

Projekt stanovení hodnoty podniku XY, spol. s r.o. vybranými výnosovými metodami oceňování

Bc. Adéla Kepáková

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Adéla Kepáková**
Osobní číslo: **M11388**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku XY, spol. s r.o.
výbranými výnosovými metodami oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě odborné literatury charakterizujte metody a postupy užívané pro oceňování podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky vývoje hospodaření dané společnosti.
- V návaznosti na předchozí analýzy vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu společnosti XY, spol. s r.o. s využitím vybraných výnosových metod.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana et al. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 22. února 2013
Termín odevzdání diplomové práce: 2. května 2013

Ve Zlíně dne 22. února 2013


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 2.5.2013

Kegálová

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložil, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídí k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Náplní mé diplomové práce je problematika stanovení hodnoty výrobní společnosti XY, spol. s r.o. pomocí výnosových metod oceňování – metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty. Teoretická část poskytuje informace o podniku jakožto předmětu ocenění, důvodech ocenění a faktoru času a rizika v podobě diskontní míry. Dále obsahuje postup při ocenění a také představuje využívané metody s důrazem na výnosové metody. Doplnkem je zajímavá kritika znaleckých posudků. Navazující část praktická obsahuje detailní strategickou a finanční analýzu sloužící pro sestavení 2 variant finančního plánu pro období 2013–2016. Pomocí vypracovaného finančního plánu a určené diskontní míry je pak přistoupeno k samotnému ocenění.

Klíčová slova: hodnota podniku, diskontní míra, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, diskontované cash flow, ekonomická přidaná hodnota

ABSTRACT

The content of my master thesis is the issue of determining the value of the company XY, spol. s r.o. using the yield valuation methods – discounted cash flows and economic value added. The theoretical part provides the information about the enterprise, as the subject of valuation, reasons of valuation and time factor and risk factor as the discount rate. It also contains a procedure of valuation and also methods with focus on yield methods. Interesting part is critique of expert evidence. Follow practical part contains a detailed strategic and financial analysis used for constructing 2 variants of the financial plan for the period 2013-2016. With a formulated financial plan and calculated discount rate is realized evaluation.

Keywords: enterprise value, discount rate, strategic analysis, financial analysis, financial plan, discounted cash flow, economic value added

Na tomto místě bych ráda poděkovala panu Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph.D., mému vedoucímu práce, za jeho vstřícný přístup, cenné rady a čas, který mi věnoval v průběhu realizace mé diplomové práce.

Poděkování patří také společnosti XY, spol. s r.o., která byla ochotna se mnou spolupracovat a poskytla mi potřebná data pro zpracování této diplomové práce.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	10
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 DŮVODY OCENĚNÍ.....	14
1.2 KATEGORIE HODNOTY.....	15
1.2.1 Subjektivní hodnota (investiční hodnota).....	15
1.2.2 Objektivizovaná hodnota.....	16
1.2.3 Tržní hodnota.....	16
1.2.4 Přístup na základě Kolínské školy.....	17
1.3 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ.....	17
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	18
2.1 FAKTOR ČASU.....	18
2.2 FAKTOR RIZIKA	18
2.2.1 Celkové podnikatelské riziko.....	19
2.2.2 Riziko obchodní a finanční.....	19
2.2.2.1 Prodejní a provozní riziko.....	20
2.2.3 Riziko systematické a nesystematické.....	20
2.3 DISKONTNÍ MÍRA.....	21
2.3.1 Náklady kapitálu.....	22
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	24
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	24
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	25
3.2.1 Relevantní trh.....	25
3.2.2 Analýza konkurence.....	26
3.2.3 Prognóza tržeb.....	26
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	27
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	27
3.5 GENERÁTORY HODNOTY.....	27
3.6 FINANČNÍ PLÁN.....	28
3.7 VÝBĚR VHODNÉ METODY.....	28
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	29
4.1 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ.....	30
4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	30
4.1.1.1 Metoda DCF entity.....	31
4.1.1.2 Metoda DCF equity.....	32
4.1.1.3 Metoda DCF APV.....	33
4.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	34
4.1.3 Metoda kapitalizovaných zisků.....	35

4.2	TRŽNÍ METODY	35
4.3	MAJETKOVÉ METODY	35
4.4	KOMBINOVANÉ METODY	36
4.5	REÁLNÉ OPCE	36
5	KRITIKA ZNALECKÝCH POSUDKŮ	37
II	PRAKTICKÁ ČÁST	38
6	ZÁKLADNÍ INFORMACE O OCEŇOVANÉM PODNIKU	39
7	CÍL A ÚČEL OCENĚNÍ	40
8	STRATEGICKÁ ANALÝZA	41
8.1	MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	41
8.2	VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU	41
8.2.1	Vymezení relevantního trhu z hlediska produktu	41
8.2.2	Vymezení relevantního trhu z hlediska území	42
8.2.3	Vymezení relevantního trhu z hlediska zákazníků	43
8.2.4	Vymezení relevantního trhu z hlediska konkurentů	43
8.3	PROGNÓZA VÝVOJE RELEVANTNÍHO TRHU	43
8.3.1	Česká republika	44
8.3.2	Německo	47
8.3.3	Francie	48
8.3.4	Rakousko	50
8.3.5	Nizozemí	51
8.3.6	Slovenská republika	52
8.3.7	Relevantní trh celkem	54
8.4	PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU XY, SPOL. S R.O.	54
8.4.1	Analýza vnitřního potenciálu	54
8.4.2	Identifikace konkurentů a zhodnocení vnitřního potenciálu	56
8.4.3	Stanovení tržního podílu a prognóza tržeb společnosti	58
9	FINANČNÍ ANALÝZA	60
9.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	60
9.1.1	Rozbor tempa růstu položek rozvahy a struktury majetku a závazků	60
9.1.2	Rozbor tempa růstu položek výsledovky a struktury nákladů a výnosů	63
9.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	65
9.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	66
9.4	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ – PREDIKCE FINANČNÍ TÍSNĚ	71
9.5	SPIDER ANALÝZA	72
10	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN	73
10.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	73
10.1.1	Plán výkazu zisku a ztráty – realistická varianta	74
10.1.2	Plán výkazu zisku a ztráty – pesimistická varianta	74
10.2	PLÁN ROZVAHY	75
10.2.1	Plánovaná rozvaha – realistická varianta	76
10.2.2	Plánovaná rozvaha – pesimistická varianta	76
10.3	PLÁN CASHFLOW	77
10.3.1	Plánovaný výkaz cash flow – realistická varianta	77

10.3.2	Plánovaný výkaz cash flow – pesimistická varianta	78
11	VÝPOČET DISKONTNÍ MÍRY	79
11.1	NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL.....	79
11.1.1	Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM.....	79
11.1.2	Model INFA	80
11.1.3	Komplexní stavebnicová metoda	80
11.1.4	Vážené průměrné náklady na vlastní kapitál	82
11.2	NÁKLADY NA CIZÍ KAPITÁL	82
11.3	VÁŽENÉ PRŮMĚRNÉ NÁKLADY NA KAPITÁL	83
12	OCENĚNÍ PODNIKU XY, SPOL. S R.O. – REALISTICKÁ VERZE	84
12.1	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	84
12.2	INVESTOVANÝ KAPITÁL PROVOZNĚ NUTNÝ	84
12.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	85
12.4	METODA DCF ENTITY	85
12.5	METODA DCF EQUITY	88
12.6	METODA EVA.....	89
13	OCENĚNÍ PODNIKU XY, SPOL. S R.O. – PESIMISTICKÁ VERZE.....	91
13.1	INVESTOVANÝ KAPITÁL PROVOZNĚ NUTNÝ	91
13.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	91
13.3	METODA DCF ENTITY	91
13.4	METODA DCF EQUITY	93
13.5	METODA EVA.....	93
	ZÁVĚR	95
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....	97
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	100
	SEZNAM OBRÁZKŮ	101
	SEZNAM TABULEK.....	102
	SEZNAM PŘÍLOH.....	106

ÚVOD

Ocenění podniku je považováno za komplexní problém podnikového hospodářství, jelikož vyžaduje posouzení nejenom finanční situace, ale i jiných stránek podniku. Význam této problematiky vzrostl především po roce 1990 z důvodu privatizace státních podniků. Zjištění hodnoty podniku nevyžadují jenom manažeři z důvodu dlouhodobých strategických rozhodnutí, ale také ostatní stakeholdeři, tedy subjekty, které jsou určitým způsobem zainteresovány. Podněty vedoucí k potřebě znát hodnotu podniku jsou různorodé, může se jednat o důvody související s vlastnickými změnami, či naopak důvody, které se změnou vlastnictví nesouvisí.

Oblast oceňování vyžaduje rozsáhlé vědomosti a také praktické zkušenosti. Předpokladem je také čerpání kvalitních informací a profesionální úsudek, častým problémem je však vnesení subjektivity do ocenění. Na počátku musí odhadce určit, jaký je účel stanovení hodnoty, podle čehož jsou zvoleny nejvhodnější metody.

Cílem práce je poskytnout managementu, který je představován vlastníky podniku, informaci o hodnotě jejich společnosti k datu 1.1. 2013. Zjištěná hodnota nemá jenom informativní charakter, ale může být nápomocna při řízení a budoucím rozhodování. Předmětem ocenění je malý výrobní podnik XY, spol. s r.o. specializující se na drátěný program.

Práce je rozdělena na dvě části. Teoretický základ definuje pojem podnik, uvádí jednotlivé kategorie hodnoty a také představuje způsob zohlednění faktoru času a rizika v podobě diskontní míry. Důležitou částí je objasnění postupu provedení ocenění a také charakteristika existujících metod, přičemž byl kladen důraz na výnosové metody. Poslední částí je kritika profesora Miloše Maříka týkající se zpracování znaleckých posudků v praxi, které disponují určitými nedostatky.

Praktická část je zahájena představením dané firmy a následuje pravděpodobně nejdůležitější část – strategická analýza. Jejím úkolem je vymezení relevantního trhu, analýza konkurence a prognóza tržeb. Tržby pro období 2013–2016 byly predikovány na základě statistických metod jako je regresní a korelační analýza či vyrovnání časových řad určitým trendem. Následuje finanční analýza, která má za úkol zhodnotit dosavadní vývoj hospodaření. Poté je možno přistoupit k sestavení finančního plánu. Strategická analýza je pečlivě zpracována, existuje však stále riziko, že se trh a tedy i tržby oceňované společnosti nebudou ubírat žadaným směrem. Proto byl finanční plán vypracován ve dvou variantách, a sice v realistické variantě, která prezentuje zjištěné procento růstu pomocí statistických metod,

a také v pesimistické verzi, která představuje o 2 % nižší tempo růstu tržeb než předchozí varianta. Dalším požadovaným parametrem je diskontní sazba, a to ve formě nákladů na vlastní kapitál a také vážených průměrných nákladů na kapitál.

Poté je již přistoupeno k ocenění společnosti. Protože podnik splňuje předpoklad going concern, mohou být využity výnosové metody, konkrétně metoda diskontovaných peněžních toků ve dvou variantách – entity a equity a také metoda ekonomické přidané hodnoty, která potvrdí správnost výsledku DCF entity.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oblast oceňování považuje Dluhošová (2010) za jednu z významných oblastí finančního řízení, protože otázka hodnoty podniku je významným kritériem pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu.

Účelem oceňování je stanovení hodnoty podniku, který se považuje za zboží určené ke směně. Každý podnikatel si dříve nebo později položí otázku, jaká je vlastně hodnota jeho podniku. (Marek, 2009)

Otázku, proč „ohodnocovat hodnotu“ si položili i Koller, Goedhart a Wessels (2010). Jejich odpověď zní, že hodnota je obzvláště užitečné měřítkem výkonu, neboť bere v úvahu dlouhodobý zájem všech zainteresovaných stran ve společnosti, a to nejen akcionářů.

V tomto úvodu bych chtěla také doplnit informace, které uvádí Krabec (2009). A sice rozdíl mezi „oceněním“ a „ohodnocením“. Je možno rozlišit 2 pojmy:

- **oceňování**, které souvisí hlavně s daňovou regulací (oceňovatel skutečně určitým způsobem stanovuje cenu platnou pro daný účel), ve většině případů však „ocenění“ není potřeba a není ani na místě;
- **ohodnocování** je míněno pro účely tržních transakcí (oceňovatel stanovuje hodnotu ve výši očekávané či očekávatelné ceny obchodu vycházející z podmínek zadání nebo zjišťuje kategorii hodnoty, která se změnou vlastnického práva nesouvisí).

Přičemž hlavní důvod k záměně těchto pojmů vidí v nedostatečném nebo nesprávném využívání standardů pro oceňování (nebo ohodnocování) aktiv. Jak ale dodává, pojem „oceňování“ se v odborné literatuře ustálil a jak jsem mohla zjistit, i on sám tento pojem ve svém díle používá. A proto i já nebudu ve své diplomové práci rozlišovat mezi „oceněním“ a „ohodnocením“.

Dluhošová (2010) rozlišuje pojmy cena a hodnota poněkud jednodušeji. Cenou se podle ní rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a místě. Zatímco hodnotu podniku chápe jako částku bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Hodnota tedy vyjadřuje sumu, kolem níž by se měla pohybovat cena.

Také Mezinárodní oceňovací standardy by podle Krabce (2009) měly se správným překladem nést název „Mezinárodní ohodnocovací standardy“. Zmiňuje i další terminologické problémy, například to, že se používá název „firma“ pro to, co je dle obchodního zákoníku „podnik“.

Definice podniku podle obchodního zákoníku zní:

„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ (Česko, 1991, § 5, odst. 1)

Předmět ocenění se nemusí shodovat s právním vymezením podniku, je ale nutné přesně definovat objekt ocenění (vstupy, výstupy, hranice oceňovaného systému). (Krabec, 2009)

Podle Maříka (2011b) můžeme podnik oceňovat na různých hladinách, rozlišujeme proto:

- **hodnotu brutto** – hodnota podniku jako celku, zahrnuje hodnotu pro vlastníky i věřitele, v obchodním zákoníku je tato hodnota označena jako obchodní majetek;
- **hodnotu netto** – ocenění na úrovni vlastníků podniku, v principu se jedná o ocenění vlastního kapitálu, v obchodním zákoníku nese název čistý obchodní majetek.

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“ (Česko, 1991, § 6, odst. 3)

Mařík (2011b) uvádí 2 možnosti jak vypočítat čistý obchodní majetek:

- sečíst jednotlivé položky majetku a tento součet snížit o souhrn závazků
 - tento postup přichází v úvahu jen v případech, kdy se jedná o podnik, který nemá jasnou perspektivu, nebo když bychom byli schopni ocenit veškeré majetkové položky včetně všeho majetku nehmotného;
- ocenit podnik jako celek, především výnosovými metodami
 - tento postup považuje za základní způsob ocenění ČOM.

1.1 Důvody ocenění

Potřeba ocenění podniku vychází z různých podnětů, mezi které patří podle Kislíngerové (2001) zejména:

- koupě nebo prodej podniku jako celku nebo jeho části;
- splynutí, sloučení nebo rozdělení společnosti;
- zvýšení či snížení základního kapitálu přijetím, vstupem nebo vystoupením společníka, likvidací, konkurzem, dědickým řízením vedeným na majetek společníka;
- vklad podniku nebo jeho části do dosavadní nebo nově zakládané společnosti;

- změna právní formy;
- rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku;
- poskytování a přijetí úvěru a jiných forem cizího kapitálu;
- vnitřní nebo vnější potřeba hodnocení výsledků práce managementu;
- při sjednávání pojištění podniku.

Mařík (2011b) rozděluje tyto podněty následovně:

- **ocenění, které souvisí s vlastnickými změnami;**
- **ocenění v případech, kdy nedochází k vlastnickým změnám.**

Krabec (2009) dodává, že různé důvody ocenění vedou také k různé kategorii hodnoty definované v rámci Mezinárodních oceňovacích standardů.

Proto je důležité, aby byl jasně určen podnět vedoucí k ocenění, definována kategorie a hladina hodnoty a samozřejmě také datum, ke kterému se výsledná hodnota vztahuje. Toto datum Krabec (2009) nazývá rozhodným dnem.

Vypočtená hodnota firmy platí tak dlouho, dokud se nezmění některé z předpokladů, ze kterých ocenění vycházelo. Při změně je nutno výpočet aktualizovat. (Kislingerová, 2001)

1.2 Kategorie hodnoty

Jak uvádí Mařík (2011b), postupně se vyvinuly 4 základní přístupy k oceňování podniku:

- **subjektivní neboli investiční hodnota;**
- **objektivizovaná hodnota;**
- **tržní hodnota;**
- **komplexní přístup na základě Kolínské školy.**

Mařík (2011b) zmiňuje také další (netržní) kategorie hodnoty, jako je **férová, speciální či synergická hodnota**. Těmito kategoriemi se ale podrobněji zabývat nebudu.

1.2.1 Subjektivní hodnota (investiční hodnota)

Tato hodnota odpovídá hodnotě majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Budoucí peněžní toky u této kategorie jsou odhadovány na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně mohou být upraveny proti těmto představám – většinou však směrem k nižší hodnotě.

Investiční hodnota může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota daného aktiva. Proto nelze termíny investiční hodnoty a tržní hodnoty zaměňovat.

Tato kategorie je vhodná při:

- koupi a prodeji podniku (daný subjekt zjistit, zda je pro něj transakce výhodná);
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. (Mařík, 2011b)

1.2.2 Objektivizovaná hodnota

Objektivní hodnota ve své podstatě neexistuje, a proto se setkáme pouze s pojmem objektivizovaná hodnota podniku, která má být obecně přijatelnou hodnotou. Lze ji považovat za protiklad investiční hodnoty objasněné v předchozím případě.

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou hodnotu výnosu, která je stanovena z pohledu vlastníka nebo skupiny vlastníků, 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.“ (Mařík, 2011b, s. 27)

Využití objektivizované hodnoty je například v následujících situacích:

- při poskytování úvěru;
- při zjišťování současné reálné bonity podniku. (Mařík, 2011b)

1.2.3 Tržní hodnota

Mařík (2011b) k této kategorii hodnoty uvádí následující definici:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (Mařík, 2011b, s. 22)

Krabec (2009) dodává, že tržní přístup je komplikovaný, protože důležitým požadavkem je srovnatelnost podniků. Toto ocenění je totiž založeno na srovnání podobných podniků nebo majetkových podílů, které byly na trhu již realizovány.

Tržní hodnota je výsledkem v těchto případech:

- při uvádění podniku na burzu;
- prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

1.2.4 Přístup na základě Kolínské školy

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a zastává názor, že ocenění se nemá přizpůsobovat jednotlivým podnětům, ale obecným funkcím ocenění pro uživatele jeho výsledku. Definuje proto 5 základních funkcí oceňování a s tím i funkci oceňovatele:

- **funkce poradenská** – úkolem je poskytnout kupním stranám informace o maximální a minimální ceně, tzn. ceně, kterou ještě může kupující zaplatit, aniž by na transakci prodělal a ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by prodělal;
- **funkce rozhodčí** – úkolem oceňovatele je odhad hraniční hodnoty účastníků a nalezení spravedlivé hodnoty v rámci odhadnutého rozmezí;
- **funkce argumentační** – oceňovatel hledá argumenty zlepšující pozici dané strany;
- **funkce komunikační** – úlohou je poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami;
- **funkce daňová** – poskytuje informace pro daňové účely.

Přístup Kolínské školy má význam tam, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran v konkrétním případě. Patří sem tedy podstatná část podnikových transformací, ale i prodej podniku. (Mařík, 2011b)

1.3 Právní úprava oceňování

Jak uvádí Mařík (2011b), v České republice neexistuje obecně závazný předpis či zákon, který by byl pro oceňování obecně závazný. Existují však předpisy, které se uplatňují dílčím způsobem. Jedná se především o:

- zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí České republiky – upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy;
- zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, který nepřímo pojednává o oceňování;
- metodický podnik České národní banky (známý také pod názvem ZNAL) – podle něj dochází k posuzování přiměřenosti peněžitého plnění pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv i koupi účastnických cenných papírů;
- Mezinárodní oceňovací standardy;
- Evropské oceňovací standardy. (Krabec, 2009)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Oba dva faktory se do oceňování promítají zejména prostřednictvím diskontní míry.

2.1 Faktor času

Hodnotu aktiva určujeme jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva držiteli poplynou. Tato definice platí nejen pro jednotlivé majetkové položky, ale také pro podnik jako celek. (Mařík, 2011b)

Podle Neumaierové a Neumaiera (2002) má koruna obdržená dnes větší hodnotu než koruna obdržená zítra z toho důvodu, že peníze, které obdržíme dříve, můžeme investovat a dosáhnout z nich dalšího výnosu.

Damodaran (2011) navíc v kapitole s názvem „Čas jsou peníze“ uvádí 3 důvody, ze kterých jsou peněžní toky v budoucnu podřadnější než peněžní toky nyní:

- lidé preferují spotřebu nyní oproti spotřebě v budoucnu;
- inflace snižuje kupní sílu peněz (jak uvádí, za dolar si budeme v budoucnu moci koupit méně než za dolar dnes);
- slibované peněžní toky v budoucnosti nemusí být vůbec poskytnuty, existuje také riziko čekání.

2.2 Faktor rizika

Jak uvádí například Kislingerová (2001), riziko vyjadřuje stupeň nejistoty očekávaného výnosu. Lze ho popsat pomocí pravděpodobnosti možnosti dosažení výsledků.

I riziko hraje při oceňování podniku jednu z podstatných rolí. Žádný investor se totiž nemůže riziku vyhnout, ale může ho změřit a zahrnout do propočtů. Právě odborně stanovená míra rizika je jedním z odrazových můstků pro správnost ocenění. (Kislingerová, 2001)

Mařík (2011b) doporučuje pro naše účely zúžit riziko na riziko výsledku hospodaření. Zdroje rizika výsledku hospodaření spatřuje v těchto hlavních oblastech:

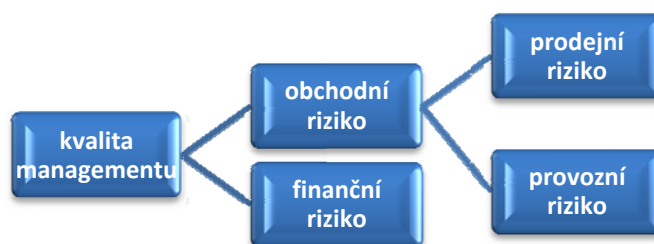
- kvalita managementu a organizační struktury podniku (tento faktor se promítá do všech ostatních rizik);
- intenzita konkurence na daném trhu;
- stupeň diverzifikace;
- stupeň pružnosti provozních nákladů ke změnám podnikových výkonů;

- zatížení podniku fixními výdaji plynoucími z financování.

Riziko je podle něj možné členit na dva typy:

- členění rizika na **obchodní a finanční**, které je užitečné tam, kde chceme sestavit rizikovou přírážku v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik;
- členění na riziko **systematické a nesystematické**, kterému musíme rozumět ve vztahu k účelu, pro který má dané ocenění, a tím diskontní míra sloužit.

Pro přehlednost nejen dalšího členění uvádím následující schéma.



Obr. 1 – Klasifikace rizika (Mařík, 2011b)

2.2.1 Celkové podnikatelské riziko

Podle Maříka (2011b) můžeme celkové riziko určit na základě volatility celkového výsledku hospodaření, nejlépe na úrovni VH za běžnou činnost.

$$\text{celkové riziko} = \frac{\text{směrodatná odchylka VH za běžnou činnost}}{\text{střední hodnota VH za běžnou činnost}} \quad (1)$$

2.2.2 Riziko obchodní a finanční

Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů vyvolané:

- proměnlivostí prodeje (**prodejní riziko**);
- úrovní fixních provozních nákladů (**provozní riziko**).

Obchodní riziko jako celek měříme pomocí variačního koeficientu provozních výsledků hospodaření (nebo EBIT).

$$\text{obchodní riziko} = \frac{\text{směrodatná odchylka provozních VH}}{\text{střední hodnota provozních VH}} \quad (2)$$

Finanční riziko je závislé na velikosti finančních nákladů, jako jsou nákladové úroky, leasingové platby, dividendy z prioritních akcií apod.

Finanční riziko bývá pro zjednodušení ztotožněno s tou částí volatility celkových výsledků hospodaření, opět nejlépe na úrovni výsledku hospodaření za běžnou činnost, jelikož zahrnuje provozní i finanční oblast, ale není ovlivněn mimořádnými náklady a výnosy.

Mařík (2011b) také uvádí 2 způsoby měření finančního rizika, a to:

- prostřednictvím stupně finanční páky;

$$\text{finanční riziko} = \frac{\text{procentní změna VH z běžné činnosti}}{\text{procentní změna provozního VH}} \quad (3)$$

- prostřednictvím ukazatelů zadluženosti a likvidity
 - ukazatelem může být i výše pracovního kapitálu (malá výše pracovní kapitálu může být indikátorem zvýšeného finančního rizika).

2.2.2.1 Prodejní a provozní riziko

Prodejní riziko představuje riziko nedosažení očekávaného zisku v důsledku negativního vývoje trhu. Můžeme jej měřit pomocí variability čistých tržeb, kterou lze měřit pomocí rozptylu tržeb v minulém období. Tato variabilita závisí na proměnlivosti poptávky v jednotlivých segmentech trhu, diverzifikaci podnikových aktivit a intenzitě konkurence.

Provozní riziko je ovlivněno provozní pákou, tedy podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech.

Ukazatel stupně provozní páky říká, jak se změní provozní zisk při změně tržeb o 1 %. Bohužel nám ale neodpoví na otázku, jakou proměnlivost mohou tržby vykazovat. Lze ji měřit následujícím způsobem. (Mařík, 2011b)

$$\text{provozní riziko} = \frac{\text{procentní změna provozního zisku}}{\text{procentní změna tržeb}} \quad (4)$$

2.2.3 Riziko systematické a nesystematické

Investoři vkládají své peníze do souboru cenných papírů za účelem vytvoření portfolia. Předpokladem pro nízké riziko portfolia je vysoká diverzifikace a negativní korelace cenných papírů. Bohužel i dobře diverzifikované portfolio nese určité riziko, které nelze vyloučit, protože je vyvoláno faktory ovlivňujícími celý kapitálový trh. Toto riziko označujeme jako **systematické neboli tržní**. Jedná se o vývoj HDP, inflaci, politickou situaci, pohyb devizových kurzů či pohyb úrokových měr.

Naopak **nesystematické neboli jedinečné či specifické riziko** postihuje jen daný podnik, například vlivem chyb vedení nebo uplatňování nových a zatím neověřených poznatků.

V případě společností, jejichž akcie nejsou obchodovány, nebo se jedná o jiné než akciové společnosti, je třeba kalkulovat systematické i nesystematické riziko. Obchodní i finanční riziko má složku systematickou a složku specifickou. (Mařík, 2011b)

2.3 Diskontní míra

Proces, při kterém se budoucí peněžní toky upravují, aby odrážely faktor času a rizika, se nazývá diskontování. Jejich velikost je promítnuta do diskontní sazby, která prezentuje míru očekávané reálné návratnosti, očekávané inflace a prémie za nejistotu spojenou s peněžními toky. (Damodaran, 2011)

Mařík (2011b) upřesňuje, že se můžeme setkat také s názvem „kalkulovaná úroková míra“. Jedná se o pojem užívaný v německé literatuře, jejich význam je však stejný.

Uvádí také, že diskontní míra je určována na základě výnosnosti, kterou očekává investor s přihlédnutím k riziku. Tento nárok investora na výnosnost je však zároveň vyjádřením nákladů na kapitál ze strany podniku, který jeho kapitál přijímá. Náklad na kapitál je tedy pohled na diskontní míru z jiného úhlu.

Diskontní míra a účel ocenění

Proces stanovení diskontní míry závisí na požadované kategorii hodnoty a také na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno. Proto bychom měli postupovat podle následujících zásad:

- **pro tržní hodnotu** je třeba při kalkulaci vycházet z tržních dat a tomu odpovídajících metod; k tržní úrokové míře přičteme rizikovou přírážku odrážející tržní riziko;
- **při investiční hodnotě** vycházíme z konkrétní situace daného investora, hlavně tedy z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu;
- **pro objektivizované ocenění** je třeba mít takový odhad diskontní míry, který bude co nejvíce podložen běžně dostupnými daty, nebo bude vycházet z obecně přijímaných uzancí, doporučuje se vycházet z tržní úrokové míry, která je chápána jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů a rizikové přírážky, která se opírá o uzance, třídy a expertní názor oceňovatele. (Mařík, 2011b)

Diskontní míra a míra kapitalizace

Mařík (2011b) zdůrazňuje, že je třeba odlišovat mezi diskontní mírou a mírou kapitalizace. Tam, kde je k dispozici řada konkrétních ročních výnosů, diskontují se jednotlivé výnosy pomocí diskontní míry, která vyjadřuje požadovanou výnosnost ze strany investora a náklady kapitálu ze strany podniku. Ale tam, kde máme pouze výchozí odhad ročního výnosu, který má trvat do nekonečna, použijeme kapitalizační míru.

Diskontní míra a riziko

Podle Maříka (2011b) je riziko možno ocenit 2 způsoby:

- pracovat s **rizikovou přírážkou** k bezrizikové úrokové míře (častější způsob);
- použijeme **jistotní ekvivalent výnosů**, což znamená, že omezíme očekávanou výnosovou míru jen na její bezrizikovou část.

Důležité je dodržet princip jistotní ekvivalence úrokové míry, což znamená, že kalkulovaná úroková míra by měla být zatížena stejným rizikem jako příjmy, které budou použity pro výpočet ocenění.

2.3.1 Náklady kapitálu

Podle Kislingerové (2001) je klíčovým parametrem, jenž řídí výběr techniky propočtu, budoucí výnos, který je svázán s příslušnou mírou rizika, kterou musí diskontní míra odrážet. Pravidlo pro párování výnosu a diskontní míry je následující:

*Tab. 1 – Forma výnosu ve vztahu k diskontní míře
(Kislingerová, 2001)*

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra
FCFF	WACC
FCFE	r_e
Dividenda	r_e
EVA	WACC

Dial a Totagamuwa (2012) upozorňují, že častou chybou u použití metody DCF je právě nesoulad peněžních toků a nákladů kapitálu.

Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu se podle Dluhošové (2010) vyjadřují v podobě úroku sníženého o daňový štít. Věřitelům je třeba platit úroky nebo kuponové platby plynoucí z dluhopisů, běžných a dlouhodobých bankovních úvěrů, leasingu a jiných finančních výpomocí.

Například u bankovních úvěrů jsme schopni průměrný úrok zjistit z uzavřených úvěrových smluv, ve kterých byly sjednány pevné úrokové sazby. Pak se jedná o vážený aritmetický průměr těchto sazeb. (Kislingerová, 2001)

Náklady na vlastní kapitál

Tyto náklady jsou vyšší než náklady na cizí kapitál a představují očekávanou míru výnosu investorů. Pro stanovení požadované míry výnosu můžeme využít následující metody:

- dividendový růstový model;
- model CAPM;
- model APT;
- stavebnicový model. (Dluhošová, 2010)

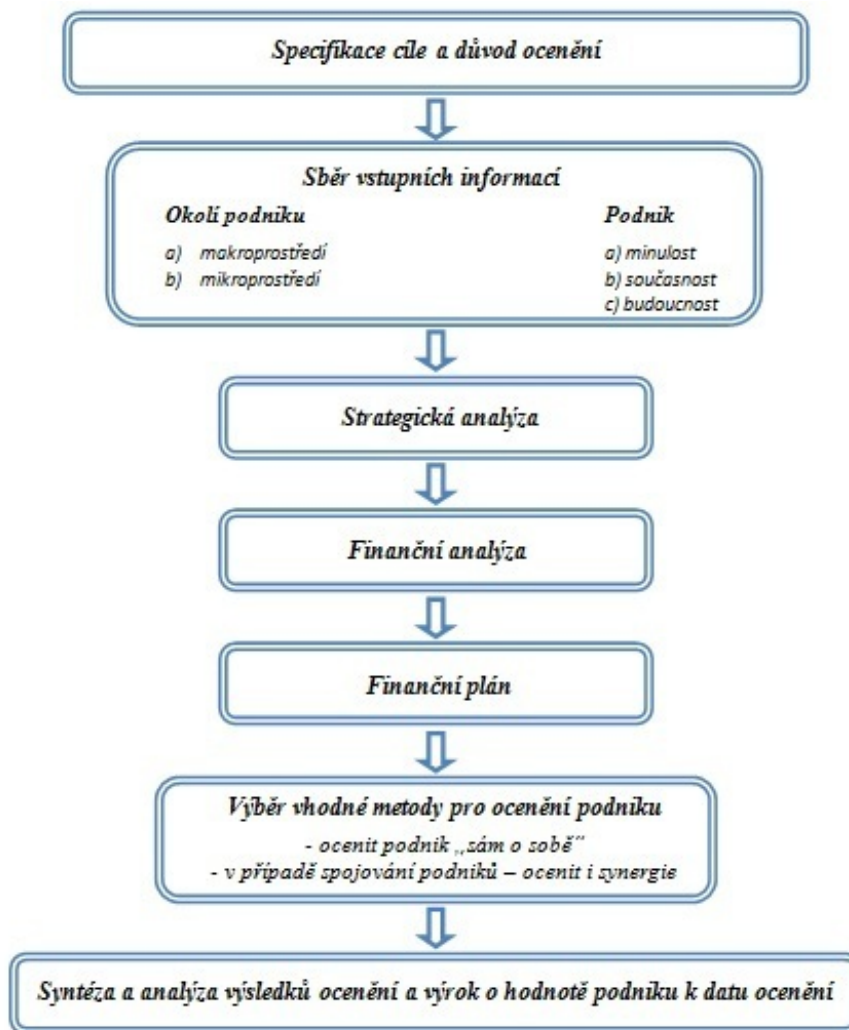
Náklady na celkový kapitál

Kislingerová (2001) konstatuje, že WACC představují průměrnou cenu za vytvořený finanční mix na straně pasiv. Při výpočtu pracujeme s úrokem pro věřitele a s požadovaným výnosem akcionářů. V úvahu bereme i strukturu kapitálu, to znamená poměr, ve kterém podnik používá vlastní a cizí kapitál k financování svých potřeb.

Brigham a Ehrhardt (2005) představují faktory působící na WACC a člení je na ty, které podnik může ovlivnit a naopak na ty, jejichž ovlivnění není v silách podniku. Mezi ovlivnitelné faktory řadí dividendovou politiku a rozhodnutí týkající se kapitálové struktury. Do druhé skupiny pak patří úroveň úrokové sazby, tržní riziková prémie a výše daňových sazeb.

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Postup oceňování podniku se od sebe bude v různých případech lišit, záleží na podmínkách a zvolenému cíli. Pokud jde o kategorii zjišťované hodnoty, lze obecně říci, že při tržním a objektivizovaném ocenění bude oceňovatel muset jednotlivé kroky zpracovat podrobněji, protože své výsledky musí řádně doložit. Lze doporučit následující postup:



Obr. 2 – Postup při ocenění podniku (Mařík, 2011b)

3.1 Sběr vstupních dat

Pro stanovení hodnoty podniku potřebujeme dostatek informací. Lze je rozdělit do následujících skupin: interní podnikové informace, odvětvové informace a prognózy, mikroekonomické informace a makroekonomické informace. (Dluhošová, 2010)

Mařík (2011b) ale rozděluje potřebné informace do těchto oblastí:

- **základní data o podniku** (název, právní forma, IČ, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, řídicí struktura podniku, informace o historii podniku);
- **ekonomická data** (účetní výkazy za posledních 3–5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány);
- **relevantní trh** (jeho velikost a vývoj, segmentace, faktory atraktivity);
- **konkurenční struktura relevantního trhu** (hlavní konkurenti, možné substituty, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil k dodavatelům a odběratelům);
- **odbyt a marketing** (struktura odbytu, odběratelů a územní struktury, hlavní produkty, cenová politika, hlavní odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj);
- **výroba a dodavatelé** (řízení kvality a certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologií, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, struktura dodávek a dodavatelů, logistika, stav a struktura zásob);
- **pracovníci** (struktura pracovníků, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace pracovníků, produktivita práce, personální náklady).

3.2 Strategická analýza

Mařík (2011b) uvádí, že strategická analýza by měla být provedena v každém případě. Je totiž důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění a jejím úkolem je určení celkového výnosového potenciálu, a to **vnějšího** (šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí) i **vnitřního** (silné a slabé stránky podniku).

Kroky při vypracování strategické analýzy jsou následující:

- **vymezení relevantního trhu**, jeho analýza a prognóza;
- **analýza konkurence a vnitřního potenciálu**;
- **prognóza tržeb** (je výsledkem předchozích kroků).

3.2.1 Relevantní trh

Krabec (2009) upozorňuje, že význam identifikace relevantního trhu při oceňování bývá často přehlížen. Hranice relevantního trhu je podle něj možno vymežit:

- **horizontálně** (substituční / komplementární vztah ke statkům na jiných trzích);
- **vertikálně** (hranice dané jednotlivými stupni distribučního řetězce);
- **prostorově** (mezinárodní, národní, regionální, lokální);
- **časově** (např. maximální otevírací doba obchodu, sezonní produkce).

Volba relevantního trhu nám podle Maříka (2011b) má umožnit:

- **získat základní data o trhu**
 - odhad velikosti relevantního trhu, vývoj trhu v čase, případná segmentace;
- **posoudit jeho atraktivitu**
 - velikost a růst trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu, citlivost na konjunkturu, struktura zákazníků;
- **zpracovat prognózu vývoje tohoto trhu**
 - národohospodářské faktory, obecné faktory poptávky, faktory specifické pro konkrétní skupinu výrobků.

Z této osnovy bych chtěla více přiblížit analýzu citlivosti odvětví na hospodářský cyklus. V souvislosti s konjunkturálním vývojem rozlišujeme odvětví cyklická, neutrální a anticyklická. Při použití výnosových modelů je důležitou vlastností, že cyklická odvětví dosahují ve fázi expanze velmi dobré výsledky, v období recese pak nejhorší výsledky. Proto se také jedná o **vytvoření variantních scénářů** budoucího vývoje podniku, které jsou základem při aplikaci výnosových metod. (Kislingerová, 2001)

3.2.2 Analýza konkurence

Analýza konkurenční síly si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů do budoucnosti.

Nabízí se následující postup:

- stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku;
- identifikace konkurentů;
- analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly;
- prognóza tržních podílů. (Mařík, 2011b)

V případě analýzy vnitřního potenciálu může být zmíněna SWOT analýza nebo alespoň její část, a to analýza silných a slabých stránek. Mezi silné stránky, které musí podnik nejen využívat, ale také udržovat a rozšiřovat, můžeme zařadit např. zkušený management, kvalifikovanou pracovní sílu či kvalitní servis. Slabou stránkou může být kapitálová síla, nedostatek zkušeností v oblasti marketingu, cenová politika a jiné. (Srpková, 2011)

3.2.3 Prognóza tržeb

Jak uvádí Mařík (2011b), předpověď tržeb vyvodíme z:

- analýzy a prognózy relevantního trhu;
- analýzy a prognózy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku;

- z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňované firmy za minulost.

Proces prognózy tržeb tedy obsahuje hodnocení perspektivnosti podniku a vlastní prognózu růstu tržeb.

3.3 Finanční analýza

Úkolem finanční analýzy je zhodnotit současnou finanční situaci podniku, neboli finanční zdraví, a vytvořit základ pro finanční plán. (Dluhošová, 2010)

V případě oceňování podniku doplňuje finanční analýza závěr strategické analýzy, aby potvrdila dlouhodobou existenci podniku. (Marek, 2009)

Kislingerová (2001) ještě doplňuje, že slouží také jako jedno z východisek pro posouzení rizika (zejména provozního a finančního) a tedy pro stanovení diskontní míry.

Mařík (2011b) doporučuje v rámci finanční analýzy:

- prověřit úplnost a správnost stupních údajů;
- provést analýzu finančních výkazů;
- vypočítat a zhodnotit poměrové ukazatele;
- vypracovat souhrnné zhodnocení dosažených poznatků.

Finanční analýza by měla být vypracována vždy, ale s možným odklonem podle zvolené metody ocenění.

3.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Rozdělení aktiv na provozně nutná (operativní) a nenutná (neoperativní) by se mělo provést vždy, kromě případů, kdy oceňujeme podnik pouze likvidační hodnotou. Za této situace totiž považujeme všechna aktiva za nenutná. Zároveň se provede vyloučení nákladů a výnosů plynoucích z neprovozních aktiv. Důvodem je například odlišné riziko spojené s těmito položkami oproti hlavnímu provozu. (Mařík, 2011a)

Podle Brighama a Ehrhardta (2005) jsou operativní aktiva důležitější než neoperativní i z toho důvodu, že hodnotu operativních aktiv může podnik lépe ovlivnit.

3.5 Generátory hodnoty

Analýzu a prognózu generátorů hodnoty doporučuje Mařík (2011b) provést vždy, kdy se předpokládá pokračování podniku a musí být prokázána jeho dlouhodobá perspektiva.

Generátory hodnoty tvoří predikční ukazatele výkonnosti, které jsou pro management podniku důležité. Jako souhrn tvoří hodnotu podniku. (Dluhošová, 2010)

Marek (2009) považuje generátory hodnoty za jádro celého ocenění, jelikož v něm jde právě o jejich analýzu a prognózu. Rozlišuje tyto generátory:

- tempo růstu tržeb;
- zisková marže;
- investice do pracovního kapitálu;
- investice do dlouhodobého majetku (provozně nutného);
- doba existence podniku;
- diskontní míra;
- způsob financování.

3.6 Finanční plán

I když je budoucnost neznámá, pečlivá analýza nám může napovědět, jak se bude podnik vyvíjet. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010)

Kompletní finanční plán, jenž je součástí podnikového plánu, je nutno zpracovat v každém případě, kdy je použita některá z výnosových metod. Základ finančního plánu tvoří dříve zmiňovaného generátory hodnoty. Musí se však ještě doplnit o:

- plán financování – splátky úvěrů, přijetí nových úvěrů, navýšení vlastního kapitálu;
- plán jiných, méně významných položek – opakující se pohledávky a závazky;
- položky nesouvisející s hlavním provozem – odprodej nepotřebného majetku;
- předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku. (Mařík, 2011b)

3.7 Výběr vhodné metody

Jak uvádí například Mařík (2011b), volba oceňovacích metod navazuje na stanovenou kategorii hodnoty a je ovlivněna výsledky strategické a finanční analýzy. Je vhodné použít několik metod a vytvořit tak syntézu z těchto výsledků. V následující kapitole budou objasněny metody, které můžeme pro ocenění využít.

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

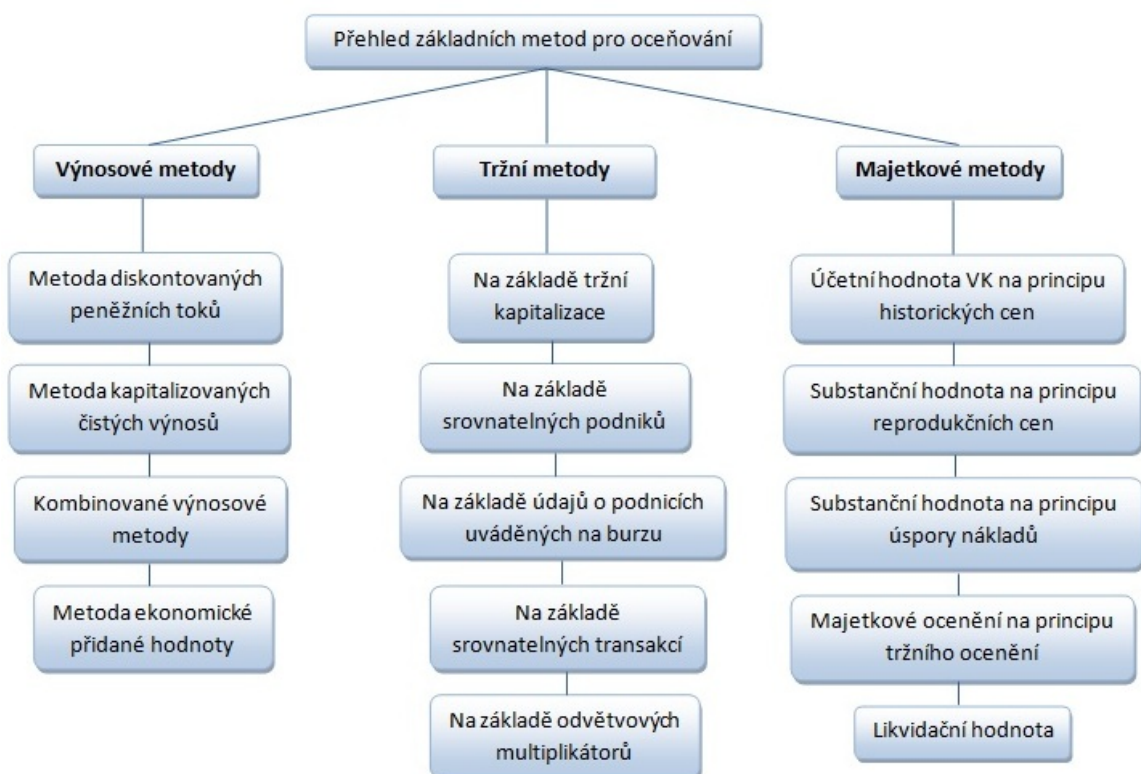
Znalci a odhadci mohou při své práci využívat širokou řadu oceňovacích metod, přičemž důležitým aspektem výběru vhodné metody je především účel, pro který je podnik oceňován, a také charakter aktiv podniku.

Například Dluhošová (2010) představuje následující rozdělení metod oceňování:

- **výnosové metody;**
- **majetkové metody;**
- **tržní metody.**

Spojením těchto metod vzniká další skupina – **kombinované metody**, u nichž je výsledná hodnota dána váženým průměrem hodnot získaných pomocí výnosových, majetkových a tržních metod. A posledním, poměrně novým přístupem, jsou flexibilní metody za rizika založené na aplikaci **metodologie reálných opcí**.

Nejpřehlednější zobrazení základních metod oceňování nabízí následující obrázek.



Obr. 3 – Schéma základních metod oceňování (Mařík, 2011b)

Damodaran (2011) je toho názoru, že existují desítky oceňovacích modelů, ale pouze 2 přístupy, a to **vnitřní a relativní**.

V případě vnitřního přístupu jde o princip, že hodnota aktiva je dána peněžními toky, které můžeme z tohoto aktiva očekávat, a z nejistoty obdržení těchto peněžních toků. Aktiva s vysokým a stabilním cash flow by tedy měla mít větší hodnotu než aktiva s nízkým a nestabilním peněžním tokem.

4.1 Metody založené na analýze výnosů

Tyto metody fungují na principu, že hodnota statků je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku jsou tímto užitekem budoucí ekonomické efekty, jako například zisk, dividendy a finanční toky. (Dluhošová, 2010)

Vliv na výnosové ocenění má i **kategorie hledané hodnoty**. Při hledání tržní hodnoty stanovíme výnosy, které očekává příslušný trh. U subjektivního oceňování zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt. A u objektivizovaného ocenění by se mělo jednat o výnosy, které budou dosaženy s vysokou pravděpodobností, tedy výnosy, které se k datu ocenění jeví jako nesporné a doložitelné.

Modifikace se týká i způsobu **stanovení cen a kalkulaci daní**. Budoucí výnosy lze uvažovat v cenách k datu ocenění (tj. ve stálých cenách, diskontní míra je také očištěna o inflaci), nebo v jejich budoucí nominální výši (tj. v běžných cenách, diskontní míra je včetně inflace). V případě daní máme také možnosti. Buď nepočítáme s žádnými daněmi, nebo kalkulujeme se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti, nebo se zdaněním na úrovni vlastníků a zdaněním subjektu, pro kterého je ocenění určeno. (Mařík, 2011b)

4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Podle Maříka (2011b) se v našich podmínkách jedná o nejpoužívanější model, a proto, jak dodávají Rawley a Schostag (2006) je vyvíjeno o úsilí o jeho zlepšení. Největším rizikem je zde totiž závislost na subjektivním názoru oceňovatele, který sice zkoumá minulost a výkonnost podniku, ale tuto minulost osobně zhodnotí a provede prognózu budoucnosti. Subjekt, pro který je dané ocenění vypracováno, se tedy musí spolehnout na jeho znalosti a zkušenosti.

Dle toho, zda oceňujeme celkový kapitál nebo jenom vlastní kapitál, a podle toho jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu, rozlišujeme tyto varianty:

- **metoda DCF entity;**
- **metoda DCF equity;**
- **metoda DCF APV.** (Mařík, 2011a)

4.1.1.1 Metoda DCF entity

Tato metoda je sestavena z pohledu vlastníků a věřitelů, to znamená všech investorů poskytujících podniku zpoplatněný kapitál. Proto i volné peněžní toky (FCFF) představují toky, které plynou jak vlastníkům, tak i věřitelům. Výpočet je následující:

Tab. 2 – Postup stanovení FCFF (Mařík, 2011a)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji (např. změna krátkodobých rezerv)
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
= Volné peněžní toky do firmy (FCFF) = hodnota brutto

KPVH představuje výsledek hospodaření generovaný hlavním provozem podniku, očištěný o jednorázové položky, a to před rozdělením mezi vlastníky a věřitele. Provozně nutný investovaný kapitál představuje provozně nutný dlouhodobý majetek a provozně nutný pracovní kapitál. (Mařík, 2011a)

Dvoufázová metoda:

Metoda rozdělení budoucnosti na 2 fáze je v praxi obvyklá. V 1. fázi jsme schopni vytvořit prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta, 2. fáze pak zahrnuje období od konce 1. fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze se nazývá **pokračující hodnota**, která může být počítána na principu **Gordonova nebo parametrického vzorce**. Dvoufázovou metodou se hodnota podniku vypočítá takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (5)$$

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = diskontní míra na úrovni WACC

Gordonův vzorec předpokládá stabilní a trvalý růst:

$$\text{pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (6)$$

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = diskontní míra na úrovni WACC

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během druhé fáze, tj. do nekonečna

Parametrický vzorec pracuje se 2 faktory hodnoty – tempo růstu KPVH sníženého o upravené daně a očekávaná rentabilita nových investic (do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu):

$$\text{pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (7)$$

Třífázová metoda:

Jde o jemnější členění budoucnosti na 3 fáze:

- **fázi rychlého růstu;**
- **fázi přechodnou** – růst se zpomaluje, FCF odhadujeme pomocí ročního tempa růstu;
- **období stability** – pokračující hodnotu počítáme jako perpetuitu nebo jako nekonečnou řadu FCF již rostoucích stabilizovaným tempem. (Mařík, 2011b)

Výsledná hodnota (u dvoufázové i třífázové metody) je pak zjištěna následovně:

Tab. 3 – Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2011b)

Hodnota brutto („provozní“)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

4.1.1.2 Metoda DCF equity

Mařík (2011a) uvádí, že tato varianta je založena na principu práce přímo s vlastním kapitálem. Volné peněžní toky, označeny jako FCFE, jsou tedy vymezeny pro vlastníky.

Výpočet FCFE za pomoci již vyjádřených volných peněžních toků do firmy:

Tab. 4 – Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2011a)

Volné peněžní toky do firmy (FCFF)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE) = hodnota netto

Diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Tyto náklady reflektují všechna rizika vlastníků spojená s danými peněžními toky, tedy riziko provozní i finanční. (Mařík, 2011a)

Tato metoda je jednokroková, to znamená, že diskontujeme volné peněžní toky pro vlastníky náklady vlastního kapitálu a získáme přímo ocenění vlastního kapitálu. Pokračující hodnotu získáme například na základě Gordonova vzorce.

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \times \frac{1}{(1+i_k)^t} \quad (8)$$

i_k = diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku

g = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích dat

Poté již přičteme hodnotu provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění. (Mařík, 2011a)

4.1.1.3 Metoda DCF APV

Podle Maříka (2011a) se varianta upravené současné hodnoty používá nejméně, i přestože má své výhody. Její specifikum spočívá v tom, že hodnota brutto je složena ze dvou částí:

- z výnosové hodnoty nezadlužené firmy na základě volných peněžních toků do firmy diskontovaných nezadluženými náklady vlastního kapitálu;
- z hodnoty daňového štítu plynoucího z nákladových úroků (pokud je podnik financován i úročeným cizím kapitálem).

Hodnota nezadlužené firmy

Tato část předpokládá, že aktiva podniku (provozně nutná) jsou financována jenom vlastním kapitálem. Volné peněžní toky jsou na úrovni FCFF a diskontní míra odpovídá nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (tyto náklady by tedy obsahovaly rizikovou prémii pokrývající pouze obchodní riziko, ale žádné finanční riziko).

Hodnota daňového štítu

Peněžní toky tvoří úspory na daních v jednotlivých letech (jsou vypočítány jako součin nákladových úroků a daňové sazby) a diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů cizího kapitálu (před daní). O diskontní míru se však stále vedou spory.

Výpočet

Uvedené 2 části počítáme samostatně a obvykle dvoufázovou metodou.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu je pak dopočítána stejně jako metody DCF entity.

Výhody této spočívají v tom, že je odstraněn problém s odhadem tržní hodnoty kapitálu, protože se zde nepracuje s kapitálovou strukturou ve formě podílu cizího a vlastního kapitálu. Proto u této metody nehrozí, že vzniknou chyby způsobené použitím nesprávné struktury kapitálu i v případě, že se v budoucnu tato struktura změní. (Mařík, 2011a)

4.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota je veličina využívána jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Tak jako u jiných metod je nutno vyloučit neoperativní aktiva, mimořádné a neopakující se výnosy a náklady a také nedokončené investice (tento majetek bude sice v budoucnu provozně potřebný, ale do doby dokončení se na tvorbě výsledku hospodaření nepodílí). Je však potřeba spousta dalších úprav. (Mařík, 2011a)

Výpočet, dvoufázovou metodou, u metody EVA entity probíhá takto:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (9)$$

Druhá fáze bývá často počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna. Tento vzorec předpokládá stabilní hodnotu WACC, je ale přesnější použít pro každý rok jinou úroveň nákladů v závislosti na měnící se struktuře kapitálu.

Ocenění vlastního kapitálu pak probíhá stejně jako u metody DCF, od hodnoty brutto tedy odečteme hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. (Mařík, 2011a)

EVA a její vztah k DCF

Stejný výsledek těchto metod nastává v případě, kdy platí, mimo jiné, tyto podmínky:

- v obou metodách jsou použity stejné WACC;
- je použit stejný zisk, výpočet FCF u metody DCF tedy vychází také z NOPAT;
- investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA. (Mařík, 2011b)

EVA tedy umožňuje pracovat s výsledky hospodaření a přitom poskytuje stejný výsledek jako ocenění pomocí peněžních toků. Tak jako metoda diskontovaných peněžních toků existuje ve 3 variantách – entity, equity a APV. (Mařík, 2011a)

4.1.3 Metoda kapitalizovaných zisků

Mařík (2011b) uvádí, že se jedná o metodu netto, to znamená, že hodnotu počítáme z výnosů pro vlastníky a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Výpočet výnosové hodnoty je možný 2 způsoby, a to analytickou nebo paušální metodou.

Analytická metoda

Je obdobou metody DCF, ale s tím rozdílem, že očekávaný výnos z podniku kalkulujeme z upravených budoucích výsledků hospodaření. Při objektivizovaném ocenění bychom měli vycházet z řady odnímatelných čistých výnosů, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku.

Pro výpočet můžeme použít dvoufázovou nebo třífázovou metodu. Předpokladem je trvalá existence podniku a řada budoucích odnímatelných čistých výnosů.

Paušální metoda

Je vhodná v případech, kdy je budoucnost určitého podniku obtížně předpověditelná. Podstatou ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, tedy výsledku hospodaření, který se může rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata podniku.

4.2 Tržní metody

Tržní metody říkají, jaká je v daném období tržní hodnota podobného podniku. Existuje:

- **přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu** – používána při oceňování akciových společností, jejichž akcie jsou veřejně obchodovány na kapitálovém trhu; při výpočtu je tržní cena akcií vynásobena počtem akcií; (Mařík, 2011b)
- **metoda tržního porovnání** – v případech, kdy oceňujeme akciové společnosti, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovány, nebo jde o jinou právní formu; podstatou je odvození hodnoty z dostupných dat srovnatelných podniků. (Dluhošová, 2010)

4.3 Majetkové metody

Podstata těchto metod spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů.

- **ocenění účetní hodnotou** – základem je ocenění fixního a oběžného majetku, závazku a dluhů v nominálních hodnotách;
- **ocenění substanční hodnotou** – vede ke zjištění reprodukční pořizovací ceny jednotlivých aktiv, která je snižena o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti;

- **ocenění likvidační hodnotou** – využito u podniků, které nemají jasnou perspektivu do budoucnosti; podstata metody spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, přičemž předpokladem je rozprodání jednotlivých aktiv a splacení veškerých závazků podniku. (Dluhošová, 2010)

4.4 Kombinované metody

Kombinované neboli korigované výnosové metody spojují majtkové a výnosové ocenění.

- **metoda střední hodnoty** – jde o průměr (pokud možno vážený) substanční hodnoty a hodnoty výnosu; tato metoda měla být použita v případech, kdy se substanční a výnosová hodnota podniku příliš neliší, tj. odlišnost 5–10 %; (Mařík, 2011b)
- **metoda kapitalizovaných mimořádných výnosů.**

4.5 Reálné opce

Jedná se o nový přístup založený na aplikaci metodiky finančních opcí na reálná aktiva podniku, jejichž význam je chápán ve flexibilním přístupu při finančním rozhodování a zásahu v budoucnu. (Dluhošová, 2010)

5 KRITIKA ZNALECKÝCH POSUDKŮ

Profesor Miloš Mařík ve svých dílech uvádí podrobné postupy při oceňování podniku, v časopise *Oceňování* (z roku 2012) však vyjadřuje i kritiku týkající se zpracování znaleckých posudků výnosovými metodami. Podle něj netvoří jednotlivé části provázaný systém.

Vytýká, že finanční analýza v některých posudcích buď vůbec není, nebo slouží pouze jako orientační informace o dosavadním hospodaření, nebo je omezena pouze na tabulku obsahující vývoj poměrových ukazatelů bez podrobnějšího hodnocení a v dalších částech posudku se navíc výsledky finanční analýzy vůbec neprojevují.

Vysvětluje také, že se již podařilo znalce a odhadce přesvědčit, aby sestavovali strategickou analýzu, problémem je však to, že i když je zpracována velmi rozsáhle, chybí jí základní jednoznačné pochopení a tedy i naplnění základních funkcí.

Cituji i jeho kritiku týkající se finančního plánu:

„V řadě případů je finanční plán převzatý od příslušného podniku, přičemž tento finanční plán obvykle nevykazuje žádný podstatný vztah k finanční analýze, ani ke strategické analýze, natož aby mu přecházela analýza a prognóza generátorů hodnoty jako hlavních veličin, které hodnotu podniku rozhodujícím způsobem ovlivňují a kterým by měla být věnována zásadní pozornost.“ (Mařík, 2012, s. 6)

Shrnutí jeho nespokojenosti uvádí v následujícím odstavci:

„Reálný posudek tvoří spíše finanční plán převzatý od vedení podniku, ze kterého znalec dopočítá volné peněžní toky a odhadne diskontní míru. Zbývající část znaleckého posudku pak tvoří spíše jen doplňkové informace, bez kterých by se ale samotný posudek v podstatě obešel. Zdá se, že mnohdy jde především o snahu předat pokud možno rozsáhlejší dokument a vytvářet tak dojem, že zaplacená částka byla zasloužená.“ (Mařík, 2012, s. 6)

R. a B. Goodmanovi (2013) s nevhodností přebírání finančních plánů od podniku souhlasí. Podnikem vytvořené plány jsou rizikové například z toho důvodu, že management podniku má někdy až přehnanou víru v jeho schopnosti a také v jeho marketing a prodej. Důvodem ale může být i opačná situace, kdy má management pocit, že marketing vůbec nepotřebuje. Častou chybou je také podceňování síly hospodářské soutěže a přeceňování vlastní firmy na trhu. Podnik totiž mnohdy zastává názor, že právě jejich výrobky jsou jedinečné, lepší nebo že jsou schopni své produkty dodávat dříve, a proto jsou silným konkurentem.

Finanční plány by tedy měly být realističtější a vždy prodiskutovány s vedením podniku.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 ZÁKLADNÍ INFORMACE O OCEŇOVANÉM PODNIKU

Česká výrobní společnost XY, spol. s r.o., sídlící ve Zlínském kraji, byla založena v roce 1991 a během svého dlouholetého působení si našla mnoho zákazníků v rámci celé Evropské unie, proto je dodnes výrazná část produkce určena k exportu, převážně do Německa, ale také do Francie, Rakouska, Nizozemí a také na Slovensko. V současné době zaměstnává 25 pracovníků.

Předmětem podnikatelské činnosti podle výpisu z obchodního rejstříku je výroba mechanických výrobků, povrchová úprava materiálů práškovým lakováním a koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej. Společnost je konkrétně zaměřena na kovovýrobu se specializací na drátěný program a vlastní také velkokapacitní práškovou lakovnou, kterou využívá jak pro své účely, tak pro komerční lakování. Jedná se tedy o výrobu prodejních stojanů, nasazovacích rámců na dřevěné palety, žáruvzdorných kotev, pojízdných vozíků, gabionových košů, kontejnerů na víno, okrasných teras, protihlukových stěn, zahradních stolů, skladovacích kontejnerů do mrazíren a mnoho dalších.

Všechny výrobky jsou realizovány ve vlastních prostorách firmy a podnik je také držitelem certifikátu kvality TÜV dle ISO 9001:2009. Vedení firmy věnuje nemalou pozornost moderním metodám průmyslového inženýrství a eliminuje při výrobních i nevýrobních procesech veškeré plýtvání. Spolu s investicemi do moderních technologií tak dosahuje vysoké produktivity a efektivity spolu s dodržováním kvality a sjednaných termínů. (interní materiály podniku, 2013)

V následující tabulce naleznete informace o vkladech a podílech společníků.

*Tab. 5 – Společníci podniku XY, spol. s r.o.
(interní materiály podniku)*

Společníci	Výše vkladu	Podíl
Společník X	55 000 Kč	59 %
Společník Y	50 000 Kč	40 %
Společník Z	20 000 Kč	1 %

V době založení podniku byla zákonem stanovená minimální výše základního kapitálu 125 000 Kč. Vklady neodpovídají procentuálnímu podílu, protože při zakládání podniku a určování podílu byly zohledněny i jiné aspekty, například rozsah ručení při přijetí úvěru.

7 CÍL A ÚČEL OCENĚNÍ

Cílem tohoto projektu je nalezení objektivizované hodnoty pro vnitřní potřeby managementu společnosti XY, spol. s r.o. k datu 1.1.2013, a to na základě výnosových metod.

8 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Jako první je doporučováno zpracovat strategickou analýzu, jejímž úkolem je za pomoci analýzy a prognózy relevantního trhu, vymezení konkurence a objasnění vnitřního potenciálu určit budoucí tržby daného podniku. Proto je na tuto část kladen velký důraz.

8.1 Makroekonomické prostředí

Před analýzou relevantního trhu je potřeba objasnit vývoj makroekonomických podmínek. K tomuto účelu byla využita makroekonomická predikce vydaná Ministerstvem financí České republiky.

Českou republiku, která se v roce 2012 nacházela v recesi, by mělo čekat pozvolné ožívání, i když v roce 2013 je očekáván růst HDP pouze o 0,1 %. Na tento minimální růst bude pozitivně působit export, ale stále klesající spotřeba domácností a firem bude naopak působit negativně. V roce 2014 je však očekáváno zvýšení ekonomické aktivity o 1,4 %, v roce 2015 o 2,4 % a v roce 2016 se počítá s růstem o 2,6 %. Tyto údaje představují reálný růst, já ale při výpočtech budu kalkulovat s HDP v běžných cenách, tudíž procento růstu bude jiné.

Průměrná inflace v roce 2013 by měla dosáhnout 2,1 %, v roce 2014 by měla být méně ovlivněna administrativními opatřeními a dosáhnout tak úrovně 1,8 %. Tento růst je ovlivněn zvýšením obou sazeb DPH o 1 % k 1.1.2013.

Pro rok 2013 je predikována výše úrokové sazby 3M PRIBOR na úrovni 0,5 %, pro rok 2014 pak nepatrné zvýšení na 0,6 %. Snížení dvoutýdenní repo sazby na historické minimum 0,05 %, diskontní sazby také na 0,05 % a lombardní sazby na 0,25 % zapůsobilo také na oslabení kurzu koruny vůči euru. Za rok 2012 tak koruna oslabila v průměru o 2,2 %. Dle údajů České národní banky by se tak průměrný kurz v roce 2013 mohl pohybovat na úrovni 25,3 Kč/EUR, poté by mohla koruna apreciovat a dosáhnout hodnoty 25,0 Kč/EUR.

8.2 Vymezení relevantního trhu

Jak bylo uvedeno i v teoretické části, relevantní trh můžeme vymežit různě.

8.2.1 Vymezení relevantního trhu z hlediska produktu

Charakterem své činnosti spadá dle klasifikace CZ–NACE do sekce C (zpracovatelský průmysl), do oblasti 25 (výroba kovových konstrukcí) a konkrétně tedy do oboru 25.9 (vý-

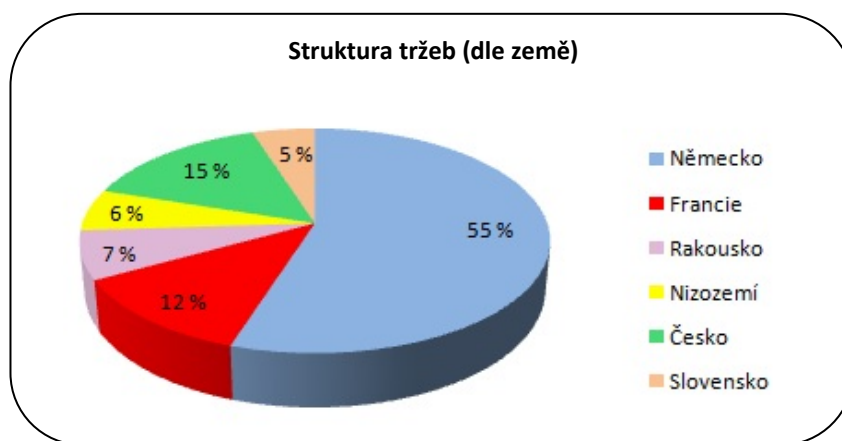
roba ostatních kovodělných výrobků), který zahrnuje, mimo jiné, právě i drátěné výrobky. Budu pracovat jenom s konkrétním oddílem 25.9, protože celý oddíl 25 zahrnuje i výrobky, ke kterým má podnik XY, spol. s r.o. velice daleko (výroba zbraní, parních kotlů, radiátorů a jiných). V úvodu, který charakterizoval tuto společnost, byla zmíněna také prášková lakovina. Lakování do oboru 25.9 nespadá, ale protože tato činnost byla v podniku XY, spol. s r.o. značně omezena a již není hlavním zdrojem výnosů, nebude brána v úvahu.

Jak plyne z dokumentu Panorama zpracovatelského průmyslu 2011, který byl zpracován Ministerstvem průmyslu a obchodu, obor 25.9 patří mezi 3 největší, které se nejvíce podílí na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb na celkové oblasti 25. Oblast 25.9 zaujímá tuto pozici svými 22,6 %. Rok 2009 odráží recesi světové ekonomiky, což se projevuje zejména u výrobků potřebných pro investiční celky (tedy i obor 25.9). V roce 2010 a 2011 však došlo již k oživení.

Uvádí se, že výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků v České republice má z důvodu vazby na silného partnera (Německo) dobré vyhlídky na další rozvoj v náročném konkurenčním prostředí. Ale i Německo musí počítat s určitým zpomalením.

8.2.2 Vymezení relevantního trhu z hlediska území

Za relevantní trh v tomto případě považujeme území České a Slovenské republiky, Německa, Francie, Rakouska a Holandska. Tržby plynoucí z jednotlivých zemí zaujímají podíly zobrazené na přiloženém grafu.



Obr. 4 – Struktura tržeb dle území (interní materiály podniku)

8.2.3 Vymezení relevantního trhu z hlediska zákazníků

Velká část zákazníků jsou obchodní firmy, které zboží vyrobené firmou XY, spol. s r.o. dále prodávají svým zákazníkům. I když se analyzovaná společnost snaží dostat až k finálním odběratelům, což jsou především obchodní řetězce a logistické firmy, které tyto výrobky používají pro skladování, manipulaci, prodej, transport apod., přesto velkou část zákazníků zaujímají zmínění překupníci.

8.2.4 Vymezení relevantního trhu z hlediska konkurentů

Vymezení relevantního trhu z hlediska konkurence je poněkud zvláštní a to ze skutečnosti zmíněné v předchozí podkapitole. Zahraniční konkurenti (vyjma Slovenské republiky) jsou totiž ve většině případů zároveň zákazníky firmy XY, spol. s r.o., protože produkty získané od této společnosti prodávají dále. Tím pádem lze vymezit konkurenci jenom na území České a Slovenské republiky, která se uchází o stejné zahraniční zákazníky.

8.3 Prognóza vývoje relevantního trhu

Jak bylo uvedeno, daná společnost obchoduje hlavně se zahraničím. I když se jedná o země Evropské unie, nebude predikce provedena pro unii jako celek, ale bude každá země rozebrána zvlášť.

V tomto úvodu bych chtěla také uvést vysvětlivky týkající se postupu při predikci relevantního trhu:

- oblast **C 25.9** představuje obor **výroby ostatních kovodělných výrobků**;
- oblast **H 52** představuje specializaci na **skladování a podpůrné služby v dopravě**;
- HDP je uváděno v **běžných cenách**;
- tabulky s výsledky regresních analýz jsou obsaženy v příloze;
- údaje o vývoji HDP byly čerpány z webových stránek OECD, Eurostatu, Economy Watch a statistických úřadů jednotlivých zemí;
- pro potřebu přepočtu částek budou použity uvedené průměrné kurzy – pro roky 2013 a 2014 byl zvolen kurz dle prognózy Ministerstva financí a roky 2015 a 2016 byly zachovány na úrovni posledního „známého“ roku (tedy 2014), jelikož odhady pro delší časové období mi nejsou známy;

Tab. 6 – Vývoj směnného kurzu CZK/EUR (www.czso.cz)

Vývoj průměrného kurzu CZK/EUR						
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
25,290	24,586	25,143	25,300	25,0	25,0	25,0

- v případech, kdy se nepodařilo sehnat data za delší časové období, ale pouze za 4 nebo 5 let, využijí na doporučení statistiků elementární charakteristiky časových řad a konkrétně průměrného absolutního přírůstku.

Data z minulosti se víceméně shodovala, ale problém byl se zjištěním prognózy nominálního růstu HDP. Stránka Economy Watch sice obsahovala různé verze růstů HDP (nominální i reálný), ale tyto procenta pravděpodobně nebyly upraveny dle současné ekonomické situace. Například růst HDP v České republice pro rok 2013 byl stanoven na 10 %, což je nereálné. Roky 2015 a 2016 již vykazovaly realističtější prognózy. Proto pro roky 2013 a 2014 byly převzaty údaje z OECD, které ještě například pro Českou republiku byly upraveny dle nejnovějších informací, a procentní změna v letech 2015 a 2016 byla převzata ze stránek Economy Watch. Brzy však opět dojde k přehodnocení prognóz, a tak je nemožné s jistotou tyto predikce zpracovat. Kromě vypočtené varianty tak bude počítáno ještě s další možností (pesimistickou variantou), která bude představovat o 2 % nižší růst tržeb než varianta první.

8.3.1 Česká republika

Výrobní portfolio firmy je rozsáhlé, ale směřuje převážně do jednoho oboru. U některých výrobních skupin lze hledat spojitost se stavebnictvím, a proto jsem ověřovala, zda regresní analýza odhalí nějakou spojitost mezi tržbami oboru 25.9 a nalezenou časovou řadou týkající se počtu stavebních zakázek.

Na základě zjištěných výsledků ale nemohu závislost potvrdit. Korelační koeficient nabył hodnoty 0,18 a index determinace činí pouze 0,032. Tyto hodnoty jsou natolik nízké, že nebudou brány v úvahu, a to ani za předpokladu, že by této závislosti byla přiřazena nejmenší váha. Index determinace (R^2) totiž říká, že pouze 3,2 % změn vývoje tržeb v oboru 25.9 je vysvětleno změnami ve vývoji stavebních zakázek. Změny jsou tedy z 96,8 % způsobeny jinými vlivy.

Velká část produkce ale slouží jako logistické vybavení, a proto jsem zkoumala souvislost mezi tržbami tohoto oboru a oboru H 52 – skladování a podpůrné služby v dopravě. Tato závislost byla potvrzena, více ale bude řečeno později.

Původní predikce naznačovaly, že reálný růst HDP v roce 2013 bude na úrovni 0,7 %. V tomto ohledu však došlo ke korekci na pouhé 0,1 %. Stejně tak v roce 2014 nastala úprava z původních 2,4 % na 1,4 %. Údaje v tabulce jsou však v běžných cenách, a tak potřebuji místo reálného růstu nominální růst. Ten se však moc nezveřejňuje, ale na stránkách OECD jsem našla původní verze růstu, a to i nominálního, pro roky 2013 a 2014. Proto, i když se nejedná o nejpřesnější metodu, snížím stejným tempem i tyto růsty. Nominální růst v roce 2013 tedy bude na úrovni 0,4 % a v roce 2014 dosáhne růstu 1,7 %. V roce 2015 a 2016 je pak počítáno s růstem o 2,4 % a 2,6 %, opět myšleno reálně, takže nominální růst by se měl pohybovat výše. Je však běžné, že tyto prognózy budou opět upraveny směrem dolů, a proto tyto procenta využiji pro nominální růst bez navýšení.

Tab. 7 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – ČR (vlastní zpracování)

Česká republika				
Rok	HDP (mil. Kč)	Tržby H 52 (mil. Kč)	Tržby C 25.9 (mil. Kč)	Počet stavebních zakázek (mil. Kč)
2001	2 448 557	-	34 173,4	154 307
2002	2 567 530	-	29 769,3	160 894
2003	2 688 107	-	30 481,8	178 733
2004	2 929 172	-	41 328,0	222 903
2005	3 116 056	133 787	44 605,0	195 022
2006	3 352 599	153 701	48 911,7	244 266
2007	3 662 573	177 627	55 754,2	205 094
2008	3 848 411	190 634	60 577,4	249 616
2009	3 758 979	161 801	48 112,3	184 298
2010	3 799 547	176 044	54 108,1	197 109
2011	3 841 370	184 161	61 268,2	179 107
2012	3 843 471	188 028	62 248,5	149 157
2013	3 858 845	191 032	-	-
2014	3 991 595	193 488	-	-
2015	4 087 393	195 709	-	-
2016	4 193 666	197 736	-	-

* údaje o vývoji HDP byly zjištěny ze stránek Ministerstva financí a OECD

* údaje o vývoji nových stavebních zakázek byly zjištěny ze stránek ČSÚ

* údaje o vývoji tržeb v oboru C 25.9 pochází ze stránek MPO

* údaje o vývoji tržeb oboru H 52 pochází ze stránek Eurostatu, přepočteno průměrných kurzem v daném roce

Tržby za obor 25.9 pro rok 2012 ještě nebyly k dispozici, ale z webových stránek Českého statistického úřadu byl dostupný údaj procentní změny tržeb v celkovém odvětví 25, a tak bylo i toto procento použito pro obor 25.9. Vzhledem k tomu, že zveřejněné tržby za

1. polovinu roku 2012 jsou téměř na stejné úrovni jako v roce 2011, považují toto procento růstu za odpovídající.

Prognóza tržeb na území Česka bude provedena těmito způsoby:

- použití trendu
- závislost na HDP
- závislost na skladování a podpůrných službách v dopravě

Korelační koeficient mezi H 52 na C 25.9 byl vysoký (0,949), vyskytly se však problémy se zjišťováním predikce pro obor H 52, nebo alespoň pro celkové odvětví H (doprava a skladování). Budoucí tržby ve skladování a podpůrných službách byly proto vypočteny pomocí logaritmického trendu. Proto tomuto nepřesnému způsobu stanovení růstu tržeb přiřadím menší váhu.

Byla zjišťována také korelace mezi HDP a dosaženými tržbami v oboru 25.9. Výsledky ukázaly, že korelační koeficient mezi těmito veličinami činí 0,948.

Pro predikci časové řady tržeb 25.9 jsem testovala lineární, logaritmický a exponenciální trend. Z nich největší spolehlivost ($R^2 = 0,823$) vykazoval trend lineární. I přesto je tato hodnota nižší než u jiných způsobů, bude proto použita s menší váhou.

Tab. 8 – Metody stanovení růstu tržeb – ČR (vlastní zpracování)

Rok	Tržby lineární trend	Tempo růstu	Tržby v závislosti na HDP	Tempo růstu	Tržby v závislosti na skladování	Tempo růstu
2013	66 843,0	7,4 %	58 919,5	-5,4 %	61 919,9	-0,5 %
2014	69 802,0	4,4 %	61 842,1	5,0 %	62 910,9	1,6 %
2015	72 761,0	4,2 %	63 951,2	3,4 %	64 210,6	2,1 %
2016	75 720,0	4,1 %	66 290,9	3,7 %	64 625,0	0,6 %

* v mil. Kč

Uvedeným způsobům jsem přiřadila váhy, a to následovně. Použití lineárního trendu má váhu 1, závislost na skladování také váhu 1 a závislost na HDP disponuje váhou 2. V úvahu připadají také variantní scénáře.

Tab. 9 – Varianty růstu tržeb – ČR (vlastní zpracování)

Rok	Realistická varianta	Tempo růstu	Pesimistická varianta	Tempo růstu
2013	62 186,3	-0,1 %	60 941,3	-2,1 %
2014	64 673,8	4,0 %	62 160,1	2,0 %
2015	66 808,0	3,3 %	62 968,2	1,3 %
2016	68 211,0	2,1 %	63 031,2	0,1 %

* v mil. Kč

8.3.2 Německo

Jelikož jde o významnou ekonomiku (největší v Evropské unii) a 55% podíl na tržbách mají němečtí odběratelé, bylo mou snahou tento trhu vymežit podrobně. Jde sice o silnou ekonomiku, ale vlivem zpomalení ostatních zemí muselo i Německo zhoršit své výhledy do budoucna.

Údaj roku 2012 v 25.9 nebyl dostupný, ale ze stránek Německého statistického úřadu bylo možné zjistit 0,5% pokles v celkovém odvětví 25, a proto jsem využila tohoto údaje.

*Tab. 10 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Německo
(vlastní zpracování)*

Rok	Německo		
	HDP (mil. Eur)	Tržby H 52 (mil. Eur)	Tržby C 25.9 (mil. Eur)
2005	2 224 400,0	-	-
2006	2 313 900,0	-	-
2007	2 428 500,0	-	-
2008	2 473 800,0	95 970,6	25 241,6
2009	2 374 500,0	83 615,1	20 282,9
2010	2 496 200,0	93 980,8	21 970,7
2011	2 592 600,0	99 951,7	22 953,5
2012	2 643 900,0	101 251,1	22 838,7
2013	2 702 065,8	105 488,3	-
2014	2 799 340,2	107 902,1	-
2015	2 880 521,0	109 942,9	-
2016	2 958 295,1	111 710,7	-

* údaje o vývoji HDP pochází ze stránek Eurostatu, OECD a Economy Watch

* údaje o vývoji tržeb oboru C 25.9 a H 52 byly zjištěny ze stránek Eurostatu

Tržby oboru H 52 v roce 2012 byly určeny na základě Německého statistického úřadu, z jehož stránek vyplynulo, že tržby v oblasti dopravy a skladování vzrostly o 1,3 %. Využiji tedy tohoto údaje.

Koeficient korelace mezi HDP a tržbami je sice roven 1, ale protože je časová řada tržeb v oboru 25.9 krátká, nebude mít tato korelace větší váhu. Na základě takto krátké řady nemůžu s jistotou určit, zda je koeficient opravdu významný.

Pro predikci jsem aplikovala také logaritmický trend a využila jsem i metody průměrného absolutního přírůstku, ze kterého byl ale vyloučen rok 2008. Kdyby byl brán v úvahu i rok

2008, byl by průměrný přírůstek -600 mil. Eur. Bez tohoto roku činí tento přírůstek 851,9 mil. Eur.

Jako další metoda byla použita regresní analýza s tržbami H 52, které byly predikovány pomocí logaritmického trendu.

Tab. 11 – Metody stanovení růstu tržeb – Německo (vlastní zpracování)

Rok	Tržby v závislosti na HDP	Tempo růstu	Tržby – logaritmický trend	Tempo růstu	Tržby – průměrný absolutní přírůstek	Tempo růstu	Tržby v závislosti na H 52	Tempo růstu
2013	23 770,9	4,1 %	23 629,3	3,5 %	23 690,6	3,7 %	23 656,1	3,6 %
2014	24 743,3	4,1 %	23 991,4	1,5 %	24 542,5	3,6 %	24 024,1	1,6 %
2015	25 562,3	3,3 %	24 297,6	1,3 %	25 394,4	3,5 %	24 335,2	1,3 %
2016	26 343,0	3,1 %	24 562,8	1,1 %	26 246,3	3,4 %	24 604,7	1,1 %

* v mil. Eur

Protože je časová řada z minulosti velmi krátká, nelze určit, která metoda je nejpřesnější a nejdůležitější. Ale protože mi byla statistiky doporučena metoda průměrného absolutního výsledku, bude tento způsob stanovení tržeb disponovat váhou 2.

Tab. 12 – Varianty růstu tržeb – Německo (vlastní zpracování)

Rok	Realistická	Tempo	Pesimistická	Tempo
2013	23 683,7	3,7 %	23 227,0	1,7 %
2014	24 370,5	2,9 %	23 436,0	0,9 %
2015	25 004,2	2,6 %	23 576,7	0,6 %
2016	25 604,3	2,4 %	23 670,3	0,4 %

* v mil. Eur

8.3.3 Francie

Tato země je pro analyzovanou společnost 3. nejvýznamnější.

Pro doplnění tržeb v roce 2012 využijí údaje, který zveřejnil National Institute of Statistics and Economic Studies, a sice růst o 2,1 % v celém sektoru C (zpracovatelský průmysl). Stejně tak byl zjištěn růst u sektoru H, který činil 1,9 % a byl použit pro doplnění údaje u skladování a podpůrných služeb v dopravě.

Tab. 13 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Francie
(vlastní zpracování)

Rok	Francie		
	HDP (mil. Eur)	Tržby H 52 (mil. Eur)	Tržby C 25.9 (mil. Eur)
2005	1 718 047,2	-	-
2006	1 798 115,5	-	-
2007	1 886 792,1	-	-
2008	1 933 195,0	62 245,8	11 507,8
2009	1 885 763,0	58 142,7	9 349,3
2010	1 937 261,0	64 271,5	10 439,5
2011	1 996 583,1	68 964,6	10 684,6
2012	2 029 877,4	70 274,9	10 909,0
2013	2 058 295,7	72 844,0	-
2014	2 099 461,6	75 532,0	-
2015	2 183 440,1	78 220,0	-
2016	2 270 777,7	80 908,0	-

* údaje o HDP ze stránek Eurostatu, OECD a Economy Watch

* údaje o tržbách H 52 a C 25.9 ze stránek Eurostatu a National Institute of Statistics and Economic Studies

Použití trendu pro prognózu tržeb není možné, jelikož spolehlivost tohoto modelu by byla téměř nulová. Využijí tedy průměrného absolutního přírůstku a regresní závislosti na HDP a oblasti H 52. I když je koeficient korelace u H 52 vyšší než u HDP, nepovažuji to v tomto případě za rozhodující. Jak bylo řečeno i dříve, z takto krátké časové řady nelze vyvozovat jednoznačné rozhodnutí.

Tab. 14 – Metody stanovení růstu tržeb – Francie (vlastní zpracování)

Rok	Tržby v závislosti na HDP	Tempo růstu	Tržby – průměrný absolutní přírůstek	Tempo růstu	Tržby v závislosti na H 52	Tempo růstu
2013	11 315,3	3,7 %	11 428,9	4,8 %	11 256,2	3,2 %
2014	11 731,4	3,7 %	11 948,8	4,5 %	11 585,6	2,9 %
2015	12 580,3	7,2 %	12 468,7	4,4 %	11 915,0	2,8 %
2016	13 463,2	7,0 %	12 988,6	4,2 %	12 244,4	2,8 %

* v mil. Eur

Průměrný absolutní přírůstek bude disponovat váhou 2, zbylé metody váhou 1.

Tab. 15 – Varianty růstu tržeb – Francie (vlastní zpracování)

Rok	Realistická varianta	Tempo růstu	Pesimistická varianta	Tempo růstu
2013	11 356,3	4,1 %	11 138,1	2,1 %
2014	11 799,2	3,9 %	11 349,7	1,9 %
2015	12 353,7	4,7 %	11 656,1	2,7 %
2016	12 922,0	4,6 %	11 959,2	2,6 %

* v mil. Eur

8.3.4 Rakousko

Tab. 16 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Rakousko (vlastní zpracování)

Rok	Rakousko		
	HDP (mil. Eur)	Tržby H52 (mil. Eur)	Tržby C 25.9 (mil. Eur)
2005	245 243,4	12 929,5	-
2006	259 034,5	14 364,5	-
2007	274 019,8	15 280,5	-
2008	282 744,2	16 092,3	1 648,8
2009	276 151,0	13 745,7	1 474,9
2010	286 396,9	15 310,4	1 439,4
2011	300 712,4	15 076,9	1 617,6
2012	309 900,0	15 544,3	1 643,5
2013	317 648,0	-	-
2014	327 812,2	-	-
2015	340 924,7	-	-
2016	353 538,9	-	-

* údaje o vývoji HDP pochází ze stránek Eurostatu, OECD a Economy Watch

* údaje o H 52 a C 25.9 pochází z Eurostatu

Problém je opět se zjištěním tržeb za rok 2012. Podle údajů statistického úřadu Rakouska vzrostly tržby v celém sektoru C o 1,6 % oproti roku 2011. Toto procento tedy použijí, abych dopočítala tržby v 25.9. Stejně tak byl zjištěn růst v sekci H (doprava a skladování), který činil 3,1 % oproti roku 2011.

Výhodou zde sice je, že řada tržeb v oblasti skladování je delší, a tak by se dal spolehlivěji určit trend, problémem ale je, že koeficient korelace mezi těmito tržbami a tržbami C 25.9 je pouze 0,46, takže tento způsob predikce nemohu použít.

Využijí průměrného absolutního přírůstku (opět bez roku 2008), který činí 56,2 mil. Eur.

Tab. 17 – Metody stanovení růstu tržeb – Rakousko (vlastní zpracování)

Rok	Tržby v závislosti na HDP	Tempo růstu	Tržby – průměrný absolutní přírůstek	Tempo růstu
2013	1 692,4	3,0 %	1 699,7	3,4 %
2014	1 754,5	3,7 %	1 755,9	3,3 %
2015	1 834,5	4,6 %	1 812,1	3,1 %
2016	1 911,6	4,2 %	1 868,3	3,1 %

* v mil. Eur

Korelace mezi HDP a tržbami v oboru 25.9 činí 0,90, ale opět nemůžeme tento způsob považovat za spolehlivý kvůli nedostatku údajů. Bude mít proto menší váhu (=1). Průměrný absolutní přírůstek bude mít váhu 2.

Tab. 18 – Varianty růstu tržeb – Rakousko (vlastní zpracování)

Rok	Realistická varianta	Tempo růstu	Pesimistická varianta	Tempo růstu
2013	1 697,7	3,3 %	1 664,9	1,3 %
2014	1 755,5	3,4 %	1 688,2	1,4 %
2015	1 818,7	3,6 %	1 715,2	1,6 %
2016	1 884,2	3,5 %	1 740,9	1,5 %

* v mil. Eur

8.3.5 Nizozemí

Tab. 19 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Nizozemí (vlastní zpracování)

Rok	Nizozemí		
	HDP (mil. Eur)	Tržby H 52 (mil. Eur)	Tržby C 25.9 (mil. Eur)
2005	513 407,0	-	-
2006	540 216,0	-	-
2007	571 773,0	-	-
2008	594 481,0	23 418,1	3 872,4
2009	573 235,0	21 404,4	3 173,2
2010	588 740,0	21 905,0	3 275,9
2011	601 973,0	23 046,2	3 794,2
2012	600 638,0	23 645,4	3 794,2
2013	612 050,1	-	-
2014	629 799,6	-	-
2015	649 323,4	-	-
2016	670 101,7	-	-

* údaje o HDP pochází z Eurostatu, OECD a Economy Watch

* údaje o H 52 a C 25.9 pochází z Eurostatu a stat. úřadu Holandska

Ze statistického úřadu Holandska byl zjištěn růst v oblasti H 52 pro rok 2012, který činil 2,6 %. Naopak vývoj v oblasti C celkem stagnoval, proto i tržby v 25.9 zůstanou na úrovni roku 2011.

Korelace mezi H 52 a C 25.9 je poměrně vysoká, ale je problematické využít trendu pro predikci, jelikož hodnota R^2 dosahuje v lepších případech pouze 0,1. Bude proto využito korelace mezi HDP a C 25.9 a také průměrného absolutního přírůstku, který činí 207 mil. Eur.

*Tab. 20 – Metody stanovení růstu tržeb – Nizozemí
(vlastní zpracování)*

Rok	Tržby v závislosti na HDP	Tempo růstu	Tržby – průměrný absolutní přírůstek	Tempo růstu
2013	3 993,7	5,3 %	4 001,2	5,5 %
2014	4 404,9	10,3 %	4 208,2	5,2 %
2015	4 857,3	10,3 %	4 415,2	4,9 %
2016	5 338,7	9,9 %	4 622,2	4,7 %

* v mil. Eur

Korelace mezi HDP a C 25.9 je sice vysoká, ale nespolehlivá, proto bude mít váhu 1, zatímco průměrný absolutní přírůstek bude disponovat váhou 2.

Tab. 21 – Varianty růstu tržeb – Nizozemí (vlastní zpracování)

Rok	Realistická varianta	Tempo růstu	Pesimistická varianta	Tempo růstu
2013	3 999,1	5,4 %	3 923,2	3,4 %
2014	4 275,0	6,9 %	4 115,4	4,9 %
2015	4 561,5	6,7 %	4 308,9	4,7 %
2016	4 853,4	6,4 %	4 498,5	4,4 %

* v mil. Eur

8.3.6 Slovenská republika

Slovenská republika je pro danou společnost spíše zemí konkurentů než zákazníků, proto také jen 5 % celkových tržeb plyne od slovenských odběratelů.

Tab. 22 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – SR (vlastní zpracování)

Rok	Slovenská republika		
	HDP (mil. Eur)	Tržby H 52 (mil. Eur)	Tržby C 25.9 (mil. Eur)
2005	49 314,2	-	-
2006	55 001,6	-	-
2007	61 449,7	-	-
2008	66 842,4	1 997,9	939,5
2009	62 794,4	1 722,5	781,4
2010	65 869,5	2 093,0	1 205,1
2011	69 108,3	2 229,5	1 382,1
2012	71 463,0	2 595,3	1 419,4
2013	73 821,3	-	-
2014	77 512,3	-	-
2015	82 783,1	-	-
2016	89 998,4	-	-

* údaje o HDP pochází ze stránek Eurostatu a OECD

* údaje o H 52 pochází ze stránek statistického úřadu SR

* údaje o vývoji C 25.9 pochází ze stránek Eurostatu

Při pohledu na tržby v oboru 25.9 je evidentní razantní změna mezi roky 2009 a 2010. Tato skutečnost je dána více než desetinásobným růstem počtu podniků působících v tomto oboru. Proto je obtížné z takového trendu vyvodit prognózu.

Tržby C 25.9 jsou opět nedostupné, podařil se mi pouze zjistit 2,7% růst v odvětvích 24 a 25 společně, proto nemám jinou možnost než využít tohoto údaje. Částka pro obor H 52 byla zjistitelná.

Index korelace mezi HDP a tržbami 25.9 je sice vysoký (ale nespolehlivý) a výsledné tržby podle této metody vykazovaly tempo růstu kolem 20 %, což považuji za nereálné, a proto tuto metodu nepoužiji. Stejný problém nastal také u korelace s oborem H 52. Proto bude využita jenom metoda průměrného absolutního přírůstku, který činí 107,2 mil. Eur. Tentokrát nebude vyloučen jen rok 2008, ale také 2009, a to z toho důvodu, aby byl zohledněn prudký nárůst působících podniků.

Tab. 23 – Metoda stanovení růstu trhu – SR
(vlastní zpracování)

Rok	Tržby – průměrný absolutní přírůstek	Tempo růstu
2013	1 526,6	7,6 %
2014	1 633,8	7,0 %
2015	1 741,0	6,6 %
2016	1 848,2	6,2 %

Tab. 24 – Varianty růstu tržeb – SR (vlastní zpracování)

Rok	Realistická varianta	Tempo růstu	Pesimistická varianta	Tempo růstu
2013	1 526,6	7,6 %	1 498,9	5,6 %
2014	1 633,8	7,0 %	1 573,8	5,0 %
2015	1 741,0	6,6 %	1 646,2	4,6 %
2016	1 848,2	6,2 %	1 715,3	4,2 %

8.3.7 Relevantní trh celkem

Souhrnné tabulky obsahující přehled predikovaných tržeb v jednotlivých zemích jsou obsaženy v příloze, zde uvádím pouze celkovou částku a procento růstu, a to ve 2 variantách.

Tab. 25 – Relevantní trh celkem (vlastní zpracování)

Rok	REALISTICKÁ VARIANTA		PESIMISTICKÁ VARIANTA	
	Relevantní trh celkem (mil. Kč)	Tempo růstu	Relevantní trh celkem (mil. Kč)	Tempo růstu
2013	1 131 450,3	4,5 %	1 109 679,4	2,5
2014	1 160 523,8	2,6 %	1 116 237,6	0,6
2015	1 203 785,5	3,7 %	1 135 545,7	1,7
2016	1 246 013,5	3,5 %	1 152 636,2	1,5

8.4 Prognóza tržeb podniku XY, spol. s r.o.

Účelem strategické analýzy je zjistit budoucí tržby daného podniku. Abych mohla rozhodnout, zda můžu budoucí růst tržeb oboru 25.9 aplikovat ve stejném procentu také na podnik XY, spol. s r.o., provedu analýzu vnitřního potenciálu.

8.4.1 Analýza vnitřního potenciálu

Pro tento účel využiji tabulky profesora Maříka. Jelikož jsou obsáhlé, budou k nahlédnutí v příloze. Z oblasti kvality managementu lze konstatovat, že podnik má jasnou strategii a schopnost rozhodovat, plánovat běžnou činnost a zájem učit se. Méně bodů bylo přiděleno oblastem týkajících se schopnosti prognózovat a ocenit šance a rizika. Personální oblast byla taktéž hodnocena velice kladně. Dlouhodobý majetek vykazuje téměř optimální využití kapacit, výborný stav údržby a moderní strojní vybavení. Investice jsou standardně posuzovány, taktéž s určitými prvky investičního controllingu. Z oblastí inovací plyne maximální využití informací z reklamací, ale naopak podíl na nových produktech na trhu je minimální. Taktéž tržby společnosti plynou ze stejných, zavedených výrobků.

Druhým pomocníkem bude známá SWOT analýza, tedy rozbor silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb. Obě možnosti byly zpracovány na základě porady s podnikem.

Tab. 26 – SWOT analýza (interní materiály podniku)

Silné stránky	Slabé stránky
finanční zdraví	nestabilita procesů
flexibilita	nedostatečná efektivita výroby
goodwill	chybí post obchodníka
certifikát kvality	vysoké režie
Příležitosti	Hrozby
vstup na další území	pokles poptávky
vstup do dalšího oboru	rostoucí konkurence
modernizace zařízení	cenová válka
nalezení nových distribučních cest	nedostatečná diverzifikace výroby

Mezi silné stránky společnosti nepochybně patří dobré finanční zdraví. I když v rámci finanční analýzy v další kapitole bude vysoký podíl vlastního kapitálu brán jako neefektivní, zde musím tuto skutečnost brát jako výhodu, protože podnik není silně zadlužen a je schopen dostát všem svým závazkům. Také větší zakázky mohou být profinancovány z vlastního kapitálu. Výhodou je také vlastnictví certifikátu kvality ISO 9001:2009 a dobré jméno, které si získala během svého dlouholetého působení. Proto můžeme kladně hodnotit také to, že se jedná o firmu s určitou historií.

Slabé stránky byly za pomoci podniku spatřeny v nestabilitě procesů a nedostatečné efektivitě výroby, jelikož někdy dochází k placení nevyužitých zaměstnanců či zbytečným manipulacím. Podnik také postrádá obchodníka, který by se zabýval hledáním nových odběratelů. Jak bylo řečeno, firma také disponuje práškovou lakovnou. Její nevýhodou je ale město, ve kterém společnost sídlí, protože kvůli vzdálenosti od větších měst, ve kterých je více zakázek, se prodražuje cena přepravy.

Příležitosti podniku tkví ve vstupu na nové trhy, a to jak z hlediska územního, tak i z hlediska charakteru produkce. Další možností ke zvýšení konkurenceschopnosti jsou investice do modernějších zařízení, čímž by došlo také ke zvýšení produktivity. Další příležitostí by bylo nalezení nových distribučních cest a napojení na koncové zákazníky.

Významnou hrozbou je pokles poptávky, jelikož hlavně v roce 2013 se předpokládá velice mírný růst a i silný obchodní partner Německo už snižuje své vyhlídky. Jak bylo uvedeno v tabulce s počtem podniků, je zaznamenán rostoucí trend, a tak je hrozbou pro podnik rostoucí konkurence a tedy i cenová válka, například využitím dumpingových cen za úče-

lem „přetáhnutí“ zákazníků. Hrozbou je také nedostatečná diverzifikace výroby. Podnik má sice velice široké výrobní portfolio, ale většina z těchto produktů směřuje do jednoho oboru. (interní materiály podniku)

8.4.2 Identifikace konkurentů a zhodnocení vnitřního potenciálu

Již při vymezení relevantního trhu z hlediska konkurence bylo vysvětleno, že zahraniční konkurenti (vyjma Slovenské republiky) jsou ve většině případů zároveň zákazníci, protože produkty získané od analyzované společnosti prodávají dále. Proto můžu jmenovat pouze konkurenci na území České a Slovenské republiky, která se uchází o stejné zahraniční zákazníky. Konkurenty = zákazníky působící v zahraničí nebudu prozrazovat. Mohu pouze uvést jejich počet, který je zaznamenám v následující tabulce.

Tab. 27 – Počet podniků působících v oboru C 25.9 (vlastní zpracování)

Rok	Počet podniků v oboru					
	Česko	Slovensko	Německo	Francie	Rakousko	Nizozemí
2008	2 030	303	4 244	2 059	402	773
2009	2 122	299	4 496	1 969	382	818
2010	2 255	3 738	4 683	2 010	407	918
2011	2 307	3 775	4 671	2 368	408	926

* Údaje byly zjištěny ze stránek Eurostatu

V některých zemích došlo k založení nových podniků dokonce i v roce 2009, který se vyznačuje slabým ekonomickým výkonem téměř ve všech oblastech. Obecně lze říci, že vývoj počtu podniků je charakterizován mírnými změnami, většinou růstem, ale nepřehlédnutelná změna nastala v roce 2010 na Slovensku, kde došlo k více než desetinásobnému růstu počtu podniků v oboru 25.9.

Konkurenční firmy, které působí v České republice a které jsou pro podnik XY, spol. s r.o. velmi známé, jsou například:

- Horma – drátěný program;
- Bexim Paletten, s.r.o.;
- Wanzl spol. s r.o.;
- Drátěný program s.r.o.;
- Kovovýroba ZZ s.r.o.;
- Grios s.r.o.;
- D-program spol. s r.o.;
- KOVO-SAVČUK.

Mezi konkurenty působící na Slovensku se pak řadí například:

- Kovo-Lak, s.r.o.;
- MACCAFERRI CENTRAL EUROPE s.r.o.;
- Scholl & Kovo-Halla s.r.o.;
- VK-stroj s.r.o.;
- PEKA & ČEREY;

Tab. 28 – Analýza konkurenční síly podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria						Body	Váha × Body	
			Negativní			Pozitivní					
			0	1	2	3	4	5			6
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků	3							x	6	18
	2 Technická úroveň výrobků	2						x		5	10
	3 Cenová úroveň	3						x		5	15
	4 Intenzita reklamy	2					x			4	8
	5 Výhody místa	1	x							0	0
	6 Výhody distribuce	1					x			4	4
	7 Image firmy	1							x	6	6
Nepřímé faktory	8 Kvalita managementu	3						x		5	15
	9 Výkonný personál	1						x		5	5
	10 Majetek a investice	2						x		5	10
	11 Finanční situace	2						x		5	10
Celkem		21								50	101

Maximální počet bodů: 126

Dosažený počet bodů: 101

Hodnocení: 80 %

Kvalita výrobků dané společnosti je hodnocena nejvyšším počtem bodů, a to nejen díky používání kvalitních materiálů, ale také proto, že nikdy nedojde k expedici výrobků, o kterých se ví, že nejsou stoprocentní. A pokud se náhodou vyskytne problém a reklamace, ihned se vše řeší, hledá se chyba a zasahuje se do přípravků, aby se tato situace už nikdy neopakovala. Taktéž technická úroveň je hodnocena velice dobře, stejně jako cenová úroveň, i když snaha odběratelů o snížení cen se může vyskytnout vždy. Podnik využívá reklamy v odborných časopisech a také hlavně na internetu, kde je profil společnosti zobrazen na mnoha webových stránkách a také na stránkách vlastních. 0 bodů bylo přiděleno výhodě místa. V tomto případě jde tedy o nevýhodu, protože v daném městě a v jeho blízkosti je nedostatek velkých firem a tím pádem méně zakázek. Výhodou distribuce je sku-

tečnost, že firma má své vlastní přepravce, ale na druhé straně je zde také nevýhoda, jelikož se jedná o zakázkovou výrobu a tudíž nejsou výrobky dostupné na více místech jako běžnější produkty. Image firmy, kterou si během svého působení vybudovala, musí být hodnocena kladně, ať už díky kvalitě výrobků, včasnému placení svých závazků či dodržení termínů dodávky. Oblasti obsažené v nepřímých faktorech byly také hodnoceny při analýze vnitřního potenciálu a jsou obsaženy v příloze. Z této analýzy ale vyplynula velmi dobrá úroveň všech zmíněných faktorů.

8.4.3 Stanovení tržního podílu a prognóza tržeb společnosti

Společnost XY, spol. s r.o. sice nemá problémy ve vedení či s odběrateli, hodnocení vnitřního potenciálu vykazovalo příznivé vyhodnocení, ale v současné době zde působí dalších cca 14 000 konkurenčních podniků (myšleno celkově ve všech zemích). Z důvodu rozsáhlosti relevantního trhu je podíl daného podniku velice malý a také kolísavý vlivem proměnlivosti vlastních tržeb, i když v tomto případě se jedná o změny pouze v desetitisícinách procenta. Pokud by byl relevantní trh uvažován jenom na území České republiky, dalo by se díky vnitřnímu potenciálu a plánům očekávat zvýšení tržního podílu, ale v případě relevantního trhu na území 6 zemí předpokládám zachování stejného tržního podílu. Jak vyplývá i z výše uvedené tabulky, největší nevýhodou je lokalita podniku.

Tab. 29 – Analýza tržních podílů (vlastní zpracování)

Rok	Tržby společnosti (mil. Kč)	Tržby relevantní trh (mil. Kč)	Tržní podíl
2008	33,417	1 138 237,3	0,0029 %
2009	19,840	975 319,0	0,0020 %
2010	26,081	1 023 489,0	0,0025 %
2011	25,505	1 055 329,4	0,0024 %
2012	23,410	1 083 175,0	0,0022 %
2013	-	-	0,0022 %
2014	-	-	0,0022 %
2015	-	-	0,0022 %
2016	-	-	0,0022 %

Jelikož tržní podíl zůstává po predikované období na stejné úrovni, není tempo růstu tržeb ovlivněno touto změnou, a tak je růst tržeb společnosti stejný jako růst tržeb relevantního trhu.

Tab. 30 – Prognóza tržeb společnosti XY, spol. s r.o. (vlastní zpracování)

Rok	REALISTICKÁ VARIANTA		PESIMISTICKÁ VARIANTA	
	Tržby XY, spol. s r.o. (tis. Kč)	Tempo růstu	Tržby XY, spol. s r.o. (tis. Kč)	Tempo růstu
2008	33 417	3,5 %	33 417	3,5 %
2009	19 840	-40,6 %	19 840	-40,6 %
2010	26 081	31,5 %	26 081	31,5 %
2011	25 505	-2,2 %	25 505	-2,2 %
2012	23 410	-8,2 %	23 410	-8,2 %
2013	24 463	4,5 %	23 995	2,5 %
2014	25 099	2,6 %	24 139	0,6 %
2015	26 028	3,7 %	24 549	1,7 %
2016	26 939	3,5 %	24 918	1,5 %

9 FINANČNÍ ANALÝZA

Jak bylo již řečeno, finanční analýza je jedním z nástrojů finančního řízení, proto hraje také důležitou roli při ocenění podniku. Důvodem je získání určité představy o perspektivnosti podniku. Finanční analýza společnosti XY, spol. s r.o. bude provedena za období od 1.1.2008 do 31.12.2012. Vzhledem k tomu, že si podnik nechává dobrovolně ověřovat účetní závěrku auditorem, považují tyto data za úplné a spolehlivé.

9.1 Analýza absolutních ukazatelů

Tabulky s horizontálním a vertikální rozbohem rozvahy a výkazu zisku a ztráty jsou rozsáhlejší, a proto je naleznete v příloze (III–VI).

9.1.1 Rozbor tempa růstu položek rozvahy a struktury majetku a závazků

Jinak řečeno, bude provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy.

Bilanční suma pohybující se kolem 18 000 tis. Kč zaznamenala mezi roky 2008 a 2009 pokles (zhruba 200 tis. Kč), následující rok však došlo k růstu téměř o 600 tis. Kč a až do roku 2012 vykazovala aktiva a tedy i pasiva mírný růst. Dlouhodobý majetek sice každý rok zaujímá cca 60% podíl na celkových aktivech, kolísavost bilanční sumy byla ale ve větší míře způsobena změnou v oběžném majetku podniku.

Dlouhodobý majetek je tvořen téměř ze 100 % dlouhodobým hmotným majetkem, jelikož dlouhodobý finanční majetek je nulový ve všech analyzovaných letech a podíl nehmotného majetku se vyskytuje jen v letech 2008 a 2009 (zastoupený softwarem), avšak v zanedbatelné částce. Změny v dlouhodobém hmotném majetku jsou způsobeny pohybem v položkách pozemků, staveb a samostatných movitých věcí. U pozemků nastala výrazná změna mezi léty 2011 a 2012, jelikož došlo k vykoupení parcely nacházející se pod budovou firmy. Hodnota staveb, která má dominantní podíl na dlouhodobém hmotném majetku, se každoročně snižuje cca o 460 tis. Kč vlivem odpisů. Položka samostatných movitých věcí byla ovlivněna nákupem nových strojů a zároveň také odpisy. V roce 2010 tak došlo ke koupi rovnačky a děličky drátu, v roce 2011 byl realizován nákup firemních osobních automobilů a v roce 2012 byly prodány staré firemní automobily a položka byla také ovlivněna zrychlenými odpisy, které jsou použity právě u nových osobních automobilů.

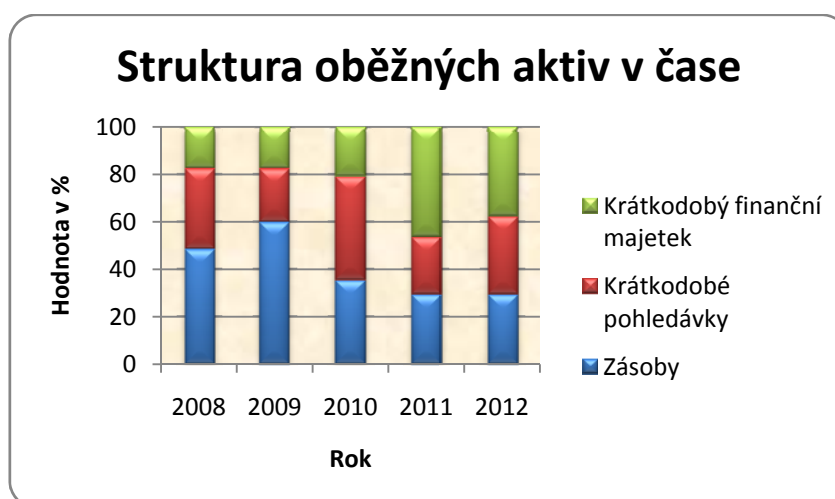
Vývoj oběžných aktiv je složitější popsat, jelikož docházelo k výrazné kolísavosti, a to jak v tempu růstu, tak i v jeho struktuře. Jen výše dlouhodobých pohledávek je ve všech letech stejná, a to nulová.

Můžeme říci, že největší podíl mají zásoby, ale v určitých letech je dohání krátkodobé pohledávky i finanční majetek. U materiálu a výrobků můžeme registrovat protichůdné tendence. Zatímco položka materiálu byla během let navyšována, stav výrobků v čase klesal. Stav nedokončené výroby a polotovarů klesal až do nulového bodu.

Krátkodobé pohledávky tvořené převážně pohledávkami z obchodního styku lze charakterizovat střídavým poklesem a růstem v každém roce. Pokles v roce 2009 a intenzivní nárůst v roce 2010 souvisí s tržbami za prodané výrobky, které zaznamenávají podobný vývoj. V roce 2011 však tyto tržby klesly jen nepatrně, zatímco pohledávky klesly o více jak 70 %. Tuto skutečnost tedy přisuzují dobré platební morálce odběratelů. Rok 2012 je však opakem, tržby a pohledávky jsou v inverzním vztahu.

Krátkodobý finanční majetek reprezentován zejména účty v bankách rostl různým tempem do roku 2011, pak ale nastal obrat a pokles. Časové rozlišení z důvodu zanedbatelné částky a nedůležitosti nebudu rozebírat.

Komplikovaný vývoj oběžného majetku asi nejvýstižněji zobrazuje následující graf. Doporučuji také se na tuto proměnlivost podívat do přílohy III a IV.

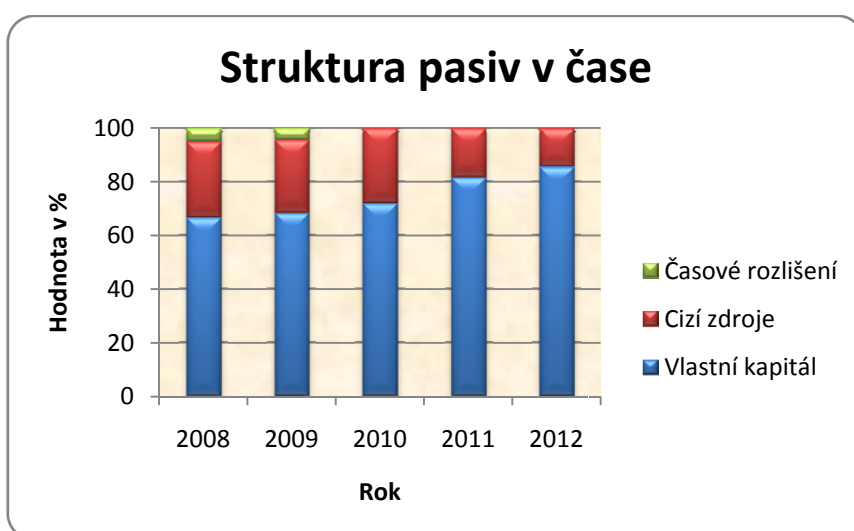


Obr. 5 – Vývoj struktury oběžného majetku (vlastní zpracování)

Pasiva podniku se skládají z větší míry z vlastního kapitálu. Podíl vlastního jmění firmy každoročně roste, od 67% podílu dospěl až k 86% účasti na celkovém kapitálu. Mezi roky 2008 a 2009 došlo k nárůstu pouze o cca 200 tis. Kč, v dalších letech se ale navyšoval již

konstantně asi o 1 000 tis. Kč ročně. Tento růst je způsoben výsledkem hospodaření minulých let díky dosaženému hospodářskému výsledku běžného účetního období. Podrobněji se výsledku hospodaření budu věnovat u analýzy výkazu zisku a ztráty. Základní kapitál zůstal ponechán na úrovni 125 tis. Kč a zákonný rezervní fond tvoří každoročně jen zanedbatelnou částku. Přiměřenost či nepřiměřenost výše vlastního kapitálu k poměru cizího kapitálu bude ale řešena i v jiných částech, tedy u poměrových ukazatelů zadluženosti.

Cizí zdroje společnosti tedy zaujímají pouze 14–28 %. V roce 2010 sice došlo malému růstu, poté je ale zachována tendence snižování podílu cizího kapitálu. Tato situace je znázorněna na přiloženém grafu.



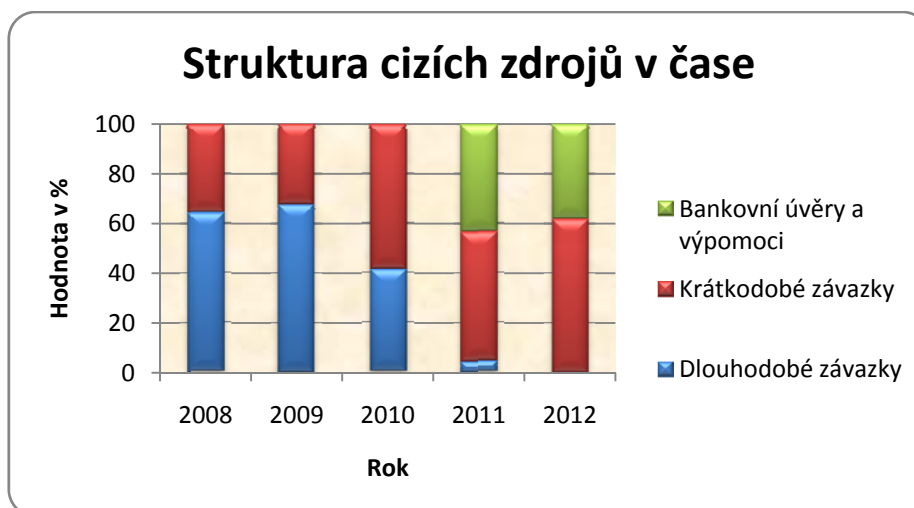
Obr. 6 – Vývoj struktury pasiv (vlastní zpracování)

Dlouhodobé závazky tvořené závazky ke společníkům klesly až na nulu (v roce 2012), jelikož byl postupně vyplácen danému společníkovi podíl.

Vývoj krátkodobých závazků není jednostranný, vykazují jak pokles, tak i růst. Tato položka je tvořena především závazky z obchodních vztahů, ale značný díl mají také dohadné účty pasivní, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotní pojištění, daňové závazky a jiné závazky. Závazky z obchodního styku se pohybují kolem 500 tis. Kč, v roce 2010 ale prudce vzrostly téměř na 1 800 tis. Kč. Jak bude uvedeno později, firma nemá problémy s likviditou, a tak se pravděpodobně rozhodla využít neúročeného cizího kapitálu.

Bankovní úvěry v letech 2008–2010 vykazovaly nulu, jelikož bylo využíváno pouze kontokorentních úvěrů (kromě roku 2010, kdy nebyla potřeba žádného úvěru), v roce 2011 a 2012 již tyto položky vykazují částky 1 483 tis. Kč a 1 034 tis. Kč. Časové rozlišení opět nepovažují za důležité rozebírat.

Zatímco na začátku (myšleno rok 2008) byl podíl dlouhodobých závazků 64 %, krátkodobé závazky zaujímaly 36 % a bankovní úvěry měly nulovou hodnotu, nyní (rok 2012) je situace zcela opačná. Dlouhodobé závazky vykazují nulu, krátkodobé závazky se podílí 62 % a bankovní úvěry představují 38 %. Pro přehlednost raději uvádím graf s proměnlivým vývojem struktury cizích zdrojů.



Obr. 7 – Vývoj struktury cizích zdrojů (vlastní zpracování)

Z uvedených skutečností vyplývá, že podnik využívá především vlastní a dlouhodobý kapitál k financování svých aktiv, a to nejen dlouhodobých, ale i oběžných. Podle zlatého pravidla financování by ale oběžná aktiva měla být financována z krátkodobých zdrojů.

9.1.2 Rozbor tempa růstu položek výsledovky a struktury nákladů a výnosů

Stejný krok jako u analýzy rozvahy bude proveden i u výkazu zisku a ztráty. Podrobné rozборы jsou k nahlédnutí v přílohách V a VI. Nejprve se ale začnu zabývat dosaženým hospodářským výsledkem.

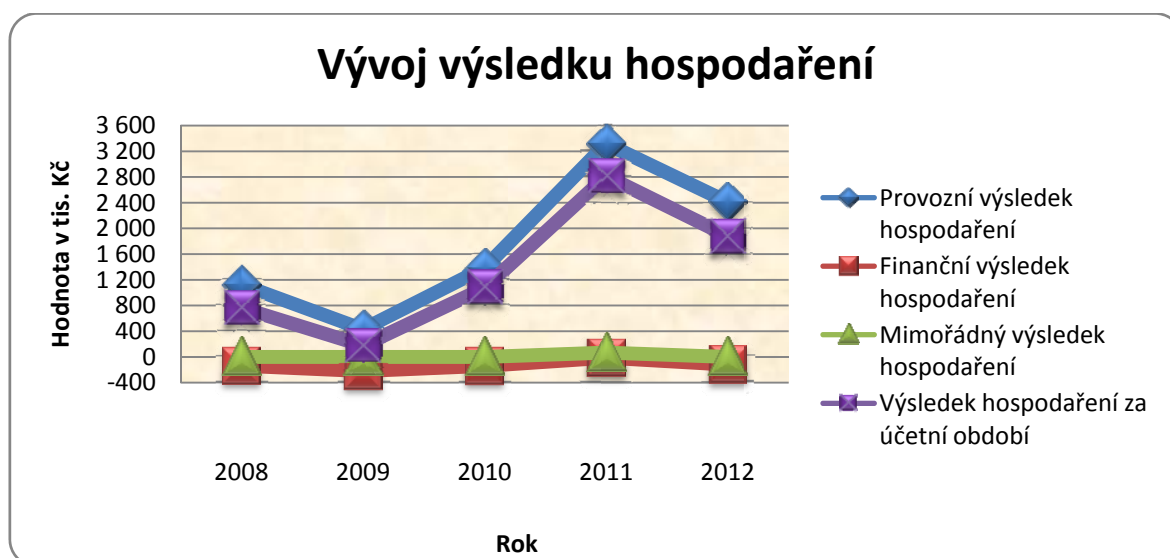
Tab. 31 – Vývoj a struktura výsledku hospodaření (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření	1 125	429	1 385	3 318	2 409
Finanční výsledek hospodaření	-139	-221	-142	-13	-120
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	765	177	1 074	2 747	1 879
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	65	0
Výsledek hospodaření za účetní období	765	177	1 074	2 812	1 879
Výsledek hospodaření před zdaněním	986	208	1 243	3 370	2 289

U výsledku hospodaření za běžnou činnost, který je totožný s výsledkem hospodaření za účetní období (kromě roku 2011), je zřejmá vysoká fluktuace.

Finanční výsledek hospodaření, který nevykazuje veliké změny, je ovlivněn nákladovými úroky a ostatními finančními náklady, kompenzaci však přináší položka ostatních finančních výnosů, která v některých letech přináší zajímavou částku. Co se týče mimořádného výsledku hospodaření, v roce 2011 vykazoval zisk 65 tis. Kč, ale v ostatních letech je nulový.

Výše celkového hospodářského výsledku je tedy způsobena provozním výsledkem, který zaznamenává prudké změny. Rok 2009 byl bohužel nejvíce ovlivněn dopadem hospodářské krize. Podnik dosáhl zisku pouhých 177 tis. Kč. Počátek roku 2010 byl sice stále oslaben krizí, nakonec se ale podařilo být 1 074 Kč v zisku. Výkyvy uvádím v přiloženém grafu.



Obr. 8 – Vývoj výsledku hospodaření (vlastní zpracování)

Celkové náklady od roku 2008 prudce klesly, a to cca o 12 000 tis. Kč (asi 37 %), poté je jejich výše již s menšími změnami. Analogický vývoj je zaznamenán také u výkonové spotřeby, která zaujímá největší podíl na nákladech, jelikož jde o výrobní podnik. Jedná se cca o 60 % celkových nákladů a tato hodnota v čase klesala (kromě roku 2010). Spotřeba materiálu a energie tvoří rozhodující položku ve výkonové spotřebě, opět cca 60 %, zbylých 40 % tvoří náklady za služby.

Druhou nejvýznamnější položkou nákladů jsou osobní náklady tvořené převážně mzdovými náklady a náklady na sociální a zdravotní pojištění. Osobní náklady klesají do roku

2011, protože postupně docházelo ke snižování počtu zaměstnanců, v roce 2012 je zde však nárůst, jelikož byl přijat nový konstruktér.

Třetí nejvýznamnější položkou jsou odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, od roku 2010 už pouze odpisy dlouhodobého hmotného majetku. Jak bylo uvedeno u analýzy rozvahy, hodnota hmotného majetku každoročně klesá, a proto se tedy částka odpisů každoročně zvyšuje, zhruba o 1 %.

Daň z příjmu za běžnou činnost má pochopitelně stejný průběh jako výsledek hospodaření, nejvíce tedy činila v roce 2010, a to téměř 600 tis. Kč. Ostatní provozní a finanční náklady také zvyšují celkové náklady, ale jejich procentuální podíl je zanedbatelný.

Průběh celkových výnosů je opět typický svým významným poklesem v roce 2009 a mírným snížením také v roce 2012. Největší podíl na výnosech mají výkony tvořené tržbami za prodej vlastních výrobků. I když v roce 2010 vzrostly o více než 6 000 tis. Kč, celkové výkony byly sníženy o částku 2 100 tis. Kč z důvodu záporné položky změny stavu zásob vlastní činnosti, rok 2011 obsahuje také tuto položku v mínusu. To znamená, že byly prodány výrobky vyrobené v předešlých obdobích. V letech 2008 a 2009 byl vykazován kladný zůstatek této položky. V roce 2009 také razantně poklesla přidaná hodnota, a to o 3,0 %, postupně docházelo k opětovnému růstu, ale v roce 2012 opět klesla, a sice o necelé 4 %. Tržby prodeje dlouhodobého majetku a materiálu byly v průběhu let snižovány, v roce 2012 však dosáhly necelých 200 tis. Kč. Větší změna nastala také u ostatních finančních výnosů, u kterých došlo mezi léty 2008 a 2009 k poklesu o 250 tis. Kč neboli o 77 %. Další větší změna přišla v roce 2011, došlo ke zvýšení o 107 %, v absolutním vyjádření se však vzhledem k sumě celkových výnosů jedná o velmi malou částku.

9.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Jako zástupce těchto ukazatelů byl vybrán čistý pracovní kapitál, který patří k nejznámějším z této oblasti. Jedná se o indikátor platební schopnosti podniku.

Tab. 32 – Vývoj ukazatele čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
ČPK (v tis. Kč)	3 775	4 155	3 655	3 493	4 552
Podíl ČPK na oběžných aktivech (%)	55	63	50	49	63

U výpočtu ČPK je doporučeno očištění o nelikvidní položky, v našem případě se jednalo o nepotřebnou a neprodejnou nedokončenou výrobu, která se postupně snižovala a likvidovala. Krátkodobé závazky obsahují i krátkodobé bankovní úvěry. Vstupní údaje s výpočtem jsou opět k nahlédnutí v příloze.

Čistý pracovní kapitál představuje volné peněžní prostředky, které podniku zůstanou po uhrazení všech svých krátkodobých závazků. Hodnoty ve všech letech jsou kladné a částky nejsou z nejnižších, což je na jednu stranu pozitivní zpráva, protože podnik disponuje dostatečnou likviditou a je schopen se vypořádat i s neplánovanými výdaji, protože má k dispozici tzv. finanční polštář. Na druhou stranu jsou tyto výsledky ukazatelem konzervativního přístupu. To znamená, že společnost využívá dlouhodobé zdroje i k financování oběžných aktiv. Taková situace vede k překapitalizování podniku, což znamená, že společnost sice podstupuje nízké riziko, ale za cenu nízké rentability. Pro podnik by ale bylo horší, kdyby výsledné hodnoty tohoto ukazatele byly negativní, k čemuž má naštěstí daleko.

Minima dosáhl čistý pracovní kapitál v roce 2011 a to hodnoty 3 493 tis. Kč, stále se ale jedná o znak dostatečné likvidity. Naopak k maximu dospěl v roce 2012, kdy dosáhl částky 4 552 tis. Kč. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech by měl činit 30–50 %, analyzovaný podnik se pohybuje výše, a to v rozmezí 49–63 %.



Obr. 9 – Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

9.3 Analýza poměrových ukazatelů

Tabulky s potřebnými položkami k výpočtu jsou uvedeny v příloze, zde uvádím pouze konečné výsledky. Poměrové ukazatele budou vypočítány nejen pro daný podnik, ale také pro odvětví, ovšem kromě roku 2012, protože tyto data nemám doposud k dispozici.

Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti analyzují, v jaké míře podnik využívá pro financování svých aktiv vlastní a cizí zdroje. Při výpočtu byly zohledněny i leasingové platby do roku 2010.

Tab. 33 – Ukazatel zadluženosti (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost (%)	32	31	31	18	14
Celková zadluženost (%) v odvětví	54	53	51	52	N/A

Uvádí se, že zadlužení podniku by se mělo pohybovat mezi 30–60 %. Vlastní kapitál má sice být vyšší než cizí, ale podnik cizí kapitál využívá čím dál tím méně, i když by mohl tyto zdroje využívat více, protože vlastní kapitál je dražší než cizí (u cizího kapitálu snižují úroky daňové zatížení) a dochází ke snižování rentability. Z 32 % klesl cizí kapitál až na 14 %, což bylo způsobeno nejen snížením cizích zdrojů uvedených v rozvaze, ale také snížením leasingu až na nulu. V odvětví je způsob financování téměř vyvážený.

Tab. 34 – Ukazatel úrokového krytí (vlastní zpracování)

Položka	Rok					Doporučeno
	2008	2009	2010	2011	2012	
Úrokové krytí	16,7	12,8	X	83,2	42,6	více než 5
Úrokové krytí - odvětví	10	7,6	13,6	6,3	N/A	-

Tento indikátor říká, kolikrát se může snížit zisk, než se podnik stane neschopným platit náklady na cizí kapitál. V tabulce je uvedena také doporučená hodnota, a tak je očividné, že podnik nemá sebemenší problémy s platbou svých nákladových úroků. Dokonce i v době největších problémů (rok 2009) zde byla stále rezerva, a to i přesto, že se EBIT snížil více jak 5x. Odvětví taktéž nevykazuje problémy, hodnoty ale nejsou tak vysoké jako u analyzované společnosti.

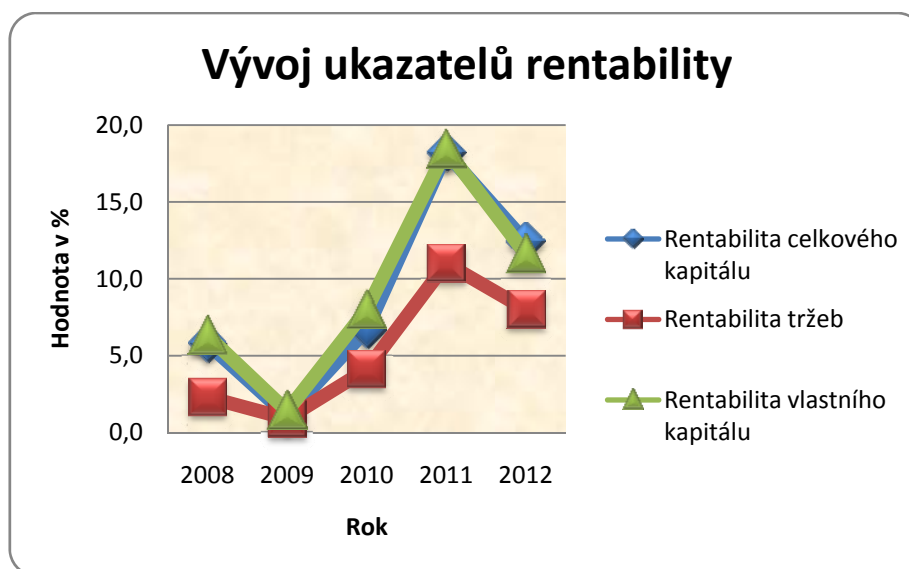
Analýza rentability

Ukazatele rentability vyjadřují efektivnost činností. Čím vyšší hodnoty a čím vyšší růst těchto ukazatelů, tím lépe.

Tab. 35 – Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita celkového kapitálu (%)	5,8	1,1	6,7	18,2	12,4
Rentabilita vlastního kapitálu	6,3	1,4	8,0	18,4	11,6
Rentabilita tržeb	2,3	0,9	4,1	11,0	8,0
Rentabilita celkového kap. - odvětví	9,9	6,4	5,7	5,9	N/A
Rentabilita vlastního kap. - odvětví	14,9	8,9	8,3	8,3	N/A
Rentabilita tržeb - odvětví	5,5	4,2	4,4	3,9	N/A

Výsledky těchto ukazatelů jsou velmi kolísavé. Od velmi nízké rentability celkového kapitálu (1,1 %) se podnik dokázal přesunout až k 18% rentabilitě, čímž výrazně překročil i hodnoty v odvětví. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) má totožný průběh, protože vysoké hodnoty výnosnosti jsou způsobeny vysokým hospodářským výsledkem, tedy EBIT i EAT. Vysoké výnosnosti tak dosahuje v letech 2011 a 2012. Rentabilita tržeb vyjadřuje ziskovou marži. Hodnoty v letech 2008–2010 jsou nižší než v odvětví, poté se však trend obrátil. Kromě roku 2009 považují výsledky rentability za velice uspokojivé. V tabulce můžeme ale vidět, ale rok 2009 byl doprovázen poklesem v celém odvětví.



Obr. 10 – Vývoj ukazatelů rentability (vlastní zpracování)

Analýza likvidity

Tyto ukazatele navazují na čistý pracovní kapitál, jelikož zkoumají platební schopnost podniku. Při výpočtu byly zohledněny nelikvidní zásoby, které by ovlivňovaly výpočet

běžné likvidity, a krátkodobé bankovní úvěry byly přičteny ke krátkodobým závazkům. Pro porovnání uvádím také údaje z odvětví, údaje z roku 2012 mi ale dosud nejsou známy.

Tab. 36 – Vývoj ukazatele čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

Položka	Rok					Doporučeno
	2008	2009	2010	2011	2012	
Běžná likvidita	3,05	3,63	2,20	2,07	2,68	1,5–2,5
Pohotová likvidita	1,91	1,68	1,55	1,52	1,89	1–1,5
Okamžitá likvidita	0,65	0,74	0,50	1,00	1,01	0,2–0,5
Běžná likvidita v odvětví	1,40	1,80	1,68	1,64	N/A	-
Pohotová likvidita v odvětví	0,80	1,10	1,07	1,00	N/A	-
Okamžitá likvidita v odvětví	0,20	0,30	0,29	0,26	N/A	-

V tabulce vidíme také doporučené hodnoty jednotlivých stupňů likvidity, a proto je evidentní, že podnik tyto hodnoty výrazně překročuje.

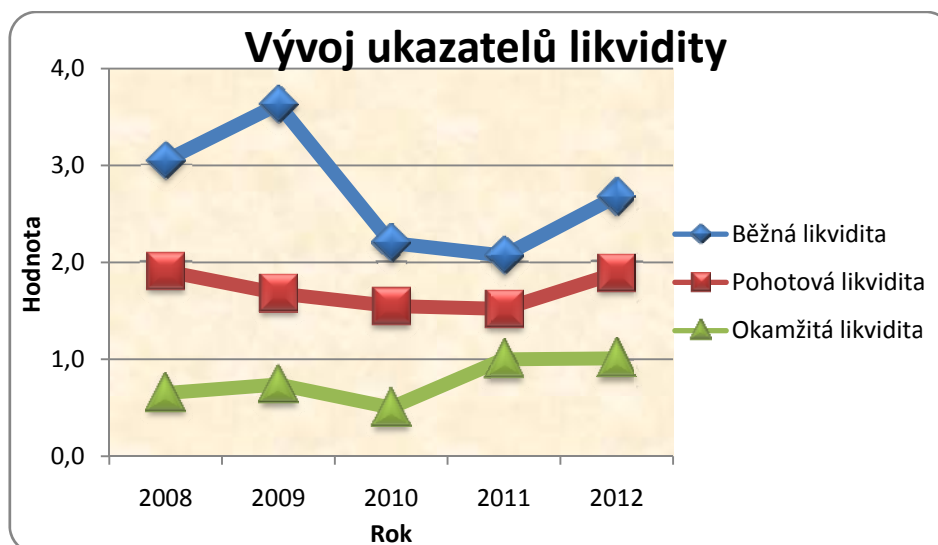
Co se týče běžné likvidity, v letech 2010 a 2011 jsou výsledné hodnoty ještě v normě, v ostatních obdobích jsou však hodně přesáhnuty, nejvíce v roce 2009, což bylo způsobeno zejména nízkými krátkodobými závazky.

Ukazatel pohotové likvidity se pohyboval nad horní hranicí doporučených hodnot ve všech analyzovaných letech, z toho nejvíce v roce 2009, protože částka krátkodobých pohledávek byla poměrně vysoká, zatímco krátkodobé závazky byly nízké.

Okamžitá likvidita je považována za nejpřísnější měřítko, protože bere v úvahu pouze krátkodobý finanční majetek. V roce 2010 je přesně na horní hranici doporučených hodnot, ale jinak opětovně dosahuje příliš vysokých hodnot.

Likvidita v odvětví se pohybuje na spodní hranici doporučovaných hodnot, někdy dokonce pod ní. Ve srovnání s analyzovaným podnikem se jedná o mnohem nižší hodnoty.

Podnik je tedy dostatečně likvidní, jak vyplynulo i z výpočtu čistého pracovního kapitálu, problémem však může být neefektivita finančních prostředků společnosti. Tyto prostředky jsou totiž vázány v aktivech, které nepřinášejí žádné zhodnocení, což má za následek snížení rentability. Věřitelé by tyto hodnoty uvítali, pro vlastníky by ale bylo vhodnější, aby tyto hodnoty byly nižší.



Obr. 11 – Vývoj ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)

Analýza aktivity

Tyto ukazatele měří schopnost podniku využívat finanční prostředky a měří vázanost kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv. Vzhledem k charakteru podniku se použitými tržbami při výpočtu rozumí pouze tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Příležitostný prodej dlouhodobého majetku či materiálu není brán v úvahu.

U celkových aktiv postačí výpočet obrátu, u pohledávek a závazků naopak jenom doba obrátu. Doba obrátu pohledávek nebude srovnána s odvětvím, jelikož finanční analýza odvětví neobsahuje položku krátkodobých pohledávek. Je totiž spojena s pohledávkami dlouhodobými, a tak by výsledek neodpovídal výpočtu u podniku.

Tab. 37 – Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat zásob	10,1	5	10,1	12,3	10,9
Doba obrátu zásob	36	72	36	29	33
Doba obrátu kr. pohledávek	25	27	44	24	37
Doba obrátu kr. závazků	20	29	42	46	42
Obrat zásob – odvětví	6	4,9	4,8	4,4	N/A
Doba obrátu zásob – odvětví	24	73	75	81	N/A

Obrat zásob říká, kolikrát jsou zásoby vyprodány a opět naskladněny, což nastává cca desetkrát do roka (kromě roku 2009). Odvětví vykazuje nižší hodnoty, takže daný podnik je na tom lépe. Doba obrátu zásob informuje o počtu dní, za který jsou zásoby proměněny v pohledávku či hotovost. Kromě roku 2008 dosahuje podnik příznivějších hodnot než

odvětví. Podniku jsou pohledávky v průměru spláceny v rozmezí od 25 do 44 dní, což vyjadřuje doba obratu pohledávek, přičemž doba splatnosti faktur je 30 dní. Pokud tyto výsledky porovnáme s dobou obratu závazků, která by měla být delší (vyšší) než doba obratu pohledávek, zjistíme v letech 2008 a 2010 nesoulad.

9.4 Analýza souhrnných ukazatelů – predikce finanční tísně

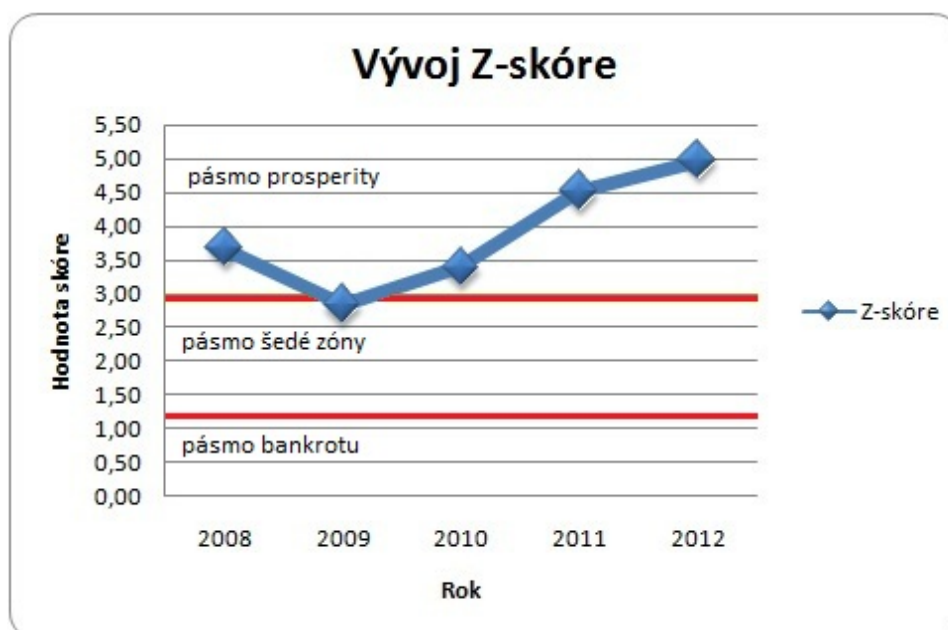
Pro tuto oblast a pro potřebu predikce finanční tísně jsem zvolila Altmanův bankrotní model. Postup, který byl upraven pro podniky veřejně neobchodovatelné, naleznete v příloze.

Tab. 38 – Vývoj Z-skóre (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Z-skóre	3,67	2,83	3,38	4,45	4,92

V roce 2009 se hodnota sesunula do pásma tzv. šedé zóny (hodnota 1,18–2,99), což značí určité finanční potíže. Tato nízká hodnota byla zapříčiněna především malou hodnotou ukazatelů X_3 a X_5 , což bylo způsobeno nízkými tržbami a tedy i EBIT.

Ve 4 z 5 sledovaných let se naopak skóre pohybovalo v oblasti prosperity (nad 2,99) a firma tak potvrdila svou silnou pozici. V pásmu bankrotu (hodnota 1,18 a níže) se tedy neocitla v žádném roce.

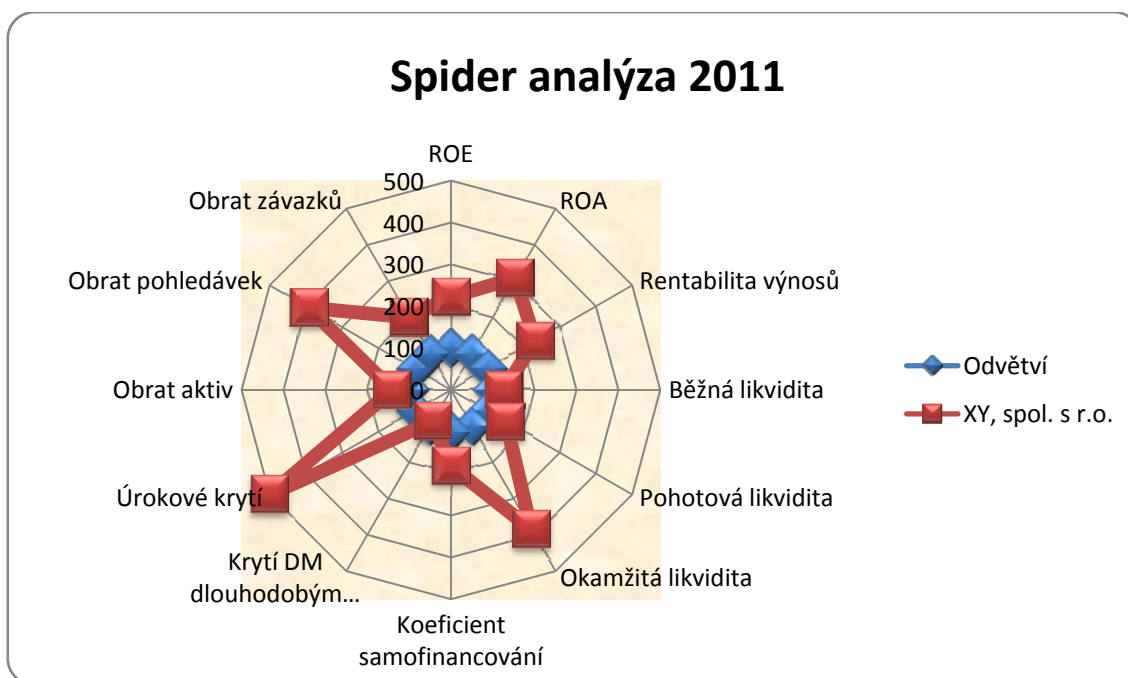


Obr. 12 – Zobrazení vývoje Z-skóre (vlastní zpracování)

9.5 Spider analýza

Následující graf je shrnutím a přehledným vyjádřením rozdílů mezi odvětvím a společností XY, spol. s r.o. Byl vybrán poslední možný rok, tedy rok 2011, protože jak bylo uvedeno již dříve, odvětvová data za rok 2012 nejsou dosud k dispozici. Potřebné výpočty týkající se odvětví opět uvádím v příloze.

Z grafu vyplývá, že podnik XY, spol. s r.o. dosahuje v roce 2011 silných výsledků v oblasti rentability. V oblasti likvidity se také vyznačuje vysokými hodnotami, ale neznamená to, že by se podnikům v odvětví dařilo hůř. Jedná se jen o to, že odvětvové výsledky jsou blíže doporučeným hodnotám, které podnik XY, spol. s r.o. překračuje. Co se týče zadluženosti, již z předchozích analýz víme, že podnik využívá vlastního kapitálu ve větší míře, než by měl. Ukazatel úrokové krytí je mnohonásobně vyšší než u odvětví, a proto, aby byl graf čitelný, musel být tento ukazatel upraven na 500 % (z původních 1 320 %). Také v oblasti aktivity si analyzovaný podnik vede lépe, u obratovosti pohledávek a závazků výrazně, u obratovosti celkových aktiv jen mírně.



Obr. 13 – Zobrazení vývoje Z-skóre (vlastní zpracování)

10 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Jak napovídá strategická analýza, finanční plán oceňované společnosti bude vypracován na období 2013–2016. Plánované tržby vychází taktéž z této analýzy. Obsahem kapitoly bude sestavení 3 výkazů – výkaz zisku a ztráty, rozvahy a výkazu o peněžních tocích, přičemž opět dojde k vypracování ve 2 variantách.

Při plánování některých položek také nachází větší využití zpracovaná finanční analýza, která nejenom zhodnotila podnik XY, spol. s r.o. jako perspektivní, ale také určila podíly jednotlivých položek, jejich vývoj, doby obratu a jiné potřebné informace pro finanční plán.

10.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Procento růstu tržeb za vlastní výrobky vyplynulo ze strategické analýzy. Jedná se výrobní podnik, tudíž tržby za prodej zboží jsou a budou nulové. Taktéž položky, které byly za celé období minulosti (2008–2012) nulové a není v plánu je v budoucnu měnit, budou z výkazu vymazány. S mimořádnými náklady a výnosy nebude počítáno.

Výkonová spotřeba činila v posledních letech 54 % hodnoty tržeb za prodej výrobků, proto i v plánu bude počítáno s tímto poměrem. Jelikož došlo k zefektivnění a omezení plýtvání, nebude bráno v úvahu procento z tržeb ve výši, v jaké bylo před 4–5 lety. Struktura této položky bude zachována, tudíž 60 % hodnoty je tvořeno spotřebou materiálu a energie, zbylá část je zastoupená službami.

Co se týče osobních nákladů, změna počtu zaměstnanců není plánována, a tak budou mzdové náklady kopírovat vývoj inflace. Průměrná inflace v roce 2013 by měla dosáhnout 2,1 %, v roce 2014 pak 1,8 %. V letech 2015 a 2016 ponechám inflaci na úrovni roku 2014. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění představují 34 % z plánované hodnoty mezd a ostatní sociální náklady byly ponechány v téměř stejné výši po celou dobu plánu.

Položka odpisů vychází z odpisového plánu společnosti. U některého majetku jsou používány rovnoměrné odpisy, u některého naopak odpisy zrychlené. Účetní odpisy se rovnají daňovým.

Výnosové úroky plynou z poskytnuté úročené půjčky, pro potřeby finančního plánu zůstanou téměř na stejné úrovni jako v roce 2012. Ostatní finanční výnosy a náklady budou také stanoveny jako poslední známá hodnota, stejně tak jako daně a poplatky.

Výpočet nákladových úroků vyplývá ze splátkového kalendáře společnosti a také z plánovaného přijetí úvěru v roce 2015. Více bude popsáno u plánu rozvahy.

Není předpoklad, že se sazba daně z příjmu právnických osob bude v blízké budoucnosti měnit, proto bude kalkulováno s 19% daní.

10.1.1 Plán výkazu zisku a ztráty – realistická varianta

Tab. 39 – Plánovaný výkaz zisku a ztráty – realistická varianta (vlastní zpracování)

	Položka (tis. Kč)	Rok			
		2013	2014	2015	2016
II.	Výkony	24 463	25 099	26 028	26 939
<i>II. 1.</i>	<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i>	<i>24 463</i>	<i>25 099</i>	<i>26 028</i>	<i>26 939</i>
B.	Výkonová spotřeba	13 210	13 554	14 055	14 547
<i>B. 1.</i>	<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	<i>7 926</i>	<i>8 132</i>	<i>8 433</i>	<i>8 728</i>
<i>B. 2.</i>	<i>Služby</i>	<i>5 284</i>	<i>5 422</i>	<i>5 622</i>	<i>5 819</i>
	Přidaná hodnota	11 253	11 545	11 973	12 392
C.	Osobní náklady	7 398	7 532	7 668	7 806
<i>C.1.</i>	<i>Mzdové náklady</i>	<i>5 480</i>	<i>5 579</i>	<i>5 679</i>	<i>5 781</i>
	<i>2. Náklady na soc. zabezpečení a zdravotní poj.</i>	<i>1 863</i>	<i>1 897</i>	<i>1 931</i>	<i>1 966</i>
	<i>3. Sociální náklady</i>	<i>55</i>	<i>56</i>	<i>57</i>	<i>58</i>
D.	Daně a poplatky	50	50	50	50
E.	Odpisy DNM a DHM	1 021	1 024	1 083	856
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0
H.	Ostatní provozní náklady	147	147	147	147
*	Provozní výsledek hospodaření	2 637	2 792	3 025	3 533
X.	Výnosové úroky	12	12	12	12
N.	Nákladové úroky	51	37	23	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	62	62	62	62
O.	Ostatní finanční náklady	140	140	140	140
*	Finanční výsledek hospodaření	-117	-103	-89	-66
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	479	511	558	659
**	VH za běžnou činnost	2 041	2 178	2 378	2 808
***	VH za běžnou činnost před zdaněním	2 520	2 689	2 936	3 467

10.1.2 Plán výkazu zisku a ztráty – pesimistická varianta

Některé položky zůstanou stejné jako v případě realistické varianty, proto bude výkaz v pesimistické variantě obsahovat jen změněné a důležité položky. Pokud nějaká položka chybí, znamená to, že je stejná jako v případě realistického plánu a samozřejmě s ní bylo kalkulováno.

Tab. 40 – Plánovaný výkaz zisku a ztráty – pesimistická varianta (vlastní zpracování)

	Položka (tis. Kč)	Rok			
		2013	2014	2015	2016
II.	Výkony	23 995	24 139	24 549	24 918
<i>II. 1.</i>	<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i>	<i>23 995</i>	<i>24 139</i>	<i>24 549</i>	<i>24 918</i>
B.	Výkonová spotřeba	12 957	13 035	13 256	13 456
<i>B. 1.</i>	<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	<i>7 774</i>	<i>7 821</i>	<i>7 954</i>	<i>8 074</i>
<i>B. 2.</i>	<i>Služby</i>	<i>5 183</i>	<i>5 214</i>	<i>5 302</i>	<i>5 382</i>
	Přidaná hodnota	11 038	11 104	11 293	11 462
C.	Osobní náklady	7 398	7 532	7 668	7 806
*	Provozní výsledek hospodaření	2 422	2 351	2 345	2 603
*	Finanční výsledek hospodaření	-117	-103	-89	-66
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	438	427	429	482
**	VH za běžnou činnost	1 867	1 821	1 827	2 055
***	VH za běžnou činnost před zdaněním	2 305	2 248	2 256	2 537

10.2 Plán rozvahy

Dlouhodobý majetek bude i nadále tvořen jen dlouhodobým hmotným majetkem. Hodnota staveb se každoročně snižuje o 460 tis. Kč vlivem odpisů a pořízení dalšího majetku této povahy není plánováno. Investice jsou však plánovány do technologií. Ve finančním plánu bude zohledněno zvýšení dlouhodobého majetku v roce 2013 (200 tis. Kč), 2014 (800 tis. Kč) a 2015 (1 mil. Kč). Pro zakoupení bude využito vlastních prostředků.

Pro potřeby určení výše zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobých závazků použijí doby obratu získané v rámci finanční analýzy. Výsledky jsou velmi kolísavé, proto využijí průměru za minulých 5 let.

Aktivní časové rozlišení vykazuje hodnoty kolem 100 tis. Kč. Podle doporučení je vhodné nechat tuto položku ve výši posledního roku. Základní kapitál a rezervní fond zůstanou na stejné úrovni po celou dobu plánu.

Položka výsledku hospodaření minulých let se bude každoročně navyšovat o část VH běžného účetního období. Z něho bude totiž 1 mil. Kč vyplacen společníkům a zbytek bude převeden na zmíněný účet.

Základní kapitál a rezervní fondy zůstanou nadále na stejné úrovni a rezervy podnik tvořit neplánuje.

10.2.1 Plánovaná rozvaha – realistická varianta

Tab. 41 – Plánovaná rozvaha – realistická varianta (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	19 624	20 866	22 337	24 236
Dlouhodobý majetek	10 654	10 430	10 347	9 491
DNM	0	0	0	0
DHM	10 654	10 430	10 347	9 491
<i>Pozemky</i>	<i>2 647</i>	<i>2 647</i>	<i>2 647</i>	<i>2 647</i>
<i>Stavby</i>	<i>7 035</i>	<i>6 575</i>	<i>6 115</i>	<i>5 655</i>
<i>Samostatné movité věci,...</i>	<i>972</i>	<i>1 208</i>	<i>1 585</i>	<i>1 189</i>
DFM	0	0	0	0
Oběžná aktiva	8 860	10 326	11 880	14 635
Zásoby	2 311	2 370	2 458	2 544
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	2 107	2 161	2 241	2 320
Krátkodobý finanční majetek	4 442	5 795	7 181	9 771
Časové rozlišení	110	110	110	110
PASIVA CELKEM	19 624	20 866	22 337	24 236
Vlastní kapitál	17 178	18 356	19 734	21 542
Základní kapitál	125	125	125	125
Rezervní fond,...	12	12	12	12
VH minulých let	15 000	16 041	17 219	18 597
VH běžného účetního období	2 041	2 178	2 378	2 808
Cizí zdroje	2 446	2 510	2 603	2 694
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	1 895	2 322	2 603	2 694
Bankovní úvěry a výpomoci	551	188	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0

10.2.2 Plánovaná rozvaha – pesimistická varianta

V této variantě budou opět ponechány jen hlavní a změněné položky, aby nedocházelo ke zbytečnému plýtvání místem. Změny se týkají především pracovního kapitálu a výsledku hospodaření.

Tab. 42 – Plánovaná rozvaha – pesimistická varianta (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	19 404	20 335	21 107	22 199
Dlouhodobý majetek	10 654	10 430	10 347	9 491
Oběžná aktiva	8 640	9 795	10 650	12 598
Zásoby	2 266	2 280	2 319	2 354
Krátkodobé pohledávky	2 066	2 079	2 114	2 146
Krátkodobý finanční majetek	4 308	5 436	6 217	8 098
PASIVA CELKEM	19 404	20 335	21 107	22 199
Vlastní kapitál	17 004	17 825	18 652	19 707
VH minulých let	15 000	15 867	16 688	17 515
VH běžného účetního období	1 867	1 821	1 827	2 055
Cizí zdroje	2 400	2 510	2 455	2 492
Krátkodobé závazky	1 849	2 322	2 455	2 492

10.3 Plán cashflow

Pro vytvoření tohoto výkazu jsou potřebné předchozí výkazy. Peněžní toky budou vypočítány nepřímou metodou, což znamená, že východiskem bude výsledek hospodaření za účetní období, ke kterému se posléze přičtou nebo odečtou položky týkající se provozní, investiční a finanční oblasti. Výsledný tok koresponduje se stavem uvedeným v rozvaze. Provozní činnost obsahuje odpisy, změnu zásob, krátkodobých pohledávek a závazků. Peněžní toky z investiční oblasti jsou ovlivněny nákupem nebo prodejem dlouhodobého majetku, v tomto případě se bude jednat pouze o nákup. Finanční činnost obsahuje úbytek finančních prostředků způsobený výplatou podílu ze zisku. Aby byla zachována srovnatelnost, bude výše vyplaceného podílu stejně vysoká v obou variantách, i když v případě pesimistické varianty by pravděpodobně tak vysoké podíly na zisku vyplaceny nebyly.

10.3.1 Plánovaný výkaz cash flow – realistická varianta

Tab. 43 – Plánovaný výkaz cash flow – realistická varianta (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
Stav peněžních prostředků na počátku	2 741	4 442	5 795	7 181
Účetní VH	2 041	2 178	2 378	2 808
<i>Peněžní tok z provozní činnosti</i>	<i>2 901</i>	<i>3 153</i>	<i>3 386</i>	<i>3 590</i>
<i>Peněžní tok z investiční činnosti</i>	<i>-200</i>	<i>-800</i>	<i>-1 000</i>	<i>0</i>
<i>Peněžní tok z finanční činnosti</i>	<i>-1 000</i>	<i>-1 000</i>	<i>-1 000</i>	<i>-1 000</i>
Peněžní tok celkem	1 701	1 353	1 386	2 590
Stav peněžních prostředků na konci	4 442	5 795	7 181	9 771

10.3.2 Plánovaný výkaz cash flow – pesimistická varianta

Tab. 44 – Plánovaný výkaz cash flow – pesimistická varianta (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
Stav peněžních prostředků na počátku	2 741	4 308	5 436	6 217
Účetní VH	1 867	1 821	1 827	2 055
<i>Peněžní tok z provozní činnosti</i>	<i>2 767</i>	<i>2 928</i>	<i>2 781</i>	<i>2 881</i>
<i>Peněžní tok z investiční činnosti</i>	<i>-200</i>	<i>-800</i>	<i>-1 000</i>	<i>0</i>
<i>Peněžní tok z finanční činnosti</i>	<i>-1 000</i>	<i>-1 000</i>	<i>-1 000</i>	<i>-1 000</i>
Peněžní tok celkem	1 567	1 128	781	1 881
Stav peněžních prostředků na konci	4 308	5 436	6 217	8 098

11 VÝPOČET DISKONTNÍ MÍRY

Pro potřebu ocenění metodou diskontovaných cash flow v podobě varianty entity a equity a také pro EVU bude potřeba vymezit diskontní míru v podobě nákladů na vlastní kapitál a vážených průměrných nákladů na kapitál, tudíž je potřeba zjistit i náklady na cizí kapitál.

11.1 Náklady na vlastní kapitál

Cena za využití vlastních zdrojů bývá vyšší než náklady na cizí kapitál. V této části bude využito několik metod výpočtu nákladů na vlastní kapitál a v konečné fázi budou tyto náklady stanoveny jako vážený průměr. Využita bude metoda CAPM ve 3 variantách (s nulovým zadlužením podniku, zadlužením podniku a s expertním stanovením koeficientu β), model INFA a také komplexní stavebnicová metoda.

11.1.1 Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Pro tuto metodu je potřebné znát bezrizikovou úrokovou míru, hodnotu β koeficientu a rizikovou prémii země. V tomto případě ale musí být využito náhradního odhadu β , protože společnost XY, spol. s r.o. není obchodována na kapitálovém trhu. Výpočet se provádí podle následujícího vzorce:

$$N_{VK} = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (10)$$

Bezriziková úroková sazba je dle doporučení prof. Mařika stanovena na úrovni výnosnosti minimálně desetiletých státních dluhopisů. Tato sazba, která činí **3,70 %**, byla zjištěna ze stránek české národní banky.

Riziková premie země je tvořena rozdílem výnosnosti tržního portfolia a bezrizikové výnosové sazby. K tomuto účelu využiji informace uváděné A. Damodaranem na jeho webových stránkách, protože při této metodě vycházíme z ratingu. Česká republika disponuje ratingem A1. Premie země je ve výši 7,08 % a riziková premie země činí 1,28 %, celková riziková premie země je stanovena jako jejich součet. Výsledkem je tedy hodnota **8,36 %**.

Při odhadu koeficientu β vycházíme z koeficientu odvětví a ten činí 1,56. Toto číslo představuje nezadluženou β , ale můžeme brát v úvahu i zadlužení, a to následovně:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left[1 + (1-t) \times \frac{CK}{VK} \right] \quad (11)$$

Společnost málo využívá cizího kapitálu a v posledních letech se cizí zdroje pohybují jen kolem 20 %. Hodnota koeficientu v případě zadlužení tedy činí **1,88**.

Jako další byla zmíněna možnost expertního odhadu β , při kterém dochází k ohodnocení faktorů uvedených v následující tabulce.

Tab. 45 – Expertní stanovení koeficientu β (vlastní zpracování podle programu Evalent)

Faktory	Bodové hodnocení	Slovní hodnocení
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1,00	Vyvíjí se s cyklem
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	0,50	Převaha podniku
Vyjednávací síla vůči odběratelům	0,50	Převaha odběratelů
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1,00	Průměrný
Míra zadlužení	0,50	Menší než 40 %
Velikost podniku	1,50	Malá
Diverzifikace územní	1,00	Střední
Diverzifikace výrobová	1,50	Malá
Odhad koeficientu β	0,94	

Nyní již známe všechny potřebné údaje a můžeme určit náklady na vlastní kapitál ve 3 variantách.

Tab. 46 – Stanovení nákladů na vlastní kapitál – CAPM (vlastní zpracování)

Bezriziková úroková míra	3,70 %
Riziková prémie země	8,36 %
Nezadlužená β	1,56
Zadlužená β	1,88
Expertní odhad β	0,94
Náklady vlastního kapitálu – zadlužená β	19,42 %
Náklady vlastního kapitálu – nezadlužená β	16,74 %
Náklady vlastního kapitálu – expertní odhad β	11,56 %

11.1.2 Model INFA

Pro tuto metodu je možno využít stránek Ministerstva průmyslu a obchodu, kde je možno náklady na vlastní kapitál spočítat pomocí vytvořeného modelu. Náklady vypočítané touto cestou jsou ve výši **13,52 %**.

11.1.3 Komplexní stavebnicová metoda

Tato metoda odhaduje náklady vlastního kapitálu na základě systematického i nesystematického rizika (na rozdíl od metody CAPM). Riziková přírážka je tvořena součtem dílčích

rizikových přírážek vycházejících z rizika oboru, trhu, konkurence, managementu, výrobního procesu a specifických faktorů. Tyto faktory tvoří složku obchodního rizika. Bere se ale v úvahu i riziko finanční. Celková riziková přírážka je poté přičtena k bezrizikové úrokové míře.

Nejprve je nutné zjistit hodnotu koeficientu a , který vypočítáme takto:

$$a = \sqrt[4]{\frac{30}{3,70}} = 1,687$$

Hodnota 30 ve vzorci představuje maximální náklady vlastního kapitálu a 3,70 je hodnota bezrizikové sazby. Protože jsou použity 4 stupně rizika, je ve vzorci 4. odmocnina.

Tab. 47 – Stanovení rizikové přírážky (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

X - stupeň rizika	a^x	$z (= a^x - 1)$	RP pro 1 faktor (= $z * r_f/n$)
1 Nízké riziko	1,687	0,687	0,077 %
2 Přiměřené riziko	2,846	1,846	0,207 %
3 Zvýšené riziko	4,801	3,801	0,426 %
4 Vysoké riziko	8,100	7,100	0,795 %

Podrobnější analýza jednotlivých faktorů je obsahem přílohy P X. Následující tabulka obsahuje výsledky určených rizikových přírážek.

Tab. 48 – Stanovení nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

	Počet kritérií	Váha	Počet x váha	Riziková přírážka
OBCHODNÍ RIZIKO	24		24	7,136 %
I. Riziko oboru	4	1	4	1,485 %
II. Rizika trhu	3	1	3	0,949 %
III. Rizika konkurence	6	1	6	1,700 %
IV. Management	3	1	3	0,580 %
V. Výrobní proces	4	1	4	0,787 %
VI. Specifické faktory	4	1	4	1,635 %
FINANČNÍ RIZIKO	7	1,3	9,1	1,324 %
Riziková přírážka celkem				8,460 %

Z části obchodního rizika vyplývá největší riziko z oboru podnikání, z konkurence a také ze specifických faktorů. Naopak nejnižší riziko vyplývá z oblasti managementu firmy. Posledním krokem je sečtení bezrizikové sazby a celkové rizikové přírážky.

Tab. 49 – Stanovení nákladů na vlastní kapitál
(vlastní zpracování)

Bezriziková úroková míra	3,70 %
Přirážka za obchodní riziko	7,136 %
Přirážka za finanční riziko	1,324 %
Náklady na vlastní kapitál	12,16 %

11.1.4 Vážené průměrné náklady na vlastní kapitál

Metoda CAPM s nezadluženým podnikem nebo naopak se zadluženým podnikem, bude disponovat váhou 1, protože obsahuje koeficient β , který byl odvozen z odvětví a nemusí tak odpovídat přímo dané společnosti. Varianta s expertním stanovením β koeficientu bude mít větší váhu, protože koeficient byl stanoven na základě ohodnocení různorodých faktorů. Stejná váha byla přidělena modelu INFA, jelikož také vychází z konkrétních dat společnosti. A největší váha byla určena pro komplexní stavebnicovou metodu, protože byla nejvíce rozpracována a faktory, které ovlivňují výši nákladů podniku, byly patřičně rozebrány a ohodnoceny. Výsledkem je diskontní míra, která bude použita u metody DCF equity.

Tab. 50 – Vážené náklady na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

Metoda stanovení nákladu na vlastní kapitál	Váha	Náklad	Náklad x váha
CAPM zadlužená β	1	19,42 %	19,42 %
CAPM nezadlužená β	1	16,74 %	16,74 %
CAPM expertní odhad β	3	11,56 %	34,68 %
INFA	3	13,52 %	40,56 %
Komplexní stavebnicová metoda	4	12,16 %	48,64 %
Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál	12		13,34 %

11.2 Náklady na cizí kapitál

Součástí vážených nákladů na kapitál jsou také náklady na cizí kapitál. Cenou za použití cizích zdrojů se rozumí úroky z přijatých bankovních úvěrů, kontokorentních úvěrů a leasingu. V těchto nákladech jsou také zohledněny daňové úspory neboli daňový štít.

Podnik v současné době využívá bankovní úvěry s těmito sazbami:

- bankovní úvěr 1 – osobní automobily: **14D PRIBOR + 1,81 %**
- bankovní úvěr 2 – rovnačka drátu: **4,77 %**

Výhodné úvěrové podmínky jsou dány malou zadlužeností podniku a tedy dostatečnou likviditou a bonitou.

Protože úroková sazba u jednoho z bankovních úvěrů je pohyblivá, použijí průměrnou sazbu 14D PRIBOR za rok 2012, stejně tak jako bude použita průměrná predikovaná sazba pro finanční plán. Tento způsob považují za přesnější než by to tomu bylo u zpracování aktuální sazby k 1.1.2013, která by nezohledňovala dlouhodobější vývoj.

Tab. 51 – Náklady cizího kapitálu (vlastní zpracování)

Cizí kapitál	Sazba
14D PRIBOR průměr 2012	0,65 %
Bankovní úvěr 1	2,46 %
Bankovní úvěr 2	4,77 %
Průměrné náklady na cizí kapitál	3,62 %
Sazba daně z příjmu PO	19 %
Průměrné náklady na cizí kapitál po dani	2,93 %

11.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Pro stanovení je potřeba znát pouze výsledky nákladů na vlastní a cizí kapitál a poměr využití těchto zdrojů. Daňový štít byl zohledněn již při výpočtu nákladů na cizí kapitál, v tomto kroku už se tedy nebude objevovat.

Tab. 52 – Vážené průměrné náklady kapitálu (vlastní zpracování)

	Podíl	Náklad
Náklady na cizí kapitál	20 %	2,93 %
Náklady na vlastní kapitál	80 %	13,34 %
Vážené průměrné náklady na kapitál		11,26 %

Tyto náklady budou sloužit jako diskontní míra u varianty DCF entity.

12 OCENĚNÍ PODNIKU XY, SPOL. S R.O. – REALISTICKÁ VERZE

Ocenění společnosti bude provedeno za použití metod diskontovaných peněžních toků (ve variantě entity a equity) a také metody ekonomické přidané hodnoty. Než ale přejdeme k samotnému ocenění, je potřeba nejprve provést následující operace.

12.1 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

V případě oceňovaného podniku bude vyčlenění provozně nenutných aktiv poměrně stručné. Jako nepotřebné vymezím následující položky.

Tab. 53 – Vyčlenění neoperativních aktiv (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok				
	2012	2013	2014	2015	2016
Jiné pohledávky	400	400	400	400	400
Krátkodobý finanční majetek	1 241	2 942	4 295	5 881	8 271
Neoperativní aktiva	1 641	3 342	4 695	6 281	9 671

Jinými pohledávkami v tabulce se rozumí poskytnutá úročená půjčka. Není jisté, jestli bude v budoucnu splacena, a proto byla ponechána ve stejné výši i ve finančním plánu. Co se týče krátkodobého finančního majetku, je pro tyto účely doporučováno ponechat 20 % hodnoty všech krátkodobých závazků. Po dohodě s podnikem jsou ale potřebné finanční prostředky ve výši 1 mil. Kč, tak aby nedocházelo k problémům s výplatou mezd, nákupem materiálu, platbou energií apod. V případě plánovaného nákupu technologických zařízení z vlastních zdrojů jsem tuto částku zvýšila o 500 tis. ročně.

12.2 Investovaný kapitál provozně nutný

Tab. 54 – Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok				
	2012	2013	2014	2015	2016
+ Dlouhodobý hmotný majetek	11 475	10 654	10 430	10 347	9 491
= Dlouhodobý majetek provozně nutný	11 475	10 654	10 430	10 347	9 491
+ Zásoby	2 139	2 311	2 370	2 458	2 544
+ Pohledávky související s hlavní činností	1 989	1 707	1 761	1 841	1 920
+ Provozně nutná výše peněz	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
+ Časové rozlišení aktivní	110	110	110	110	110
- Krátkodobé závazky	1 683	1 895	2 322	2 603	2 694
= Pracovní kapitál provozně nutný	4 055	3 733	3 419	3 306	3 380
= Investovaný kapitál provozně nutný	15 530	14 387	13 849	13 653	12 871

V položce krátkodobých pohledávek nejsou obsaženy krátkodobé bankovní úvěry, jelikož u těch můžeme určit jejich náklady, tj. úroky. Účelem je tedy snížit oběžná aktiva o závazky, u kterých nejsme schopni stanovit náklady. Dlouhodobý nehmotný majetek a pasivní časové rozlišení jsou nulové položky ve všech letech plánu, proto nebyly ani zmíněny.

12.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Potřebné úpravy se netýkají jenom vyloučení tržeb za prodej dlouhodobého majetku, ale také vyčlenění výnosů, které nesouvisí s hlavním provozem. Pro zjednodušení vyloučím všechny finanční výnosy, i když některé se mohou týkat ponechaného provozně nutného finančního majetku. Část výnosů ale souvisí s poskytnutou úročenou půjčkou, která byla vyčleněna v tab. 53. Východiskem je přímo provozní výsledek hospodaření.

Tab. 55 – Vymezení KPVH (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok				
	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření	2 409	2 637	2 792	3 025	3 533
- Zisk z prodeje DM a materiálu	197	0	0	0	0
= Korigovaný provozní VH	2 212	2 637	2 792	3 025	3 533

12.4 Metoda DCF entity

Podstatou je diskontování peněžních toků, které jsou určeny jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Proto je diskontní míra stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál. Je zde možnost rozdělit budoucnost na 3 fáze, já ale využiji fáze pouze 2, přičemž 1. fáze představuje období od roku 2013 do roku 2016 (doba, po kterou je sestaven finanční plán) a 2. fáze začíná rokem 2017.

Následující tabulka zobrazuje výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Pro tento krok je potřeba korigovaného provozního výsledku hospodaření (který je však shodný s provozním výsledkem hospodaření, jelikož není plánován prodej dlouhodobého majetku či materiálu) a také údajů o vývoji provozně nutného DM a pracovního kapitálu, které byly zpracovány v tab. 54.

Tab. 56 – Výpočet FCFF (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní VH	2 637	2 792	3 025	3 533
- Upravená daň (19 %)	501	530	575	671
Korigovaný provozní VH po dani	2 136	2 262	2 450	2 862
+ Odpisy	1 021	1 024	1 083	856
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji	0	0	0	0
Předběžný peněžní tok z provozu	3 157	3 286	3 533	3 718
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-322	-314	-113	74
- Investice do provozně nutného dlouhodobého maj.	200	800	1 000	0
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	3 279	2 800	2 646	3 644
$(1+i_k)^t$	1,1126	1,2379	1,3773	1,5323
Diskontované FCFF k 1.1.2013	2 947	2 262	1 921	2 378
Hodnota 1. fáze k 1.1.2013	9 508 tis. Kč			

Průměrné vážené náklady na vlastní kapitál jsou na úrovni 11,26 %. Diskontováním FCFF v jednotlivých letech plánu a jejich sečtením získáme hodnotu 1. fáze k datu 1.1.2013.

$$H_{1.fáze} = \frac{3\,297}{1,1126} + \frac{2\,800}{1,2379} + \frac{2\,646}{1,3773} + \frac{3\,644}{1,5323} = 8\,883 \text{ tis. Kč}$$

Pro 2. fázi je nutné zjistit pokračující hodnotu, a to na základě Gordonova nebo parametrického vzorce. V odhadu tempa růstu g panuje podle Maříka značná libovůle. Proto využijí výsledků strategické analýzy, podle které průměrné tempo růstu tržeb za období 2013–2016 činí 3,6 %. Pro ověření správnosti byly využity oba způsoby stanovení PH.

Pokračující hodnota byla vypočítána podle vzorců č. 5 a 6 uvedených v teoretické části.

Parametrický model:

Než dojde k dosazení do vzorce, je nutno vypočítat určité vstupní parametry. Rentabilita investic je vypočítána jako podíl tempa růstu a míry investic netto, přičemž míra investic je zjištěna jako podíl změny investovaného kapitálu mezi roky 2016 a 2017 a KPVH (po dani) v roce 2017.

$$KPVH_{2017} = 2\,862 \times 1,036 = 2\,965 \text{ tis. Kč}$$

$$\text{Míra investic netto} = (13\,334 - 12\,871) / 2\,965 = 15,6 \%$$

$$\text{Rentabilita investic} = 0,036 / 0,156 = 23,1 \%$$

Gordonův model:

Využijí údaje získané v předchozím případě. FCFF pro rok 2017 jsou zjištěny jako rozdíl $KPVH_{2017}$ a $netto\ investic_{2017}$.

$$FCFF_{2017} = 2\,965 - 463 = 2\,502 \text{ tis. Kč}$$

Těmito způsoby získáme pokračující hodnotu, kterou ovšem musíme převést na časovou úroveň doby ocenění, tedy na současnou hodnotu, a to vydělením hodnoty $(1+0,1126)^4$.

Přehled nabízí následující tabulka.

Tab. 57 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

g = 3,6 %	
KPVH₂₀₁₇	2 965 tis. Kč
Míra investic ₂₀₁₇	15,6 %
Rentabilita investic netto ₂₀₁₇	23,1 %
PH podle Parametrického vzorce	32 663 tis. Kč
FCFF₂₀₁₇	2 502 tis. Kč
PH podle Gordonova vzorce	32 663 tis. Kč
(1+i_k)^t	1,5323
Hodnota 2. fáze k 1.1.2013	21 316 tis. Kč

Výsledky obou metod jsou shodné a po přepočtení k datu 1.1.2013 činí 21 316 tis. Kč. Pokračováním při výpočtu hodnoty společnosti je sečtení SH 1. a 2. fáze, čím získáme hodnotu brutto. Od té odečteme hodnotu cizího úročeného kapitálu a dostaneme netto hodnotu. Posledním krokem je přičtení neprovozního majetku a získání výsledné hodnoty vlastního kapitálu ve výši 31 431 tis. Kč.

Tab. 58 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Současná hodnota 1. fáze	9 508 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	21 316 tis. Kč
= Provozní hodnota brutto	30 824 tis. Kč
- Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 034 tis. Kč
= Provozní hodnota netto	29 790 tis. Kč
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	1 641 tis. Kč
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu	31 431 tis. Kč

12.5 Metoda DCF Equity

Tato metoda se liší od varianty entity vymezením volných peněžních toků, které jsou v tomto případě dispozici jenom vlastníkům, a také použitím jiné diskontní míry. Ta je stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál ve výši 13,34 %.

Tab. 59 – Výpočet FCFE (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	3 279	2 800	2 646	3 644
- Splátky úročeného cizího kapitálu	483	363	188	0
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít	41	30	19	0
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál	0	0	0	0
= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)	2 755	2 407	2 439	3 644
$(1+i_k)^t$	1,1334	1,2846	1,4560	1,6502
Diskontované FCFE k 1.1.2013	2 431	1 874	1 675	2 208
Hodnota 1. fáze k 1.1.2013	8 188 tis. Kč			

Tempo růstu ve druhé fázi je zvoleno 3,6 %, tak jako u metody entity. FCFF a FCFE v roce 2017 jsou shodné, protože vychází z peněžních toků roku 2016, ve kterém již nebylo počítáno s přijetím dalšího cizího úročeného kapitálu a volné peněžní toky nebyly ovlivněny ani splátkami, ani placenými úroky. Proto i pokračující hodnota získána podle Gordonova vzorce vyšla také 32 663 tis. Kč a po diskontování činí její současná hodnota 19 793 tis. Kč.

Tab. 60 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

g = 3,6 %	
FCFE₂₀₁₇	2 502 tis. Kč
PH podle Gordonova vzorce	32 663 tis. Kč
$(1+i_k)^t$	1,6502
Hodnota 2. fáze k 1.1.2013	19 793 tis. Kč

Tab. 61 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Současná hodnota 1. fáze	8 188 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	19 793 tis. Kč
= Provozní hodnota VK	27 981 tis. Kč
+ Neprovozní majetek k datu cenění	1 641 tis. Kč
= Hodnota vlastního kapitálu	29 622 tis. Kč

Tato metoda je jednokroková, to znamená, že jsme získali přímo hodnotu VK, ke kterému jste již přičítali jen hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění. Hodnota vlastního kapitálu podle této metody je 29 622 tis. Kč.

V literatuře bývá často prezentováno, že výsledky metod entity a equity by měly vyjít nerozdílně. Ovšem jen za určitých předpokladů. Neshoda většinou plyne z kapitálové struktury. Struktura kapitálu by totiž měla být vyvozena z tržních hodnot, nikoliv z účetních, což je zejména u vlastního kapitálu problematické.

12.6 Metoda EVA

Metoda je založena na součtu diskontovaných budoucích EVA. Výsledky získané metodou EVA entity a DCF entity by se měly shodovat. EVA vyžaduje vymezení čistých operativních aktiv (NOA), zisku z hlavní provozní oblasti (NOPAT) a také WACC. Všechny tyto vstupy jsou již známy z předchozích metod.

Tab. 62 – Výpočet 1. fáze metodou EVA (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT	-	2 136	2 262	2 450	2 862	2 965
NOA k 31.12.	15 530	14 387	13 849	13 653	12 871	13 334
WACC x NOA _{t-1}	-	1 749	1 620	1 559	1 537	1 449
EVA	-	387	642	891	1 325	1 516
$(1+i_k)^t$	-	1,1126	1,2379	1,3773	1,5323	-
Diskontované EVA	-	348	519	647	864	-
Hodnota 1. fáze k 1.1.2013	2 379 tis. Kč					

Výpočet probíhá podle tohoto vzorce:

$$EVA_{2013} = NOPAT_{2013} - NOA_{2012} \times WACC \quad (13)$$

A protože NOPAT a NOA rostou tempem 3,6 %, není problém vypočítat ukazatel EVA v roce 2017, který tvoří právě pokračující hodnotu.

$$PH = \frac{1516}{0,1126 - 0,036} = 19\,791 \text{ tis. Kč}$$

Po přepočtu na současnou hodnotu je hodnota 2. fáze rovna 12 916 tis. Kč. Konečný výpočet hodnoty vlastního kapitálu obsahuje následující tabulka.

Tab. 63 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Současná hodnota 1. fáze	2 378 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	12 916 tis. Kč
= MVA	15 294 tis. Kč
+ NOA k datu ocenění	15 530 tis. Kč
= Provozní hodnota brutto	30 824 tis. Kč
- Cizí úročený kapitál	1 034 tis. Kč
= Provozní hodnota netto	29 790 tis. Kč
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	1 641 tis. Kč
= Hodnota vlastního kapitálu	31 431 tis. Kč

Metodou ekonomické přidané hodnoty byla potvrzena správnost výsledku diskontovaných peněžních toků ve variantě entity. Důvodem shodnosti je použití stejných provozně nutných aktiv (investovaný kapitál provozně nutný = NOA), stejného VH (KPVH = NOPAT), a také shodné diskontní míry (WACC).

Neshoda však je mezi těmito metodami a metodou DCF equity. Protože se ale nejedná o zásadní rozdíl, dovolím se konečnou hodnotu podniku stanovit jako průměr těchto hodnot, který činí **30 527 tis. Kč**.

13 OCENĚNÍ PODNIKU XY, SPOL. S R.O. – PESIMISTICKÁ VERZE

Jelikož se relevantní trh a tržby oceňované společnosti mohou vyvíjet pomalejším tempem, které výrazně ovlivní výslednou hodnotu podniku, bylo zpracováno i ocenění pro pesimistickou verzi vývoje.

Budou využity stejné metody jako v předchozím případě, ovšem nebudou popsány tak podrobně, protože postup je analogický. Nejprve je tedy potřeba definovat provozně nutný investovaný kapitál a KPVH (který je shodný s provozním výsledkem hospodaření).

13.1 Investovaný kapitál provozně nutný

Tab. 64 – Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok				
	2012	2013	2014	2015	2016
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
+ Dlouhodobý hmotný majetek	11 475	10 654	10 430	10 347	9 491
= Dlouhodobý majetek provozně nutný	11 475	10 654	10 430	10 347	9 491
+ Zásoby	2 139	2 266	2 280	2 319	2 354
+ Pohledávky související s hlavní činností	1 989	1 666	1 679	1 714	1 746
+ Provozně nutná výše peněz	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
+ Časové rozlišení aktivní	110	110	110	110	110
- Krátkodobé závazky	1 683	1 849	2 322	2 455	2 492
- Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	0
= Pracovní kapitál provozně nutný	4 055	3 693	3 247	3 188	3 218
= Investovaný kapitál provozně nutný	15 530	14 347	13 677	13 535	12 709

13.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Tab. 65 – KPVH (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok				
	2012	2013	2014	2015	2016
= Korigovaný provozní VH	2 212	2 422	2 351	2 345	2 603

13.3 Metoda DCF Entity

Jako první je opět zpracována základní metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity, tedy peněžních toků pro vlastníky i věřitele.

Tab. 66 – Výpočet FCFF (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní VH	2 422	2 351	2 345	2 603
- Upravená daň (19 %)	460	447	446	495
Korigovaný provozní VH po dani	1 962	1 904	1 899	2 108
+ Odpisy	1 021	1 024	1 083	856
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-362	-446	-59	30
- Investice do provozně nutného dlouhodobého maj.	200	800	1 000	0
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	3 145	2 574	2 041	2 934
$(1+i_k)^t$	1,1126	1,2379	1,3773	1,5323
Diskontované FCFF k 1.1.2013	2 827	2 079	1 482	1 915
Hodnota 1. fáze k 1.1.2013	8 303 tis. Kč			

Tempo růstu g bylo zvoleno jako průměr tempa růstu tržeb za období 1. fáze, což v tomto případě činí 1,6 %. Pokračující hodnota byla vypočítána pomocí parametrického vzorce.

Tab. 67 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

$g = 1,6 \%$	
KPVH₂₀₁₇	2 142 tis. Kč
Míra investic₂₀₁₇	9,5 %
Rentabilita investic netto₂₀₁₇	16,9 %
PH podle Parametrického vzorce	20 066 tis. Kč
Hodnota 2. fáze k 1.1.2013	13 095 tis. Kč

Po přepočtu PH na současnou a sečtení hodnot obou fází opět dojde k posledním úpravám, které se týkají úročeného cizího kapitálu a neprovozního majetku.

Tab. 68 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Současná hodnota 1. fáze	8 303 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	13 095 tis. Kč
= Provozní hodnota brutto	21 398 tis. Kč
- Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 034 tis. Kč
= Provozní hodnota netto	20 364 tis. Kč
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	1 641 tis. Kč
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu	22 005 tis. Kč

Výsledná hodnota VK zjištěná metodou DCF entity činí **20 005 tis. Kč**.

13.4 Metoda DCF Equity

Pro vyjádření FCFE opět vyjdu z již vypočítaných FCFF, od kterých odečtu položky týkající se splátek cizího kapitálu a z nich plynoucích úroků.

Tab. 69 – Výpočet FCFE (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2013	2014	2015	2016
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	3 145	2 574	2 041	2 934
- splátky úročeného cizího kapitálu	483	363	188	0
- úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít	41	30	19	0
+ nově přijatý úročený cizí kapitál	0	0	0	0
= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)	3 056	2 181	1 834	2 934
$(1+i_k)^t$	1,1334	1,2846	1,4560	1,6502
Diskontované FCFE k 1.1.2013	2 696	1 698	1 260	1 778
Hodnota 1. fáze k 1.1.2013	7 432 tis. Kč			

FCFF a FCFE v roce 2017 se shodují, proto i PH je ve výši 20 066 tis. Kč a po přepočtu na SH činí 12 160 tis. Kč.

Tab. 70 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Současná hodnota 1. fáze	7 432 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	12 160 tis. Kč
= Provozní hodnota VK	19 592 tis. Kč
+ Neprovozní majetek k datu cenění	1 641 tis. Kč
= Hodnota vlastního kapitálu	21 233 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu metodou equity je menší než hodnota dle DCF entity a je ve výši **21 233 tis. Kč**.

13.5 Metoda EVA

Aby byla ověřena správnost výsledku DCF entity, byla použita i metoda EVA. Postup výpočtu byl již vysvětlen při realistické variantě, proto zde budou spíše jen tabulky s vypočítanými čísly.

Tab. 71 – Výpočet EVA (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT		1 962	1 904	1 899	2 108	2 142
NOA k 31.12.	15 530	14 347	13 677	13 535	12 709	12 912
WACC x NOA_{t-1}		1 749	1 615	1 540	1 524	1 431
EVA		213	289	359	584	711
$(1+i_k)^t$		1,1126	1,2379	1,3773	1,5323	
Diskontované EVA		192	233	261	381	
Hodnota 1. fáze k 1.1.2013	1 067 tis. Kč					

Pokračující hodnota vyšla v hodnotě 7 357 tis. Kč a po diskontování k datu 1.1.2013 se rovnala částce 4 801 tis. Kč.

Poté již došlo k přičtení NOA k datu ocenění, čímž byla vypočítána provozní hodnota brutto, od které byl odečten cizí úročený kapitál a naopak přičtena hodnota neprovozního majetku k datu ocenění, a tím jsme dospěli k výsledné hodnotě vlastního kapitálu. Výsledek je opět shodný s variantou DCF Entity.

Tab. 72 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Současná hodnota 1. fáze	1 067 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	4 801 tis. Kč
= MVA	5 868 tis. Kč
+ NOA k datu ocenění	15 530 tis. Kč
= Provozní hodnota brutto	21 398 tis. Kč
- Cizí úročený kapitál	1 034 tis. Kč
= Provozní hodnota netto	20 364 tis. Kč
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	1 641 tis. Kč
= Hodnota vlastního kapitálu	22 005 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu je ve výši **22 005 tis. Kč**, čímž se potvrdila správnost výpočtu DCF entity.

Abych opět mohla určit hodnotu podniku jedním číslem, provedu zprůměrování metod a dostanu tak číslo **21 619 tis. Kč**.

ZÁVĚR

Cílem diplomového projektu bylo zjištění hodnoty výrobního podniku XY, spol. s r.o. k datu 1.1.2013 za použití výnosových metod.

Teoretická část byla zpracována na základě odborné literatury, a to jak českých, tak i zahraničních autorů. Nejprve byl rozebrán podnik jakožto předmět ocenění, možnosti kategorií zjišťované hodnoty, podněty vedoucí k potřebě znát hodnotu a uvedena byla také právní úprava. Následovala problematika zahrnutí faktoru času a rizika, která se do ocenění promítá prostřednictvím diskontní míry v podobě nákladů kapitálu. Další část poskytla teoretický návod, jak při odhadu hodnoty postupovat. Protože je mým úkolem stanovit hodnotu podniku výnosovými metodami, byl na ně v teoretické části kladen důraz a především na metody diskontovaných peněžních toků a ekonomickou přidanou hodnotu. Ostatní metody byly zmíněny spíše okrajově.

Po vymezení teoretického základu následovala praktická část. Po představení firmy a cíle práce byla zahájena strategická analýza, v jejímž úvodu došlo k vymezení relevantního trhu, a to ze 4 hledisek, přičemž největší význam mělo určení z hlediska produktu a území. Charakterem své činnosti spadá oceňovaná společnost dle klasifikace CZ-NACE do oboru C 25.9, který se zabývá výrobou ostatních kovodělných výrobků. Byly proto zjištěny tržby v tomto oboru na území relevantního trhu, tedy na území České a Slovenské republiky, Německa, Francie, Rakouska a Nizozemí. Aby mohly být určeny budoucí tržby, byly zjištěny statistické závislosti mezi oborem C 25.9 a vývojem HDP a taktéž vývojem oboru H 52 (obor skladování a podpůrných služeb v dopravě), jelikož velká část produkce podniku slouží jako logistické vybavení. Pro každou zemi bylo využito více metod a poté došlo k syntéze výsledků. Relevantní trh by se měl vyvíjet průměrným tempem 3,6 % v případě realistické verze, nebo tempem 1,6 % v případě pesimistické nálady na trhu. Při prognóze tržeb však bylo využito vypočítaných procentních růstů v jednotlivých letech a ne průměru, který zde byl uveden. Ten byl využit při výpočtu druhé fáze.

Z provedené finanční analýzy lze konstatovat, že společnost může být hodnocena jako finančně zdravý podnik s předpokladem neomezeného trvání. Nejen z výsledků čistého pracovního kapitálu, ale také ukazatelů likvidity vyplynulo, že podnik rozhodně netrpí platební neschopností. Spíše drží až neefektivně vysoké množství finančních prostředků, což je také důvodem pro nízkou zadluženost a financování zejména vlastním kapitálem. Cenou za tento způsob konzervativního financování může být snížená rentabilita, ovšem

v posledních letech dosahovala poměrně slušných výsledků, a to vlivem vyššího výsledku hospodaření. V oblasti ukazatelů aktivity by případně mohly být sladěny doby splatnosti přijatých a vystavených faktur. Nejedná se však o zásadní problém, neboť jak bylo řečeno, podnik má velice slušnou likviditu a má tak k dispozici finanční polštář.

Náklady vlastního kapitálu byly vypočítány více metodami a poté zprůměrovány s využitím vah. Některé metody totiž vycházely z dat vyvozených z odvětví, a proto jim byla přiřazena menší váha. Náklady na cizí kapitál byly zjištěny jako úroková sazba ze stávajících úvěrů a vážené průměrné náklady pak byly vypočítány podle jednoduchého vzorce.

Byly vypracovány dvě varianty vývoje relevantního trhu a tedy i finančních plánů společnosti. Postup stanovení jednotlivých položek byl popsán, méně důležité položky nebo položky těžce předpověditelné obvykle zůstaly na úrovni roku 2012.

První variantou bylo stanovení hodnoty podniku při realistickém vývoji tržeb. Po sečtení obou fází určily metody DCF entity a EVA stejnou hodnotu, a to 31 431 tis. Kč. Odlišná částka však vyšla použitím metody DCF equity, a to ve výši 29 622 tis. Kč. Protože se nejedná o zásadní rozdíly, určila jsem výslednou hodnotu jako prostý průměr. Výsledná hodnota podniku při optimističtější vývoji činí **30 527 tis. Kč**.

Změna diskontní míry či tempa růstu ale výrazně mění hodnotu podniku. Výpočet u pesimistické varianty růstu ukázal mnohem nižší hodnotu, a sice 22 005 tis. Kč při použití metod DCF entity a EVA. O něco nižší částka vyšla opět metodou DCF equity, a to ve výši 21 233 tis. Kč. Průměr těchto částek a výsledná hodnota podniku činí **21 619 tis. Kč**.

Další možností, jak tyto odlišné výsledky prezentovat, je využití intervalu, kde by varianta pesimistického vývoje tvořila spodní hranici ocenění.

Domnívám se, že cíl mé diplomové práce byl splněn.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Monografické publikace a články:

BRIGHAM, F. Eugene a Michael C. EHRHARDT, 2005. *Financial management: theory and practice*. 11. vyd. Ohio: Thomson/South-Western. 1000 s. ISBN: 0-324-22499-0.

ČESKO. Zákon č. 513 ze dne 5. listopadu 1991, obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1991, částka 98. Dostupný také z: <http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=513/1991&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy>

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons. 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

DIAL, Randie a Sahan TOTAGAMUWA. 7 Frequent Disconnects By Discounted Cash Flow Method Users. *Valuation Strategies* [online]. 2012. Boston: Thomson Professional and Regulatory Services, Nov/Dec 2012, 6 s. [2013-03-20]. ISSN 1557-2919. Dostupné z: <<http://search.proquest.com/docview/1266004976?accountid=15518>>

DLUHOŠOVÁ, Dana et al, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GOODMAN, Robert a Barry GOODMAN. Be Cautious When Relying On Management Projections. *Valuation Strategies* [online]. 2013. Boston: Thomson Professional and Regulatory Services, Jan/Feb 2013, 6 s. [2013-03-20]. ISSN 1557-2919. Dostupné z: <<http://search.proquest.com/docview/1270856199?accountid=15518>>

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, Tim, GOEDHART, Marc a David WESSELS, 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5. vyd. Hoboken: John Wiley & Sons. 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

MAREK, Petr et al, 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MARÍK, Miloš. Dvě koncepce oceňování podniku. *Oceňování: čtvrtletník*. 2012, ročník 5, číslo 1. Praha: Oeconomica, 25.5.2012, 7 s. ISSN 1803-0785.

MAŘÍK, Miloš et al, 2011a. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍK, Miloš et al, 2011b. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

RAWLEY, Thomas a Randall SCHOSTAG. Discounted Cash Flow Method: using new modeling to test reasonableness. *Valuation Strategies* [online]. 2006. Boston: Thomson Professional and Regulatory Services, Sep/Oct 2006, 18 s. [2013-03-21]. ISSN 1557-2919. Dostupné z: <<http://search.proquest.com/docview/232487952?accountid=15518>>

SRPOVÁ, Jitka, 2011. *Podnikatelský plán a strategie*. 1. vyd. Praha: Grada. 194 s. ISBN 978-80-247-4103-1.

Webové stránky:

CZ-NACE [online]. ©2013 [cit. 2013-03-25]. Dostupné z: <<http://www.nace.cz/>>

Česká národní banka [online]. ©2003–2013 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/index.html>

Český statistický úřad [online]. ©2013 [cit. 2013-03-28]. Dostupné z: <<http://www.czso.cz/csu/katalog.nsf/hledat?SearchView&count=20&searchmax=10000&searchor-der=1&searchfuzzy=1&query=%28%28makroekonomick%C3%A9%20AND%20%C3%BAdaje%29%29&database=all&kraje=all&skupiny=all&start=1>>

Damodaran Online [online]. ©2013 [cit. 2013-04-20]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

Economy Watch [online]. ©2013 [cit. 2013-04-02]. Dostupné z: <<http://www.economywatch.com/economic-statistics/#stats>>

Eurostat: Your key to European statistics [online]. ©2013 [cit. 2013-04-04]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/european_business/data/database>

Ministerstvo financí České republiky [online]. ©2005–2009 [cit. 2013-04-01]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_78186.html>

Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. ©2005 [cit. 2013-03-28]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/dokument107939.html>>

National Institute of Statistics and Economic Studies [online]. ©2013 [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <<http://www.insee.fr/en/bases-de-donnees/bsweb/theme.asp?id=08>>

OECD [online]. ©2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <<http://www.oecd.org/eco/outlook/economicoutlookannextables.htm>>

Statistics Austria [online]. ©2013 [cit. 2013-04-11]. Dostupné z: <http://www.statistik.at/web_en/publications_services/statistical_overviews/industry_and_construction/index.html>

Statistics Netherlands [online]. ©2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <<http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?VW=T&DM=SLEN&PA=81810ENG&LA=EN>>

Statistisches Bundesamt [online]. ©2013 [cit. 2013-04-08]. Dostupné z: <<https://www.destatis.de/EN/Homepage.html;jsessionid=C8A1A701DC55B1EA6922A1E235C25FEF.cae2>>

Štatistický úrad Slovenskej republiky [online]. ©2013 [cit. 2013-04-10]. Dostupné z: <<http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=188>>

Ostatní zdroje:

Interní materiály společnosti XY, spol. s r.o.

Účetní výkazy podniku XY, spol. s r.o.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní toky
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Diskontované peněžní toky
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před odečtením úroků a daní
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
PH	Pokračující hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý operativní zisk
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
RP	Riziková přírážka
SH	Současná hodnota
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1 – Klasifikace rizika (Mařík, 2011b)</i>	19
<i>Obr. 2 – Postup při ocenění podniku (Mařík, 2011b)</i>	24
<i>Obr. 3 – Schéma základních metod oceňování (Mařík, 2011b)</i>	29
<i>Obr. 4 – Struktura tržeb dle území (interní materiály podniku)</i>	42
<i>Obr. 5 – Vývoj struktury oběžného majetku (vlastní zpracování)</i>	61
<i>Obr. 6 – Vývoj struktury pasiv (vlastní zpracování)</i>	62
<i>Obr. 7 – Vývoj struktury cizích zdrojů (vlastní zpracování)</i>	63
<i>Obr. 8 – Vývoj výsledku hospodaření (vlastní zpracování)</i>	64
<i>Obr. 9 – Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)</i>	66
<i>Obr. 10 – Vývoj ukazatelů rentability (vlastní zpracování)</i>	68
<i>Obr. 11 – Vývoj ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)</i>	70
<i>Obr. 12 – Zobrazení vývoje Z-skóre (vlastní zpracování)</i>	71
<i>Obr. 13 – Zobrazení vývoje Z-skóre (vlastní zpracování)</i>	72
<i>Obr. 14 – Regresní analýza – ČR – HDP (vlastní zpracování)</i>	120
<i>Obr. 15 – Regresní analýza – ČR – H 52 (vlastní zpracování)</i>	120
<i>Obr. 16 – Regresní analýza – Německo – HDP (vlastní zpracování)</i>	120
<i>Obr. 17 – Regresní analýza – Německo – H 52 (vlastní zpracování)</i>	121
<i>Obr. 18 – Regresní analýza – Francie – HDP (vlastní zpracování)</i>	121
<i>Obr. 19 – Regresní analýza – Francie – H 52 (vlastní zpracování)</i>	121
<i>Obr. 20 – Regresní analýza – Rakousko – HDP (vlastní zpracování)</i>	122
<i>Obr. 21 – Regresní analýza – Nizozemí – HDP (vlastní zpracování)</i>	122

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1 – Forma výnosu ve vztahu k diskontní míře (Kislingerová, 2001)</i>	22
<i>Tab. 2 – Postup stanovení FCFF (Mařík, 2011a)</i>	31
<i>Tab. 3 – Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2011b)</i>	32
<i>Tab. 4 – Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2011a)</i>	32
<i>Tab. 5 – Společníci podniku XY, spol. s r.o. (interní materiály podniku)</i>	39
<i>Tab. 6 – Vývoj směnného kurzu CZK/EUR (www.czso.cz)</i>	44
<i>Tab. 7 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – ČR (vlastní zpracování)</i>	45
<i>Tab. 8 – Metody stanovení růstu tržeb – ČR (vlastní zpracování)</i>	46
<i>Tab. 9 – Varianty růstu tržeb – ČR (vlastní zpracování)</i>	46
<i>Tab. 10 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Německo (vlastní zpracování)</i>	47
<i>Tab. 11 – Metody stanovení růstu tržeb – Německo (vlastní zpracování)</i>	48
<i>Tab. 12 – Varianty růstu tržeb – Německo (vlastní zpracování)</i>	48
<i>Tab. 13 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Francie (vlastní zpracování)</i>	49
<i>Tab. 14 – Metody stanovení růstu tržeb – Francie (vlastní zpracování)</i>	49
<i>Tab. 15 – Varianty růstu tržeb – Francie (vlastní zpracování)</i>	50
<i>Tab. 16 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Rakousko (vlastní zpracování)</i>	50
<i>Tab. 17 – Metody stanovení růstu tržeb – Rakousko (vlastní zpracování)</i>	51
<i>Tab. 18 – Varianty růstu tržeb – Rakousko (vlastní zpracování)</i>	51
<i>Tab. 19 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – Nizozemí (vlastní zpracování)</i>	51
<i>Tab. 20 – Metody stanovení růstu tržeb – Nizozemí (vlastní zpracování)</i>	52
<i>Tab. 21 – Varianty růstu tržeb – Nizozemí (vlastní zpracování)</i>	52
<i>Tab. 22 – Vstupní údaje pro prognózu tržeb – SR (vlastní zpracování)</i>	53
<i>Tab. 23 – Metoda stanovení růstu trhu – SR (vlastní zpracování)</i>	53
<i>Tab. 24 – Varianty růstu tržeb – SR (vlastní zpracování)</i>	54
<i>Tab. 25 – Relevantní trh celkem (vlastní zpracování)</i>	54
<i>Tab. 26 – SWOT analýza (interní materiály podniku)</i>	55
<i>Tab. 27 – Počet podniků působících v oboru C 25.9 (vlastní zpracování)</i>	56
<i>Tab. 28 – Analýza konkurenční síly podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	57
<i>Tab. 29 – Analýza tržních podílů (vlastní zpracování)</i>	58
<i>Tab. 30 – Prognóza tržeb společnosti XY, spol. s r.o. (vlastní zpracování)</i>	59
<i>Tab. 31 – Vývoj a struktura výsledku hospodaření (vlastní zpracování)</i>	63
<i>Tab. 32 – Vývoj ukazatele čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)</i>	65

<i>Tab. 33 – Ukazatel zadluženosti (vlastní zpracování)</i>	67
<i>Tab. 34 – Ukazatel úrokového krytí (vlastní zpracování)</i>	67
<i>Tab. 35 – Ukazatele rentability (vlastní zpracování)</i>	68
<i>Tab. 36 – Vývoj ukazatele čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)</i>	69
<i>Tab. 37 – Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)</i>	70
<i>Tab. 38 – Vývoj Z-skóre (vlastní zpracování)</i>	71
<i>Tab. 39 – Plánovaný výkaz zisku a ztráty – realistická varianta (vlastní zpracování)</i>	74
<i>Tab. 40 – Plánovaný výkaz zisku a ztráty – pesimistická varianta (vlastní zpracování)</i>	75
<i>Tab. 41 – Plánovaná rozvaha – realistická varianta (vlastní zpracování)</i>	76
<i>Tab. 42 – Plánovaná rozvaha – pesimistická varianta (vlastní zpracování)</i>	77
<i>Tab. 43 – Plánovaný výkaz cash flow – realistická varianta (vlastní zpracování)</i>	77
<i>Tab. 44 – Plánovaný výkaz cash flow – pesimistická varianta (vlastní zpracování)</i>	78
<i>Tab. 45 – Expertní stanovení koef. β (vlastní zpracování podle programu Evalent)</i>	80
<i>Tab. 46 – Stanovení nákladů na vlastní kapitál – CAPM (vlastní zpracování)</i>	80
<i>Tab. 47 – Stanovení rizikové přirážky (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	81
<i>Tab. 48 – Stanovení nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování dle Mařík, 2011b)</i>	81
<i>Tab. 49 – Stanovení nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)</i>	82
<i>Tab. 50 – Vážené náklady na vlastní kapitál (vlastní zpracování)</i>	82
<i>Tab. 51 – Náklady cizího kapitálu (vlastní zpracování)</i>	83
<i>Tab. 52 – Vážené průměrné náklady kapitálu (vlastní zpracování)</i>	83
<i>Tab. 53 – Vyčlenění neoperativních aktiv (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	84
<i>Tab. 54 – Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování dle Mařík, 2011b)</i>	84
<i>Tab. 55 – Vymezení KPVH (vlastní zpracování)</i>	85
<i>Tab. 56 – Výpočet FCFF (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	86
<i>Tab. 57 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	87
<i>Tab. 58 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	87
<i>Tab. 59 – Výpočet FCFE (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	88
<i>Tab. 60 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	88
<i>Tab. 61 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	88
<i>Tab. 62 – Výpočet 1. fáze metodou EVA (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	89
<i>Tab. 63 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	90
<i>Tab. 64 – Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování dle Mařík, 2011b)</i>	91
<i>Tab. 65 – KPVH (vlastní zpracování)</i>	91

<i>Tab. 66 – Výpočet FCFE (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	92
<i>Tab. 67 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	92
<i>Tab. 68 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	92
<i>Tab. 69 – Výpočet FCFE (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	93
<i>Tab. 70 – Výpočet hodnoty podniku (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	93
<i>Tab. 71 – Výpočet EVA (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	94
<i>Tab. 72 – Pokračující hodnota (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	94
<i>Tab. 73 – Rozvaha podniku 2008–2012 (účetní výkazy podniku)</i>	107
<i>Tab. 74 – Výkaz zisku a ztráty podniku 2008–2012 (účetní výkazy podniku)</i>	111
<i>Tab. 75 – Horizontální analýza rozvahy (vlastní zpracování)</i>	113
<i>Tab. 76 – Vertikální analýza rozvahy (vlastní zpracování)</i>	114
<i>Tab. 77 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)</i>	115
<i>Tab. 78 – Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)</i>	116
<i>Tab. 79 – Výpočet ČPK (vlastní zpracování)</i>	117
<i>Tab. 80 – Výpočet úrokového krytí (vlastní zpracování)</i>	117
<i>Tab. 81 – Výpočet zadluženosti (vlastní zpracování)</i>	117
<i>Tab. 82 – Výpočet ukazatelů aktivity (vlastní zpracování)</i>	117
<i>Tab. 83 – Výpočet ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)</i>	118
<i>Tab. 84 – Výpočet Z-skóre (vlastní zpracování)</i>	118
<i>Tab. 85 – Výpočet poměrových ukazatelů odvětví (vlastní zpracování)</i>	119
<i>Tab. 86 – Kvality managementu (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	123
<i>Tab. 87 – Personální oblast (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	124
<i>Tab. 88 – DM a investice (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	125
<i>Tab. 89 – Inovace (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	126
<i>Tab. 90 – Komplexní stavebnicová metoda (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	127
<i>Tab. 91 – Výpočet rizikové přírážky (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	127
<i>Tab. 92 – Rizika oboru – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	128
<i>Tab. 93 – Rizika trhu – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	129
<i>Tab. 94 – Rizika konkurence – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	130
<i>Tab. 95 – Management – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	131
<i>Tab. 96 – Výrobní proces – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	132
<i>Tab. 97 – Specifické faktory – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	133
<i>Tab. 98 – Finanční rizika – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)</i>	134

<i>Tab. 99 – Tržby jednotlivých trhů – realistická varianta (vlastní zpracování)</i>	135
<i>Tab. 100 – Tržby jednotlivých trhů – pesimistická varianta (vlastní zpracování)</i>	135

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Rozvaha podniku za období 2008–2012
- P II Výkaz zisku a ztráty za období 2008–2012
- P III Horizontální analýza rozvahy
- P IV Vertikální analýza rozvahy
- P V Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
- P VI Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty
- P VII Výpočet ukazatelů finanční analýzy
- P VIII Poměrové ukazatele odvětví
- P IX Výsledky regresních analýz
- P X Analýza vnitřního potenciálu
- P XI Komplexní stavebnicová metoda
- P XII Predikované tržby

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA PODNIKU ZA OBDOBÍ 2008–2012

Tab. 73 – Rozvaha podniku 2008–2012 (účetní výkazy podniku)

Označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	2008	2009	2010	2011	2012
	AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 31 + 63)	001	18 233	18 039	18 621	18 731	18 854
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 13 + 23)	003	10 929	11 134	11 194	11 558	11 475
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)	004	25	4	0	0	0
B. I.	1. Zřizovací výdaje	005	0	0	0	0	0
	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006	0	0	0	0	0
	3. Software	007	25	4	0	0	0
	4. Ocenitelná práva	008	0	0	0	0	0
	5. Goodwill	009	0	0	0	0	0
	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010	0	0	0	0	0
	7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011	0	0	0	0	0
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	013	10 904	11 130	11 194	11 558	11 475
B. II.	1. Pozemky	014	1 329	1 589	1 589	1 589	2 647
	2. Stavby	015	9 305	8 841	8 377	7 914	7 495
	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016	270	219	1 022	2 055	1 333
	4. Pěstitelské celky trvalých porostů	017	0	0	0	0	0
	5. Dospělá zvířata a jejich skupiny	018	0	0	0	0	0
	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019	0	481	206	0	0
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020	0	0	0	0	0
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021	0	0	0	0	0
	9. Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	022	0	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	023	0	0	0	0	0
B. III.	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	0	0	0	0	0
	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025	0	0	0	0	0
	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026	0	0	0	0	0
	4. Půjčky a úvěry - ovládaní a řízení osoba, podstatný vliv	027	0	0	0	0	0
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	028	0	0	0	0	0
	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	029	0	0	0	0	0
	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030	0	0	0	0	0

Označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	2008	2009	2010	2011	2012
			C.	Oběžná aktiva (ř. 32 + 39 + 48 + 58)	031	6 814	6 635
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	032	3 302	3 975	2 582	2 077	2 139
C. I.	1. Materiál	033	732	718	1 431	1 284	1 334
	2. Nedokončená výroba a polotovary	034	734	734	531	375	0
	3. Výrobky	035	1 836	2 523	620	418	805
	4. Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	036	0	0	0	0	0
	5. Zboží	037	0	0	0	0	0
	6. Poskytnuté zálohy na zásoby	038	0	0	0	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)	039	0	0	0	0	0
C. II.	1. Pohledávky z obchodních vztahů	040	0	0	0	0	0
	2. Pohledávky - ovládalci a řídicí osoba	041	0	0	0	0	0
	3. Pohledávky - podstatný vliv	042	0	0	0	0	0
	4. Pohledávky za společnosti, členy družstva a za účastníky sdružení	043	0	0	0	0	0
	5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044	0	0	0	0	0
	6. Dohadné účty aktivní	045	0	0	0	0	0
	7. Jiné pohledávky	046	0	0	0	0	0
	8. Odložená daňová pohledávka	047	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	048	2 317	1 493	3 190	1 712	2 389
C. III.	1. Pohledávky z obchodních vztahů	049	1 616	902	2 403	697	1 330
	2. Pohledávky - ovládalci a řídicí osoba	050	0	0	0	0	0
	3. Pohledávky - podstatný vliv	051	0	0	0	0	0
	4. Pohledávky za společnosti, členy družstva a za účastníky sdružení	052	0	0	0	0	0
	5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053	0	0	0	0	0
	6. Stát - daňové pohledávky	054	222	80	261	315	171
	7. Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	479	511	526	290	475
	8. Dohadné účty aktivní	056	0	0	0	1	13
	9. Jiné pohledávky	057	0	0	0	409	400
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)	058	1 195	1 167	1 529	3 277	2 741
C. IV.	1. Peníze	059	67	23	31	41	32
	2. Účty v bankách	060	1 128	1 144	1 498	3 236	2 709
	3. Krátkodobé cenné papíry a podíly	061	0	0	0	0	0
	4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	062	0	0	0	0	0
D. I.	Časové rozlišení (ř. 64 až 66)	063	490	270	126	107	110
D. I.	1. Náklady příštích období	064	481	270	126	107	82
	2. Komplexní náklady příštích období	065	9	0	0	0	28
	3. Příjmy příštích období	066	0	0	0	0	0

Označení a	PASIVA b	Číslo řádku c	2008	2009	2010	2011	2012
	PASIVA CELKEM (ř. 88 + 88 + 119)	067	18 233	18 039	18 621	18 731	18 854
A.	Vlastní kapitál (ř. 69 + 73 + 79 + 82 + 85)	068	12 161	12 338	13 413	15 302	16 137
A. I.	Základní kapitál (ř. 70 až 72)	069	125	125	125	125	125
A. I. 1.	Základní kapitál	070	125	125	125	125	125
	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071	0	0	0	0	0
	3. Změny základního kapitálu	072	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy (ř. 74 až 78)	073	0	0	0	0	0
A. II. 1.	Emisní šňžo	074	0	0	0	0	0
	2. Ostatní kapitálové fondy	075	0	0	0	0	0
	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	076	0	0	0	0	0
	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	077	0	0	0	0	0
	5. Rozdíly z přeměn společností	078	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 80 +)	079	12	12	12	12	12
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	080	12	12	12	12	12
	2. Statutární a ostatní fondy	081	0	0	0	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř. 83 + 84)	082	11 259	12 024	12 202	12 353	14 121
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	083	11 259	12 024	12 202	12 353	14 121
	2. Neuhrazená ztráta minulých let	084	0	0	0	0	0
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	085	765	177	1 074	2 812	1 879
B.	Cizí zdroje (ř. 87 + 92 + 103 + 115)	086	5 161	4 902	5 208	3 429	2 717
B. I.	Rezervy (ř. 88 až 91)	087	0	0	0	0	0
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	088	0	0	0	0	0
	2. Rezerva na důchody a podobné závazky	089	0	0	0	0	0
	3. Rezerva na daň z příjmů	090	0	0	0	0	0
	4. Ostatní rezervy	091	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky (ř. 93 až 102)	092	3 322	3 322	2 162	156	0
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	093	0	0	0	0	0
	2. Závazky - ovládalci a řídící osoba	094	0	0	0	0	0
	3. Závazky - podstatný vliv	095	0	0	0	0	0
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	096	3 322	3 322	2 162	156	0
	5. Dlouhodobé přijaté zálohy	097	0	0	0	0	0
	6. Vydané dluhopisy	098	0	0	0	0	0
	7. Dlouhodobé směnky k úhradě	099	0	0	0	0	0
	8. Dohadné účty pasivní	100	0	0	0	0	0
	9. Jiné závazky	101	0	0	0	0	0
	10. Odložený daňový závazek	102	0	0	0	0	0

Označení a	PASIVA b	Číslo řádku c	2008	2009	2010	2011	2012
			B. III.	Krátkodobé závazky (ř. 104 až 114)	103	1 839	1 580
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	104	660	416	1 795	459	520
2.	Závazky - ovládalí a řídící osoba	105	0	0	0	0	0
3.	Závazky - podstatný vliv	106	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	107	0	0	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	108	219	132	20	16	11
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	109	248	166	184	189	203
7.	Stát - daňové závazky a dotace	110	31	35	175	465	35
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	111	0	219	0	0	100
9.	Vydané dluhopisy	112	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	113	342	313	460	328	443
11.	Jiné závazky	114	339	299	412	333	371
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 116 až 118)	115	0	0	0	1 483	1 034
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	116	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	117	0	0	0	1 483	1 034
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	118	0	0	0	0	0
C. I.	Časové rozlišení (ř. 120 + 121)	119	911	799	0	0	0
C. I. 1.	Výdaje příštích období	120	911	799	0	0	0
2.	Výnosy příštích období	121	0	0	0	0	0

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY ZA OBDOBÍ 2008–2012

Tab. 74 – Výkaz zisku a ztráty podniku 2008–2012 (účetní výkazy podniku)

Označení	TEXT	Číslo řádku	2008	2009	2010	2011	2012
a	b	c					
I.	Tržby za prodej zboží	01	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	0	0	0	0	0
+	Obchodní marže (ř. 01 - 02)	03	0	0	0	0	0
II.	Výkony (ř. 05 až 07)	04	33 647	21 082	23 975	25 146	23 423
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	33 417	19 840	26 081	25 505	23 410
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	06	230	688	-2 106	-359	13
3.	Aktivace	07	0	554	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09 + 10)	08	21 359	12 404	14 680	13 912	12 602
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	09	13 593	7 179	8 514	7 806	7 557
B. 2.	Služby	10	7 766	5 225	6 166	6 106	5 045
+	Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)	11	12 288	8 678	9 295	11 234	10 821
C.	Osobní náklady (ř. 13 až 16)	12	10 245	7 400	6 899	6 755	7 220
C. 1.	Mzdové náklady	13	7 580	5 571	5 205	5 030	5 367
C. 2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	0	0	0	0	0
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	2 583	1 749	1 638	1 665	1 788
C. 4.	Sociální náklady	16	82	80	56	60	65
D.	Daně a poplatky	17	46	37	95	52	50
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18	738	670	824	1 021	1 187
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)	19	72	70	30	0	197
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	0	4	0	0	186
III. 2.	Tržby z prodeje materiálu	21	72	66	30	0	11
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 23 + 24)	22	0	44	0	0	0
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	0	4	0	0	0
F. 2.	Prodaný materiál	24	0	40	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	0	0	0	0	5
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	16	23	0	23	0
H.	Ostatní provozní náklady	27	222	191	122	111	147
V.	Převod provozních výnosů	28	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	29	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření (ř. 11 - 12 - 17 - 18 + 19 - 22 - 25 + 26 - 27 + (-28) - (-29))	30	1 125	429	1 385	3 318	2 409

Označení	TEXT	Číslo řádku	2008	2009	2010	2011	2012
a	b	c					
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 až 36)	33	0	0	0	0	0
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	34	0	0	0	0	0
VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35	0	0	0	0	0
VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	36	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	38	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	42	5	1	1	2	13
N.	Nákladové úroky	43	63	15	0	41	55
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	321	73	62	128	62
O.	Ostatní finanční náklady	45	402	280	205	102	140
XII.	Převod finančních výnosů	46	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	47	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření [(ř. 31 - 32 + 33 + 37 - 38 + 39 - 40 - 41 + 42 - 43 + 44 - 45 + (-46) - (-47)]	48	-139	-221	-142	-13	-120
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50 + 51)	49	221	31	169	558	410
Q. 1.	- splatná	50	221	31	169	558	410
Q. 2.	- odložená	51	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30 + 48 - 49)	52	765	177	1 074	2 747	1 879
XIII.	Mimořádné výnosy	53	0	0	0	65	0
R.	Mimořádné náklady	54	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56 + 57)	55	0	0	0	0	0
S. 1.	- splatná	56	0	0	0	0	0
S. 2.	- odložená	57	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 - 55)	58	0	0	0	65	0
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	59	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 52 + 58 - 59)	60	765	177	1 074	2 812	1 879
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48 + 53 - 54)	61	986	208	1 243	3 370	2 289

PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Tab. 75 – Horizontální analýza rozvahy (vlastní zpracování)

Položka	Změna							
	2008–2009		2009–2010		2010–2011		2011–2012	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
AKTIVA CELKEM	-194	-1,1	582	3,2	110	0,6	123	0,7
Dlouhodobý majetek	205	1,9	60	0,5	364	3,3	-83	-0,7
DNM	-21	-84,0	-4	-100	0	0	0	0
<i>Software</i>	-21	-84,0	-4	-100	0	0	0	0
DHM	226	2,1	64	0,6	364	3,3	-83	-0,7
<i>Pozemky</i>	260	19,6	0	0	0	0	1 058	66,6
<i>Stavby</i>	-464	-5,0	-464	-5,2	-463	-5,5	-419	-5,3
<i>Samost. movité věci, ...</i>	-51	-18,9	803	366,7	1 033	101,1	-722	-35,1
DFM	0	0	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	-179	-2,6	666	10,0	-235	-3,2	203	2,9
Zásoby	673	20,4	-1 393	-35,0	-505	-19,6	62	3,0
<i>Materiál</i>	-14	-1,9	713	99,3	-147	-10,2	50	3,9
<i>NV a polotovary</i>	0	0	-203	-27,7	-156	-29,4	-375	-100
<i>Výrobky</i>	687	37,4	-1 903	-75,4	-202	-32,6	387	92,6
Dlouhodobé pohl.	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohl.	-824	-35,6	1 697	113,7	-1 478	-46,3	677	39,5
<i>Pohl. z obch. vztahů</i>	-714	-44,2	1 501	166,4	-1 706	-71,0	633	90,8
Krátkodobý fin. maj.	-28	-2,3	362	31,0	1 748	114,3	-536	-16,4
<i>Peníze</i>	-44	-65,7	8	34,8	10	32,3	-9	-22,0
<i>Účty v bankách</i>	16	1,4	354	30,9	1 738	116,0	-527	-16,3
Časové rozlišení	-220	-44,9	-144	-53,3	-19	-15,1	3	2,8
PASIVA CELKEM	-194	-1,1	582	3,2	110	0,6	123	0,7
Vlastní kapitál	177	1,5	1 075	8,7	1 889	14,1	835	5,5
<i>Základní kapitál</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
Rezervní fond,...	0	0	0	0	0	0	0	0
VH minulých let	765	6,8	178	1,5	151	1,2	1 768	14,3
VH běžného úč. ob.	-588	-76,9	897	506,8	1 738	161,8	-933	-33,2
Cizí zdroje	-259	-5,02	306	6,2	-1 779	-34,2	-712	-20,8
Dlouhodobé závazky	0	0	-1 160	-34,9	-2 006	-92,8	-156	-100
<i>Závazky ke spol.</i>	0	0	-1 160	-34,9	-2 006	-92,8	-156	-100
Krátkodobé závazky	-259	-14,1	1 466	92,8	-1 256	-41,2	-107	-6,0
<i>Závazky z obch. vztahů</i>	-244	-37,0	1 379	331,5	-1 336	-74,4	61	13,3
Bank. úvěry a výpom.	0	0	0	0	1 483	100	-449	-30,3
<i>Krátkodobé bank. úvěry</i>	0	0	0	0	1 483	100	-449	-30,3
Časové rozlišení	-112	-12,3	-799	-100	0	0	0	0

PŘÍLOHA P IV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Tab. 76 – Vertikální analýza rozvahy (vlastní zpracování)

Položka	Procentní podíl				
	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	100	100	100	100	100
Dlouhodobý majetek	59,9	61,7	60,1	61,7	60,9
DNM	0,1	0,02	0	0	0
<i>Software</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
DHM	99,8	99,96	100	100	100
<i>Pozemky</i>	<i>12,2</i>	<i>14,3</i>	<i>14,2</i>	<i>13,7</i>	<i>23,1</i>
<i>Stavby</i>	<i>85,3</i>	<i>79,4</i>	<i>74,8</i>	<i>68,5</i>	<i>65,3</i>
<i>Samostatné movité věci, ...</i>	<i>2,5</i>	<i>2</i>	<i>9,1</i>	<i>17,8</i>	<i>11,6</i>
DFM	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	37,4	36,8	39,2	37,7	38,6
Zásoby	48,5	59,9	35,4	29,4	29,4
<i>Materiál</i>	<i>22,2</i>	<i>18,1</i>	<i>55,4</i>	<i>61,8</i>	<i>62,4</i>
<i>NV a polotovary</i>	<i>22,2</i>	<i>18,5</i>	<i>20,6</i>	<i>18,1</i>	<i>0,0</i>
<i>Výrobky</i>	<i>55,6</i>	<i>63,5</i>	<i>24,0</i>	<i>20,1</i>	<i>37,6</i>
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	34,0	22,5	43,7	24,2	32,9
<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	<i>69,7</i>	<i>60,4</i>	<i>75,3</i>	<i>40,7</i>	<i>55,7</i>
Krátkodobý finanční majetek	17,5	17,6	20,9	46,4	37,7
<i>Peníze</i>	<i>5,6</i>	<i>2,0</i>	<i>2,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>
<i>Účty v bankách</i>	<i>94,4</i>	<i>98,0</i>	<i>98,0</i>	<i>98,7</i>	<i>98,8</i>
Časové rozlišení	2,7	1,5	0,7	0,6	0,6
PASIVA CELKEM	100	100	100	100	100
Vlastní kapitál	66,7	68,4	72,0	81,7	85,6
<i>Základní kapitál</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>
Rezervní fond,...	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
VH minulých let	92,6	97,5	91,0	80,7	87,5
VH běžného účetního období	6,3	1,4	8,0	18,4	11,6
Cizí zdroje	28,3	27,2	28,0	18,3	14,4
Dlouhodobé závazky	64,4	67,8	41,5	4,5	0
<i>Závazky ke společníkům</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>0</i>
Krátkodobé závazky	35,6	32,3	58,5	52,2	61,9
<i>Závazky z obchodních vztahů</i>	<i>35,9</i>	<i>26,3</i>	<i>58,9</i>	<i>25,6</i>	<i>30,9</i>
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	43,2	38,1
<i>Krátkodobé bankovní úvěry</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Časové rozlišení	5,0	4,4	0	0	0

PŘÍLOHA P V: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY

Tab. 77 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)

Položka	Změna							
	2008–2009		2009–2010		2010–2011		2011–2012	
	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%	tis. Kč	%
NÁKLADY CELKEM	-12 224	-36,7	1 922	9,1	-442,0	-1,9	-741	-3,3
Výkonová spotřeba	-8 955	-41,9	2 276	18,3	-768,0	-5,2	-1 310	-9,4
<i>Spotřeba mat. a en.</i>	-6 414	-47,2	1 335	18,6	-708,0	-8,3	-249	-3,2
<i>Služby</i>	-2 541	-32,7	941	18,0	-60,0	-1,0	-1 061	-17,4
Osobní náklady	-2 845	-27,8	-501	-6,8	-144,0	-2,1	465	6,9
<i>Mzdové náklady</i>	-2 009	-26,5	-366	-6,6	-175,0	-3,4	337	6,7
<i>Náklady na soc. a zdrav. pojištění</i>	-834	-32,3	-111	-6,3	27,0	1,6	123	7,4
Daně a poplatky	-9	-19,6	58	156,8	-43,0	-45,3	-2	-3,8
Odpisy DNM a DHM	-68	-9,2	154	23,0	197,0	23,9	166	16,3
ZC prodaného DM a materiálu	44	100	-44	-100	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	-31	-14,0	-69	-36,1	-11,0	-9,0	36	32,4
Nákladové úroky	-48	-76,2	-15	-100	41,0	100,0	14	34,1
Ostatní finanční náklady	-122	-30,3	-75	-26,8	-103,0	-50,2	38	37,3
Daň z příjmu za běžnou činnost	-190	-86,0	138	445,2	389,0	230,2	-148	-26,5
VÝNOSY CELKEM	-12 812	-37,6	2 819	13,3	1231,0	5,1	-1 604	-6,3
Výkony	-12 565	-37,3	2 893	13,7	1171,0	4,9	-1 723	-6,9
<i>Tržby za prodej vlastních vyr. a sl.</i>	-13 577	-40,6	6 241	31,5	-576,0	-2,2	-2 095	-8,2
Tržby z prodeje DM a materiálu	-2	-2,8	-40	-57,1	-30,0	-100	197	100,0
<i>Tržby z prodeje DM</i>	4	100	-4	-100	0,0	0,0	0	0,0
<i>Tržby z prodeje mat.</i>	-6	-8,3	-36	-54,5	-30,0	-100	11	100,0
Ost. provozní výn.	7	43,8	-23	-100	23,0	100,0	-23	-100
Výnosové úroky	-4	-80,0	0	0,0	1,0	100,0	11	550,0
Ost. finanční výnosy	-248	-77,3	-11	-15,1	66,0	106,5	-66	-51,6

PŘÍLOHA P VI: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY

Tab. 78 – Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)

Položka	Procentní podíl				
	2008	2009	2010	2011	2012
NÁKLADY CELKEM	100	100	100	100	100
Výkonová spotřeba	64,1	58,9	63,8	61,7	57,8
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	63,6	57,9	58,0	56,1	60,0
<i>Služby</i>	36,3	42,1	42,0	43,9	40,0
Osobní náklady	30,8	35,1	30,0	30,0	33,1
<i>Mzdové náklady</i>	74,0	75,3	75,4	74,5	74,3
<i>Náklady na soc. a zdravot. pojištění</i>	25,2	23,6	23,7	24,6	24,8
Daně a poplatky	0,1	0,2	0,4	0,2	0,2
Odpisy DNM a DHM	2,2	3,2	3,6	4,5	5,4
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0	0,2	0	0	0
Ostatní provozní náklady	0,7	0,9	0,5	0,5	0,7
Nákladové úroky	0,1	0,1	0	0,2	0,3
Ostatní finanční náklady	1,2	1,3	0,9	0,5	1,9
Daň z příjmu za běžnou činnost	0,7	0,1	0,7	2,5	1,9
VÝNOSY CELKEM	100	100	100	100	100
Výkony	98,8	99,2	99,6	99,4	98,9
<i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i>	99,3	94,1	108,8	101,4	99,9
Tržby z prodeje DM a materiálu	0,2	0,3	0,1	0	0,8
<i>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku</i>	0	0,02	0	0	94
<i>Tržby z prodeje materiálu</i>	0,2	0,3	0,1	0	5,6
Ostatní provozní výnosy	0,05	0,1	0	0,1	0
Výnosové úroky	0,01	0,005	0,004	0,008	0,05
Ostatní finanční výnosy	0,9	0,3	0,3	0,5	0,3

PŘÍLOHA P VII: VÝPOČET UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY

Tab. 79 – Výpočet ČPK (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva (v tis. Kč)	6 814	6 635	7 301	7 066	7 269
Zásoby (v tis. Kč)	3 302	3 975	2 582	2 077	2 139
Nelikvidní zásoby (v tis. Kč)	1 200	900	600	300	0
Krátkodobé pohledávky (v tis. Kč)	2 317	1 493	3 190	1 712	2 389
Krátkodobý finanční majetek (v tis. Kč)	1 195	1 167	1 529	3 277	2 741
Krátkodobé závazky (v tis. Kč)	1 839	1 580	3 046	3 273	2 717
ČPK (v tis. Kč)	3 775	4 155	3 655	3 493	4 552
Podíl ČPK na oběžných aktivech (%)	55	63	50	49	63

Tab. 80 – Výpočet úrokového krytí (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
EBIT (v tis. Kč)	1 049	192	1 243	3 411	2 344
Nákladové úroky (v tis. Kč)	63	15	0	41	55
Úrokové krytí	16,7	12,8	X	83,2	42,6

Tab. 81 – Výpočet zadluženosti (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Cizí zdroje (v tis. Kč)	5 161	4 902	5 208	3 429	2 717
Aktiva (v tis. Kč)	18 233	18 039	18 621	18 731	18 854
Leasing (tis. Kč)	708	708	590	0	0
Celková zadluženost (%)	32	31	31	18	14

Tab. 82 – Výpočet ukazatelů aktivity (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby (v tis. Kč)	33 417	19 840	26 081	25 505	23 410
Aktiva (v tis. Kč)	18 233	18 039	18 621	18 731	18 854
Zásoby (v tis. Kč)	3 302	3 975	2 582	2 077	2 139
Krátkodobé pohledávky (v tis. Kč)	2 317	1 493	3 190	1 712	2 389
Krátkodobé závazky (v tis. Kč)	1 839	1 580	3 046	3 273	2 717
Obrat zásob	10,1	5	10,1	12,3	10,9
Doba obratu zásob	36	72	36	29	33
Obrat celkových aktiv	1,8	1,1	1,4	1,4	1,2
Doba obratu pohledávek	25	27	44	24	37
Doba obratu závazků	20	29	42	46	42

Tab. 83 – Výpočet ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva (v tis. Kč)	6 814	6 635	7 301	7 066	7 269
Zásoby (v tis. Kč)	3 302	3 975	2 582	2 077	2 139
<i>Nelikvidní zásoby</i>	<i>1 200</i>	<i>900</i>	<i>600</i>	<i>300</i>	<i>0</i>
Krátkodobé pohledávky (v tis. Kč)	2 317	1 493	3 190	1 712	2 389
Krátkodobý finanční majetek (v tis. Kč)	1 195	1 167	1 529	3 277	2 741
Celkové krátkodobé závazky (v tis. Kč)	1 839	1 580	3 046	3 273	2 717
Běžná likvidita	3,05	3,63	2,20	2,07	2,68
Pohotová likvidita	1,91	1,68	1,55	1,52	1,89
Okamžitá likvidita	0,65	0,74	0,50	1,00	1,01
Běžná likvidita v odvětví	1,40	1,80	1,68	1,64	N/A
Pohotová likvidita v odvětví	0,80	1,10	1,07	1,00	N/A
Okamžitá likvidita v odvětví	0,20	0,30	0,29	0,26	N/A

Tab. 84 – Výpočet Z-skóre (vlastní zpracování)

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva (v tis. Kč)	18 233	18 039	18 621	18 731	18 854
ČPK (v tis. Kč)	3 755	4 155	3 655	3 493	4 552
Nerozdělený zisk (v tis. Kč)	11 259	10 024	12 202	12 353	14 121
EBIT (v tis. Kč)	1 049	223	1 243	3 411	2 344
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	12 161	12 338	13 413	15 032	16 137
Cizí kapitál (v tis. Kč)	5 161	4 902	5 208	3 429	2 717
Tržby (v tis. Kč)	33 417	19 840	26 081	25 505	23 410
$X_1 = \text{ČPK} / A$	0,206	0,230	0,196	0,186	0,241
$X_2 = \text{nerozdělený zisk} / A$	0,618	0,556	0,655	0,660	0,749
$X_3 = \text{EBIT} / A$	0,058	0,012	0,067	0,182	0,124
$X_4 = \text{VK} / \text{CK}$	2,356	2,517	2,576	4,384	5,939
$X_5 = T / A$	1,833	1,100	1,401	1,362	1,242
0,717 X_1	0,15	0,16	0,14	0,13	0,17
0,847 X_2	0,52	0,47	0,55	0,56	0,63
3,107 X_3	0,18	0,04	0,21	0,56	0,39
0,420 X_4	0,99	1,06	1,08	1,84	2,49
0,998 X_5	1,83	1,10	1,40	1,36	1,24
Z-skóre	3,67	2,83	3,38	4,45	4,92

PŘÍLOHA P VIII: POMĚROVÉ UKAZATELE ODVĚTVÍ

Tab. 85 – Výpočet poměrových ukazatelů odvětví (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Rok			
	2008	2009	2010	2011
Aktiva	68 870 982	66 920 159	64 755 175	75 878 355
Dlouhodobý majetek	34 681 608	31 290 585	29 591 614	33 472 386
Oběžná aktiva	33 687 266	34 925 292	34 497 923	41 910 848
Zásoby	14 379 914	12 645 858	12 607 074	16 314 326
Pohledávky	14 256 567	15 913 324	15 872 545	19 037 953
Krátkodobý finanční majetek	5 050 785	6 366 111	6 018 304	6 558 569
Cizí zdroje	36 618 755	34 109 571	32 791 622	39 593 910
Vlastní kapitál	31 734 585	31 699 775	29 901 252	34 087 450
Rezervy	2 532 636	1 726 216	1 722 376	1 549 786
Dlouhodobé závazky	3 325 360	6 338 928	7 243 023	7 564 031
Krátkodobé závazky	18 974 893	14 635 628	15 960 827	18 606 038
Dlouhodobé úvěry	6 709 578	6 138 019	4 824 713	4 869 131
Krátkodobé úvěry	5 075 288	5 270 781	4 588 567	7 004 924
Tržby	80 469 530	62 150 536	60 460 332	72 115 590
Celkové výnosy	88 385 273	68 323 030	66 574 734	77 837 571
Nákladové úroky	675 925	559 822	269 257	712 144
EBIT	6 789 404	4 276 400	3 669 299	4 511 726
EAT	4 730 290	2 804 565	2 487 148	2 834 995
Celková zadluženost (%)	54	53	51	52
Koeficient samofinancování	46	47	49	48
Úrokové krytí	10	7,6	13,6	6,3
Krytí DM dlouhodobým kap.	1,3	1,5	1,5	1,4
Běžná likvidita	1,40	1,75	1,68	1,64
Pohotová likvidita	0,80	1,12	1,07	1,00
Okamžitá likvidita	0,21	0,32	0,29	0,26
Obrat zásob	6	4,9	4,8	4,4
Doba obratu zásob (dny)	64	73	75	81
Obrat celkových aktiv	1,2	0,9	0,9	1
Obrat pohledávek	5,6	3,9	3,8	3,8
Doba obratu pohledávek (dny)	64	92	95	95
Obrat závazků	4,2	4,2	3,8	3,9
Doba obratu závazků (dny)	85	85	95	93
Rentabilita celkového kap. (%)	9,9	6,4	5,7	5,9
Rentabilita vlastního kap. (%)	14,9	8,9	8,3	8,3
Rentabilita tržeb (%)	5,5	4,2	4,1	3,9
Rentabilita výnosů (%)	7,7	6,3	5,5	5,8

* vstupní údaje byly čerpány ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu

PŘÍLOHA P IX: VÝSLEDKY REGRESNÍCH ANALÝZ

ČR - HDP								
Regresní statistika								
Násobné R	0,948191605	tj. korelační koeficient						
Hodnota spolehlivosti R	0,899067319	tj. index determinace						
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,887852577							
Chyba stř. hodnoty	3852,171556							
Pozorování	11							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	1189636146	1,2E+09	80,1683437	8,90601E-06			
Rezidua	9	133553031,3	1,5E+07					
Celkem	10	1323189177						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-26037,1752	8442,24025	-3,08415	0,01305209	-45134,84937	-6939,501	-45134,849	-6939,5009
HDP	0,022016078	0,002458887	8,95368	8,906E-06	0,01645369	0,0275785	0,01645369	0,02757847

Obr. 14 – Regresní analýza – ČR – HDP (vlastní zpracování)

ČR - SKLADOVÁNÍ A PODPŮRNÉ SLUŽBY V DOPRAVĚ								
Regresní statistika								
Násobné R	0,9490526	tj. korelační koeficient						
Hodnota spolehlivosti R	0,900700838	tj. index determinace						
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,880841005							
Chyba stř. hodnoty	2011,343487							
Pozorování	7							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	183475243,5	1,83E+08	45,352892	0,001094716			
Rezidua	5	20227513,1	4045503					
Celkem	6	203702756,6						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-15160,74835	10572,40468	-1,43399	0,21103	-42337,97977	12016,48	-42337,98	12016,4831
Skladování a podpůrné služby v dopravě	0,403496113	0,059915179	6,734456	0,0010947	0,249479242	0,557513	0,24947924	0,55751298

Obr. 15 – Regresní analýza – ČR – H 52 (vlastní zpracování)

NĚMECKO - HDP								
Regresní statistika								
Násobné R	0,96526264							
Hodnota spolehlivosti R	0,93173197							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,89759795							
Chyba stř. hodnoty	394,584681							
Pozorování	4							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	4249952,289	4249952	27,296289	0,034737358			
Rezidua	2	311394,1414	155697,1					
Celkem	3	4561346,43						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-3353,96916	4859,018224	-0,69026	0,561373	-24260,63718	17552,7	-24260,637	17552,699
HDP	0,01003855	0,001921407	5,224585	0,0347374	0,001771407	0,018306	0,00177141	0,0183057

Obr. 16 – Regresní analýza – Německo – HDP (vlastní zpracování)

NĚMECKO - SKLADOVÁNÍ A PODPŮRNÉ SLUŽBY V DOPRAVĚ								
<i>Regresní statistika</i>								
Násobné R	0,9938819							
Hodnota spolehlivosti R	0,9878012							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,9817019							
Chyba stř. hodnoty	166,79739							
Pozorování	4							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	4505703,689	4505703,689	161,9511775	0,006118092			
Rezidua	2	55642,7407	27821,37035					
Celkem	3	4561346,43						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	7575,2585	1137,446828	6,65987923	0,021810975	2681,219807	12469,3	2681,21981	12469,2972
Skladování a podpůrné služby v dopravě	0,1524418	0,011978766	12,72600399	0,006118092	0,100901356	0,203982	0,10090136	0,2039823

Obr. 17 – Regresní analýza – Německo – H 52 (vlastní zpracování)

FRANCIE - HDP								
<i>Regresní statistika</i>								
Násobné R	0,9334965							
Hodnota spolehlivosti R	0,8714158							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,8071237							
Chyba stř. hodnoty	303,61192							
Pozorování	4							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	1249411,063	1249411,063	13,55400709	0,06650347			
Rezidua	2	184360,3969	92180,19844					
Celkem	3	1433771,46						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-9491,4	5390,318691	-1,7608236	0,220332404	-32684,06977	13701,2691	-32684,07	13701,26909
HDP	0,0101087	0,00274575	3,681576712	0,06650347	-0,00170532	0,0219227	-0,0017053	0,021922698

Obr. 18 – Regresní analýza – Francie – HDP (vlastní zpracování)

FRANCIE - SKLADOVÁNÍ A PODPŮRNÉ SLUŽBY V DOPRAVĚ								
<i>Regresní statistika</i>								
Násobné R	0,9731117							
Hodnota spolehlivosti R	0,9469465							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,9204197							
Chyba stř. hodnoty	195,02136							
Pozorování	4							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	1357704,801	1357704,801	35,6977634	0,026888262			
Rezidua	2	76066,65917	38033,32958					
Celkem	3	1433771,46						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	2329,6314	1345,177351	1,731839633	0,225441111	-3458,19955	8117,46245	-3458,1996	8117,462449
Skladování a podpůrné služby v dopravě	0,1225432	0,020510139	5,974760531	0,026888262	0,034295164	0,21079118	0,03429516	0,210791179

Obr. 19 – Regresní analýza – Francie – H 52 (vlastní zpracování)

RAKOUSKO - HDP								
<i>Regresní statistika</i>								
Násobné R	0,898594501							
Hodnota spolehlivosti R	0,807472078							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,711208117							
Chyba stř. hodnoty	54,65682177							
Pozorování	4							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	25058,35367	25058,35	8,388103601	0,101405499			
Rezidua	2	5974,736332	2987,368					
Celkem	3	31033,09						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-246,797411	618,8737001	-0,39878	0,728600337	-2909,596026	2416,001	-2909,59603	2416,0012
HDP	0,00610538	0,00210805	2,896222	0,101405499	-0,002964825	0,015176	-0,00296483	0,01517559

Obr. 20 – Regresní analýza – Rakousko – HDP (vlastní zpracování)

NIZOZEMÍ - HDP								
<i>Regresní statistika</i>								
Násobné R	0,932259099							
Hodnota spolehlivosti R	0,869107027							
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,803660541							
Chyba stř. hodnoty	146,9101762							
Pozorování	4							
ANOVA								
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
Regrese	1	286609,5678	286609,6	13,27966	0,067740901			
Rezidua	2	43165,19972	21582,6					
Celkem	3	329774,7675						
	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-10186,9643	3759,187341	-2,70988	0,113464	-26361,44195	5987,513	-26361,442	5987,51339
HDP	0,023169112	0,006357933	3,644127	0,067741	-0,004186864	0,050525	-0,00418686	0,05052509

Obr. 21 – Regresní analýza – Nizozemí – HDP (vlastní zpracování)

PŘÍLOHA P X: ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU

Tab. 86 – Kvality managementu (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

KVALITA MANAGEMENTU									
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
1 Schopnost tvořit vize	Žádné						X		Vedení má jasnou vizi
2 Schopnost tvořit strategie	Žádná							X	Vedení má jasnou strategii
3 Schopnost prognózovat	Špatná					X			Mimořádná
4 Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle					X			Realistické pohledy
5 Plánování běžné činnosti	Žádné						X		Pravidelně, obsáhle
6 Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						X		Jasná kompetence a hodnoty
7 Osobní kvalifikace	Nedostatečná						X		Vysoce kvalifikovaný
8 Schopnost se učit	Strnulost v minulém						X		Vysoká, zájem o nové
9 Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování							X	Schopnost rychle nalézt řešení
10 Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost							X	Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	0	2	5	3	
Body × četnost		0	0	0	0	16	30	0	

Získaný počet bodů:	51
Průměrný počet bodů:	5

Tab. 87 – Personální oblast (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

PERSONÁLNÍ OBLAST										
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení		
		0	1	2	3	4	5		6	
A. Kvalifikace a fluktuace										
1 Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností							X		Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2 Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval							X		Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3 Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům							X		Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku										
4 Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost							X		Spokojenost, důvěra v budoucnost
5 Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali „vnitřní výpověď“							X		Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady										
6 Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost								X	Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7 Náklady na školení	Minimální			X						Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	0	1	1	0	5	1		
Body × četnost		0	0	2	3	0	25	6		

Získaný počet bodů:	36
Průměrný počet bodů:	5

Tab. 88 – DM a investice (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

DLOUHODOBÝ MAJETEK A INVESTICE										
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5	6		
1	Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit						X		Kapacity optimálně využité
2	Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá						X		Modernější vybavení než u konkurence
3	Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost							X	Pečlivá údržba
4	Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“						X		Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5	Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu					X			Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6	Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná						X		Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů			0	0	0	0	2	3	1	
Body × četnost			0	0	0	0	8	15	6	

Získaný počet bodů:	29
Průměrný počet bodů:	5

Tab. 89 – Inovace (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

INOVACE										
Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení		
		0	1	2	3	4	5		6	
1 Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci	X								Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky
2 Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů		X							Nadprůměrný podíl
3 Podíl nových produktů na tržbách (příspěvků na krytí, cash flow)	Nízký, tržby (příspěvek na krytí, cash flow) plynou především ze zavedených produktů		X							Vysoký
4 Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány								X	Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
Četnost bodů		1	2	0	0	0	0	0	1	
Body × četnost		0	2	0	0	0	0	0	6	

Získaný počet bodů:	8
Průměrný počet bodů:	2

PŘÍLOHA P XI: KOMPLEXNÍ STAVEBNICOVÁ METODA

Tab. 90 – Komplexní stavebnicová metoda (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet x váha
OBCHODNÍ RIZIKO	24		24
I. Rizika oboru	4	1	4
II. Rizika trhu	3	1	3
III. Rizika z konkurence	6	1	6
IV. Management	3	1	3
V. Výrobní proces	4	1	4
VI. Specifické faktory	4	1	4
FINANČNÍ RIZIKO	7	1,3	9,1
Počet kritérií	31		33,1

Pro výpočet rizikové přírážky pro 1 faktor je potřeba také položka r_f/n . Ta je vypočítána jako podíl bezrizikové úrokové sazby a počtu kritérií násobených jejich váhou. Tedy:

$$3,70 : 33,1 = 0,112$$

Tab. 91 – Výpočet rizikové přírážky (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

X - stupeň rizika	a^x	$z (= a^x - 1)$	RP pro 1 faktor ($=z * r_f/n$)
1 Nízké riziko	1,687	0,687	0,077 %
2 Přiměřené riziko	2,846	1,846	0,207 %
3 Zvýšené riziko	4,801	3,801	0,426 %
4 Vysoké riziko	8,100	7,100	0,795 %

V další fázi dochází k hodnocení jednotlivých kritérií.

A. FAKTORY OBCHODNÍHO RIZIKA

I. RIZIKA NA ÚROVNI OBORU

1. Dynamika oboru

- | | |
|--|----------------|
| 1. stabilní obor, větší změny se nepředpokládají | nízké |
| 2. dlouhodobě mírně rostoucí obor | přiměřené |
| 3. obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj | zvýšené |
| 4. velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy | vysoké |

2. Závislost oboru na hospodářském cyklu

- | | |
|--------------------------------------|-------|
| 1. nezávislost na hospodářském cyklu | nízké |
|--------------------------------------|-------|

- | | |
|---|----------------|
| 2. mírná závislost na hospodářském cyklu | priměřené |
| 3. značná závislost na hospodářském cyklu | zvýšené |
| 4. typicky cyklické produkce | vysoké |

3. Potenciál inovací v oboru

- | | |
|--|------------------|
| 1. standardní obor s minimem technologických změn | nízké |
| 2. standardní obor s mírnými technologickými změnami | priměřené |
| 3. obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací | zvýšené |
| 4. obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi | vysoké |

4. Určování trendů v oboru

- | | |
|---|----------------|
| 1. podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru | nízké |
| 2. podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru | priměřené |
| 3. podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru | zvýšené |
| 4. podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru | vysoké |

Tab. 92 – Rizika oboru – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

I. Rizika oboru	RP (=z . r _i /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,077 %	0	1	0	0,000 %
Priměřené	0,207 %	1	1	1	0,207 %
Zvýšené	0,426 %	3	1	3	1,278 %
Vysoké	0,795 %	0	1	0	0,000 %
Součet		4		4	1,485 %

II. RIZIKA NA ÚROVNI TRHU, KDE JE PODNIK ČINNÝ

1. Kapacita trhu, možnost expanze

- | | |
|--|---------------|
| 1. domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz | nízké |
| 2. domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty,
minimální vývoz | priměřené |
| 3. domácí trh nasycen | zvýšené |
| 4. domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů | vysoké |

2. Rizika dosažení tržeb

- | | |
|---|--------------|
| 1. prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb | nízké |
| 2. prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb | priměřené |

- 3. nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb zvýšené
- 4. nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb vysoké

3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy

- 1. zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy **nízké**
- 2. zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu / proniknutí na nové trhy přiměřené
- 3. nové výrobky, stávající trhy zvýšené
- 4. nové výrobky, nové trhy vysoké

Tab. 93 – Rizika trhu – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

II. Rizika trhu	RP (=z . r _f /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,077 %	2	1	2	0,154 %
Přiměřené	0,207 %	0	1	0	0,000 %
Zvýšené	0,426 %	0	1	0	0,000 %
Vysoké	0,795 %	1	1	1	0,795 %
Součet		3		3	0,949 %

III. RIZIKA Z KONKURENCE

1. Konkurence

- 1. tržní mezera, konkurence nepůsobí nízké
- 2. nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu přiměřené
- 3. obtížný vstup na nový trh a působení mezi exist. konkurenty zvýšené
- 4. zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence **vysoké**

2. Konkurenceschopnost produktů

- 1. parametry a životnost – srovnatelné se špičkovou konkurencí **nízké**
- 2. parametry a životnost – srovnatelné s lepší konkurencí přiměřené
- 3. parametry a životnost – srovnatelné s průměrnou konkurencí zvýšené
- 4. parametry a životnost – nižší než průměrná konkurence vysoké

3. Ceny

- 1. ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost slev nízké
- 2. ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence **přiměřené**
- 3. ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku zvýšené
- 4. ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku vysoké

4. Kvalita, řízení kvality

- | | |
|--|------------------|
| 1. lepší než konkurence | nízké |
| 2. srovnatelné s konkurencí | přiměřené |
| 3. mírně nižší než konkurence | zvýšené |
| 4. výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace | vysoké |

5. Výzkum a vývoj

- | | |
|--|------------------|
| 1. vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí | nízké |
| 2. vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konkurenčních výrobků | přiměřené |
| 3. kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci | zvýšené |
| 4. absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky | vysoké |

6. Reklama a propagace

- | | |
|--|------------------|
| 1. pravidelné náklady větší než odvětví, účinnost vysoká | nízké |
| 2. pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví | přiměřené |
| 3. nepravidelně, sporný přínos | zvýšené |
| 4. nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos | vysoké |

Tab. 94 – Rizika konkurence – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

III. Rizika konkurence	RP (=z . r _i /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,077 %	1	1	1	0,077 %
Přiměřené	0,207 %	4	1	4	0,828 %
Zvýšené	0,426 %	0	1	0	0,000 %
Vysoké	0,795 %	1	1	1	0,795 %
Součet		6		6	1,700 %

IV. MANAGEMENT

1. Vize, strategie

- | | |
|---|--------------|
| 1. jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení | nízké |
| 2. změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti | přiměřené |
| 3. strategie společnosti se postupně vytváří | zvýšené |
| 4. neurčitá strategie, převažuje improvizace | vysoké |

2. Klíčové osobnosti

- | | |
|---------------------------------------|-------|
| 1. zastupitelnost klíčových osobností | nízké |
|---------------------------------------|-------|

- | | |
|---|----------------|
| 2. dostupná přiměřená náhrada | přiměřené |
| 3. obtížná náhrada klíčových osobností | zvýšené |
| 4. vysoká závislost na několika klíčových osobnostech | vysoké |

3. Organizační struktura

- | | |
|---|--------------|
| 1. jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží | nízké |
| 2. jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže | přiměřené |
| 3. složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení | zvýšené |
| 4. komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura | vysoké |

Tab. 95 – Management – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

IV. Management	RP (=z . r _f /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,077 %	2	1	2	0,154 %
Přiměřené	0,207 %	0	1	0	0,000 %
Zvýšené	0,426 %	1	1	1	0,426 %
Vysoké	0,795 %	0	1	0	0,000 %
Součet		3		3	0,580 %

V. VÝROBNÍ PROCES

1. Struktura výrobků

- | | |
|---|----------------|
| 1. vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje,
minimální technické změny | nízké |
| 2. vlastní výrobky, četné modifikace | přiměřené |
| 3. zakázková výroba | zvýšené |
| 4. nepravidelné zakázky | vysoké |

2. Technologické možnosti výroby

- | | |
|---|--------------|
| 1. postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky | nízké |
| 2. vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření nebo rekonstrukce
stávajícího zařízení | přiměřené |
| 3. stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení | zvýšené |
| 4. komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky | vysoké |

3. Pracovní síla

1. běžně dostupná profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci nízké
2. dostupné profese, běžná učňovská, SŠ či VŠ kvalifikace **přiměřené**
3. vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace zvýšené
4. převaha vysoce specializovaných profesí vysoké

4. Dodavatelé

1. stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží **nízké**
2. stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy přiměřené
3. částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky zvýšené
4. značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami vysoké

Tab. 96 – Výrobní proces – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

V. Výrobní proces	RP (= $z \cdot r_i/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,077 %	2	1	2	0,154 %
Přiměřené	0,207 %	1	1	1	0,207 %
Zvýšené	0,426 %	1	1	1	0,426 %
Vysoké	0,795 %	0	1	0	0,000 %
Součet		4		4	0,787 %

VI. SPECIFICKÉ FAKTORY

1. Úroveň fixních nákladů

1. podíl FN na celkových aktivech je malý nízké
2. podíl FN je okolo průměru **přiměřené**
3. podíl FN je vysoký zvýšené
4. podíl FN je velmi vysoký vysoké

2. Postavení podniku vůči odběratelům

1. velmi silné – větší počet malých odběratelů nízké
2. silné – větší počet odběratelů, několik větších s vyšším podílem přiměřené
3. slabší – rozhodující váhu má několik velkých odběratelů **zvýšené**
4. slabé – závislost na 1 až 2 silných odběratelích vysoké

3. Postavení podniku vůči dodavatelům

1. velmi silné – větší počet malých dodavatelů nízké

- | | |
|---|------------------|
| 2. silné – větší počet dodavatelů, několik větších s vyšším podílem | přiměřené |
| 3. slabší – rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů | zvýšené |
| 4. slabé – závislost na 1 až 2 silných dodavatelích | vysoké |

4. Bariéry vstupu do odvětví

- | | |
|-----------------|---------------|
| 1. velmi silné | nízké |
| 2. silné | přiměřené |
| 3. překonatelné | zvýšené |
| 4. slabé | vysoké |

Tab. 97 – Specifické faktory – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

VI. Specifické faktory	RP (= $z \cdot r_f/n$)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,077 %	0	1	0	0,000 %
Přiměřené	0,207 %	2	1	2	0,414 %
Zvýšené	0,426 %	1	1	1	0,426 %
Vysoké	0,795 %	1	1	1	0,795 %
Součet		4		4	1,635 %

B. FAKTORY RIZIKA FINANCOVÁNÍ

1. Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál

- | | |
|---|--------------|
| 1. nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita | nízké |
| 2. přiměřené cizí zdroje | přiměřené |
| 3. cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál | zvýšené |
| 4. cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál | vysoké |

2. Krytí úroků – EBIT / placené úroky dosahuje

- | | |
|-------------------------------|--------------|
| 1. dosahuje hodnotu 10 a více | nízké |
| 2. dosahuje hodnotu 4 až 10 | přiměřené |
| 3. dosahuje hodnotu 1,5 až 4 | zvýšené |
| 4. je nižší než 1,5 | vysoké |

3. Krytí splátek úvěrů z cash flow – EBITDA / (splátky úvěrů + leasingové splátky)

- | | |
|---|--------------|
| 1. CF mnohonásobně převyšuje splátky | nízké |
| 2. CF několikanásobně převyšuje splátky | přiměřené |
| 3. CF dostatečně převyšuje splátky | zvýšené |

4. CV je nižší než 1,2 násobek splátek vysoké

4. Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech

1. WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv nízké
 2. WC kryje stálou výši oběžných aktiv přiměřené
 3. WC nekryje stálou výši oběžných aktiv zvýšené
 4. WC je nulový nebo dokonce záporný vysoké

5. Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita

1. vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky nízké
 2. vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách přiměřené
 3. obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v OA zvýšené
 4. nízká běžná likvidita, vysoké pohl. a zásoby, nedostatek likvidních prostředků vysoké

6. Průměrná doba inkasa pohledávek

1. odpovídá době splatnosti faktur nízké
 2. přiměřeně převyšuje splatnost faktur přiměřené
 3. značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek zvýšené
 4. vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek vysoké

7. Průměrná doba držení zásob

1. odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám nízké
 2. přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení přiměřené
 3. zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby zvýšené
 4. vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob vysoké

Tab. 98 – Finanční rizika – RP (vlastní zpracování podle Mařík, 2011b)

Finanční rizika	RP (=z . r _f /n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,077 %	5	1,3	6,5	0,501 %
Přiměřené	0,207 %	1	1,3	1,3	0,269 %
Zvýšené	0,426 %	1	1,3	1,3	0,554 %
Vysoké	0,795 %	0	1,3	0	0,000 %
Součet		7		9,1	1,324 %

PŘÍLOHA P XII: PREDIKOVANÉ TRŽBY

Tab. 99 – Tržby jednotlivých trhů – realistická varianta (vlastní zpracování)

Rok	REALISTICKÁ VARIANTA					
	ČR (mil. Kč)	Německo (mil. Eur)	Francie (mil. Eur)	Rakousko (mil. Eur)	Nizozemí (mil. Eur)	SR (mil. Eur)
2013	62 186,3	23 683,7	11 356,3	1 697,7	3 999,1	1 526,6
2014	64 673,8	24 370,5	11 799,2	1 755,5	4 275,0	1 633,8
2015	66 808,0	25 004,2	12 353,7	1 818,7	4 561,5	1 741,0
2016	68 211,0	25 604,3	12 922,0	1 884,2	4 853,4	1 848,2

Tab. 100 – Tržby jednotlivých trhů – pesimistická varianta (vlastní zpracování)

Rok	PESIMISTICKÁ VARIANTA					
	ČR (mil. Kč)	Německo (mil. Eur)	Francie (mil. Eur)	Rakousko (mil. Eur)	Nizozemí (mil. Eur)	SR (mil. Eur)
2013	60 941,3	23 227,0	11 138,1	1 664,9	3 923,2	1 498,9
2014	62 160,1	23 436,0	11 349,7	1 688,2	4 115,4	1 573,8
2015	62 968,2	23 576,7	11 656,1	1 715,2	4 308,9	1 646,2
2016	63 031,2	23 670,3	11 959,2	1 740,9	4 498,5	1 715,3