fondy	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	
2.I	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
2.II	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	-50 223	
2.III	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
2.IV	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
2.V	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. III.	Fondy ze zisku	31 598	31 598	31 598	31 598	31 598	31 598	31 598	31 598	31 598	31 598	
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	8 587	
A. III. 2	Statutární a ostatní fondy	23 011	23 011	23 011	23 011	23 011	23 011	23 011	23 011	23 011	23 011	
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	2 951	60	716	674	969	1 190	8 760	16 393	24 092	31 873	
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	2 951	60	716	674	969	1 190	8 760	16 393	24 092	31 873	
A. IV. 2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. IV. 3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-2 891	656	958	1 295	1 221	8 569	8 633	8 699	8 782	8 854	
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, cizí zdroje (v tisících CZK)

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
B. + C.	Cizí zdroje	82 147	78 524	74 851	71 281	67 624	65 974	60 330	56 692	53 061	49 456	
B.	Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
C.	Závazky	82 147	78 524	74 851	71 281	67 624	63 974	60 330	56 692	53 061	49 436	
C. I.	Dlouhodobé závazky	63 779	59 715	55 647	51 636	47 636	43 636	39 636	35 636	31 636	27 635	
C. I.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Odloužený daňový závazek	9 144	9 144	9 144	9 144	9 144	9 144	9 144	9 144	9 144	9 144	
	Závazky - ostatní	54 635	50 571	46 503	42 491	38 491	34 491	30 491	26 491	22 491	18 491	
	Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Jiné závazky	54 635	50 571	46 503	42 491	38 491	34 491	30 491	26 491	22 491	18 491	
C. II.	Krátkodobé závazky	18 368	18 808	19 203	19 645	19 989	20 339	20 695	21 057	21 425	21 800	
C. II.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Krátkodobé přijaté zálohy	7 468	7 647	7 808	7 988	8 127	8 270	8 414	8 562	8 711	8 864	
	Závazky z obchodních vztahů	6 863	7 027	7 175	7 340	7 468	7 599	7 732	7 867	8 005	8 145	
	Krátkodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky ostatní	4 037	4 134	4 221	4 318	4 393	4 470	4 548	4 628	4 709	4 791	
	Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Krátkodobé finanční výpomocí	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Závazky k zaměstnancům	1 211	1 240	1 266	1 295	1 318	1 341	1 364	1 388	1 413	1 437	
	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	807	827	844	864	879	894	910	926	942	958	
	Stát - daňové závazky a dotace	606	620	633	648	659	671	682	694	706	719	
	Dohadné účty pasivní	807	827	844	864	879	894	910	926	942	958	
	Jiné závazky	606	620	633	648	659	671	682	694	706	719	
D.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva brutto (v tisících CZK)

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
A.	AKTIVA CELKEM BRUTO	258 209	264 827	271 806	278 349	284 864	291 720	298 909	306 439	314 331	322 578	
	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B.	Dlouhodobý majetek	224 541	226 741	231 679	236 731	241 871	247 101	252 422	257 837	263 346	268 952	
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	5 348	5 401	5 520	5 641	5 764	5 890	6 018	6 147	6 280	6 414	
1.	Neuhmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
2.	Ocenitelná práva	5 117	5 161	5 260	5 361	5 464	5 568	5 675	5 783	5 893	6 005	
	Software	5 117	5 161	5 260	5 361	5 464	5 568	5 675	5 783	5 893	6 005	
	Ostatní ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
3.	Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
4.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	231	240	260	280	301	322	343	365	387	409	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	10	15	24	35	45	55	66	77	88	99	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	221	226	236	246	266	266	277	288	299	310	
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	219 193	221 340	226 159	231 090	236 106	241 211	246 405	251 689	257 066	262 538	
B. II.	Pozemky a stavby	49 813	51 584	54 571	57 627	60 737	63 901	67 121	70 396	73 730	77 121	
	Pozemky	1 336	1 347	1 371	1 396	1 422	1 448	1 475	1 502	1 530	1 558	
	Stavby	48 477	50 237	53 200	56 231	59 315	62 453	65 646	68 894	72 200	75 563	
2.	Hmotné movité věci a jejich soubory	60 186	60 560	62 387	64 256	66 158	68 083	70 062	72 065	74 104	76 178	
3.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	
4.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Pěstředské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	100	102	107	112	117	123	128	133	139	145	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	
	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	50	52	57	62	67	73	78	83	89	95	
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
1.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
2.	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
3.	Podíly - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
4.	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
5.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
6.	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
7.	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva brutto (v tisících CZK)

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C. I.		163 632	173 217	182 911	192 729	202 679	205 616	208 816	212 285	216 026	220 046
Oběžná aktiva BRUTTO		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zásoby		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	Materiál	160 161	169 662	179 281	189 016	198 901	201 772	204 905	208 305	211 977	215 925
2	Nedokončená výroba a polotovary	5 019	5 098	5 179	5 261	5 361	5 464	5 569	5 675	5 784	5 894
3	Výrobky a zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.I	Výrobky	5 019	5 098	5 179	5 261	5 361	5 464	5 569	5 675	5 784	5 894
3.II	Zboží	5 019	5 098	5 179	5 261	5 361	5 464	5 569	5 675	5 784	5 894
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.I	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
I.III	Pohledávky - podstatný vliv	155 142	164 565	174 102	183 755	193 540	196 308	199 336	202 630	206 193	210 032
I.IV	Odloužená daňová pohledávka	22 290	23 299	24 368	25 497	26 687	27 937	29 252	30 632	32 078	33 591
I.V	Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.1	Pohledávky za společnosti	22 290	23 299	24 368	25 497	26 687	27 937	29 252	30 632	32 078	33 591
V.2	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	52 849	53 989	55 185	56 436	57 759	59 276	60 990	62 904	65 022	67 347
V.3	Dohadné účty aktivní	80 003	87 276	94 549	101 822	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094	109 094
V.4	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.I	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.III	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.IV	Pohledávky ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.1	Pohledávky za společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.2	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.3	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.4	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.5	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.6	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	Podilly - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	Peněžní prostředky v pokladně	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Peněžní prostředky na účtech	3 472	3 555	3 630	3 713	3 778	3 844	3 912	3 980	4 050	4 120
D.		2 059	2 108	2 152	2 202	2 241	2 280	2 320	2 360	2 402	2 444
1	Časové rozlišení	1 413	1 447	1 477	1 511	1 538	1 565	1 592	1 620	1 648	1 677
2	Náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Komplexní náklady příštích období	646	661	675	691	703	715	728	740	753	767

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 31: Plánovaná rozvaha, horizontální analýza

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
A.	AKTIVA CELKEM	-19,2%	-3,1%	-3,0%	-3,7%	-4,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%	4,5%	
	Pohledávky za upsány základní kapitál	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B.	Dlouhodobý majetek	-7,4%	-11,3%	-8,2%	-8,9%	-9,9%	5,5%	4,8%	4,2%	3,7%	3,2%	
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	11,3%	-7,9%	12,2%	11,7%	5,9%	5,6%	5,4%	5,2%	5,1%	4,9%	
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1	Ocenitelná práva	15,3%	-35,4%	27,1%	24,6%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	
	Software	15,3%	-35,4%	27,1%	24,6%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	
2	Ostatní ocenitelná práva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Goodwill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	9,7%	3,8%	8,2%	7,8%	7,3%	7,0%	6,6%	6,3%	6,0%	5,8%	
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	43,1%	67,6%	41,3%	29,7%	23,3%	19,2%	16,4%	14,3%	12,8%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4,8%	2,0%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-7,4%	-11,4%	-8,3%	-9,1%	-10,1%	5,5%	4,8%	4,2%	3,7%	3,2%	
1	Pozemky a stavby	-1,6%	2,8%	6,8%	6,4%	6,0%	5,6%	5,3%	5,0%	4,7%	4,5%	
1.I	Pozemky	1,9%	0,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
1.II	Stavby	-1,7%	2,9%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	5,4%	5,1%	4,9%	4,6%	
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	53,5%	-10,4%	9,6%	8,6%	7,4%	5,0%	2,9%	1,0%	-0,9%	-2,8%	
3	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-20,0%	-25,0%	-33,3%	-50,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4.I	Pěstební celky trvalých porostů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5,4%	2,2%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	11,3%	4,4%	9,4%	8,8%	8,3%	7,8%	7,3%	6,9%	6,6%	6,3%	
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Podíly - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
C. I.	Oběžná aktiva											
	Zásoby	-37,0%	14,6%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	1,8%	
C. I.1	Materiál	20,0%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Nedokončená výroba a polotovary	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Výrobky a zboží	91,8%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%	
	Výrobky	91,1%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Zboží	109,7%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%	
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	-77,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%	
C. II.	Pohledávky	-64,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	1,8%	
C. II.1	Dlouhodobé pohledávky	-99,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky z obchodních vztahů	-3,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I. III	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I. IV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I. V	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.1 Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.2 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.3 Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.4 Jiné pohledávky	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Krátkodobé pohledávky	34,6%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky z obchodních vztahů	27,7%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	2. II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2. IV	116,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%	
	Pohledávky ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	IV.1 Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	IV.2 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	IV.3 Stát - daňové pohledávky	92,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	IV.4 Krátkodobé poskytnuté zálohy	153,4%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
	IV.5 Dohadné účty aktivní	144,7%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	IV.6 Jiné pohledávky	49,5%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. III.1	Podily - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. IV.	Peněžní prostředky	-32,9%	39,3%	11,2%	6,1%	5,8%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%	9,3%	
C. IV.1	Peněžní prostředky v pokladně	-78,7%	39,3%	11,2%	6,1%	5,8%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%	9,3%	
2	Peněžní prostředky na účtech	-31,4%	39,3%	11,2%	6,1%	5,8%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%	9,3%	
D.	Časové rozlišení	5,1%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
1	Náklady příštích období	5,1%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
2	Komplexní náklady příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Příjmy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, vlastní kapitál – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	PASIVA CELKEM	-19,2%	-3,1%	-3,0%	-3,7%	-4,0%	4,6%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	
A.	Vlastní kapitál	-18,9%	5,3%	7,3%	2,1%	1,5%	52,0%	34,5%	25,9%	20,8%	17,4%	
A. I.	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. I. 1	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. I. 2	Vlastní podíl (-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. I. 3	Změny základního kapitálu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. II.	Ážio a kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. II. 1	Ážio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. II. 2	Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>Ostatní kapitálové fondy</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2.I	<i>Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2.II	<i>Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2.III	<i>Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2.IV	<i>Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2.V	<i>Fondy ze zisku</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. III.	Ostatní rezervní fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. III. 2	Statutární a ostatní fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	138,2%	-98,0%	1090,2%	-5,9%	43,8%	22,8%	635,9%	87,1%	47,0%	32,3%	
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	n.a.	-98,0%	1090,2%	-5,9%	43,8%	22,8%	635,9%	87,1%	47,0%	32,3%	
A. IV. 2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. IV. 3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-268,9%	-122,7%	46,0%	35,2%	-5,7%	601,8%	0,7%	0,8%	0,9%	0,8%	
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, cizí zdroje – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
B. + C.	Cizí zdroje	-19,3%	-4,4%	-4,7%	-4,8%	-5,1%	-5,4%	-5,7%	-6,0%	-6,4%	-6,8%	
B.	Rezervy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B. 1	Rezerva na důchody a podobné závazky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B. 2	Rezerva na daň z příjmů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B. 3	Rezerva podle vlastních právních předpisů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B. 4	Ostatní rezervy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C.	Závazky	-19,3%	-4,4%	-4,7%	-4,8%	-5,1%	-5,4%	-5,7%	-6,0%	-6,4%	-6,8%	
C. I.	Dlouhodobé závazky	-24,9%	-6,4%	-6,8%	-7,2%	-7,7%	-8,4%	-9,2%	-10,1%	-11,2%	-12,6%	
C. I. 1	Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I. I	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I. II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. I. 2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	66,7%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-50,0%	
C. I. 3	Dlouhodobé přijaté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. I. 4	Závazky z obchodních vztahů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. I. 5	Dlouhodobé směňky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. I. 6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. I. 7	Závazky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. I. 8	Odloužený daňový závazek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
C. I. 9	Závazky - ostatní	-27,9%	-7,4%	-8,0%	-8,6%	-9,4%	-10,4%	-11,6%	-13,1%	-15,1%	-17,8%	
	9. I	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	9. II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	9. III	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Jiné závazky	-27,9%	-7,4%	-8,0%	-8,6%	-9,4%	-10,4%	-11,6%	-13,1%	-15,1%	-17,8%	
C. II.	Krátkodobé závazky	9,4%	2,4%	2,1%	2,3%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	
C. II. 1	Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I. I	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I. II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. II. 2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	100,0%	50,0%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-25,0%	
C. II. 3	Krátkodobé přijaté zálohy	5,5%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
C. II. 4	Závazky z obchodních vztahů	36,5%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
C. II. 5	Krátkodobé směňky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. II. 6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. II. 7	Závazky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. II. 8	Závazky ostatní	-13,7%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
	8. I	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	8. II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	8. III	-19,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
	8. IV	-20,1%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	
	8. V	-36,3%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
	8. VI	-22,3%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	
	8. VII	240,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
D.	Časové rozlišení	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
D. 1	Výdaje příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
D. 2	Výnosy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva brutto – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
A.	AKTIVA CELKEM BRUTTO	-4,3%	2,6%	2,6%	2,4%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,6%	
	Pohledávky za upsaný základní kapitál	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B.	Dlouhodobý majetek	2,3%	1,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	2,3%	1,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1		2,0%	0,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
2	Ocenitelná práva	2,0%	0,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
	Software	2,0%	0,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
2.II	Ostatní ocenitelná práva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Goodwill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	9,7%	3,8%	8,2%	7,8%	7,3%	7,0%	6,6%	6,3%	6,0%	5,8%	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	43,1%	67,6%	41,3%	29,7%	23,3%	19,2%	16,4%	14,3%	12,8%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4,8%	2,0%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	2,3%	1,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	
B. II.	Pozemky a stavby	1,1%	3,6%	5,8%	5,6%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	
1.I		1,9%	0,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
1.II	Stavby	1,1%	3,6%	5,9%	5,7%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%	
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	8,0%	0,6%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	
3	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4.I	Péstitelské celky trvalých porostů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5,4%	2,2%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	11,3%	4,4%	9,4%	8,8%	8,3%	7,8%	7,3%	6,9%	6,6%	6,3%	
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Podíly - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva brutto – horizontální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
C. I.	Oběžná aktiva BRUTTO	-33,5%	13,3%	2,4%	5,8%	3,7%	3,3%	4,2%	4,6%	4,9%	5,2%	
	Zásoby	31,1%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	1,8%	
C. I.1	Materiál	29,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Nedokončená výroba a polotovary	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Výrobky a zboží	50,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,7%	
	Výrobky	50,5%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Zboží	60,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%	
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	-77,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	
C. II.	Pohledávky	-61,0%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
C. II.1	Dlouhodobé pohledávky	-99,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky z obchodních vztahů	-3,9%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I.III	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I.IV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	I.V	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.1 Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.2 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.3 Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	V.4 Jiné pohledávky	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Krátkodobé pohledávky	31,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky z obchodních vztahů	27,4%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	15,3%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	2.II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2.IV	70,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	Pohledávky ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	IV.1 Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	IV.2 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	IV.3 Stát - daňové pohledávky	92,2%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	IV.4 Krátkodobé poskytnuté zálohy	153,4%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
	IV.5 Dohadné účty aktivní	144,7%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
	IV.6 Jiné pohledávky	8,8%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. III.1	Podily - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. IV.	Peněžní prostředky	-32,9%	39,3%	11,2%	6,1%	5,8%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%	9,3%	
C. IV.1	Peněžní prostředky v pokladně	-78,7%	39,3%	11,2%	6,1%	5,8%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%	9,3%	
2	Peněžní prostředky na účtech	-31,4%	39,3%	11,2%	6,1%	5,8%	6,9%	7,7%	8,4%	9,0%	9,3%	
D.	Časové rozlišení	5,1%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
1	Náklady příštích období	5,1%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	
2	Komplexní náklady příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Příjmy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 32: Plánovaná rozvaha, vertikální analýza

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva – vertikální analýza

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
AKTIVA CELKEM		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	Pohledávky za upsané základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B.	Dlouhodobý majetek	68,1%	62,3%	58,9%	55,7%	52,3%	52,6%	52,7%	52,6%	52,3%	51,7%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,3%	0,3%	0,4%	0,0%	0,5%	0,0%	0,5%	0,0%	0,5%	0,0%
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1	Ocenitelná práva	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
2	Software	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
2.II	Ostatní ocenitelná práva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	67,7%	62,0%	58,6%	55,3%	51,8%	52,1%	52,2%	52,1%	51,8%	51,2%
B. II.	Pozemky a stavby	29,1%	30,9%	34,0%	37,5%	41,4%	41,8%	42,2%	42,2%	42,4%	42,5%
1.I	Pozemky	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%
1.II	Stavby	27,7%	29,4%	32,4%	35,9%	39,7%	40,1%	40,4%	40,6%	40,8%	40,9%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	7,8%	7,2%	8,1%	9,1%	10,2%	10,2%	10,1%	9,7%	9,2%	8,6%
3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	30,8%	23,8%	16,4%	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.I	Pěstebníkové celky trvalých porostů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Podíly - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva – vertikální analýza

		VPO Protivanov, a.s.									
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C. I.	Oběžná aktiva	31,3%	37,0%	40,3%	43,5%	46,9%	46,5%	46,5%	46,7%	47,0%	47,6%
	Zásoby	12,2%	12,9%	13,6%	14,4%	15,3%	14,9%	14,5%	14,1%	13,7%	13,4%
C. I.	Materiál	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,4%	10,1%	9,8%	9,6%	9,3%	9,1%
	Nedokončená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Výrobky a zboží	3,8%	4,0%	4,2%	4,5%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
	3/I Výrobky	3,6%	3,8%	4,0%	4,3%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%
	3/II Zboží	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
C. II.	Pohledávky	8,7%	9,2%	9,7%	10,3%	10,9%	10,6%	10,3%	10,1%	9,8%	9,6%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	I./ Pohledávky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	II/ Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	III/ Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	IV/ Odložená daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	V.1 Pohledávky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	V.2 Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	V.3 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	V.4 Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Krátkodobé pohledávky	8,7%	9,2%	9,7%	10,3%	10,9%	10,6%	10,3%	10,0%	9,8%	9,5%
	2/I Pohledávky z obchodních vztahů	7,7%	8,1%	8,5%	9,1%	9,6%	9,3%	9,1%	8,8%	8,6%	8,4%
	2/II Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
	2/III Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	2/IV Pohledávky ostatní	1,0%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
	IV.1 Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	IV.2 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	IV.3 Stát - daňové pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
	IV.4 Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
	IV.5 Dohadné účty aktivní	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
	IV.6 Jiné pohledávky	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. III.	Podilly - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. IV.	Peněžní prostředky	10,3%	14,9%	17,0%	18,8%	20,7%	21,1%	21,7%	22,5%	23,5%	24,6%
C. IV.	Peněžní prostředky v pokladně	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
2	Peněžní prostředky na účtech	10,2%	14,7%	16,9%	18,6%	20,5%	20,9%	21,5%	22,3%	23,3%	24,4%
D.	Časové rozlišení	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
1	Náklady příštích období	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
2	Komplexní náklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, vlastní kapitál – vertikální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
A.	Vlastní kapitál	13,1%	14,3%	15,8%	16,7%	17,7%	25,7%	33,0%	39,8%	46,0%	51,8%	
A. I.	Základní kapitál	32,8%	33,8%	34,9%	36,2%	37,7%	36,0%	34,6%	32,9%	31,5%	30,2%	
A. I. 1	Základní kapitál	32,8%	33,8%	34,9%	36,2%	37,7%	36,0%	34,4%	32,9%	31,5%	30,2%	
2	Vlastní podíl (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Změny základního kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. II.	Ážio a kapitálové fondy	-53,1%	-54,8%	-56,5%	-58,7%	-61,1%	-58,3%	-55,7%	-53,3%	-51,1%	-49,0%	
A. II. 1	Ážio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Kapitálové fondy	-53,1%	-54,8%	-56,5%	-58,7%	-61,1%	-58,3%	-55,7%	-53,3%	-51,1%	-49,0%	
	Ostatní kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2.I	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	-53,1%	-54,8%	-56,5%	-58,7%	-61,1%	-58,3%	-55,7%	-53,3%	-51,1%	-49,0%	
2.III	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2.IV	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2.V	Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. III.	Fondy ze zisku	33,4%	34,5%	35,5%	36,9%	38,4%	36,7%	35,1%	33,6%	32,1%	30,8%	
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%	10,4%	10,0%	9,5%	9,1%	8,7%	8,4%	
2	Statutární a ostatní fondy	24,3%	25,1%	25,9%	26,9%	28,0%	26,7%	25,5%	24,4%	23,4%	22,4%	
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	3,1%	0,1%	0,8%	0,8%	1,2%	1,4%	9,7%	17,4%	24,5%	31,1%	
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	3,1%	0,1%	0,8%	0,8%	1,2%	1,4%	9,7%	17,4%	24,5%	31,1%	
2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-3,1%	0,7%	1,1%	1,5%	1,5%	10,0%	9,6%	9,2%	8,9%	8,6%	
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, cizí zdroje – vertikální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
B. + C.	Cizí zdroje	86,9%	85,7%	84,2%	83,3%	82,3%	74,3%	67,0%	60,2%	54,0%	48,2%	
B.	Rezervy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	Rezerva na důchody a podobné závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1	Rezerva na daň z příjmů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Rezerva podle zvláštních právních předpisů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Ostatní rezervy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Závazky	86,9%	85,7%	84,2%	83,3%	82,3%	74,3%	67,0%	60,2%	54,0%	48,2%	
C. I.	Dlouhodobé závazky	67,4%	65,2%	62,6%	60,3%	58,0%	50,7%	44,0%	37,8%	32,2%	27,0%	
C. I.	Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>I. I</i> Vyměnitelné dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>I. II</i> Ostatní dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Závazky k úvěrovým institucím	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Dlouhodobé přijaté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Závazky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Dlouhodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7	Závazky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
8	Odloužený danový závazek	9,7%	10,0%	10,3%	10,7%	11,1%	10,6%	10,1%	9,7%	9,3%	8,9%	
9	Závazky - ostatní	57,8%	55,2%	52,3%	49,6%	46,8%	40,1%	33,8%	28,1%	22,9%	18,0%	
	Závazky ke společníkům	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>9. I</i> Dohadné účty pasivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>9. II</i> Jiné závazky	57,8%	55,2%	52,3%	49,6%	46,8%	40,1%	33,8%	28,1%	22,9%	18,0%	
	<i>9. III</i>											
C. II.	Krátkodobé závazky	19,4%	20,5%	21,6%	22,9%	24,3%	23,6%	23,0%	22,4%	21,8%	21,3%	
C. II.	Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>I. I</i> Vyměnitelné dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>I. II</i> Ostatní dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Závazky k úvěrovým institucím	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Krátkodobé přijaté zálohy	7,9%	8,3%	8,8%	9,3%	9,9%	9,6%	9,3%	9,1%	8,9%	8,6%	
4	Závazky z obchodních vztahů	7,3%	7,7%	8,1%	8,6%	9,1%	8,8%	8,6%	8,4%	8,1%	7,9%	
5	Krátkodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7	Závazky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
8	Závazky ostatní	4,3%	4,5%	4,7%	5,0%	5,3%	5,2%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	
	Závazky ke společníkům	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>8. I</i> Krátkodobé finanční výpomoci	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	<i>8. II</i> Závazky k zaměstnancům	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	
	<i>8. III</i>											
	<i>8. IV</i> Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	
	<i>8. V</i> Stát - daňové závazky a dotace	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	
	<i>8. VI</i> Dohadné účty pasivní	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	
	<i>8. VII</i> Jiné závazky	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	
	Časové rozlišení	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1	Výdaje příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Výnosy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva brutto – vertikální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	AKTIVA CELKEM BRUTTO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
B.	Dlouhodobý majetek	87,0%	85,6%	85,2%	85,0%	84,9%	84,7%	84,4%	84,1%	83,8%	83,4%	
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1	Ocenitelná práva	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
2	Software	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
2.I	Ostatní ocenitelná práva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	84,9%	83,6%	83,2%	83,0%	82,9%	82,7%	82,4%	82,1%	81,8%	81,4%	
B. II.	Pozemky a stavby	19,3%	19,5%	20,1%	20,7%	21,3%	21,9%	22,5%	23,0%	23,5%	23,9%	
1	Pozemky	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
1.II	Stavby	18,8%	19,0%	19,6%	20,2%	20,8%	21,4%	22,0%	22,5%	23,0%	23,4%	
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	23,3%	22,9%	23,0%	23,1%	23,2%	23,3%	23,4%	23,5%	23,6%	23,6%	
3	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	42,3%	41,2%	40,1%	39,2%	38,3%	37,4%	36,5%	35,6%	34,7%	33,8%	
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4.I	Péstitelské celky trvalých porostů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
B. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Podíly - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: vlastní odhad

VPO Protivanov, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva brutto – vertikální analýza

		VPO Protivanov, a.s.										
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
C. I.	Oběžná aktiva BRUTTO	12,8%	14,1%	14,5%	14,7%	14,9%	15,1%	15,3%	15,6%	16,0%	16,4%	
	Zásoby	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	
C. I.	Materiál	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	
	Nedokončená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Výrobky a zboží	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
	3/I Výrobky	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
	3/II Zboží	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
C. II.	Pohledávky	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	I./ Pohledávky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	II./ Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	III./ Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	I./IV./ Odložená daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	IV./ Pohledávky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	V.1 Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	V.2 Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	V.3 Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	V.4 Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Krátkodobé pohledávky	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	
	2/I Pohledávky z obchodních vztahů	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%	
	2/II Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	2/III Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	2/IV Pohledávky ostatní	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
	IV.1 Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	IV.2 Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	IV.3 Stát - daňové pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	IV.4 Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
	IV.5 Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	IV.6 Jiné pohledávky	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
C. III.	Podilly - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
C. IV.	Peněžní prostředky	3,8%	5,1%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,5%	6,9%	7,4%	7,8%	
C. IV.	Peněžní prostředky v pokladně	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
2	Peněžní prostředky na účtech	3,7%	5,1%	5,5%	5,7%	5,9%	6,2%	6,5%	6,9%	7,3%	7,8%	
D.	Časové rozlišení	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
1	Náklady příštích období	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
2	Komplexní náklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 33: Plánovaný výkaz o peněžních tocích

VPO Protivanov, a.s. – plánovaný výkaz o peněžních tocích (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
P.	14 567	9 770	13 615	15 141	16 058	16 986	18 157	19 561	21 205	23 108
Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů										
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnosti)										
Z.	-2 891	656	958	1 295	1 507	10 579	10 658	10 740	10 842	10 930
Výsledek hospodářství před zdaněním										
A.1.	12 810	10 945	10 861	10 834	10 829	3 679	3 801	3 922	4 043	4 163
A.1.1.	10 217	9 501	9 619	9 735	9 886	2 871	3 133	3 400	3 672	3 948
A.1.2.	715	83	75	83	65	66	67	68	70	71
A.1.3.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.1.4.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.1.5.	1 878	1 360	1 167	1 016	879	743	601	454	302	144
A.1.6.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.*	9 919	11 601	11 819	12 129	12 337	14 759	14 459	14 662	14 885	15 094
Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu										
A.2.	13 447	-133	-119	-133	-104	-105	-107	-109	-111	-113
Změna stavu pracovního kapitálu										
A.2.1.	15 090	-247	-221	-247	-192	-196	-199	-203	-206	-210
A.2.2.	1 585	441	395	442	344	350	356	362	368	375
A.2.3.	-3 228	-327	-293	-328	-255	-259	-264	-269	-273	-278
A.2.4.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.**	23 365	11 468	11 700	11 996	12 233	14 153	14 352	14 553	14 774	14 981
Čistý provozní peněžní tok před zdaněním										
A.3.	-2 199	-1 584	-1 467	-1 349	-1 232	-1 116	-1 000	-884	-768	-652
Vyplacené úroky										
A.4.	320	225	300	333	353	374	399	430	467	508
Přijaté úroky										
A.5.	0	0	0	0	-286	-2 010	-2 025	-2 041	-2 060	-2 077
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost										
A.6.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Přijaté podíly na zisku										
A.7.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.***	21 487	10 108	10 533	10 980	11 068	11 401	11 726	12 059	12 412	12 760
Čistý peněžní tok z provozní činnosti										
B.1.	-5 100	-2 200	-4 938	-5 052	-5 140	-5 230	-5 321	-5 415	-5 509	-5 606
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv										
B.2.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Přijmy z prodeje stálých aktiv										
B.3.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám										
B.***	-5 100	-2 200	-4 938	-5 052	-5 140	-5 230	-5 321	-5 415	-5 509	-5 606
Čistý peněžní tok z investiční činnosti										
C.1.	-21 184	-4 064	-4 068	-4 012	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000
Změna stavu závazků z financování										
C.2.	0	0	0	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Dopady změn vlastního kapitálu										
C.2.1.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Peněžní zvýšení základního kapitálu										
C.2.2.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vyplacení podílů na vlastním kapitálu společníkům										
C.2.3.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další vklady peněžních prostředků společníkům										
C.2.4.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Úhrada ztráty společnosti										
C.2.5.	0	0	0	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Přímé platby na vrub fondů										
C.2.6.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vyplacené podíly na zisku										
C.***	-21 184	-4 064	-4 068	-5 012	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000
Čistý peněžní tok z finanční činnosti										
F.	-4 797	3 844	1 527	917	928	1 171	1 405	1 644	1 903	2 154
Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů										
R.	9 770	13 615	15 141	16 058	16 986	18 157	19 561	21 205	23 108	25 262
Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů										

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 34: Plánované poměrové ukazatele

Plánované poměrové ukazatele I.

Ziskové marže										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Hrubá marže	26,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	29,0%	29,0%	29,0%	28,9%	28,9%
Marže EBITDA reportované	6,2%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%
Marže EBITDA operační	5,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%
Marže provozního zisku	-0,6%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	6,9%	6,8%	6,6%	6,5%	6,3%
Marže EBIT operační	-1,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	6,4%	6,3%	6,1%	6,0%	5,8%
Marže zisku před zdaněním	-1,9%	0,4%	0,6%	0,8%	0,9%	6,4%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%
Marže čistého zisku	-1,9%	0,4%	0,6%	0,8%	0,7%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%

Dlouhodobá finanční rovnováha										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Debt ratio	0,87	0,86	0,84	0,83	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,48
Equity ratio	0,13	0,14	0,16	0,17	0,18	0,26	0,33	0,40	0,46	0,52
Debt to equity ratio	6,61	6,00	5,33	4,97	4,64	2,89	2,03	1,51	1,17	0,93
Úrokové krytí I.	-1,14	0,90	1,04	1,25	1,42	9,57	10,60	11,91	13,62	15,92
Úrokové krytí II.	3,50	6,89	7,59	8,47	9,45	12,14	13,73	15,75	18,40	21,98
Podíl dlouhodobého majetku na aktivech	0,68	0,62	0,59	0,56	0,52	0,53	0,53	0,53	0,52	0,52
Krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem	1,18	1,28	1,33	1,38	1,45	1,45	1,46	1,48	1,50	1,52
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	0,19	0,23	0,27	0,30	0,34	0,49	0,63	0,76	0,88	1,00
Čistý dluh	44 865	36 957	31 362	26 434	21 505	16 335	10 930	5 286	-617	-6 771
Čistý dluh / EBITDA	5,82	3,38	2,82	2,31	1,85	1,21	0,80	0,38	-0,04	-0,47
Teoretická doba splácení dluhů	3,71	6,79	5,92	5,23	4,78	4,23	3,69	3,16	2,64	2,12

Produktivita práce										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Mzdová náročnost tržeb	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Osobní náklady k přidané hodnotě	81,9%	76,2%	76,2%	76,1%	76,1%	73,4%	73,5%	73,6%	73,6%	73,7%
Produktivita práce z přidané hodnoty	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Produktivita práce z tržeb	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Průměrný osobní náklad roční	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Průměrná mzda roční	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Průměrná mzda měsíční v CZK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Likvidita										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Běžná	1,61	1,80	1,87	1,90	1,93	1,97	2,02	2,09	2,16	2,24
Pohotová	0,98	1,17	1,24	1,27	1,30	1,34	1,39	1,46	1,53	1,61
Hotovostní	0,53	0,72	0,79	0,82	0,85	0,89	0,95	1,01	1,08	1,16
Obrotovost čistého pracovního kapitálu	11,55	10,82	9,22	8,75	8,45	8,12	7,75	7,34	6,92	6,49

Zdroj: Vlastní odhad

Plánované poměrové ukazatele II.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rentabilita										
ROE	-20,8%	5,1%	7,1%	9,1%	8,5%	46,7%	33,3%	25,9%	21,2%	18,0%
ROA _{EBIT operacní}	-2,4%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	12,7%	12,0%	11,4%	10,9%	10,3%
ROCE _{EBIT operacní}	-2,8%	1,9%	2,1%	2,5%	2,7%	16,7%	15,7%	14,8%	14,0%	13,2%
Aktivita										
Obrat aktiv	1,37	1,60	1,68	1,78	1,88	1,91	1,86	1,81	1,76	1,72
Obrat dlouhodobého majetku	2,17	2,45	2,78	3,11	3,49	3,64	3,53	3,43	3,36	3,30
Obrat zásob	14,22	12,71	12,70	12,71	12,67	12,67	12,67	12,67	12,67	12,67
Obrat krátkodobých pohledávek	20,25	17,86	17,83	17,85	17,80	17,80	17,80	17,80	17,80	17,80
Obrat krátkodobých závazků	8,27	8,01	7,99	8,00	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98	7,98
Doba obratu aktiv	266	228	217	205	194	191	196	202	207	212
Doba obratu dlouhodobého majetku	168	149	131	118	105	100	103	106	109	110
Doba obratu zásob	26	29	29	29	29	29	29	29	29	29
Doba obratu pohledávek	18	20	20	20	21	21	21	21	21	21
Doba obratu krátkodobých závazků	44	46	46	46	46	46	46	46	46	46
Ukazatele z cash flow										
Rentabilita vlastního kapitálu z cash-flow	154,9%	79,2%	77,6%	77,4%	76,6%	62,1%	45,2%	35,9%	30,0%	26,0%
Krátkodobá likvidita z cash-flow	1,22	0,54	0,55	0,57	0,56	0,57	0,57	0,58	0,58	0,59
Stupeň oddlužení	0,23	0,13	0,14	0,15	0,16	0,17	0,19	0,21	0,23	0,25

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 35: Plánované absolutní ukazatele

Plánované absolutní ukazatele (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Úrovně výnosů a zisku										
Výnosy	150 079	153 578	156 873	160 508	163 331	166 203	169 131	172 115	175 156	178 255
Tržby	145 326	148 814	151 939	155 434	158 154	160 922	163 738	166 603	169 519	172 485
Přidaná hodnota	39 020	42 992	43 880	44 920	45 722	48 228	49 023	49 831	50 669	51 504
EBITDA reportovaná	9 350	11 666	11 896	12 201	12 430	14 353	14 556	14 760	14 985	15 195
Provozní zisk	-867	2 165	2 277	2 466	2 545	11 483	11 423	11 360	11 313	11 247
Zisk před zdaněním	-2 891	656	958	1 295	1 507	10 579	10 658	10 740	10 842	10 930
Čistý zisk	-2 891	656	958	1 295	1 221	8 569	8 633	8 699	8 782	8 854
EBITDA operační	7 702	10 923	11 137	11 424	11 640	13 550	13 798	13 928	14 138	14 394
EBIT operační	-2 514	1 421	1 518	1 690	1 755	10 679	10 605	10 528	10 466	10 385
Čistý pracovní kapitál										
Zásoby	11 566	11 843	12 092	12 370	12 586	12 807	13 031	13 259	13 491	13 727
Krátkodobé pohledávky	8 235	8 433	8 610	8 808	8 962	9 119	9 278	9 441	9 606	9 774
Peněžní prostředky a ekvivalenty	9 770	13 615	15 141	16 058	16 986	18 157	19 561	21 205	23 108	25 262
Časové rozlišení aktivní	606	620	633	648	659	671	682	694	706	719
Pracovní kapitál brutto	30 176	34 511	36 476	37 884	39 194	40 753	42 553	44 599	46 911	49 482
Krátkodobé závazky	18 368	18 808	19 203	19 645	19 989	20 339	20 695	21 057	21 425	21 800
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistý pracovní kapitál	11 809	15 702	17 273	18 238	19 205	20 414	21 858	23 542	25 486	27 682

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 36: Plánované komplexní hodnocení podniku

Metody komplexního hodnocení podniku – bonitní a bankrotní modely – plán

Bonitní a bankrotní modely	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Altmanovo Z' Score pro neobchodované podniky	1,48	1,84	1,96	2,08	2,21	2,63	2,69	2,76	2,85	2,94
Hodnocení (1,23; 2,90)	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	prosperita
IN05	0,48	0,76	0,80	0,85	0,89	1,61	1,60	1,59	1,59	1,60
Hodnocení (0,90; 1,60)	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	^{bankrot} šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna
Kralický rychlý test	3,50	3,25	3,25	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50
Hodnocení (2; 3)	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	bankrot	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 37: Korig. provozní výsledek hospodaření

Plánovaný korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Provozní výsledek hospodaření	-867	2 165	2 277	2 466	2 545	11 483	11 423	11 360	11 313	11 247
Tržby z prodeje neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržby z prodeje materiálu, neprovozního oběžného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného materiálu, neprovozního oběžného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tvorba opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zúčtování opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další výnosy spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další náklady spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek zohledňující pouze hlavní podnikatelskou činnost	-867	2 165	2 277	2 466	2 545	11 483	11 423	11 360	11 313	11 247
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-1 635	-82	-74	-83	-64	-65	-66	-68	-69	-70
Přijaté úroky z provozně nutného krátkodobého finančního majetku	301	155	190	204	208	209	211	214	216	219
Další finanční výnosy plynoucí z provozně nutného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční náklady spojené s provozně nutným majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH)	1 069	2 402	2 541	2 752	2 817	11 757	11 700	11 642	11 598	11 536
Sazba DPPPO	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Upravená daň z příjmů	203	456	483	523	535	2 234	2 223	2 212	2 204	2 192
Core EBIT (KPVH) po daních	866	1 946	2 058	2 229	2 282	9 523	9 477	9 430	9 394	9 344
Tvorba opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	715	83	75	83	65	66	67	68	70	71
Zúčtování opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy provozně nutného oběžného majetku (zejména pohledávky)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	1 581	2 029	2 133	2 313	2 347	9 590	9 545	9 498	9 464	9 415
Odpisy provozně potřebného dlouhodobého majetku	10 217	9 501	9 619	9 735	9 886	2 871	3 133	3 400	3 672	3 948
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	11 798	11 531	11 752	12 047	12 232	12 460	12 677	12 898	13 136	13 364

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 38: Volné peněžní toky

Plánované volné peněžní toky (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	11 798	11 531	11 752	12 047	12 232	12 460	12 677	12 898	13 136	13 364
Brutto investice do provozně potřebných stálých aktiv	5 100	2 200	4 938	5 052	5 140	5 230	5 321	5 415	5 509	5 606
Změna provozně potřebného pracovního kapitálu v brutto hodnotách	-13 369	270	242	270	210	214	218	222	226	229
FCFF	20 067	9 061	6 572	6 725	6 882	7 016	7 138	7 262	7 401	7 528
Nákladové úroky po zdanění	1 781	1 283	1 188	1 092	998	904	810	716	622	528
Změna úročeného cizího kapitálu	-21 184	-4 064	-4 068	-4 012	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000	-4 000
FCFE	-2 898	3 714	1 316	1 621	1 883	2 112	2 328	2 546	2 779	3 000

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 39: Náklady kapitálu

Náklady kapitálu

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze	
Bezriziková sazba	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	1,470%	2,707%
Nezadlužená beta	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810	0,810
Riziková přírážka trhu	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%	4,661%
Koeficient vlivu rizika země na daný podnik	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Riziková přírážka země	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%
Premie za malou společnost	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%
Náklady vlastního kapitálu nezadlužené	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	10,255%	11,492%
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze	
Riziko selhání země	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%	0,794%
Podíl volatilitu akciového a dluhopisového trhu	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Úprava podílu volatilit dle modifikace BUUS	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Riziková přírážka země	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%	1,429%
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze	
Cizí kapitál k 1.1.	55 022	54 635	50 571	46 503	42 492	38 492	34 492	30 492	26 492	22 492	18 492	
Podíl cizího kapitálu k 1.1.	73,7%	65,6%	61,7%	56,0%	50,6%	45,3%	40,1%	35,1%	30,1%	25,3%	20,6%	
Podíl vlastního kapitálu k 1.1.	26,3%	34,4%	38,3%	44,0%	49,4%	54,7%	59,9%	64,9%	69,9%	74,7%	79,4%	
Podíl cizího a vlastního kapitálu k 1.1.	280,8%	190,6%	161,1%	127,5%	102,4%	82,8%	67,0%	54,0%	43,1%	33,9%	25,9%	
Náklady vlastního kapitálu zadlužené	28,19%	22,43%	20,44%	18,21%	16,55%	15,25%	14,19%	13,32%	12,59%	11,97%	12,77%	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze	
Náklady cizího kapitálu nominální	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	2,900%	3,457%
Daňová sazba	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Náklady cizího kapitálu po dani	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,80%
Průměrné vážené náklady kapitálu	9,13%	9,26%	9,28%	9,32%	9,37%	9,40%	9,44%	9,47%	9,50%	9,53%	10,72%	

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 40: Podklady pro pokračující hodnotu

Podklady pro pokračující hodnotu (v tisících CZK)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Přírůstek KPVH před odpisy po daních	-45	-267	221	296	185	228	217	221	238	228
Přírůstek KPVH po daních	-19	448	104	180	34	7 243	-45	-47	-34	-49
Investice netto	-18 486	-7 032	-4 439	-4 413	-4 535	2 573	2 406	2 236	2 063	1 887
Tempo růstu tržeb	1,8%	2,4%	2,1%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%
Tempo růstu PNIK	-21,8%	-10,6%	-7,5%	-8,0%	-9,0%	5,6%	4,9%	4,4%	3,9%	3,4%
Tempo růstu core EBITDA po daních	-0,4%	-2,3%	1,9%	2,5%	1,5%	1,9%	1,7%	1,7%	1,8%	1,7%
Tempo růstu core EBIT po daních	-1,2%	28,4%	5,1%	8,4%	1,5%	308,7%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,5%
Tempo růstu FCFF	162,1%	-54,8%	-27,5%	2,3%	2,3%	2,0%	1,7%	1,7%	1,9%	1,7%
Rentabilita PNIK (core EBITDA po daních)	13,9%	17,3%	19,8%	21,9%	24,2%	27,1%	26,1%	25,3%	24,7%	24,1%
Rentabilita PNIK (core EBIT po daních)	1,9%	3,1%	3,6%	4,2%	4,6%	20,8%	19,6%	18,6%	17,8%	17,0%
Rentabilita investic netto	0,3%	-2,4%	-1,5%	-4,1%	-0,8%	-159,7%	-1,7%	-1,9%	-1,5%	-2,4%
Míra investic	-1169,3%	-346,5%	-208,1%	-190,8%	-193,3%	26,8%	25,2%	23,5%	21,8%	20,0%
Obrat investovaného kapitálu	1,71	2,24	2,56	2,83	3,13	3,49	3,37	3,26	3,18	3,12

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 41: Model diskontovaných peněžních toků

Model diskontovaných peněžních toků (v tisících CZK)

DCF Entity	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	PH
Náklady vlastního kapitálu po vyladení kapitálové struktury	28,19%	22,43%	20,44%	18,21%	16,55%	15,25%	14,19%	13,32%	12,59%	11,97%	12,77%
Průměrné vážené náklady kapitálu	WACC	9,13%	9,26%	9,28%	9,32%	9,37%	9,40%	9,47%	9,50%	9,53%	10,72%
Hodnota podniku brutto PROVOZNI k počátku období	$H_{t(0)}$	74 615	83 304	81 956	82 987	83 999	84 984	85 960	87 911	88 866	89 809
Cizí kapitál k počátku období	CK	-	55 022	50 571	46 503	42 492	38 492	30 492	26 492	22 492	18 492
Výsledný podíl cizího kapitálu	CK/K	73,7%	65,6%	61,7%	56,0%	50,6%	45,3%	35,1%	30,1%	25,3%	20,6%
Hodnota podniku netto PROVOZNI k počátku období	$H_{t(0)}$	19 593	28 669	31 385	36 484	41 507	46 492	51 468	56 445	61 419	71 318
Hodnota neprovozních aktiv k počátku období	+	6 671									
Hodnota podniku netto k počátku období	H_t	=	26 263								

DCF APV	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	PH
Náklady vlastního kapitálu nezadlužené	$n_{K(0)}$	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	10,25%	11,49%
Hodnota nezadlužené firmy k počátku období	+	67 374	76 110	74 854	75 958	77 022	78 089	79 025	80 932	81 830	82 694
Současná hodnota daňových štitů	DS	+	7 241	7 102	7 029	6 977	6 945	6 934	6 979	7 035	7 115
Hodnota podniku brutto PROVOZNI k počátku období	$H_{t(0)}$	=	74 615	83 304	81 956	82 987	83 999	84 984	85 960	87 911	88 866
Cizí kapitál k počátku období	CK	-	55 022	50 571	46 503	42 492	38 492	30 492	26 492	22 492	18 492
Hodnota podniku netto PROVOZNI k počátku období	$H_{t(0)}$	=	19 593	28 669	31 385	36 484	41 507	46 492	51 468	56 445	61 419
Hodnota provozně nepotřebných aktiv	+	6 671									
Hodnota podniku netto k počátku období	H_t	=	26 263								

Zdroj: vlastní odhad