

# **Projekt ocenění společnosti XY, s. r. o. s využitím výnosových metod oceňování**

Bc. Kamila Bršlicová

---

Diplomová práce  
2016

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2015/2016

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Kamila Bršlicová**  
Osobní číslo: **M120602**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Ocenění společnosti XY, s. r. o. s využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

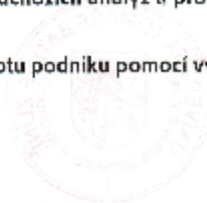
#### I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy používané při stanovení hodnoty podniku.

#### II. Praktická část

- Analyzujte vnitřní a vnější prostředí podniku XY, s. r. o.
- Na základě předchozích analýz a prognóz vývoje trhu zpracujte strategický plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod oceňování.

### Závěr



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

Seznam odborné literatury:

**ALLMAN, Keith. A. Corporate valuation modeling: a step by step guide.** Hoboken: John Wiley and Sons, 2010. 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.  
**COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN.** Valuation: measuring and managing the value of companies. 3rd ed. New York: Wiley, 2000. 490 p. ISBN 04-713-6190-9.  
**MARÍK, Miloš et al.** *Metody oceňování podniku: proces ocenění základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.  
**PAVELKOVÁ, Drahomira a Adriana KNÁPKOVÁ.** Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 336 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Daniel Remeš, Ph.D.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **30. června 2016**  
Termín odevzdání diplomové práce: **22. srpna 2016**

Ve Zlíně dne 30. června 2016



doc. Ing. David Tuček, Ph.D.  
*děkan*



Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.  
*ředitelka ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

### Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské 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 obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou 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. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s přípoštění tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považuji se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

### Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 19. 8. 2016

  
.....  
podpis diplomanta

## **ABSTRAKT**

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku XY s. r. o. pomocí vybraných výnosových metod oceňování ke stanovenému datu. Práce je rozdělena na dvě základní části – teoretickou a praktickou. Teoretická část vymezuje problematiku oceňování, hlavní pojmy, postupy a nástroje, které jsou zaměřené na výnosové metody. Praktická část zahrnuje základní údaje o podniku, hodnocení finančního zdraví a strategickou analýzu dané společnosti. Na základě předchozích analýz je dále zpracován strategický finanční plán, po němž následuje samotné ocenění podniku v rámci vybraných výnosových metod.

Klíčová slova: ocenění podniku, strategická analýza, finanční analýza, strategický finanční plán, výnosové metody oceňování

## **ABSTRACT**

This diploma thesis deals with the determination the value of the company XY s. r. o. by using selected yield methods of valuation on a given date. The thesis is divided into two parts – theoretical and practical. The theoretical part covers the issue of valuation, key concepts, processes and tools which are aimed at yield methods. The practical part includ basic informations about the company, evaluation of financial health and strategic analysis. On the basis of previously completed analyzes will be processed strategic financial plan, followed by the valuation of the enterprise within the chosen yield methods.

Keywords: enterprise valuation, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, yield valuation methods

Ráda bych poděkovala vedoucímu diplomové práce panu Ing. Danielu Remešovi, Ph.D. za ochotu, odborné rady a připomínky v průběhu psaní mé diplomové práce. Dále bych chtěla poděkovat své rodině za trpělivost a podporu v průběhu celého studia.

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

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>11</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>13</b>
<b>1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>14</b>
1.1    PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ .....	14
1.2    KATEGORIE HODNOTY .....	14
1.2.1    Tržní hodnota .....	15
1.2.2    Subjektivní investiční hodnota .....	16
1.2.3    Objektivizovaná hodnota .....	16
1.2.4    Hodnota podle Kolínské školy .....	16
1.2.5    Ostatní netržní kategorie .....	17
1.3    FAKTOR ČASU A RIZIKA .....	17
1.3.1    Faktor času .....	18
1.3.2    Faktor rizika .....	18
1.3.2.1    Rizika spojená s podnikatelskou činností .....	19
1.3.2.2    Systematické a nesystematické riziko.....	19
1.3.3    Diskontní míra.....	19
<b>2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>21</b>
2.1    SBĚR VSTUPNÍCH DAT .....	21
2.2    STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	21
2.2.1    Analýza vnějšího potenciálu .....	21
2.2.2    Analýza konkurenční síly.....	22
2.2.3    SWOT analýza .....	23
2.3    FINANČNÍ ANALÝZA .....	23
2.4    ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	27
2.5    KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ .....	27
2.6    ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	27
2.7    FINANČNÍ PLÁN .....	28
<b>3 METODY OCEŇOVÁNÍ ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU</b> .....	<b>29</b>
3.1    PŘÍMÉ OCENĚNÍ Z DAT KAPITÁLOVÉHO TRHU .....	29
3.2    OCENĚNÍ METODOU TRŽNÍHO POROVNÁNÍ.....	29
<b>4 METODY OCEŇOVÁNÍ ZALOŽENÉ NA ANALÝZE MAJETKU</b> .....	<b>30</b>
4.1    OCENĚNÍ LIKVIDAČNÍ HODNOTOU .....	30
4.2    OCENĚNÍ NA PRINCIPU REPRODUKČNÍCH CEN .....	30
<b>5 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ</b> .....	<b>31</b>
5.1    METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ .....	31
5.2    METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ .....	36
5.3    METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY .....	38
5.4    KOMBINOVANÉ METODY .....	39
<b>6 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ JEDNOTLIVÝCH METOD</b> .....	<b>41</b>
<b>II PRAKTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>42</b>

<b>7</b>	<b>PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉ SPOLEČNOSTI .....</b>	<b>43</b>
7.1	ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI .....	44
7.2	ZÁKLADNÍ INFORMACE O ODVĚTVÍ.....	44
<b>8</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>45</b>
8.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ .....	45
8.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ .....	48
8.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ .....	49
8.4	ALTMANŮV MODEL .....	52
8.5	ANALÝZA NEFINANČNÍCH UKAZATELŮ .....	52
8.6	SOUHRNNÉ ZHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY.....	53
<b>9</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>54</b>
9.1	ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ .....	54
9.1.1	PEST analýza .....	54
9.1.2	Vymezení relevantního trhu .....	56
9.1.3	Analýza atraktivity trhu.....	57
9.1.4	Prognóza vývoje trhu .....	58
9.2	ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU A KONKURENCE .....	60
9.2.1	Stanovení tržního podílu .....	60
9.2.2	Konkurenční struktura relevantního trhu .....	61
9.2.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly.....	62
9.2.4	SWOT analýza .....	66
9.3	PROGNÓZA TRŽEB .....	66
9.4	ZHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY .....	67
<b>10</b>	<b>ROZDĚLENÍ MAJETKU NA PROVOZNĚ NUTNÝ A NENUTNÝ.....</b>	<b>69</b>
10.1	PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ AKTIVA.....	69
10.2	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	69
10.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ .....	70
<b>11</b>	<b>STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....</b>	<b>71</b>
11.1	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	71
11.1.1	Tržby .....	71
11.1.2	Provozní zisková marže .....	71
11.1.3	Pracovní kapitál.....	74
11.1.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	76
11.1.5	Rentabilita investovaného kapitálu .....	77
11.2	SESTAVENÍ KOMPLEXNÍHO FINANČNÍHO PLÁNU .....	78
11.2.1	Plánovaný výkaz zisku a ztrát .....	78
11.2.2	Plánovaný výkaz peněžních toků .....	79
11.2.3	Plánovaná rozvaha .....	81
<b>12</b>	<b>OCENĚNÍ PODNIKU .....</b>	<b>82</b>
12.1	OCENĚNÍ METODOU DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ .....	82
12.1.1	Náklady na cizí kapitál.....	82
12.1.2	Náklady na vlastní kapitál .....	82
12.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál .....	85
12.1.4	Investovaný provozně nutný kapitál .....	86



12.1.5	Volné peněžní toky .....	87
12.1.6	Zjištění výsledné hodnoty podniku .....	89
12.2	OCENĚNÍ PODNIKU METODOU EVA.....	89
12.3	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ .....	91
12.4	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH METOD OCENĚNÍ .....	92
12.4.1	Citlivostní analýza.....	93
<b>ZÁVĚR .....</b>		<b>94</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>		<b>96</b>
<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK .....</b>		<b>99</b>
<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>		<b>101</b>
<b>SEZNAM TABULEK.....</b>		<b>102</b>
<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>		<b>104</b>

## ÚVOD

Problematika oceňování podniku je rozsáhlá a náročná a je ovlivněna mnoha faktory. Hodnotu podniku nelze odvodit z jeho obecné charakteristiky. Oceňování předchází mnoho odborně odůvodněných dílčích analýz a prognóz. Výsledná hodnota je ovlivněna zkušenostmi oceňovatele, účelu ocenění, rozsahu a správnosti údajů, časovým horizontem a použitou metodou.

Cílem diplomové práce je stanovit tržní hodnotu podniku XY s. r. o. s využitím výnosových metod oceňování k datu 1. 1. 2016. Jedná se o výrobní podnik zabývající se dřevovýrobou. Zjištěná hodnota má informativní charakter pro management podniku k posouzení budoucí strategie.

Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část vychází z poznatků odborné literatury, definuje podnik jako předmět ocenění, seznamuje se základními pojmy, postupy a metodami. Praktická část se zabývá oceňováním daného podniku a je rozdělena na finanční analýzu, strategickou analýzu, finanční plán a ocenění podniku.

Praktická část je tvořena částí analytickou a projektovou. Analytická část se skládá z finanční analýzy hodnotící finanční zdraví podniku a definuje budoucí životaschopnost. Dále se strategická analýza zabývá vymezením a analýzou relevantního trhu, jeho atraktivitou a konkurenční pozicí oceňovaného podniku.

Projektová část je tvořena vymezením majetku na provozně nutný a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Na základě analýzy a prognózy generátorů hodnot je sestaven finanční plán na další čtyři roky. Na základě těchto výpočtů je stanoveno ocenění daného podniku s využitím metody diskontovaných peněžních toků, metodou EVA a metodou kapitalizovaných čistých výnosů.

V závěru práce jsou shrnuty výsledky a provedena citlivostní analýza.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku XY s. r. o., jehož hlavní náplní je zpracování dřeva, pomocí vybraných výnosových metod oceňování k datu 1. 1. 2016. Vybranými metodami jsou – metoda diskontovaných peněžních toků, metoda založená na ekonomické přidané hodnotě a metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

Teoretická část obsahuje literární rešerši týkající se oceňování podniku z dostupných tuzemských i zahraničních zdrojů. Na základě rešerše je zpracována praktická část skládající se z analytické a projektové části.

Praktická část začíná hodnocením finančního zdraví pěti předcházejících období na základě účetních výkazů. Hodnoceny jsou finanční, nefinanční ukazatele a hodnoceno je i pomocí syntetického konceptu Altmanova modelu. Strategická analýza rozebírá vnější prostředí pomocí PEST analýzy, dále je vymezen relativní trh včetně jeho atraktivity s následnou prognózou budoucího vývoje. Analýzou vnitřního potenciálu a konkurenceschopnosti je stanoven tržní podíl. Na základě strategické analýzy jsou prognózována tržby. Následuje rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný. Z prognózy generátorů hodnot je sestaven finanční plán a tím začíná projektová část práce.

Po provedení veškerých potřebných analýz a prognóz následuje samotné ocenění podniku. Vybrány jsou výnosové metody, protože vychází z poznatku, že hodnota podniku pro vlastníky je utvářena očekávanými užitky.

Nejdříve jsou zjištěny náklady na kapitál, je vymezen provozně nutný kapitál, dále jsou dopočítány volné peněžní toky, je stanoveno tempo růstu, čímž je získána výsledná hodnota podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků. Tato metoda je považována za základní výnosovou metodu, proto je použita pro výpočet hodnoty podniku.

Dalším způsobem ocenění je pomocí přidané ekonomické hodnoty. Tento výpočet vychází z výsledku hospodaření. Čerpá vstupní data z upravených výkazů. Pokud se při výpočtu použijí stejné průměrné vážené náklady kapitálu, stejný zisk a stejný provozně nutný investovaný kapitál, mělo by se dosáhnout stejného výsledku jako u metody diskontovaných peněžních toků. Z tohoto důvodu je použita i metoda ekonomické přidané hodnoty, aby se ověřila výsledná hodnota.

Třetím způsobem pro výpočet hodnoty byla vybrána metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda slouží spíše pro orientační propočty a stanovuje spíše doplňkovou informaci spodní hranice výnosového ocenění.

V závěru ocenění je provedena citlivostní analýza podniku v rámci změny diskontní míry a tempa růstu o jeden procentní bod.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Mezi důležité manažerské nástroje řízení podniku patří stanovení hodnoty podniku, protože hodnota podniku je významným kritériem při taktickém řízení firmy a pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu. (Dluhošová, 2006, s. 146)

Při oceňování podniku je vymezen postup pro stanovení hodnoty. Podnik můžeme přirovnat ke zboží, které je předmětem směny na trhu. Přestože je vymezený postup pro stanovení hodnoty podniku, dle Kislingerové (2001, s. 8) nelze najít jediný, přesný a univerzální postup ocenění a tedy ani jedinou správnou hodnotu podniku.

Ocenění může souviset se změnou vlastnictví podniku či nikoliv.

*„V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.“* (Mařík at al., 2011a, s. 36)

### 1.1 Podnik jako předmět ocenění

Vymezení samotného pojmu podnik nebude jednoznačné. V odborné literatuře je vymezován různě. Podnik je dle § 501 nového občanského zákoníku hromadnou věcí. Následná definice je uváděná v NOZ, kde je definován obchodní závod v § 502 jako:

*„ ... organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu...“* (NOZ, § 502)

Podle Marka (2006, s. 525) je trh s podniky relativně malý a neprůhledný, proto také označuje každou takovou transakci jako jedinečnou s výjimkou společností obchodovaných na kapitálovém trhu.

Dle Damodarana (2011, s. 6) má ocenění využití pro každou firmu a to v rámci celého životního cyklu. Je důležité nejen pro malé podniky, které přemýšlejí o expanzi, tak pro velké podniky, které se rozhodují pro vstup na burzu.

### 1.2 Kategorie hodnoty

Je důležité rozlišovat pojmy cena a hodnota. Cenou se rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a na daném místě. Cenu ovlivňuje celá řada faktorů (poptávka, nabídka, fáze vývoje ekonomiky, strategie vyjednávání, psychologické faktory). Hodnota

podniku je částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Hodnota vyjadřuje částku, kolem které by se měla cena pohybovat. (Dluhošová, 2006, s. 146)

Existence různých kategorií hodnoty dokládá, že hodnota je vždy vázána účelem ocenění a subjekty dané transakce. (Krabec, 2009, s. 111)

Kategorie v podstatě vychází z otázek:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy **tržní ocenění**?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska **konkrétního kupujícího**?
- Jakou hodnotu lze považovat za **nejméně spornou**? (Mařík at al., 2011a, s.21)

### 1.2.1 Tržní hodnota

Hodnota aktiva určitého podniku se může lišit od hodnoty, kterou uznává trh nebo jiný podnik. Mezinárodní oceňovací standardy vypracované mezinárodní organizací pro oceňování International Valuation Standards Committee (IVSC) definuje tržní hodnotu jako:

*„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 kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“* (International Valuation Standard 1, 2005, s. 82).

Pokud je tedy předpoklad existence trhu s podniky, či s podíly kapitálu podniků, včetně vícera prodávajících a kupujících, pak existuje předpoklad pro tvorbu tržní ceny. Čím větší trh, tím větší je možnost tržního srovnání a tržních informací. Je-li trh omezen, odhadce je nucen tržní informace odborně odhadnout. Konečný odhad tak může být určitý interval, který ztrácí vypovídací schopnost. Množství užitečných dat a informací o jiných srovnatelných podnicích je základ pro stanovení hodnoty podniku. (Kislingerová, 2001, s. 20)

Mařík (2011a, s. 25) považuje za nejpravděpodobnější tvrzení, že tržní hodnota by měla být odhadem rovnovážné ceny.

Důvodem pro stanovení tržní hodnoty může být prodej podniku či uvedení podniku na burzu.

### 1.2.2 Subjektivní investiční hodnota

Při ocenění subjektivní hodnotou se nahlíží z pohledu některého z účastníků transakce, například z pohledu kupujícího. Hodnota je pak tvořena očekávanými užitky, synergii z transakce, či odlišné daňové pozice konkrétního kupujícího. (Kislingerová, 2001, s. 10)

Mezi základní charakteristiku investiční hodnoty, dle Maříka (2011a, s. 27), jsou budoucí peněžní toky odhadované manažery oceňovaného podniku (případně snížení ceny oproti představě manažerů) a diskontní míra alternativní možnosti konkrétního kupujícího.

### 1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Stanovení objektivizované hodnoty má odlišný přístup než stanovení subjektivní hodnoty. Subjektivní hodnotu si může stanovit i finančně vzdělanější účastník transakce sám, kdežto objektivizovanou hodnotu je schopen určit jen profesionál. Jak upozorňuje Kislingerová (2001, s. 11) objektivizovaná hodnota neexistuje, proto odhadci začali pracovat s pojmem objektivizovaná hodnota.

Podle německých oceňovacích standardů je objektivizovaná hodnota definována jako:

*„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“ (IDW S1)*

Objektivizovanou hodnotou je hodnota obecně přijatelná vycházející z budoucích výnosů při nezměněné činnosti podnikového konceptu, a která není ovlivněna konkrétním znalcem či investorem a je stanovena obecně přijímanými metodami. (Mařík at al., 2011a, s. 28)

### 1.2.4 Hodnota podle Kolínské školy

Stanovení hodnoty dle Kolínské školy nemá odpovídat podmětu či určitému účelu, ale má být stanovena dle obecných funkcí. Funkční hodnota ocenění podniku může sloužit mnoha účelům. (Zich, 2008, s. 12)

Kolínská škola stanovuje základní funkce pro oceňování a pro oceňovatele:

- Funkci daňovou – cílem je poskytnutí podkladů pro daňové účely
- Funkci komunikační – jde o poskytnutí podkladů pro komunikaci s investory a bankami



- Funkci poradenskou – je považována za nejdůležitější. Má poskytovat kupním stranám podklady a informace o maximální a minimální ceně
- Funkce rozhodčí – jedná se o funkci nezávislého rozhodčího, který by měl odhadnout hraniční hodnoty a nalézt spravedlivou hodnotu.
- Funkce argumentační – stanovuje argumenty pro zlepšení pozice dané strany. (Mařík at al., 2011, s. 30 – 31)

Stanovení ceny dle Kolínské školy má především význam při podnikových transakcích a při prodeji.

### 1.2.5 Ostatní netržní kategorie

Mařík (2011a, s. 32 – 33) rozděluje další netržní kategorie hodnot dle Mezinárodní oceňovacího standardu IVS 2 z roku 2007 na tři skupiny:

1. Skupina investiční hodnoty – stanovuje hodnotu aktiva (podniku) z pohledu konkrétního subjektu a nemusí jít nutně o prodej.
2. Skupina rozumně dohodnuté ceny při směně aktiva mezi dvěma specifickými stranami. Patří sem:
  - a) Férová hodnota (fair value) – jedná se o částku aktiva, za kterou by mohla proběhnout směna mezi informovanými a nezávislými stranami.
  - b) Speciální hodnota (special value) – je patřičná pro částku nad tržní hodnotu daného aktiva reflektující vlastnost, která má hodnotu pouze pro speciálního kupujícího.
3. Skupina hodnoty stanovená zákonem či jinou formou regulace nebo smlouvou.

Mařík (2011a, s. 32 – 33) zmiňuje standard IVS 2, který uvádí předpoklady ohodnocení:

1. Hodnotu pokračujícího podniku (going concern value) – popisuje prodej podniku jako funkčního celku.
2. Likvidační hodnota (liquidation value) – popisuje odprodej po částech s následným ukončením provozu.
3. Zbytková hodnota – jde o hodnotu majetku v rámci konce své životnosti.

## 1.3 Faktor času a rizika

*„Velmi úspěšný a velmi slavný americký podnikatel, strýček Skrblik, prohlásil jednou nad svoji pokladnici: „Spěte sladce, mé milované peníze, bůh vás ochraňuj od inflace!“ Ne-*

*mohl se však ve skutečnosti dopustit většího omylu. Jestliže mají být peníze ochráněny před inflací, potom nesmí spát, ale naopak musí tvrdě pracovat.*“ (Marek, 2006, s. 35)

Čas a riziko mají vliv na hodnotu peněz. Faktor času ovlivňuje hodnotu peněz – může je zhodnotit či znehodnotit. Každý investor má individuální přístup k riziku. Objektivizování míry rizika můžeme riziko minimalizovat či diverzifikovat. Znalost rizika a působení času významně ovlivňuje finanční řízení a rozhodování. (Nývltová a Marinič, 2010, s. 43)

### 1.3.1 Faktor času

Všeobecným principem při finančním řízení a rozhodování je faktor času. Bývá uplatňován při posouzení výnosnosti investic či jednotlivých forem financování a také při oceňování. (Dluhošová, 2010, s. 29). Všeobecně platí, že větší hodnotu mají peníze získané než ten samý obnos peněz získaný v budoucnu.

Při oceňování podniků nebo jednotlivých aktiv je třeba očekávané budoucí příjmy přepočítat na jejich současnou hodnotu. Pro přepočet slouží diskontní míra. Ta představuje preferenci spotřeby i očekávanou inflaci a nejistotu spojenou s obdržením očekávané částky v budoucnu. (Damodaran, c2011, s. 14 – 15)

### 1.3.2 Faktor rizika

Mimo velikosti příjmů plynoucích z aktiva a okamžiku příjmu, je pro výslednou hodnotu důležitá pravděpodobnost přijetí. Hodnota aktiva bude tím vyšší, čímž jsou jistější očekávané příjmy. Při kalkulaci diskontní míry je nutno brát v potaz velikost rizika. Riziko lze členit na riziko obchodní a finanční, použijeme při stanovení rizikové přírážky v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik, a na riziko systematické a nesystematické. (Kislingerová, 2001, s. 13)

Zdroje rizika výsledku hospodaření jsou dány především těmito oblastmi:

- a) kvalitou managementu a organizační strukturou,
- b) intenzitou konkurence,
- c) stupněm diverzifikace,
- d) stupněm pružnosti provozních nákladů ke změnám výkonů,
- e) zatížením podniku fixními výdaji plynoucích z financování. (Mařík at al., 2011a, s. 41 - 42)

### 1.3.2.1 Rizika spojená s podnikatelskou činností

**Obchodní riziko** je dáno prodejním rizikem (proměnlivostí prodeje) a provozním rizikem (úrovní fixních nákladů). Prodejní riziko plyne z jistého předpokladu, že očekávaný zisk nebude dosažen. Toto riziko lze kvantifikovat pomocí variability čistých tržeb, která závisí na variabilitě poptávky ovlivněné například vývojem hrubého domácího produktu, diverzifikací podnikových aktivit a intenzitou konkurence. Provozní riziko plyne z podílu fixních provozních nákladů neboli provozní pákou. Provozní zisky společností s vysokým podílem variabilních nákladů se mění téměř stejně jako prodej. Zato fixní náklady nereagují pružně na změny prodeje, čímž jsou výsledky hospodaření citlivé na změnu prodeje. Velikost rizika je úměrné výkyvům zisků. (Mařík at al., 2011a, s. 43)

Nejlépe změříme celkové obchodní riziko poměrem směrodatné odchylky provozních VH a střední hodnotou provozních VH. Rozhodujícím prvkem bývá proměnlivost prodeje v závislosti na vývoji ekonomiky a vývoji poptávky. (Mařík at al., 2011, s. 42 - 43)

**Finanční riziko** bývá ztotožněno s volatilitou celkových výsledků hospodaření způsobenou placením fixních nákladových úroků. Finanční riziko můžeme měřit buď poměrem procentní změny VH z běžné činnosti k procentní změně provozního VH nebo prostřednictvím různých ukazatelů zachycujících výši zadlužení a likviditu. (Mařík at al., 2011a, s. 44)

### 1.3.2.2 Systematické a nesystematické riziko

Systematické riziko nelze vyloučit nebo snížit diverzifikací. Jedná se o tržní riziko působící na všechny a nelze se mu vyhnout. Může se jednat například o vývoj hrubého domácího produktu nebo cenové hladiny. Naopak nesystematické riziko lze snížit diverzifikací. Jde o specifické riziko daného odvětví, podniku či projektu. (Kalouda, 2015, s. 199)

Dle Maříka (Mařík at al., 2011a, s. 45) se toto členění vyskytuje především na kapitálovém trhu.

### 1.3.3 Diskontní míra

Jak již bylo zmíněno, promítá do hodnoty podniku faktor času a faktor rizika. Diskontní míra je tvořena na základě očekávané výnosnosti investora s přihlédnutím k riziku, které hrozí. (Koller at al., 2010, s 42 - 43)

Jak uvádí Synek a Kislingerová (2015, s. 298) kapitál jako ostatní výrobní faktory něco stojí. Pokud je daná investice profinancována pouze vlastním kapitálem, náklady pak tvoří požadované výnosy. Financuje-li firma danou investici jen úvěrem, náklady jsou tvořeny úrokem z úvěru – kdyby podnik nedosáhl zhodnocení alespoň v této výši, pracoval by se ztrátou.

Podle Maříka (Mařík at al., 2011a, s. 50 - 51) by diskontní míra neměla být ponechána jen na libovůli oceňovatele, ale postup kalkulace by měl záviset na kategorii hodnoty, kterou chceme zjišťovat, a na typu potenciálního investora.

## 2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Postup ocenění je nutné přizpůsobit účelu ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvolené metodě a datu, ke kterému se bude zjišťovat hodnota ocenění.

### 2.1 Sběr vstupních dat

Mařík (Mařík at al., s. 54 - 56) dělí potřebné informace do následujících skupin:

1. Základní, identifikující data o podniku, předmět podnikání, majetkové vztahy, řídicí struktura, informace o historii.
2. Ekonomická data, účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů.
3. Vymezení relevantního trhu, faktory atraktivity a vývoje.
4. Konkurenční struktura relevantního trhu, možné substituty výrobků, bariéry vstupu do odvětví.
5. Data o struktuře odbytu, hlavní produkty, cenová politika, odbytové cesty, marketing.
6. Výroba a dodavatelé, řízení kvality, charakter výroby, kapacity a jejich využití, stav DHM, struktura dodavatelů.
7. Struktura pracovníků, atmosféra na pracovištích, produktivita práce, personální náklady.

### 2.2 Strategická analýza

Dle Sedláčkové (2006, s. 8) lze strategickou analýzu využít k identifikaci vztahů mezi okolím podniku (makrookolí, odvětví, konkurenti) a zdrojovým potenciálem podniku.

Hájek (2009, s. 157) považuje strategickou analýzu za hodnocení minulých dat s cílem určit vývojový potenciál a prognózovat budoucí vývoj, především tržby.

#### 2.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Výchozím krokem strategické analýzy by mělo být jednoznačné vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku z hlediska věcného, tj. z hlediska produktu, území, zákazníků a konkurentů. (Mařík at al., 2011a, s. 59)

Sedláčková a Buchta (2006, s. 10) vymezují dva okruhy strategické analýzy a to analýzu orientovanou na vnější okolí a analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku. Zároveň zdůrazňují vzájemnou propojenost a souvislost oběma okruhy.

Mezi **základní data o trhu** považuje Mařík (2011a, s. 59 - 61) velikost trhu udávající velikost poptávky, pokud možno doplněné o informace o vývoji cen.

*„Dosavadní tempo rozvoje trhu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku.“* Mařík at al., 2011a, s. 61)

**Analýza atraktivity trhu** – následující kritéria přispějí k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem a budou podkladem pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míry:

- Růst trhu – udává možnost růstu i pro oceňovaný podnik.
- Velikost trhu – větší trh se většinou považuje za výhodnější.
- Intenzita přímé konkurence – se silnější konkurencí se zmenšuje šance na přežití slabších podniků.
- Průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu – vše odvisí od bariéry vstupu do odvětví a možností substituce výrobků.
- Citlivost trhu na konjunkturu – citlivost na konjunkturu je považována za faktor snižující atraktivitu trhu. Lze zhodnotit vázanost na hospodářský vývoj, výkyvy ve využití kapacit atd.
- Struktura a charakter zákazníků – nejvýhodnější je vícero menších zákazníků s menší citlivostí na ceny. (Mařík at al., 2011a, s. 63-64)

**Prognóza vývoje trhu** je dle Maříka (2011a, s. 68) tvořena národohospodářskými faktory, obecnými faktory poptávky a specifickými faktory produktů, např. zvyklosti či trendy.

### 2.2.2 Analýza konkurenční síly

Cílem analýzy konkurenční síly je odhad vývoje tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Mařík (2011a, s. 74) doporučuje následující postup:

- stanovení dosavadních tržních podílů,
- identifikaci konkurentů,
- analýzu vnitřního potenciálu a konkurenční síly,
- prognóza tržních podílů.

Výsledek analýzy by se měl promítnout do posouzení perspektivnosti podniku, budoucího odhadu vývoje tržního podílu a na stanovení diskontní míry.

**Stanovení tržního podílu** – je prvním krokem to jak na úrovni fyzických jednotek, tak v korunovém vyjádření pomocí vývojové řady. (Mařík at al., 2011a, s. 77)

**Identifikace hlavních konkurentů** – dalším krokem je odhadnutí relace mezi tržním podílem oceňovaného podniku a hlavních konkurentů. Jedná se o analýzu základních parametru hospodaření, které co nejvíce nastíní vývoj tržních podílů, zejména oceňovaného podniku. (Mařík at al., s. 76)

**Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly** – tato část je zaměřena na posouzení míry schopnosti využít šance plynoucí z rozvoje trhu a míry schopnosti čelit konkurenci a možným hrozbám. Dalším úkolem je zhodnotit konkurenční sílu oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům.

### 2.2.3 SWOT analýza

Cílem SWOT analýzy je utřídění informací získaných analytickými pracemi. Zejména jde o utřídění silných a slabých stránek – ty představují vnitřní podmínky rozvoje. Oproti tomu příležitosti a hrozby jsou neovlivnitelné oceňovaným podnikem a představují vnější podmínky. Hledá se propojení a způsob, jak využít situace, případně jak ji zlepšit.

## 2.3 Finanční analýza

Úlohou finanční analýzy je informovat, v jakém finančním zdraví se oceňovaný podnik nachází a co lze v budoucnu očekávat. Finanční analýza čerpá informace z účetní závěrky. Ta je závazně daná zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, a tvoří ji – rozvaha, výkaz zisků a ztrát a příloha. (Kislingerová, 2001, s. 39 - 40)

### Rozvaha

Rozvaha je přehledem majetku (aktiva) a zdrojů (pasiva) podniku k určitému datu. Aktiva jsou majetkem, kterým podnik disponuje, mají přinést ekonomický efekt a vznikly na základě minulých rozhodnutí. Pasiva jsou zdrojem kapitálu, které budou v budoucnu snižovat ekonomický efekt. (Vochozka, 2011, s. 14 - 15)

### Výkaz zisků a ztrát

Výkaz vyjadřuje úspěšnost podniku z hlediska využívání majetku a zdrojů v hodnoceném období. Vyjadřuje výši tokových veličin – nákladů, výnosů a hospodářského výsledku. Uspořádání výkazu je stupňovité – udává vznik hospodářského výsledku v rámci provozní, finanční a mimořádné činnosti. (Kislingerová, 2001, s. 59)

### Výkaz cash flow

Jestliže jsou náklady a výnosy podchyceny ve výkazu zisků a ztrát, tak příjmy a výdaje jsou podchyceny ve výkazu cash flow. Posláním výkazu je zachytit místo vzniku příjmu a místo použití peněžních prostředků. Účelem je popsat vývoj finanční situace a identifikovat příčiny změn. (Kislingerová, 2001, s. 61-62)

### Absolutní ukazatele

Základní východisko tvoří absolutní ukazatelé. *Horizontální analýzou* ukazatelů srovnáváme výše uvedené výkazy za více let a srovnáváme vývoj vybraných položek v čase. *Vertikální analýzou* ukazatelů rozebíráme strukturu výkazu daného roku.

### Rozdílové ukazatele

Jedním z klíčových rozdílových ukazatelů je *čistý pracovní kapitál*. Čistý pracovní kapitál lze vypočítat rozdílem oběžného majetku a krátkodobých závazků.

Kislingerová (2001, s. 66 - 67) uvádí čtyři bilanční pravidla:

*Zlaté bilanční pravidlo* – říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobými zdroji.

*Zlaté pravidlo vyrovnání rizika* – požaduje, aby vlastní zdroje převyšovaly cizí zdroje, v krajním případě požaduje stejný poměr

*Zlaté pari pravidlo* – dlouhodobý majetek by měl být pořízen vlastním kapitálem

*Zlaté poměrové pravidlo* – tempo růstu investic by mělo být pomalejší než tempo růstu tržeb.

### Poměrové ukazatele

Pro analýzu vzájemných vazeb mezi ukazateli je nutné dát jednotlivé absolutní hodnoty do vzájemných poměrů. Tak podle Vochozky (2011, s. 22) vznikají poměrové ukazatele. Nejčastější jsou následující základní ukazatelé:

- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity a
- ukazatele kapitálového trhu.



### *Ukazatel rentability*

Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 22) jsou ukazatelé rentability měřítkem míry zisku. Jedná se o relativní ukazatele, které lze srovnávat v čase i v mezipodnikovém srovnání výkonnosti. Kislingerová (2001, s. 69) zmiňuje blok nejdůležitějších ukazatelů rentability:

- rentabilita vloženého kapitálu (ROI), který je získán podílem zisku a investovaného kapitálu,
- rentabilita aktiv (ROA) se získá podílem zisku a aktiv,
- rentabilita vlastního jmění (ROE) – se vypočte podílem zisku a vlastního kapitálu,
- rentabilita tržeb (ROS) – je dána poměrem zisku k tržbám.

Nejvhodnější pro dosažení hodnot zisku je hodnota EBIT, pak nejsou poměrové ukazatele různou kapitálovou strukturou a mírou zdanění.

### *Ukazatele aktivity*

Tyto ukazatele měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. Vysoký obrat přispívá k rentabilitě.

Pavelková a Knápková (2012, s. 31) dělí ukazatele podle toho

- kolikrát se za rok daná položka využije při podnikání:

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (1)$$

(Hodnotu ovlivňuje i dané odvětví, čím vyšší obrat aktiv, tím lépe.)

- počet dní, za které se položka obrátí:

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{průměrný stav zásob}}{\text{tržby}} * 360 \quad (2)$$

(Hodnota udává, jak dlouhá je doba přeměny peněz přes výrobní a zboží formu zpět do peněz. Posuzuje se v časové řadě.)

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{průměrný stav pohledávek}}{\text{tržby}} * 360 \quad (3)$$

(Hodnota udává dobu od prodeje do obdržení peněz od odběratelů.)

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} * 360 \quad (4)$$

(Hodnota udává dobu od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Ukazatel by měl dosáhnout výše doby obratu pohledávek.)

### *Ukazatele zadluženosti*

Ukazatelé indikují výši rizika, jež podnik postupuje při dané proporcii vlastního a cizího kapitálu. Jistá výše zadlužení bývá obvykle pro podnik užitečná. K nejběžnějším ukazatelům patří:

- Celková zadluženost – je dána poměrem cizích zdrojů k aktivům, doporučená hodnota se pohybuje kolem 30 – 60 %.
- Míra zadluženosti – se vypočítá poměrem cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu. Je-li výnosnost vloženého kapitálu vyšší než cena úročených cizích zdrojů, pak působí pozitivní finanční páka.
- Úrokové krytí – se zjistí podílem EBITu a nákladových úroků. Doporučená hodnota je vyšší 5. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 27 - 28)

### *Ukazatele likvidity*

Tento ukazatel udává schopnost podniku platit své závazky. Kislingerová (2001, s. 75) uvádí tyto základní ukazatele likvidity:

- Bežná likvidita = oběžný majetek / krátkodobé závazky (5)

Doporučená hodnota je v rozmezí 1,5 – 2,5.

- Pohotová likvidita = oběžný majetek – zásoby / krátkodobé závazky (6)

Doporučená hodnota je 1 – 1,5.

- Okamžitá likvidita = peněžní prostředky / okamžitě splatné závazky (7)

Doporučená hodnota je 0,2 – 0,5.

### *Ukazatele kapitálového trhu*

Dle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 32) jsou ukazatele kapitálového trhu kombinací účetních údajů podniku s očekáváním investorů. Jedním z ukazatelů je např. P/E ratio, který je dán poměrem tržní ceny akcie a zisku na akcii.

### **Souhrnné ukazatele**

Souhrnné ukazatele koncentrují silné a slabé stránky podniku do jednoho ukazatele. Má sice nižší vypovídací schopnost, slouží spíše pro rychlé posouzení podniku a doplňuje analýzu dílčích stránek. Jedná se např. o Altmanův model nebo souhrnný index finanční důvěryhodnosti, pavučina atd. (Růžičková, 2015, s. 75)

## 2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro základní podnikatelský záměr potřebuje podnik aktiva nezbytná pro základní „business“ – provozně nutná aktiva. Všechna ostatní jsou provozně nenutná. Pro většinu metod oceňování podniku je nutné rozčlenění aktiv na nutná a nenutná. (Mařík at al., 2011a, s. 118)

Nejčastější případy nezbytných aktiv:

- dlouhodobý finanční majetek – u podniku, kde finanční investování není hlavní činností,
- nedokončené investice,
- peněžní prostředky – pokud dosahují vyšší částky než je nutné k zajištění likvidity,
- krátkodobé papíry a podíly – nesloužící k operativní činnosti,
- nevyužité pozemky, budovy, pohledávky nesouvisející s hlavní činností. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 55 - 56)

## 2.5 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pokud jsou v podniku nepotřebná aktiva, většinou s nimi souvisí nějaké náklady nebo výnosy vykazované v rámci výsledovek. Tyto náklady a výnosy je třeba vyloučit z výsledku hospodaření. Může se jednat o:

- tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a materiálu,
- odpisy budov a zařízení nesloužícího k hlavnímu podnikání,
- výnosy z neprovozně nutných cenných papírů,
- finanční náklady související s neprovozně nutnými aktivy. (Mařík at al., 2011a, s. 123)

## 2.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnot lze definovat jako soubor podnikohospodářských veličin určující hodnotu podniku a představují predikční ukazatele výkonnosti podniku. Jsou vyvozovány v návaznosti na konkrétní postup při ocenění podniku. Hodnota podniku závisí na schopnosti produkovat v budoucnosti volné peněžní toky, proto je třeba soustředit se především na ty veličiny, které hodnotu ovlivňují. Hlavními generátory hodnoty jsou tržby, provozní zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého provozně nutného kapitálu. Prognózou generátorů získáme zasvěcenější pohled na minulost podniku,

prognózou generátorů získáme základ finančního plánu. (Dluhošová, 2006, s. 25; Mařík at al., 2011a, s. 125 - 126)

## 2.7 Finanční plán

Při ocenění podniku některou z výnosových metod je nutný kompletní finanční plán skládající se z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. (Mařík at al., 2011a, s. 149)

Fotr (1999, s. 23) uvádí, že mezi finančním plánem a ostatními dílčími plány existuje těsná vazba, protože prostřednictvím výnosů a nákladů nebo příjmů a výdajů dílčího plánu je ovlivňován plán finanční a naopak, výstupy finančního plánu působí na dílčí plány.

Při sestavování finančního plánu vycházíme z analýzy a prognózy generátorů hodnot, které udávají hodnotu pro sestavení plánované rozvahy, výsledovky a výkazu peněžních toků.

Výchozími body jsou plánované:

- tržby z prodeje hlavních produktů,
- zisková marže a z ní stanovený provozní zisk,
- výše zásob, pohledávek a závazků,
- investice do dlouhodobého majetku. (Mařík at al., 2011a, s. 150)

Pro zjištění komplexních výkazů je třeba doplnit plán financování, méně významné položky pro zajištění kontinuity časové řady finančních výkazů, položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, zpracovat předpoklad výplat dividend nebo podílů na zisku, nakonec doplnit formální dopočty. (Mařík at al., 2011a, s. 151)

### 3 METODY OCEŇOVÁNÍ ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU

Tyto metody se považují za metody relativního oceňování nebo také za komparativní metody. Podstava spočívá ve srovnávací analýze hodnoty aktiv a kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků, u kterých se zná tržní hodnota. (Dluhošová, 2006, s. 179, Pavelková a Knápková, 2012, s. 215)

#### 3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Jedná se o případ ocenění akciové společnosti, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. Tržní hodnota podniku, neboli tržní kapitalizace, je zjednodušeně řečeno dána násobkem aktuální ceny akcie a počtem akcií. Cena akcie je ovlivněna její volatilitou, proto se vychází z průměrné ceny za poslední období. Při koupi většího podílu akcií je cena navýšena o prémii, jejíž velikost se nedá zpravidla odvodit z tržních analýz a je třeba si pomoci jinými metodami, například výnosovými. (Mařík at al., 2011a, s. 303 - 304)

#### 3.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Metoda slouží pro ocenění akciové společnosti, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány. Tržní hodnotu aktiva odvozujeme od tržní hodnoty obdobných aktiv. (Mařík at al., 2011a, s. 304)

Kislingerová (2001, s. 248) klade důraz na výběr srovnatelných podniků pro dosažení objektivního výsledku. Mělo by se srovnávat minimálně 6 – 8 podniků srovnatelným předmětem a oborem činnosti, se stejnou velikostí, historií a kapitálovou strukturou.

K metodám tržního porovnání patří:

- ocenění ve srovnání s podniky, u nichž je známá cena akcií,
- ocenění na základě podniků vstupujících na burzu,
- ocenění dle srovnatelných transakcí,
- ocenění s použitím multiplikátorů. (Mařík at al., 2011a, s. 305)

## 4 METODY OCEŇOVÁNÍ ZALOŽENÉ NA ANALÝZE MAJETKU

Jedná se o jednoduchý a obecně srozumitelný princip. Hodnota podniku je stanovena jako rozdíl sumy individuálně oceněných položek majetku a sumy individuálně oceněných závazků. Ocenění vychází z kritéria, zda se očekává další pokračování existence podniku, či se předpokládá likvidace. (Mařík at al., 2011a, s. 321)

### 4.1 Ocenění likvidační hodnotou

Jestliže se předpokládá rozdělení, rozprodej či likvidace podniku, je použita likvidační metoda ke zjištění hodnoty k datu prodeje. Není zde zjišťována hodnota podniku jako celku, ale jsou ohodnoceny jednotlivé položky majetku. Příjmy z prodeje majetku jsou poníženy o výdaje na vyrovnání dluhů, na úhradu nákladů v rámci likvidace a na případnou daňovou povinnost. (Mařík at al., 2011a, s. 322)

Dle Maříka (2011a, s. 323) se likvidační hodnota použije především:

- při ocenění podniků s omezenou životností,
- při ocenění ztrátových podniků,
- při stanovení odhadu dolní hranice,
- pro rozhodnutí mezi sanací a likvidací,
- pro stanovení zhodnocení kapitálu,
- a také pro ocenění provozně nenutného majetku.

### 4.2 Ocenění na principu reprodukčních cen

Pro toto ocenění používáme pojem substanční hodnota. Zjišťujeme, „*kolik by stálo znovuvybudování podniku*“. (Mařík at al., 2011a, s. 324)

Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 201) se zjišťuje brutto hodnota provozně nutného majetku. Odhadují se náklady na znovupořízení dlouhodobých a oběžných aktiv včetně zohlednění jejich morálního a fyzického opotřebení. U oběžných aktiv se ještě bere v potaz potřebnost a případně jejich likvidnost. Substanční hodnotu netto získáme z vlastního kapitálu podle účetnictví +/- zvýšením či snížením účetní hodnoty aktiv a pasiv.

## 5 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ

Podle Marka (2006, s. 526) se jedná o velmi jednoduchý princip. Ekonomická hodnota nějakého aktiva není dána jeho minulými náklady, ale budoucími příjmy. Výpočet je opět velmi snadný – sečteme budoucí příjmy. Pro získání ekonomické hodnoty budoucí příjmy nejdříve diskontujeme a tím získáme současnou hodnotu k datu ocenění.

Mařík (2011a, s. 163) uvádí tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované metody.

Pokud se při oceňování vychází z chování racionálního investora, hodnocení je ovlivněno náklady ušlé příležitosti. Výše nákladů závisí na době splatnosti, likviditě a rizikovosti. (Kislingerová, 2001, s. 145)

### 5.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Jedná se o rozšířenou metodu oceňování. Metoda není stavěna na běžných účetních výnosech a nákladech, ale na peněžních tocích z budoucích příjmů a výdajů. Základem je výsledek hospodaření z účetních výkazů, z kterého jsou odvozovány peněžní toky. (Marek, 2006, s. 527)

Mařík (2011a, s. 165) rozlišuje tři základní techniky výpočtu:

1. Metoda entity – podnik je brán jako celek a výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejdříve se diskontováním budoucích peněžních toků pro vlastníky i věřitele získá brutto hodnota. Následně je odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a tím je dopočítána netto hodnota podniku.
2. Metoda equity – diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníků podniku, se získá hodnota netto.
3. Metoda APV – jedná se o upravenou současnou hodnotu vypočtenou ve dvou krocích. Nejprve se zjistí hodnota brutto součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Následně se odečtením cizího kapitálu dopočítá netto hodnota.

Za základní a nejpoužívanější metodu je považována metoda DCF entity. Lze ji použít i pro oceňování samostatných divizí. Postup této metody spočívá ve vymezení prognózy

peněžního toku a následné odvození výnosové hodnoty. Podnik jako celek je vnímán na úrovni investovaného kapitálu.

Marek (2006, s. 527 - 528) popisuje kroky při ocenění:

- (1) zpracování strategického ocenění dle podkladů a zadání,
- (2) finanční analýza podniku,
- (3) následuje vlastní ocenění – z finančního plánu pro zvolené období je propočten volný peněžní tok, dále jsou určeny průměrné náklady kapitálu a spočtena provozní hodnota podniku. Připočtením hodnoty provozně nutných aktiv je dopočítána celková hodnota podniku.

Tento model oceňování pracuje s peněžním tokem firmy jako celku a při stanovení diskontní míry se musí brát v potaz očekávání věřitelů i vlastníků. Proto musí být diskontní míra stanovena pomocí modelu vážených nákladů kapitálu (WACC):

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (8)$$

kde:  $FCFF_t$  - je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase  $t$ ,

$n$  - je počet období,

$WACC$  - jsou průměrné vážené náklady kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 169)

Vychází se z peněžního toku očištěného o investice, které dosáhnou peněžního toku v budoucnosti. Výpočet tzv. volného cash flow (FCF) je popsán v následující tabulce.

Tab. 1 Výpočet FCF

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	-	Upravená daň z příjmu (KPVH <sub>D</sub> x daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v prov. VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	=	<b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

Zdroj: Mařík at. al., 2011a, s. 170

Při oceňování předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (předpoklad going concern). Zpravidla je ale nemožné pro tak dlouhé období prognózovat peněžní toky.



Odborná literatura radí použít standardní dvoufázovou metodu spočívající v rozdělení budoucnosti na dvě fáze. Pro první fázi je oceňovatel schopen prognózy volného peněžního toku, druhá fáze je pak obdobím do nekonečna označovaná jako pokračující hodnota. Hodnota podniku podle dvoufázové metody je dána vzorečkem:

$$H = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (9)$$

kde:  $T$  - je délka první fáze v letech,

$PH$  - je pokračující hodnota,

$i_k$  - je kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (Mařík et al., 2011a, s. 178)

Copeland (2002, s. 326) se zmiňuje o tom, že odhad délky období 1. fáze závisí na schopnosti tvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu. V tomto období by se měla stabilizovat zisková marže, obrat a rentabilita kapitálu, podíl na trhu, růst podniku by měl být konstantní a míra investic by měla být stabilní. Doporučuje se pět až sedm let. Následuje stanovení pokračující hodnoty 2. fáze. Nejtypičtější je pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce. (Mařík et al. 2011a, s. 182)

Pokračující hodnota dle Gordonova vzorce představuje současnou hodnotu rostoucí časové řady peněžních toků ve 2. fázi:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (10)$$

kde:  $T$  - je poslední rok prognózovaného období,

$i_k$  - jsou průměrné náklady kapitálu,

$g$  - je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze,

$FCFF$  - je volný peněžní tok do firmy. (Mařík et al., 2011a, s. 183)

Mařík (2011b, s. 20) ještě dodává, že pokračující hodnotu lze počítat v případě, že  $g < i_k$ . Důležité je zvolit správné tempo růstu  $g$ , protože výnosové ocenění je citlivé na změnu zvoleného tempa.

Parametrický vzorec pracuje s tempem růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření upravený o daně a s očekávanou rentabilitou nových investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Parametrický vzorec má podobu:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (11)$$

- kde:  $KPVH_{T+1}$  - je KPVH po daních v prvním roce druhé fáze,  
 $g$  - je předpokládané tempo růstu během celé druhé fáze,  
 $r_I$  - je rentabilita čistých investic,  
 $i_k$  - jsou prům. vážené náklady kap. (Mařík et al., 2011a, s. 186-187).

### Diskontní míra pro metodu DCF

Pro metodu DCF entity je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). V diskontní míře se odráží nejen faktor času, ale i riziko spojené s konkrétní situací. Výše diskontní míry dle požadavku investora by měla být na úrovni výnosnosti alternativní investice na kapitálovém trhu. Protože počítáme hodnotu podniku jako celku, kalkulovaná úroková míra se vztahuje nejen k vlastnímu kapitálu, ale i k části cizího kapitálu. (Kislingerová, 2011, s. 173; Marek, 2006, s. 525; Mařík et al., 2011b, s. 263)

Obecný vzorec podle Maříka (2011a, s. 207) pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \quad (12)$$

- kde:  $n_{CK}$  - jsou náklady na cizí kapitál,  
 $d$  - je sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt,  
 $CK$  - je tržní hodnota cizího kapitálu (pouze úročeného),  
 $n_{VK(Z)}$  - jsou náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení,  
 $VK$  - je tržní hodnota vlastního kapitálu,  
 $K$  - je tržní hodnota celkového investovaného kapitálu ( $K = CK + VK$ ).

K výpočtu si určíme váhy cizího a vlastního kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Náklady na cizí kapitál tvoří úroky snížené o daňový štít. K určení výše nákladů na vlastní kapitál je několik způsobů.

### Náklady na vlastní kapitál – metodou CAPM

Model kapitálových aktiv je v praxi nejvíce využíván. Je odvozen od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu, podle tohoto vztahu platí:

$$r_e = r_f + \beta (R_m - r_f) \quad (13)$$

kde:  $r_e$  - jsou náklady vlastního kapitálu,  
 $r_f$  - je bezriziková míra výnosu,  
 $\beta$  - je tržní riziko,  
 $(R_m - r_f)$  - je tržní riziková prémie (Kislingerová, 2011, s. 188; Mařík et al., 2011a, s. 216).

Bezriziková úroková míra – bezriziková aktiva v podstatě neexistují. Za velmi málo rizikové se v USA považují státní pokladniční poukázky, v České republice je doporučeno řídit se aktuální výnosností státních dluhopisů se splatností deset a více let. Pokud je podnik založen na going concern principu, mohla by vyhovovat obligace s 30ti letým časovým horizontem. (Kislingerová, 2001, s. 190; Mařík et al., 2011a, s. 218)

Riziková prémie trhu – vyjadřuje výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia, čili rozdíl výnosu tržního portfolia zatíženého rizikem a bezrizikového aktiva. Pro nemožnost odhadu budoucí prémie je odhad odvozen z minulých hodnot na kapitálových trzích. Při výpočtu je nejvhodnější použít období co nejdelší, průměr tak nebude ovlivněn výkyvy určitého typu. Například v USA jsou časové řady do roku 1926. Při výpočtu je možnost použít geometrický nebo aritmetický průměr, každý průměr má své zastánce. Aby prémie odpovídala podmínkám České republiky, je model upraven o národní podmínky – základní propočet prémie na základě dat USA je upravena o riziko země. Rating země stanovený např. ratingovou agenturou Moodys je promítnut do rizikové přírážky, která se nazývá riziko selhání země. Riziko selhání země je dále násobeno orientačním koeficientem asi 1,5 stanovené dle profesora Damodarana. Tento koeficient nahrazuje poměr volatility trhu akcií k volatilitě vládních dluhopisů, které se v našich podmínkách obtížně získávají. Pro konečnou úpravu diskontní míry na českém trhu je žádoucí zvýšit rizikovou přírážku o dlouhodobě prognózovanou inflaci. (Copeland et al., 2002, s. 267; Mařík et al., 2011a, s. 219 - 222)

Odhad koeficientu beta – je tržní riziko a měřítkem nediversifikovatelného rizika v modelu CAPM. Hodnotu  $\beta$  koeficientu lze získat z publikovaných odhadů nebo zpracovat vlastní výpočet. Obecně lze použít tři postupy k odhadu  $\beta$ . Propočtem historických dat podniku s tím, že budoucí  $\beta$  se nebude příliš lišit. Dále je možnost odhadnout prognózované  $\beta$  z analýzy faktorů mající vliv na  $\beta$ . Tento způsob výpočtu je doporučován zejména v případech, kdy je nedostatek spolehlivých dat o betách podobných podniků. Nejčastější je metoda analogie neboli převzetí  $\beta$  z jiných podniků. (Kislingerová, 2001, s. 193; Mařík et al., 2011a, s. 223 - 233)

Vycházet můžeme z bety nezadlužené uváděné profesorem Damodaranem, které pak přepočítáme na konkrétní zadlužení oceňovaného podniku dle vzorečku:

$$\beta_Z = \beta_N * \left( 1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (14)$$

kde:  $\beta_Z$  - je zadlužené beta,

$\beta_N$  - je nezadlužené beta,

$d$  - je sazba daně z příjmu,

$CK$  - je cizí kapitál,

$VK$  - je vlastní kapitál. (Mařík et al., 2011a, s. 224)

Dosazením získaných parametrů do vzorce CAPM získáme relativní hodnotu nákladů vlastního kapitálu.

## 5.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Podle Kislingerové (2001, s. 153) jde o nejjednodušší a základní model, pomocí kterého lze přímo stanovit hodnotu podniku. Metoda vychází z minulé výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Výnosová metoda je počítána z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je tedy hodnota vlastního kapitálu, či-li netto hodnota. Jsou rozlišovány dvě základní varianty výpočtu čistých výnosů a to buď z peněžních toků anebo z upravených výsledků hospodaření. (Mařík et al., 2011a, s. 257 - 258)

Kislingerová (2001, s. 153) shledává základní teoretické předpoklady pro uplatnění modelu spočívající v:

- předpokladu nekonečného trvání firmy,
- důvěrné znalosti výsledků firmy za období 3 – 5 let
- investice jsou považovány do výše odpisů.

Postup je obdobný jako u všech výnosových metod:

1. Úprava minulých výsledků hospodaření o náklady a výnosy z provozně nenutného majetku, zúčtováním nákladů a výnosů do období, ke kterému se věcně a časově vztahují (nedokončená produkce a dlouhodobé zakázky). Tyto úpravy vedou k získání trvale udržitelné úrovni výsledků hospodaření.
2. Plán budoucích výsledků hospodaření – základ pramení v plánování odpisů a finančních zdrojů. Odpisy první fáze vychází z plánu odpisů, odpisy druhé fáze vy-

cháží z potřeby reinvestic reprodukčních cen v rámci jejich životnosti. Při plánování finančních zdrojů předpokládáme minimálně investice obnovovací a rozšiřovací.

3. Určení kalkulované úrokové míry – protože je metoda kapitalizovaných čistých výnosů metodou netto, kalkulovaná úroková míra bude ve výši nákladů vlastního kapitálu, která bude ve výši bezrizikové úrokové míry navýšené o rizikovou přírážku očištěnou o případnou inflaci.
4. Propočet výnosové metody – a to analytickou nebo paušální metodou. (Mařík et al., 2011a, s. 263-268)
  - a) Analytická metoda vychází z prognózy budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. V praxi těžce uplatnitelná metoda, kdy největší problém je ve stanovení budoucího vývoje.
  - b) Paušální metoda vychází z trvale čistého výnosu k rozdělení, který vypočítáme z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření jako vážený průměr:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (15)$$

- kde:  $\check{C}V_t$  - jsou minulé upravené čisté výnosy,  
 $q_t$  - jsou váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu,  
 $K$  - je počet minulých let zahrnutých do výpočtu (Mařík et al., 2011a, s. 273).

Po posouzení, zda bude podnik trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos, určíme kalkulovanou úrokovou míru ve výši aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů očištěnou o inflaci, případně upravenou o rizikovou přírážku, a vypočítáme hodnotu podniku dle vzorečku:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (16)$$

- kde:  $H_n$  - je hodnota podniku,  
 $T\check{C}V$  - je trvale odnímatelný čistý výnos,  
 $i_k$  - je kalkulovaná úroková míra. (Mařík et al., 2011a, s. 273)

Dle Maříka (2011a, s. 274) je metoda použitelná pro stanovení odhadu dolní hranice výnosové hodnoty, dále u podniků, jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná, u podniků, nevykazujících růstové tendence a pro objektivizované ocenění.

### 5.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

K novodobějším modelům patří model EVA. EVA je zkratkou pro economic value added neboli pro přidanou ekonomickou hodnotu. Ukazateli EVA se odráží snaha investorů v růstu jejich bohatství. V tomto směru je ukazatel EVA revoluční a přináší průlom v tradičním pohledu na výkonnost a měření hodnoty podniku. Při výpočtu základní hodnoty EVA lze vyjít z následující rovnice:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t \quad (17)$$

- kde: *EVA* - je ekonomická přidaná hodnota v roce t,  
*NOPAT* - je provozní výsledek hospodaření po zdanění (zisk z hlavního provozu) v roce t,  
*NOA* - je kapitál vázaný v aktivech potřebných pro hlavní provoz podniku, přičemž data jsou přebírána z rozvahy předchozího roku (t-1),  
*WACC* - jsou průměrné vážené náklady kapitálu v roce t. (Kislingerová, 2001, s. 224; Mařík et al., 2011a, s. 283; Pavelková a Knápková, 2012, s. 52)

Pro výpočet ukazatele EVA je nutné rozvahové a výsledkové položky upravit dle požadovaných kritérií a převést účetní data na data ekonomická.

*Výpočet čistých operačních aktiv NOA* – při výpočtu se vychází z rozvahy. Z aktiv je potřeba vyčlenit neoperační aktiva nesloužících k zajištění hlavního provozu podniku, dále se aktiva poníží o neúročený cizí kapitál kvůli odhadování nákladů na tento kapitál při určování diskontní míry. Následuje vyloučení mimořádných položek a účetní aktiva se převedou na skutečná aktiva a to tak, že zahrneme veškerá využívaná aktiva, která nejsou zachycena v účetnictví podniku. Může se jednat o majetek pořízený na leasing, goodwill, přecenění majetku. (Mařík et al., 2011a, s. 287 - 288)

*Určení velikosti operačního výsledku hospodaření NOPAT* – principem je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Z finančních nákladů vyloučíme placené úroky leasingových splátek, vyloučíme mimořádné položky, náklady související s provozně nutným kapitálem a upravíme o upravenou daň, která by se platila z operačního výsledku hospodaření. (Mařík et al., 2011a, s. 289 - 290)

Tímto výše uvedeným výpočtem jsme získali brutto hodnotu podniku. Tím, že přičteme k tržní hodnotě operačních aktiv tržní hodnotu neoperačních aktiv a odečteme hodnotu

úročených závazků, získáme hodnotu vlastního kapitálu. Základní vzorec druhé fáze pro hodnotu vlastního kapitálu dle metody EVA je:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (18)$$

kde:  $H_n$  - je hodnota vlastního kapitálu podniku,  
 $EVA_t$  - je ekonomická přidaná hodnota v roce t,  
 $NOA_0$  - jsou čistá operační aktiva k datu ocenění,  
 $T$  - je počet let explicitně plánovaných EVA,  
 $WACC$  - jsou průměrné vážené náklady kapitálu,  
 $D_0$  - je hodnota úročených dluhů k datu ocenění,  
 $A_0$  - jsou ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (Mařík et al., 2011a, s. 295 - 297).

#### 5.4 Kombinované metody

Pro stanovení tržní hodnoty lze využít metod, které jsou odvozeny od výnosové nebo substanční metody, anebo jsou jejich kombinací.

##### Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Tato metoda je dle Kislingerová (2001, s. 237) označována jako metoda obchodníků a praktiků. Vychází z teze, že hodnota podniku je utvářena vloženými statky a výkony i budoucím výnosem. Obě složky jsou rovnocenné a stejně důležité. Základní vzorec je prostý aritmetický průměr majetkové, substanční hodnoty a hodnoty výnosu:

$$PH = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2} \quad (19)$$

kde: *hodnota výnosu* - je stabilizovaný, trvale dosažitelný zisk,  
*hodnota substance* - je tržní hodnota vlastního jmění.

##### Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Hodnota podniku je dána z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnota „firmy“ je dána nematerialistickou stránkou známou pod pojmem goodwill. Vychází se z mimořádného čistého výnosu, který je dán rozdílem mezi celkovým čistým výnosem a výnosem, který

bychom dostali při zúročení vlastního kapitálu úrokovou mírou na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Vložený kapitál vyjadřuje substanční hodnotu.

Problém metody spočívá v neúplnosti substanční hodnoty, která nezahrnuje veškeré náklady spojené s vybudováním podniku. Tato metoda se nepoužívá příliš často. (Mařík at al., 2011a, s. 281 - 282)



## 6 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ JEDNOTLIVÝCH METOD

Pro vlastníky podniků je důležité znát nejen účetní hodnotu svých aktiv, ale i tržní hodnotu celého podniku.

Volba metody záleží především na důvodu ocenění a na kategorii hodnoty. Rozlišujeme:

- tržní hodnota, která by neměla být závislá na konkrétním subjektu, výsledná hodnota ocenění je vhodná při uvádění podniku na burzu a pro prodej,
- subjektivní hodnota, která je stanovena pro konkrétní subjekt, výsledná hodnota ocenění je vhodná pro zjištění kupní nebo prodejní ceny, při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku,
- objektivizovaná hodnota, která by neměla být závislá na konkrétním subjektu, výsledná hodnota prokazuje současný stav při poskytování úvěru,
- hodnota podle Kolínské školy, která má zejména rozhodčí hodnotu. (Mařík at al., s. 22 - 34)

Mařík (2011a, s. 37) rozlišuje tři základní metody ocenění – na základě analýzy výnosů, na základě analýzy trhu a na základě analýzy majetku. Na daném podnětu a účelu pak bude zvolena nejen potřebná metoda ocenění, ale i hodnoty.

Vedení podniku projevilo zájem o znalost hodnoty podniku v případě prodeje. Konkrétní kupující prozatím není znám, zjištěná hodnota bude zatím pouze informativní. Jedná se o tržní kategorii hodnoty, čili průměrné očekávání trhu v rámci budoucnosti. K tomuto účelu jsou nejvhodnější metody na základě analýzy výnosů.

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 7 PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

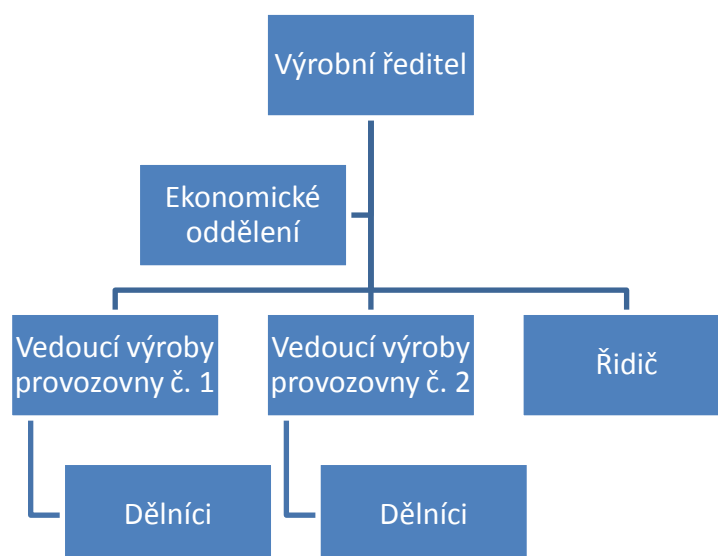
Podnik byl založen v roce 2009 na základě rostoucích požadavků na dodávky a zpracování tropických dřevin své mateřské společnosti. Zahájil svou činnost s 10 zaměstnanci a obrátem 15 mil. Kč.

V průběhu svého vývoje investovala do svého technologického parku i lidských zdrojů a je vybavena řadou moderních zařízení umožňující vysoce kvalitní zpracování výrobků a zároveň kvalitním personálním zázemím včetně managementu.

Hlavním výrobním programem podniku jsou dodávky profilů z tropického a akátového dřeva pro svou mateřskou společnost a společnost Kompan.

Podnik rozšířil své aktivity o dovoz, velkoobchodní i maloobchodní prodej dřevařských výrobků (palubky, terasy, plošné materiály, tropické řezivo, nátěrové hmoty, atd.). Podnik je držitelem certifikátu FSC<sup>®</sup> a svým servisem a dodávkami na klíč je silným partnerem obchodních společností i spolehlivým dodavatelem pro soukromou klientelu. Svými technologiemi a zkušenostmi přenáší do praxe duševní práci designerů, vývojových pracovníků a konstruktérů, jejímž výsledkem je pak kvalitní a precizní realizace zakázek.

Sídlo podniku je v místě sídla mateřské společnosti. V roce 2009 byly pronajaty výrobní prostory a se dvěma zaměstnanci byla započata výroba. V roce 2011 se převážná část výroby přestěhovala do provozovny v Uherském Brodě, podnik navýšil počet zaměstnanců na 22 a zároveň začal navyšovat svůj obrát.



Obr. 1 Organizační struktura podniku

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.1 Základní údaje o společnosti

<b>Právní forma:</b>	společnost s ručením omezeným
<b>Datum vzniku:</b>	3. 4. 2009 zápisem do obchodního rejstříku vedeného Krajským soudem v Brně
<b>Obory činnosti:</b>	výroba dřevěných, korkových, proutěných a slaměných výrobků, kromě nábytku  lesnictví a těžba dřeva  výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona  velkoobchod a maloobchod
<b>Základní kapitál:</b>	200 000 Kč
<b>Statutární orgán:</b>	každý z jednatelů je oprávněn za společnost jednat samostatně
<b>Společníci:</b>	fyzická osoba s obchodním podílem 60 %  právnícká osoba s obchodním podílem 40 %

## 7.2 Základní informace o odvětví

Dřevozpracující průmysl je dle odvětvové studie v porovnání s ostatními odvětvími ČR relativně malé odvětví s relativně střední výkonností. Produkci odvětví je komerční zboží. Dřevozpracující průmysl je, dle podílu produkce na vývozu, mezinárodně otevřené odvětví, jehož velká část produkce končí na zahraničních trzích. Ve srovnání s ostatními odvětvími ekonomiky je toto odvětví s podprůměrnou mezinárodní konkurenceschopností.

Dřevozpracující odvětví úzce navazuje na sektor lesního hospodářství a těžby dřeva. Z tohoto důvodu je obor značně ovlivněn dodávkami a cenou surového dříví. Hlavním strategickým partnerem českého dřevozpracovatelského průmyslu je stavebnictví, především bytová výstavba. K dnešním trendům patří dřevostavby, dřevěné domy, podlahové krytiny, design interiéru bydlení, ale i palivové dříví a dřevěné pelety.

## 8 FINANČNÍ ANALÝZA

Při oceňování podniku je důležité zabývat se jeho finanční stránkou. Prvním krokem by měla být finanční analýza, která patří k významným nástrojům finančního řízení. Hodnotí minulý a současný vývoj hospodaření, dává tím poklady pro budoucí rozhodnutí a vytváří podklad pro finanční plán.

Při finanční analýze budu čerpat informace především z účetní závěrky podniku za období let 2011 – 2015. Oceňovaný podnik nepodléhá povinnému ověření účetní závěrky auditorem.

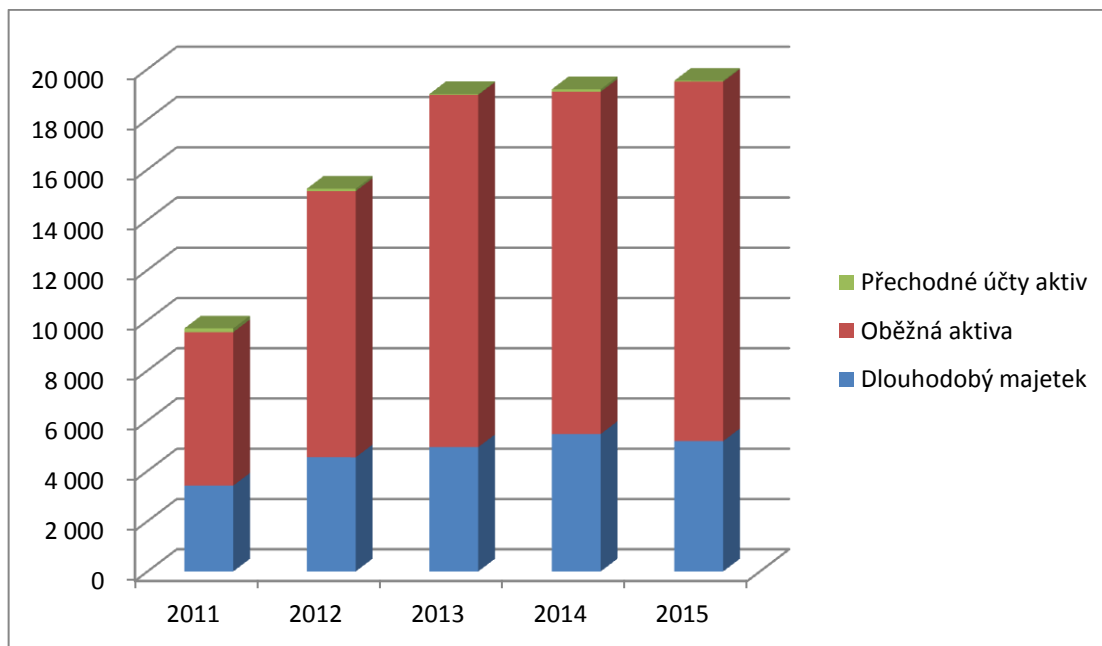
### 8.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatelé slouží zejména k analýze vývojových trendů a analýze struktury položek jednotlivých výkazů. Účetní výkazy obsahují údaje, které lze přímo použít. Pro hodnocení lze čerpat z horizontální či vertikální analýzy. Vertikální i horizontální analýza společnosti XY s. r. o. je uvedena v příloze č. P III a P IV.

#### Analýza rozvahy

Rozvaha společnosti je součástí přílohy P I. Bilanční suma podniku se výrazně zvýšila ve druhém sledovaném roce, kdy se změnou výrobních postupů navýšila výroba a tím se razantně navýšil stav skladu. Dále následuje zpomalení růstu bilanční sumy, přesto roste. Menší část z aktiv tvoří **dlouhodobý hmotný majetek** (průměrně 29 %). Převážná část hmotného majetku je tvořena výrobními stroji na zpracování dřeva, které byly pořízeny při založení a postupně se modernizují dle potřeb. Dlouhodobý nehmotný majetek podnik neviduje.

Převážná část aktiv je tvořena **oběžnými aktivy** (průměrně 71 %). Převážnou část oběžného majetku tvoří neustále se zvyšující podíl zásob, což je dáno výrobní povahou podniku. Zejména v roce 2012 došlo k výraznému nárůstu. Bylo to způsobeno zvětšením a rozšířením výroby, zaměstnáním většího počtu zaměstnanců. Vzhledem k tomu, že téměř veškerý odbyt je na zakázku a doba výrobního procesu je delší, není problém v tak vysokém stavu zásob. Výše pohledávek z obchodního styku je téměř lineární. Podnik drží v hotovosti jen potřebné provozní prostředky, zbytek finanční hotovosti je k dispozici na účtu.

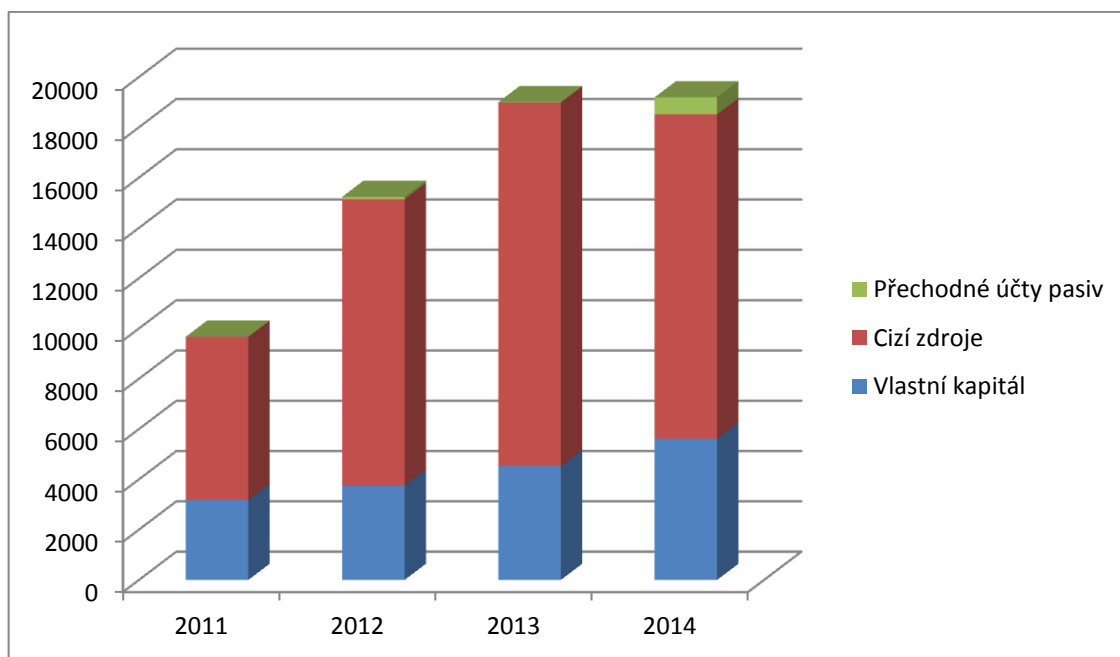


Obr. 2 Analýza aktiv rozvahy v tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Menší část pasiv tvoří **vlastní kapitál** (průměrně 29 %), což je dáno nedávným založením firmy a její výroby, která je finančně náročná. Kvůli hasičskému povolení, BOZP zákonům, hygieně atd. bylo zapotřebí upravit najaté výrobní prostory, což firmu stálo nemalé peníze. Vlastní kapitál je tvořen převážně výsledkem hospodaření jak minulého, tak běžného účetního období. V průměru tvoří výsledek hospodaření 28 % vlastního kapitálu. Meziroční změny základního kapitálu nejsou, stejně jako u zákonného rezervního fondu, který byl již vytvořen v zákonné výši 10 %. Žádné jiné fondy podnik nevytvářel. Výsledek hospodaření běžných účetních období zaznamenává kladné rostoucí hodnoty.

Převážnou část pasiv tvoří **cizí kapitál** (průměrně 71 %). Dle údajů Ministerstva vnitra v daném odvětví CZ-NACE byla převaha cizího kapitálu nad vlastním kapitálem v letech 2018 – 2012, nadále již převažoval vlastní kapitál. Oceňovaný podnik je ve fázi rozvoje a na první pohled je patrné, že podnik k financování svých aktiv používá především cizích zdrojů. Největší podíl cizích zdrojů tvoří krátkodobé závazky z obchodního styku, kdy podnik má vyjednanou delší dobu splatnosti, aby pokryla délku výrobního procesu. Občas spoléhá na dobré vůli svých dodavatelů a platí po splatnosti. Výše dlouhodobých závazků v roce 2015 klesl v důsledku postupného splacení bankovních úvěrů. Zbývající dva dlouhodobé bankovní úvěry jsou splatné v roce 2020.



Obr. 3 Analýza pasiv rozvahy v tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

### Analýza výkazu zisku a ztrát

Výkaz zisků a ztrát je součástí přílohy č. P II. Nejdůležitější položkou v rámci výkazu zisku a ztrát jsou výkony – tržby za vlastní výrobky. Tržby za vlastní výrobky představují téměř 100 % veškerých **výnosů** podniku. Nepatrnou část pak tvoří ostatní finanční výnosy - kurzové výnosy. Výnosy měly rostoucí tendenci. Největší položkou **nákladů** jsou náklady vztahující se k výrobě a to nákup materiálu a služeb, osobní náklady. Výkonová spotřeba měla menší tempo růstu než výnosy, což je pozitivní. Osobní náklady jsou mzdy převážně výrobní povahy, ve firmě pracuje jeden administrativní pracovník, zbytek jsou pracovníci na dílně. V roce 2012 neadekvátně vzrostly osobní náklady vůči přidané hodnotě, což bylo způsobeno změnou technologických postupů, nákupem nových přístrojů a stanovení nových norem.

### Analýza cash flow

Výkaz cash flow je pro finanční analýzu zdrojem informací, jak podnik hospodaří v provozní či neprovozní oblasti, jaká aktiva nově financuje, či jaká pasiva jsou zdrojem financování. Pro posouzení finanční situace je výkazem nejdůležitějším. Celý výkaz cash flow je součástí přílohy č. P VII této práce.

Tab. 2 Zkrácená verze CF podniku XY

Položka v tis. Kč	2012	2013	2014	2015
<i>Stav PP na počátku období</i>	484	558	969	952
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	1 153	901	1 072	1 283
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-1 387	-1 154	-1 614	-726
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	308	664	525	-265
<b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>	74	411	-17	292
<i>Stav PP na konci období</i>	558	969	952	1 244

Zdroj: vlastní zpracování

Peněžní tok z provozní činnosti je ve všech analyzovaných letech kladný. V roce 2013 značně poklesl, což bylo způsobeno zejména nárůstem krátkodobých závazků. Investiční cash flow je záporné, neboť podnik investoval do dlouhodobého majetku, zejména do výrobního zařízení. Z peněžního toku z finanční činnosti lze vidět změny v čerpání úvěrů od Komerční banky a částečné splacení v roce 2015. Až na rok 2014 byl celkový peněžní tok kladný, což bylo důsledkem investic a splácením úvěrů.

## 8.2 Analýza rozdílových ukazatelů

### Čistý pracovní kapitál

Nejpoužívanějším rozdílovým ukazatelem je ukazatel čistého pracovního kapitálu (ČPK). Je dán rozdílem mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji. Je to kapitál k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti. Má-li být podnik likvidní, musí disponovat potřebnou výší relativně volného kapitálu, tzn. aby měl přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji.

Tab. 3 Vývoj ČPK

Ukazatel	Rok				
	2011	2012	2013	2014	2015
ČPK (tis. Kč)	2 511	2 266	3 541	5 323	6 670
ČPK/OA (v %)	41	21	25	39	46

Zdroj: vlastní zpracování

ČPK za sledované období je kladný se vzrůstajícím trendem. Ukazatel podílu ČPK na oběžném majetku charakterizuje výraznou krátkodobou finanční stabilitu podniku. Doporučená hodnota je v rozmezí 30 – 50 %, což podnik, až na rok 2011 a 2012, splňuje. U výrobních firem je ve struktuře aktiv převaha oběžného majetku nad majetkem dlouhodobým. Firmy by měly udržovat určitou trvalou výši zásob, aby byly schopny udržovat



plynulý chod výroby a zároveň vytvářet zisk, čímž působí na zvyšování vlastního kapitálu, neboli zvyšují dlouhodobé zdroje krytí právě ve prospěch oběžného majetku.

### Zlaté bilanční pravidlo

Firma splňuje doporučení zlatého bilančního pravidla a dlouhodobý majetek financuje zejména z vlastních nebo dlouhodobých cizích zdrojů a krátkodobý majetek z odpovídajících krátkodobých zdrojů.

Tab. 4 Zlaté bilanční pravidlo

Položka v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	3 417	4 544	4 947	5 471	5 187
Dlouhodobé zdroje	5 451	6 724	8 159	9 778	11 062

Zdroj: vlastní zpracování

Zlaté pravidlo vyrovnání rizika dodrženo není, je vyšší poměr cizích zdrojů než vlastního kapitálu. Tím se zvyšuje věřitelské riziko, ale zvyšuje působení finanční páky v případě, kdy rentabilita investovaného kapitálu převyšuje náklady kapitálu.

## 8.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této části se zaměřím na ukazatele likvidity (hledisko krátkodobé rovnováhy) a zadluženosti (hledisko dlouhodobé rovnováhy), výnosnosti podniku, neboli ukazatel rentability (schopnost dosahovat výnos) a aktivity (vlivu využití aktiv a jejich vlivu na výnosnost). Cílem je blíže analyzovat současné finanční zdraví podniku a jeho vývoj v čase.

### Analýza likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky a má 3 stupně.

Tab. 5 Analýza likvidity

	Likvidita	2011	2012	2013	2014	2015	Doporučená hodnota
Podnik XY	Likvidita 1. stupně - okamžitá	0,12	0,07	0,09	0,11	0,16	0,2 - 0,5
	Likvidita 2. stupně - pohotová	0,40	0,29	0,29	0,33	0,50	1 - 1,5
	Likvidita 3. stupně - běžná	1,53	1,27	1,34	1,64	1,85	1,5 - 2,5
CZ-NACE 16.2	Likvidita 1. stupně - okamžitá	0,26	0,25	0,26	0,28	0,34	0,2 - 0,5
	Likvidita 2. stupně - pohotová	0,84	0,85	0,85	0,89	0,85	1 - 1,5
	Likvidita 3. stupně - běžná	1,21	1,23	1,25	1,30	1,21	1,5 - 2,5

Zdroj: vlastní zpracování

Likvidita 1. a 2. stupně nedosahuje doporučených hodnot ani hodnot v rámci daného odvětví, což má pozitivní vliv na rentabilitu. Likvidita 3. stupně dosahuje doporučených hodnot, podnik by po zpeněžení oběžných aktiv dostal svým krátkodobým závazkům.

### Analýza zadluženosti

Ukazatel zadluženosti slouží jako indikátor úvěrového zatížení firmy, prověřuje schopnost podniku hradit dlouhodobé závazky. Z hlediska výnosnosti vlastního kapitálu není vhodné financovat majetek podniku pouze vlastními zdroji, ale na druhou stranu není optimální k financování používat pouze zdroje cizí, které zvyšují věřitelské riziko a s ním i náklady na kapitál. Aby bylo možno lépe analyzovat zadluženost oceňovaného podniku, je analýza srovnána s analýzou daného odvětví.

Tab. 6 Analýza zadluženosti

	Zadluženost	2011	2012	2013	2014	2015	Doporučená hodnota
Podnik XY	Celková zadluženost	67 %	75 %	76 %	67 %	62 %	30 - 60 %
	Míra zadlužení	2,05	3,04	3,20	2,30	1,70	
	Úrokové krytí	5,00	4,60	5,01	5,50	8,21	> 5
CZ-NACE 16.2	Celková zadluženost	53 %	52 %	51 %	49 %	48 %	30 - 60 %
	Míra zadlužení	1,13	1,09	1,07	0,98	0,92	
	Úrokové krytí	14,17	15,70	15,84	18,10	27,14	> 5

Zdroj: vlastní zpracování

Podnik při této míře zadlužení podstupuje jisté riziko. Finanční struktura pozitivně ovlivňuje rentabilitu, ale ohrožuje likviditu. Celková zadluženost, poměr cizích zdrojů k pasívům, je vyšší, než doporučená hodnota. Podnik postupně splácí z kladného výsledku hospodaření půjčky bance, zejména od roku 2013 je vidět postupné zlepšení. Míra zadlužení nám udává poměr cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu. Zde se nám potvrzuje nedodržení zlatého pravidla vyrovnání rizika – je vyšší poměr cizích zdrojů než vlastního kapitálu. Tím se zvyšuje věřitelské riziko. O schopnosti splácet úroky vypovídá úrokové krytí, které až na rok 2012 splňuje doporučená hodnocení. Je počítáno z hodnoty EBIT, pro lepší porovnání s úrokovým krytím daného odvětví. Celkově je podnik hůře než dané odvětví.

### Analýza rentability

Ukazatelé rentability jsou měřítky zisku. Patří mezi důležité ukazatele pro vlastníky i investory. Měří schopnost podniku zhodnotit vložený kapitál a dosáhnout zisku. Aby tyto

ukazatele měly určitou vypovídací schopnost, je důležité znát jejich vývoj a současně vývoj a hodnoty daného odvětví, či konkurence.

Tab. 7 Analýza rentability

		<b>Rentabilita</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Podnik XY	Rentabilita aktiv - ROA		7,39%	5,76%	6,01%	7,94%	9,90%
	Rentabilita VK - ROE		15,11%	15,39%	17,12%	19,42%	21,50%
	Rentabilita tržeb - ROS		2,95%	2,97%	3,21%	3,71%	4,22%
CZ- NACE 16.2	Rentabilita aktiv - ROA		9,78%	11,03%	10,12%	10,92%	11,89%
	Rentabilita VK - ROE		18,38%	19,63%	18,22%	17,95%	19,32%
	Rentabilita tržeb - ROS		7,10%	7,87%	7,35%	7,90%	8,22%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočty ukazatele rentability byl použit EBIT, aby hodnocení nebylo ovlivněno různou kapitálovou strukturou. Všechny výsledky, přesto že jsou opět pod úrovní odvětví, dosahují rostoucích kladných hodnot.

### Analýza aktivity

Ukazatel aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. Vysoký obrat přispívá k rentabilitě podniku.

Tab. 8 Analýza aktivity

		<b>Aktivita</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Podnik XY	Obrat aktiv		2,50	1,94	1,87	2,14	2,35
	Doba obratu zásob		68	101	112	97	84
	Doba obratu pohledávek		17	23	22	16	21
	Doba obratu závazků		51	90	100	53	48
CZ-NACE 16.2	Obrat aktiv		1,32	1,35	1,34	1,35	1,41
	Doba obratu zásob		37	37	37	37	35
	Doba obratu pohledávek		52	55	53	53	45
	Doba obratu závazků		77	76	73	71	76

Zdroj: vlastní zpracování

Doporučená hodnota obratu aktiv je 1. Podnik efektivně využívá svá aktiva, dokonce lépe než dané odvětví. Doba obratu zásob ve sledované firmě se prodlužuje, což není pozitivní. Podnik má v zásobách umrtveny finanční prostředky. Dobré ale je, že je smluvně podložen prodej těchto zásob. Doba obratu pohledávek je celkem neměnná, podnik nemusí čekat,

než obdrží platby od svých odběratelů a je na tom mnohem lépe než odvětví. Doba obratu závazků se naopak prodlužuje, je delší než doba obratu pohledávek.

#### 8.4 Altmanův model

Zdraví podniku hodnotí tzv. Altmanův model. Tento model je konstruován tak, aby byl schopen rozlišit podnik s dobrou a ohroženou schopností dostát svým závazkům.

Tab. 9 Z-skóre podniku XY

Altmanův model	2011	2012	2013	2014	2015
0,717 * (ČPK/Aktiva)	0,19	0,11	0,13	0,20	0,24
0,847 * (Nerozdělené zisky/Aktiva)	0,04	0,03	0,03	0,05	0,07
3,107 * (EBIT/Aktiva)	0,23	0,18	0,19	0,25	0,31
0,420 * (Vlastní kapitál/Cizí zdroje)	0,20	0,14	0,13	0,18	0,25
0,998 * (Tržby/Aktiva)	2,50	1,94	1,87	2,14	2,34
<b>Z-skóre</b>	<b>3,16</b>	<b>2,39</b>	<b>2,35</b>	<b>2,81</b>	<b>3,20</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud je hodnota Z-skóre:

- nižší než 1,81 – má podnik velmi silné finanční problémy
- v intervalu 1,81 – 2,99 má podnik nevyhraněnou finanční situaci
- vyšší než 2,99 má podnik uspokojivou finanční situaci.

Podnik dosáhl v letech 2011 a 2015 uspokojivé finanční situace - dosáhl hodnoty Z – skóre větší než 2,99.

#### 8.5 Analýza nefinančních ukazatelů

Často opomíjená oblast hodnocení bývá hodnocení nefinančních ukazatelů, které mohou napomoci k analýze a celkovému zhodnocení stavu podniku.

Tab. 10 Analýza nefinančních ukazatelů

Ukazatel v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	24 202	29 562	35 535	41 093	46 275
Počet zaměstnanců	4	9	18	23	25
Vývoj osobních nákladů	1 175	3 318	5 598	7 484	10 453
Personální náročnost	294	369	311	325	418
Produktivita práce (tržby/počet zam.)	6051	3285	1974	1787	1851

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledných hodnot lze konstatovat, že personální náročnost roste. Produktivita práce, zjištěná poměrem tržeb a počtem zaměstnanců, klesá, což není pozitivní. Pravdou je, že v průměrném počtu zaměstnanců jsou pouze zaměstnanci ve stálém pracovním poměru a ostatní zaměstnanci mimo pracovní poměr nejsou v součtu. Počet zaměstnanců mimo pracovní poměr nebyl zanedbatelný. Dále v produktivitě práce nejsou brány v potaz přesčasové hodiny, které jsou dražší než hodiny v rámci týdenního pracovního poměru. Přesto to je podnět pro management podniku k zamyšlení.

## 8.6 Souhrnné zhodnocení finanční analýzy

Vývoj ziskovosti firmy byl ovlivněn investičními výdaji. Pořízení potřebného dlouhodobého majetku ovlivnilo zadlužení podniku. Management by se měl zaměřit na dlouhodobé finanční plánování, především na investiční rozhodování. Podnik do nynějška realizoval investiční projekty, které s sebou nesou výdaje, což negativně ovlivňuje pohled na ekonomickou situaci podniku. Nelze jednoznačně zhodnotit zdraví podniku XY jako špatné, ale management by měl v nejbližší době zvážit další investice. Dle Altmanova modelu podnik v letech 2012 – 2014 měl nevyhraněnou finanční situaci, v roce 2015 se situací zlepšila a dosáhla uspokojivou finanční situaci. Právě období let 2012, 2013 a 2014 byly nejhůře hodnoceny téměř všemi ukazateli.

Dále bych se zaměřila na vysoký stav skladu a s tím spojenou dobu obratu. Podnik má vysokou hodnotu oběžných aktiv, převážně zásob. Dle analýzy nefinančních činitelů produktivita práce klesá a to dost rapidně. Zvýšením produktivity práce by se snížila doba obratu zásob, což by ovlivnilo rentabilitu podniku. Vyřešil by se peněžní tok, zlepšila by se likvidita. Podnik XY by měl pravidelně sledovat likviditu, protože o tuto oblast se zajímají především věřitelé. Vzhledem k tomu, že podnik v blízké budoucnosti nebude vyžadovat další investice, měl by vzniknout přebytek, kterým by se doplatili úvěry. Ze zbytku by se mohlo dále investovat do nových technologií.

## 9 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Cílem strategické analýzy je vymežit celkový výnosový potenciál podniku. Z pohledu oceňování podniku výnosovou metodou je strategická analýza klíčovou fází celého procesu, protože analyzuje faktory, které ovlivňují samotný výnosový potenciál podniku. Celkový výnosový potenciál závisí na vnějším potenciálu – na šanci a riziku podnikatelského prostředí, a vnitřním potenciálu – na silných a slabých stránkách podniku.

### 9.1 Analýza vnějšího prostředí

#### 9.1.1 PEST analýza

Pro makroekonomickou analýzu bude použita PEST analýza, která je zaměřená na politické, ekonomické, sociální a technologické prostředí ovlivňující daný podnik.

#### **Politické a právní faktory**

Důležitou oblastí, která má přímý dopad na podnikání je stabilita politického, právního a daňového systému. Česká republika má neustálé legislativní změny, na které musí podnik reagovat a vytvořit podnikovou politiku v souladu s platnou legislativou. Z hlediska daní se jedná hlavně o změny v zákoně o DPH.

Podnikání v tomto oboru upravuje zejména – zákon o obchodních korporacích, nový občanský zákoník, zákon o účetnictví spolu s českými účetními standardy, zákon o dani z příjmu, zákon o DPH, zákon o dani silniční, zákoník práce, celní zákony. Díky povaze podnikání musí podnik dodržovat příslušné předpisy týkající se environmentálního prostředí a bezpečnosti práce.

Daň z příjmu právnických osob je nyní nejvyšší v historii České republiky a to 19 %. Ve srovnání s ostatními státy Evropské unie patří toto zdanění mezi jedno nejvyšší. V posledních dvou letech se zvyšuje minimální mzda a s ní samozřejmě odvody sociálního a zdravotního pojištění. Na roky 2016 až 2020 Ministerstvo práce a sociálních věcí navrhuje další každoroční zvýšení minimální mzdy o 500,- až 1 500,- Kč, což bude potřeba zakomponovat do finančního plánu a cen výrobků.

#### **Ekonomické faktory**

Dřevozpracující průmysl má v České republice dlouholetou tradici. Vznik podniků a jejich velikost je spjata se zalesněním území. V České republice přetrvává stav, který je charakteristickým exportem bez další sofistikované přidané hodnoty. Dlouhodobě patříme mezi

největší vývozce surového dříví v poměru k realizovaným tuzemským těžbám dřeva na světě. Vybíjí se velkým nadnárodním dřevozpracovatelským firmám, které mají k dispozici nové technologie s vysokou produktivitou práce a tvorbou další přidané hodnoty. Tomu naše malé a střední podniky nemohou konkurovat. Tento trend podpořilo opatření ČNB, které cíleně snížilo kurs české koruny ve vztahu k euru. (MPO, ©2016)

Mezi hlavní ekonomické indikátory patří: hrubý domácí produkt, míra inflace, míra nezaměstnanosti, měnová a fiskální politika státu. Díky provázanosti jednotlivých odvětví má smysl sledovat tyto indikátory na celostátní úrovni. Můžeme tak predikovat cenu pracovní síly i odhad cen produktů a služeb, na základě čehož vytvoříme finanční plán.

Tab. 11 Důležité makroekonomické ukazatele a jejich vývoj

Ukazatel / rok	Historická data					Predikce	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>HDP (mld. Kč, b.c.)</b>	3 823	3 846	3 884	4 261	4 482	4 642	4 820
<b>HDP (%)</b>	2,00	-0,90	-0,50	2,00	4,50	2,70	2,40
<b>Deflátor HDP (%)</b>	-0,20	1,40	1,70	2,50	0,70	0,90	1,40
<b>Průměrná inflace (%)</b>	1,90	3,30	1,40	0,40	0,40	1,10	1,90
<b>Zaměstnanost (%)</b>	54,40	54,50	55,20	55,70	56,40	56,70	56,80
<b>Míra nezaměstnanosti (%)</b>	6,70	7,00	7,00	6,10	5,20	4,90	4,80
<b>Nominální mzda (Kč)</b>	24 319	25 101	25 128	25 681	26 456	27 488	28 615

Zdroj: Makroekonomická predikce, 2016; 41. Kolokvium, 2016; vlastní zpracování

Hrubý domácí produkt vypovídá o hospodaření státu. Představuje výkonnost dané ekonomiky. V roce 2015 byl růst HDP pozitivně ovlivněn spolufinancováním projektů z fondů EU, výrazným propadem ceny ropy a efektem mimořádně silného růstu v 1. čtvrtletí 2015. Dle Ministerstva financí ČR by hlavním tahounem pro následující roky měla být domácí poptávka, a to jak spotřeba, tak investice. Průměrná míra inflace by měla kvůli rostoucí poptávce, růstem ceny ropy zvýšit a dosáhnout tak těsné blízkosti inflačního cíle ČNB. V souvislosti s očekávaným růstem ekonomiky by se měla zlepšovat situace na trhu práce. S tím souvisí i růst mezd a platů a to nejen díky předpokládanému zvýšení minimální mzdy, ale i vlivem růstu platů v sektoru vládních institucí. (Ministerstvo financí ČR, ©2016, Makroekonomická predikce České republiky)

### Sociální faktory

Dřevozpracující průmysl je podmíněn přírodními podmínky a navazujícími obory jako je stavebnictví, výroba nábytku, papírenství. Celkovému rozvoji odvětví by prospělo intenzivní rozšíření kategorie středně velkých a velkých podniků, jež mají větší možnost přístu-

pu ke kapitálu a tím pádem investic do vybavení umožňující produkci s vyšší přidanou hodnotou. Podniky s počtem zaměstnanců nad 1 000 nejsou v ČR zastoupeny. (MPO, ©2016)

Dle odvětvové studie Ministerstva práce a sociálních věcí v roce 2014 tvořila zaměstnanost v odvětví 1,7 % celkové zaměstnanosti. Zlínský kraj trápí disproporce na trhu práce, především je nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Nynější trend vysokoškolského vzdělání způsobuje nemalé problémy s nalezením pracovníků, kteří jsou ochotni manuálně pracovat. Dalším problémem je dlouhodobé klesání populace v produktivním věku. Podnik XY v roce 2015 zaměstnával v průměru 25 zaměstnanců dělnické profese. Největší podíl – asi 40 % dělníků tvoří muži ve věku do 30 let s častou fluktuací a špatnou pracovní morálkou. Dalších 30 % dělníků tvoří muži ve věku kolem 50 let, kteří jsou loajální vůči podniku. V podniku převažuje úroveň odborného vzdělání bez maturity, což je dáno oborem podnikání. (MPSV, ©2016)

### **Technologické faktory**

V daném oboru podnikání nejsou technologické změny nijak závratné. Přesto je nutné zavádět nejnovějších technik a technologií a uplatňování moderních metod řízení, jen tak budou předpoklady k dosažení vysoké produktivity práce a k produkci výrobků s vyšší přidanou hodnotou. Dle ČSÚ dřevozpracující odvětví vykazuje silně podprůměrnou mezinárodní konkurenceschopnost ve výzkumu a vývoji a mírně nadprůměrnou pozici v inovacích a vzdělávání. Podnik XY prozatím disponuje moderními přístroji, které zajišťují konkurenceschopnost. (ČSÚ, ©2016)

#### **9.1.2 Vymezení relevantního trhu**

Důležitým krokem strategické analýzy je vymezení relevantního trhu. Hlavní činností podniku XY je výroba dřevěných výrobků kromě nábytku. Tato činnost spadá podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do sekce C – Zpracovatelský průmysl, oddíl 16.29 – Výroba ostatních dřevěných, korkových, proutěných a slaměných výrobků, kromě nábytku. Sídlo firmy spadá do Zlínského kraje. Zlínsko bývalo v minulosti považováno za ekonomicky silnou oblast s výraznou koncentrací velkých průmyslových podniků. Dominantní postavení v nynější ekonomice kraje zaujímá zpracovatelský průmysl. Těžištěm činnosti podniku je dodávání profilů ze dřeva tuzemským firmám. Zákazníci jsou především dva významní odběratelé, ale i menší firmy a běžní nakupující především z Jihomoravského kraje. Konkurenty jsou spíše drobné až středně velké firmy zaměřené na výrobu dřevěných



výrobků. Struktura rozložení daného odvětví v krajích je víceméně rovnoměrné. (Odvětvová studie MPSV, ©2015)

Následující tabulka udává podíl tržeb podniku XY na tržbách daného odvětví CZ-NACE 16.2.

Tab. 12 Podíl tržeb v odvětví

Rok/Ukazatel	Tržby CZ-NACE 16.2 (tis. Kč)	Tržby podniku XY (tis. Kč)	Podíl
2011	61 520 021	24 202	0,04%
2012	64 528 494	29 562	0,05%
2013	62 331 997	35 535	0,06%
2014	61 766 274	41 093	0,07%
2015	66 598 488	46 275	0,07%

Zdroj: MPO ČR (©2016), interní zdroje podniku; vlastní zpracování

### 9.1.3 Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu je analýza zaměřena na podrobnější kvalitativní hodnocení daného trhu a to pomocí atraktivity trhu. Analýza atraktivity připívá k identifikaci šancí a rizik spojených s daným trhem a poskytne podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Následující tabulka udává bodové hodnocení kritérií atraktivity vymezeného relevantního trhu.

Tab. 13 Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2			x					4
Intenzita konkurence	3					x			12
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	1					x			4
Možnosti substituce	1					x			4
Citlivost na konjunkturu	1			x					2
Struktura zákazníků	2					x			8
Vlivy prostředí	1			x					2
<b>Celkem</b>	<b>16</b>								<b>51</b>

Zdroj: Mařík at al., 2011a, s. 66; vlastní zpracování

Podnik dosáhl 51 bodů z 96 možných, tzn. 53 %. Atraktivita analyzovaného trhu se pohybuje lehce nad průměrem.

**Růst trhu** – bude ovlivněn navazujícími obory, celkovým vývojem ekonomiky a fiskální politikou, protože převážná část výroby jsou městské mobiliáře financované ze státního rozpočtu. Dle průzkumu prognóz se očekává ekonomický růst. Růstu trhu je přidělena průměrná známka 3. (41. Kolokvium, MPO, ©2016)

**Velikost trhu** – z územního hlediska jde zejména o trh České republiky, kvantitativně je dána poměrem tržeb daného oddílu na tržbách celého zpracovatelského průmyslu. Průměrný podíl tržeb oddílu CZ-NACE 16 na celkových tržbách zpracovatelského průmyslu je 2,5 %. Velikosti trhu je dána mírně podprůměrná známka 2.

**Intenzita přímé konkurence** – podnik si v rámci regionálních konkurenčních firem podobné velikosti a struktury výrobního zaměření udržuje stabilní postavení. Podnik využívá výhody jako diferenciál produktu, rychlost v dodání požadavků odběratelů, proto je intenzita přímé konkurence obodována pozitivně – známkou 4.

**Průměrná rentabilita, bariéry vstupu, možnosti substitute** – rentabilita daného podniku dosahovala kladných rostoucích hodnot nad úrovní odvětví. Rentabilita daného odvětví je hodnocena mírně nadprůměrně, neboť vstup do odvětví je kapitálově náročný. Důležitým aspektem konkurenceschopnosti jsou výnosy z rozsahu, kterých lze dosahovat za předpokladu významných vstupních investic. Dřevěné výrobky lze substituovat, proto je toto kritérium ohodnoceno průměrně. (Odvětvová studie MPSV, ©2015)

**Citlivost na konjunkturu, vlivy prostředí** – dané kritérium bylo hodnoceno mírně podprůměrně, stejně jako ostatní vlivy prostředí. Tržby daného oddílu zpracovatelského průmyslu reagují na hospodářský cyklus. Výroba podniku XY jsou variabilní, produkuje mimo jiné brikety a palivové dříví, lehce přizpůsobí výrobu požadavkům na trhu.

**Struktura zákazníků** – je stabilní s dlouhodobou spoluprací, odběr je tvořen vesměs stabilními odběrateli, nemalé procento tvoří drobní odběratelé, hodnocení ovšem zohledňuje i možnost výpadu některého z odběratelů, proto je bodováno mírně nadprůměrnou známkou 4.

#### 9.1.4 Prognóza vývoje trhu

V rámci prognózy vývoje trhu, která bude použita jako základ tržního ocenění, byly zkoumány národohospodářské ukazatele jako hlavní faktory ovlivňující vývoj. Při zjišťování

souvislostí se analyzoval hrubý domácí produkt v běžných cenách, tvorba hrubého fixního kapitálu, průměrná inflace a nezaměstnanost. Jedná se o národohospodářské ukazatele, zveřejňované Českým statistickým úřadem. Výhodou těchto faktorů je, že jsou příslušnými institucemi prognózovány a zveřejňovány. Dle Ministerstva obchodu a průmyslu má dřevozpracující průmysl optimistické výhledy do dalších let. Především má toto odvětví dlouhodobou tradici, má obnovitelnou surovinovou základnu, má široké možnosti uplatnění produkce v dalších navazujících odvětvích. (ČSÚ, ©2016)

Vývoj tržeb relevantního trhu CZ-NACE 16.2 je podkladem pro určení dalšího vývoje tržeb podniku XY. Při zkoumání souvislostí relevantního trhu a národohospodářských ukazatelů byl použit postup zjištění míry korelace trhu s těmito ukazateli, následovalo vyřazení statisticky nevýznamných ukazatelů, neboť se hledala vysoká míra korelace a volba regresoru byla dána ukazatelem s nejvyšší korelačním koeficientem. Prokázala se 95 % korelace mezi tržbami relevantního trhu a HDP. Predikce tržeb relevantního trhu byla dopočtena regresní analýzou s vysvětlující proměnnou HDP s následující rovnicí:

$$\text{Relevantní trh} = 1795,8781 + 0,0152 * \text{HDP} \quad (20)$$

Tab. 14 Prognóza vývoje relevantního trhu

	Rok	HDP b.c. (mil. Kč)	Tempo růstu	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu
Skutečnost	2009	3 921 827		63 009	
	2010	3 953 651	0,8%	61 520	-2,4%
	2011	4 022 511	1,7%	64 528	4,9%
	2012	4 041 610	0,5%	62 332	-3,4%
	2013	4 077 109	0,9%	63 766	2,3%
	2014	4 260 886	4,5%	66 598	4,4%
	2015	4 476 971	5,1%	69 928	5,0%
Predikce	2016	4 657 000	4,0%	72 665	3,9%
	2017	4 831 000	3,7%	75 313	3,6%
	2018	5 002 000	3,5%	77 915	3,5%
	2019	5 177 070	3,5%	80 579	3,4%

Zdroj: Predikce MF ČR (©2016); vlastní zpracování

## 9.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurence

V této části strategické analýzy bude vyhodnocen vývoj tržního podílu daného podniku směrem do budoucna na základě předchozí analýzy relevantního trhu. Výsledkem analýzy by mělo být zjištění, do jaké míry je podnik schopen využít rozvíjející se trh a příležitosti okolního prostředí.

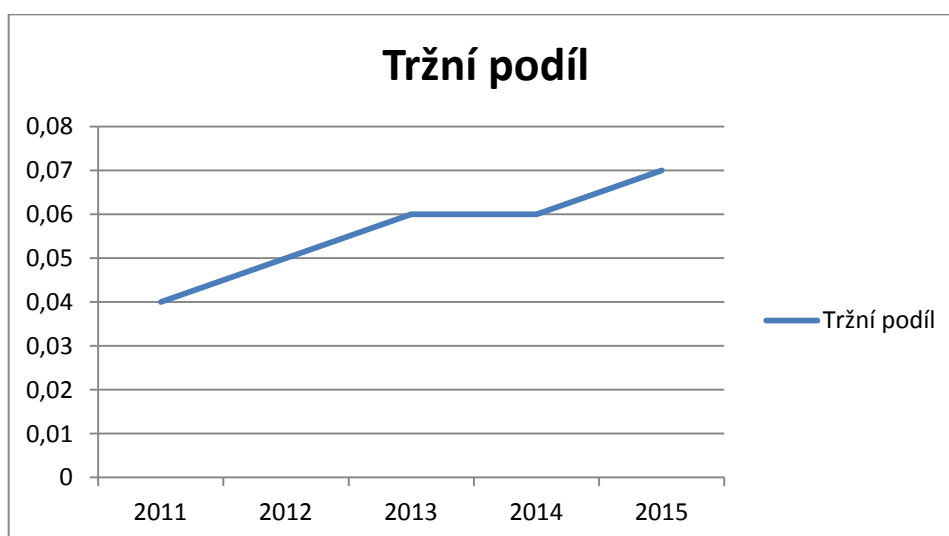
### 9.2.1 Stanovení tržního podílu

Tržní podíl oceňovaného podniku byl hodnocen za období 2011 – 2015. Do poměru k těmto tržbám byly použity tržby z předchozího vymezení relevantního trhu. V průměru dosahuje sledovaná společnost 0,06 % tržního podílu s pohybem v intervalu 0,04 % až 0,07 %.

Tab. 15 Vývoj podílu podniku XY na tržbách relevantního trhu

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tržby podniku XY (tis. Kč)	Podíl
2011	64 528 494	24 202	0,04%
2012	62 331 977	29 562	0,05%
2013	63 766 274	35 535	0,06%
2014	66 598 488	41 093	0,06%
2015	69 928 500	46 275	0,07%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO ČR (© 2016) a finančních výkazů podniku XY



Obr. 4 Vývoj tržního podílu podniku XY

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.2.2 Konkurenční struktura relevantního trhu

K 1. 1. 2015 bylo dle databáze MagnusWeb v České republice evidováno asi 31 070 aktivních podnikatelských subjektů, které měli jako svou hlavní podnikatelskou činnost v odvětví CZ-NACE 16, z toho 88 % je ovládáno českými subjekty a převážně fyzické osoby. V úvahu přicházejí konkurenti v rámci celé České republiky, není předpoklad teritoriálního vymezení. Výběr konkurentů byl zaměřen na odvětví CZ-NACE 16.2 s tím, aby hlavní náplní činnosti byla výroba a ne obchodní činnost. Dalším kritériem byla přibližná velikost podniku co do velikosti tržeb a počtu zaměstnanců. Byli vybráni 3 konkurenti:

- Podhaji s. r. o. (dále jako podnik A)
- Brenus s. r. o. (dále jako podnik B)
- Hála Wood Group s. r. o. (dále jako podnik C).

Podnik A (Podhaji s. r. o.) je rodinný podnik patřící mezi významné producenty dřevěných prvků v České republice, který vznikl v roce 2004. Areál firmy se nachází ve Zlínském kraji. Hlavním oborem činnosti je zakázková výroba spárovky, sušení a prodej řeziva.

Podnik B (Brenus s. r. o.) je dodavatelem lepených dřevařských materiálů, jako jsou spárovky, biodesky a lepené či hoblované hranoly. Sídlo podniku je v Polešovicích.

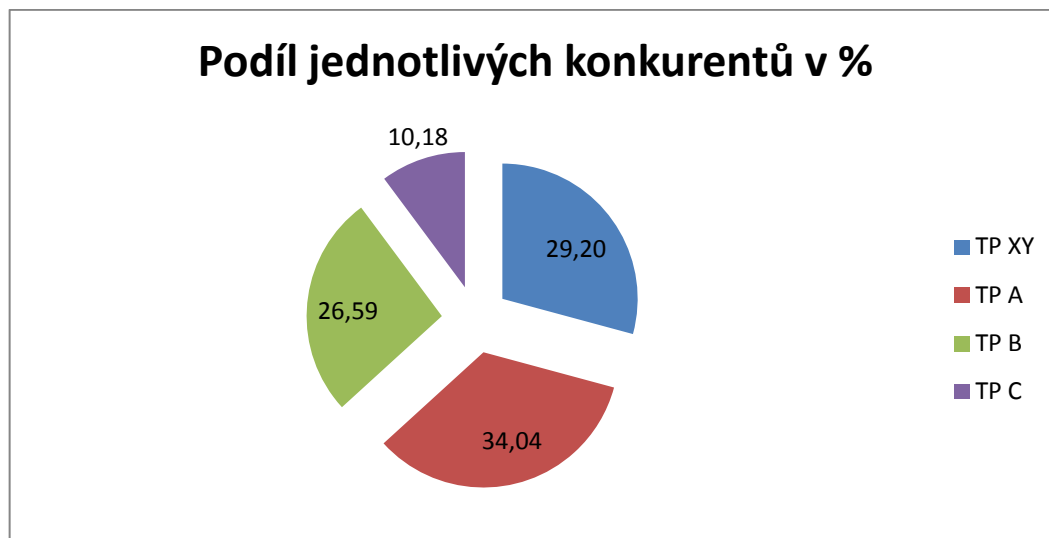
Podnik C (Hála Wood Group s. r. o.) vznikla v roce 2008 transformací z fyzické osoby na právnickou. Počátek podnikání sahá do roku 1993, kdy se podnik zabýval výrobou dřevěných briket. Nynějším hlavním podnikatelským záměrem nové společnosti je rozvoj v oblasti dřevařské výroby a výroba ekologických paliv. Podnik sídlí v Domažlickém okrese.

Tab. 16 Analýza tržních podílů (TP) firem (v tis. Kč)

Rok	Tržby trh	Tržby XY	TP XY	Tržby A	TP A	Tržby B	TP B	Tržby C	TP C
2011	64 528 494	24 202	0,04%	43 049	0,07%	32 460	0,05%	10 814	0,02%
2012	62 331 977	29 562	0,05%	34 841	0,06%	32 825	0,05%	10 003	0,02%
2013	63 766 274	35 535	0,06%	37 390	0,06%	27 197	0,04%	11 245	0,02%
2014	66 598 488	41 093	0,06%	36 737	0,06%	26 267	0,04%	13 396	0,02%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO ČR (© 2016) a finančních výkazů podniku XY

Z analýzy vybraných konkurentů lze vidět, že v daném odvětví převažují malé a středně velké podnikatelské subjekty. Největší podíl zabírá podnik A, přičemž námi oceňovaný podnik XY v letech 2013 a 2014 zaujímá stejný tržní podíl.



Obr. 5 Podíly vybraných konkurentů v letech 2011 – 2014

Zdroj: vlastní zpracování

V grafu tržních podílů byly dány do kontextu celkové tržby analyzovaných podniků za sledované období a jejich procentuální podíl pro zřetelnější zobrazení, který z podniků kolik zabírá pomyslného koláče.

Tab. 17 Vybrané poměrové ukazatele v roce 2014

Podnik	ROA (EBIT/A)	ROE (VH/VK)	ROS (EBIT/T)
<b>XY</b>	7,94%	19,42%	3,71%
<b>A</b>	1,51%	3,59%	0,90%
<b>B</b>	-1,04%	-6,67%	-0,93%
<b>C</b>	15,05%	51,87%	3,71%
<b>Odvětví</b>	11,89%	19,32%	9,47%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO ČR (© 2016) a finančních výkazů podniku XY

Z tabulky je vidět, že podnik C s nejmenším tržním podílem dosahuje nejlepších výsledků. Významnou převahou disponuje v ukazateli ROE. Podnik B je ztrátový a podnik A dosahuje kladných, ale nízkých hodnot rentability.

### 9.2.3 Analýza vnitřního potencionálu a konkurenční síly

Tato část analýzy je zaměřena na zhodnocení schopnosti podniku využít své šance a schopnosti čelit možným hrozbám. Analýza bude podkladem pro prognózu tržeb a odhadem možného vývoje tržního podílu daného podniku. Oceňovaný podnik je nachází ve fázi rozvoje, pro niž jsou typické značné investice a nízké peněžní toky.

Faktory ovlivňující tržní podíl lze rozdělit:

**1) Přímé faktory** – kvalita, ceny, dostupnost, distribuce

Jsou to faktory, které přímo vnímá zákazník. Podnik XY nabízí komplexní produkt, tedy včetně úrovně poskytovaného servisu a ostatních služeb zákazníkům. Sortiment produktů je široký, svým servisem a dodávkami na klíč je silným partnerem obchodních společností i spolehlivým dodavatelem pro soukromou klientelu.

**2) Nepřímé faktory** – především kvalita managementu, výkonný personál, inovační síla podniku, dlouhodobý majetek a investiční politika

**Manažeři a řízení podniku** – podnik řídí dva zkušení jednatelé, kteří zastávají vedoucí funkce i v jiných podnicích, především ve společnosti, která má 40% podíl na oceňované společnosti a pro kterou je určená převážná část produkce oceňovaného podniku. Vedení má tak lepší předpoklady pro strategii, běžné plánování a prognózování a možnost vyhodnotit rizika. Vizí podniku je především český trh (o další distribuci do zahraničí se stará zakladatelská společnost), zákazníky tvoří především firmy zabývající se městským mobiliářem, dětskými hřišti, doplňujícími zákazníky jsou stavební firmy či soukromé osoby. Nabízenými produkty jsou dřevěné polotovary, které lze upravit na požadovaný finální výrobek dle požadavků zákazníka. Základní hodnotou je variabilita.

**Výkonný personál oceňovaného podniku** – je dalším klíčem k úspěchu podniku. V tomto výrobním podniku se preferuje zručnost před odborností, provoz nevyžaduje speciální odbornost. Výrobu tvoří přibližně 20 stálých dřevoobráběčů, kterým velí vedoucí výroby. Fluktuace pracovníků je nízká a to spíše u dřevoobráběčů do 30 let. Vedení podniku se snaží zajištění dobrého klimatu, zajišťují obědy, příspěvky na stravu a pravidelné odměny. Zaměstnanci přebírají odpovědnost celého podniku a v případě potřeby pracují přesčasy.

Tab. 18 Vývoj osobních nákladů vzhledem k tržbám

Rok	Tržby XY	Osobní náklady XY	Podíl na tržbách
2011	24 202	1 175	4,85%
2012	29 562	3 318	11,22%
2013	35 535	5 598	15,75%
2014	41 093	7 484	18,21%
2015	46 275	10 453	22,59%

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce lze vidět, jak se zvedali mzdy pracovníků vzhledem k tržbám. V průběhu vývoje podnik investoval do lidských zdrojů. Podíl se zvětšuje, částečně kvůli legislativě a zvětšující výši minimální zaručené mzdy a části z důvodu odměn k udržení základního kádrů kvalitních pracovních sil.

**Inovace, výzkum a vývoj** - daném oboru podnikání není výzkum a vývoj podmiňujícím faktorem pro přežití. Technologické změny nejsou nijak závratné. Přesto je nutné zavádět nejnovějších technik a technologií a uplatňování moderních metod řízení, jen tak budou předpoklady k dosažení vysoké produktivity práce a k produkci výrobků s vyšší přidanou hodnotou. Podnik je držitelem certifikátu FSC. Svými technologiemi a zkušenostmi přenáší do praxe duševní práci designerů, vývojových pracovníků a konstruktérů, jejímž výsledkem je pak kvalitní a precizní realizace zakázek.

**Dlouhodobý majetek a investice** – odpovídá dlouhodobým požadavkům na zajištění existence a rozvoje podniku. V průběhu svého rozvoje investoval podnik do svého technologického parku, momentální investice jsou přiměřené konkrétní situaci. Vzhledem k tomu, že je podnik ve fázi rozvoje, novější technologie by byla přínosná, ale zatím na ni podnik nevydělal a další půjčky by mohly být likvidační.

### **Závěrečné zhodnocení konkurenční síly podniku**

Diagram konkurenční síly je souhrnem přímých a nepřímých faktorů oceňovaného podniku. Podnik dosáhl 98 bodů ze 144 možných, což je 68 % úspěšnosti.

Ke konkurenčním výhodám podniku XY patří kvalita výrobků, širší sortimentu, servis a služby, což potvrzuje strategii a vizi managementu, která je hodnocena taktéž pozitivně spolu s výkonným personálem. Konkurenční síla tkví v komplexních produktech, které jsou poskytovány na míru. Cenová úroveň je hodnocena průměrně, v ceně se zatím odráží počáteční výdaje na provoz. Výhoda místa je bodována průměrně, provozovna je umístěna v průsečíku třech měst. Výhoda distribuce je hodnocena pozitivně. Podnik poskytuje dovoz dle potřeb zákazníků. Vyřízení objednávek je bodováno průměrně, podnik by se mohl zaměřit na e-shop, který by umožnil rychlejší vyřízení objednávek. Pokud podnik zlepšil marketing a zaměřil se i na reklamu, vstoupil by tím do většího podvědomí všeobecné veřejnosti a zlepšilo by se tak i image firmy. Zlepšit by se měl po finanční stránce, neboť větší snížení odbytu by mohlo být pro podnik likvidační.



Tab. 19 Diagram konkurenční síly podniku

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria konkurenční síly							Body	Váha × Body	
			Negativní			Pozitivní						
			0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1	Cenová úroveň	3				✗				3	9
	2	Šíře sortimentu	2						✗		5	10
	3	Kvalita výrobků	3						✗		5	15
	4	Výhoda místa	1				✗				3	3
	5	Výhoda distribuce	2					✗			4	8
	6	Vyřízení objednávků	1				✗				3	3
	7	Servis a služby	2						✗		5	10
	8	Účinnost reklamy	1			✗					2	2
	9	Image firmy	1				✗				3	3
Nepřímé faktory	10	Kvalita managementu	3						✗		5	15
	11	Výkonný personál	2						✗		5	10
	12	Majetek a investice	2					✗			4	8
	13	Finanční situace	1			✗					2	2
<b>Celkem</b>			<b>24</b>									<b>98</b>

Zdroj: Mařík, 2011a, s. 91; vlastní zpracování

Podnik má velký předpoklad pro setrvání a další vývoj na trhu. Když vezmeme v potaz, že firma je ve fázi rozvoje, lze předpokládat, že tržní podíl bude v následujících letech mírně růst.

Tab. 20 Vývoj a prognóza tržního podílu podniku XY

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržní podíl	0,04%	0,05%	0,06%	0,06%	0,07%	0,08%	0,09%	0,10%	0,10%

Zdroj: vlastní zpracování

Podle tendencí vývoje a zhodnocení strategické analýzy, lze u podniku XY v rámci své strategie a konkurenční výhody očekávat zvýšení tržního podílu. V roce 2019 se předpokládá stabilizace a následné udržení zvyšujícího podílu.

### 9.2.4 SWOT analýza

Analýzou vnitřního prostředí lze vybrat faktory, které ovlivňují silné a slabé stránky podniku. Analýzou vnějšího prostředí lze vyvodit příležitosti a hrozby. Shrnutím těchto klíčových faktorů vzniká matice SWOT, která je v následující tabulce. Z matice lze vyvodit dílčí strategie, kterými by se měl podnik řídit, aby si zlepšil, nebo alespoň udržel, svou pozici.

Tab. 21 SWOT analýza

Silné stránky - STRENGTHS	Slabé stránky - WEAKNESSES
upevňující se pozice na trhu	úzký okruh odběratelů
širší sortimentu a kvalita výrobků	nedostatky v likviditě
technologické vybavení	nízká rentabilita
Příležitosti - OPPORTUNITIES	Hrozby - TREATS
zvyšující se zájem o přírodní materiály	substituce dřeva
nízké náklady na cizí zdroje	konkurence
získání dotací	pokles ekonomiky

Zdroj: vlastní zpracování

Pomocí silných stránek lze využít příležitostí na trhu. Širokou nabídkou sortimentu a kvalitními výrobky může podnik využít zájmu o přírodní materiály. Pokud podnik získá dotaci, může ještě více rozšířit svůj technologický park.

Využitím příležitosti lze snížit či odstranit slabé stránky. Pokud je zvyšující zájem o přírodní materiály, správným marketingem by podnik mohl získat další možné odběratele. Získáním dotací by si vylepšil svou likviditu.

Využitím silných stránek odvrátí hrozby. Pevnou pozicí na trhu bude silným hráčem pro ostatní konkurenty. Kvalitní výrobky nebude třeba substituovat.

Odstraněním slabých stránek se podnik může vyhnout ohrožení. Rozšířením okruhu odběratelů se sníží hrozba konkurence. Zlepšením likvidity se sníží hrozba bankrotu v době recese.

### 9.3 Prognóza tržeb

Na základě analýzy relevantního trhu jsme zjistili 53 % atraktivitu trhu a na základě analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku jsme zjistili 68 % konkurenční sílu. Strategickou analýzou byla prokázána podmínka nepřetržitého trvání podniku (Going Concern). Dále na základě odborných odhadů a propočtů byly stanoveny tržby oceňovaného

podniku v jednotlivých prognózovaných letech. Tempo růstu tržeb bylo zjištěno podle následujícího vzorce:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} * \text{Index změny tržního podílu}) - 1 \quad (21)$$

Tab. 22 Prognóza tržeb podniku XY

	Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl XY	Tempo růstu XY	Tržby XY (tis. Kč)
Skutečnost	2011	64 528 494		0,04%		24 202
	2012	62 331 977	-3,4%	0,05%	22,1%	29 562
	2013	63 766 274	2,3%	0,06%	20,2%	35 535
	2014	66 598 488	4,4%	0,07%	15,6%	41 093
	2015	69 928 500	5,0%	0,07%	12,6%	46 275
<b>Průměrné tempo</b>			<b>2,1%</b>		<b>17,7%</b>	
Prognóza	2016	72 665 000	3,9%	0,08%	17,8%	54 499
	2017	75 313 000	3,6%	0,09%	18,8%	64 769
	2018	77 915 000	3,5%	0,10%	19,1%	77 136
	2019	80 579 000	3,4%	0,10%	18,0%	91 054
<b>Průměrné tempo</b>			<b>3,6%</b>		<b>18,4%</b>	

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2018 dosáhlo tempo růstu podniku XY maxima, což je důsledek růstu HDP, pak se tempo růstu zpomaluje, stejně jako predikované tempo růstu ekonomiky. V roce 2019 tempo klesne i vlivem předpokladu stabilizace tržního podílu podniku XY.

#### 9.4 Zhodnocení strategické analýzy

Z provedené analýzy všech vnějších a vnitřních faktorů ovlivňující podnik XY můžeme shledat vývoj budoucí činnosti podniku jako pozitivní, tím podnik splňuje předpoklad nepřetržitého trvání. Nepřetržité trvání podniku je předpokladem ke stanovení ocenění a z tohoto důvodu bylo možné provést predikci tržeb. Vývoj relevantního trhu koreloval s vývojem HDP, proto byla predikce tržeb relevantního trhu vypočítána dle prognózy vývoje HDP. Vývoj tržeb relevantního trhu byl pak podkladem pro určení dalšího vývoje tržeb podniku XY.

Toto jsou důvody, proč je strategická analýza klíčová pro ocenění. Úkolem bylo určit, vyčlenit, analyzovat a prognózovat vnitřní i vnější faktory.

Dle výsledků provedené prognózy si podnik XY udrží relativní tržní podíl v daném odvětví CZ-NACE 16.2 a bude mírně růst. Růst výkonnosti podniku je omezen velikostí trhu. Podnik má nadprůměrné konkurenční postavení, dosáhl 53 % atraktivitu trhu – atraktivita se pohybuje lehce nad průměrem.

Konkurenční síla podniku XY tkví v komplexních produktech, které jsou poskytovány na míru. Podnik dosahuje 68 % konkurenční síly.

Vnější faktory byly určující pro vymezení relevantního trhu. Podnikatelské prostředí by nemělo, dle indikací, nijak významně ovlivnit provoz podniku.

## 10 ROZDĚLENÍ MAJETKU NA PROVOZNĚ NUTNÝ A NENUTNÝ

### 10.1 Provozně nutná a nenutná aktiva

V této části rozdělíme aktiva oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná.

Dlouhodobým nehmotným majetkem podnik XY nedisponuje. Samostatné movité věci jako výrobní zařízení, automobily a strojní zařízení jsou považovány za provozně nutné. Zásoby, přesto že jsou v tak vysoké hodnotě, jsou nutné pro provoz a není důvod jejich výši upravovat. Krátkodobé pohledávky jsou pohledávky z obchodního styku, nejsou nedobytné ani po splatnosti, proto budou také ponechány v původní výši. U krátkodobého finančního majetku se budeme držet doporučené hodnoty okamžité likvidity ve výši 20 %. Podnik XY dosahoval hodnot 7 – 16 %, tím pádem nebudeme tuto položku aktiv korigovat. Položka časového rozlišení souvisí s hlavním provozem podniku, tím pádem patří mezi provozně nutná aktiva.

### 10.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný dopočítáme provozně nutný investovaný kapitál. Ten se skládá ze součtu:

- a) provozně nutného dlouhodobého majetku = součet dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku,
- b) provozně nutného pracovního kapitálu = zásoby + pohledávky + provozně potřebné peněžní prostředky vymezené okamžitou likviditou + časové rozlišení aktivní – krátkodobé neúročené závazky – časové rozlišení pasivní.

Tab. 23 Provozně nutný investovaný kapitál (tis. Kč)

Položka	2011	2012	2013	2014	2015
+ Dlouhodobý hmotný majetek	3 417	4 544	4 947	5 471	5 187
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>3 417</b>	<b>4 544</b>	<b>4 947</b>	<b>5 471</b>	<b>5 187</b>
+ Zásoby	4 496	8 195	10 951	10 880	10 623
+ Pohledávky	1 129	1 842	2 102	1 794	2 643
+ Provozně nutná výše peněz	484	558	969	952	1 244
+ Ostatní aktiva (ČRA)	147	94	31	96	35
- Krátkodobé závazky	3 817	8 402	10 809	8 722	8 260
- Ostatní pasiva (ČRP)	3	93	15	680	409
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>2 436</b>	<b>2 194</b>	<b>3 229</b>	<b>4 320</b>	<b>5 876</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>5 853</b>	<b>6 738</b>	<b>8 176</b>	<b>9 791</b>	<b>11 063</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Pracovní kapitál můžeme chápat jako tu část oběžných aktiv, která je financována formou dlouhodobého vlastního i cizího kapitálu. Jako neúročené závazky byly odečteny veškeré krátkodobé závazky, protože se jedná o závazky z obchodních vztahů, závazky vůči zaměstnancům, pojišťovnám a státu, u kterých bychom obtížně zjišťovali náklady.

### 10.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný výsledek hospodaření je výsledek hospodaření, který byl vygenerován provozně nutným investovaným kapitálem. Protože za sledované období nebyly žádné tržby ani zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, ani nebyly v nákladech odpisy majetku nesloužícího k hlavnímu podnikání, ani za dané období nebyly výnosy z cenných papírů, výsledek hospodaření není třeba upravovat. Tím pádem se korigovaný výsledek hospodaření rovná provoznímu výsledku hospodaření z výkazu zisku a ztrát.

Tab. 24 Korigovaný výsledek hospodaření (tis. Kč)

<b>Položka</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	813	1 005	1 310	1 620	1 966

Zdroj: vlastní zpracování

## 11 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

### 11.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pomocí analýzy generátorů hodnoty získáme zasvěcenější pohled na několik základních podnikohospodářských veličin, které udávají určitou hodnotu podniku. Prognóza generátorů by měla tvořit kostru pro následný finanční plán.

#### 11.1.1 Tržby

Prognóza tržeb byla stanovena v části strategická analýza a to dopočítáním vývoje tržního podílu podniku XY od předpokládaného vývoje relevantního trhu.

Tab. 25 Vývoj a prognóza tržeb a tempo růstu

Rok	Tržby XY (tis. Kč)	Tempo růstu XY	Průměrné tempo růstu
2011	24 202		17,70%
2012	29 562	22,1%	
2013	35 535	20,2%	
2014	41 093	15,6%	
2015	46 275	15,6%	
2016	54 499	17,8%	18,40%
2017	64 769	18,8%	
2018	77 136	19,1%	
2019	91 054	18,0%	

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné tempo růstu minulého období bylo 17,7 % a dopočet průměrného tempa růstu na roky 2016 – 2019 bylo stanoveno v rámci prognózy na 18,4 %.

#### 11.1.2 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marži vypočteme jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) dopočteného v minulé části a tržeb. Z praktických důvodů přičteme ke korigovanému provoznímu výsledku hospodaření odpisy, protože odpisy budeme analyzovat a prognózovat spolu s investicemi do dlouhodobého majetku.

Prognóza ziskové marže bude stanovena pomocí metody prognózování shora a metody prognózování zdola. Poté budou prognózy porovnány a sladovány.

### Analýza a prognóza ziskové marže shora

Tato prognóza je považována za základní. Vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na základě zdůvodněného vývoje navazuje budoucnost.

Tab. 26 Analýza a prognóza ziskové marže shora

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>KPVH před odpisy</b>	947	1 265	2 061	2 710	2 976	3 542	4 275	5 130	6 101
<b>Průměrné tempo růstu</b>	33,1%					19,7%			
<b>Zisková marže</b>	3,91%	4,28%	5,80%	6,59%	6,43%	6,50%	6,60%	6,65%	6,70%

Zdroj: vlastní zpracování

Zisková marže vykazovala rostoucí tendence. Vzhledem k tomu, že v rámci strategické analýzy bylo zjištěno, že firma dosáhla 68% úspěšnosti, především díky kvalitě a sortimentu nabízených výrobků včetně servisu, dále díky kvalitě managementu a výkonného personálu, předpokládá se i nadále mírně rostoucí tendence.

### Analýza a prognózování ziskové marže zdola

V této části se analýza minulých položek nákladů a výnosů doplní o analýzu hlavních faktorů, které na marži působily. Výsledkem pak bude prognóza ziskové marže a prognóza nákladových položek, která bude podkladem plánované výsledovky.

Analýza minulého vývoje nám udává procentní podíl jednotlivých položek na tržbách. Stejný způsob použijeme při predikci, přičemž některé položky budou stanoveny odborných odhadem.

Tab. 27 Analýza ziskové marže zdola za minulost

Podíly z tržeb	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Přidaná hodnota</b>	8,86%	15,70%	21,82%	25,43%	29,53%
<b>Osobní náklady</b>	4,85%	11,22%	15,75%	18,21%	22,59%
<i>z toho Mzdové náklady</i>	3,55%	8,50%	11,71%	13,49%	16,86%
<i>Náklady na soc. zabezpečení</i>	1,30%	2,72%	4,04%	4,72%	5,73%
<b>Daně a poplatky</b>	0,02%	0,02%	0,03%	0,03%	0,02%
<b>Ostatní provozní náklady</b>	0,08%	0,18%	0,24%	0,60%	0,49%

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza hlavních provozních nákladových položek vycházela z tržeb. Jelikož podnik XY má tržby jen výrobní činnosti, vycházelo se z položky výkony z výkazu zisků a ztráty.



Tab. 28 Prognóza ziskové marže zdola

Podíly z tržeb	2016	2017	2018	2019
<b>Výkony</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>Výkonová spotřeba</b>	65,00%	64,00%	63,00%	63,00%
<b>Přidaná hodnota</b>	35,00%	36,00%	37,00%	37,00%
<b>Osobní náklady</b>	28,16%	29,06%	30,01%	29,96%
<i>z toho Mzdové náklady</i>	20,86%	21,53%	22,23%	22,19%
<i>Náklady na soc. zabezpečení</i>	7,30%	7,53%	7,78%	7,77%
<b>Daně a poplatky</b>	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
<b>Ostatní provozní náklady</b>	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%

Zdroj: vlastní zpracování

Výše výkonů je dána ze strategického plánování. Podíl výkonové spotřeby se stabilizoval okolo 64 % z hodnoty tržeb. Průměrné tempo růstu výkonové spotřeby se zrychlilo a to z 10,3 % na 15,2 %. Osobní náklady mají rostoucí trend, ale vzhledem k tomu, že se mzdové ohodnocení ustálilo, neočekává se další zvyšování mezd, než jaké bude legislativou stanoveno. Tempo růstu osobních nákladů se tedy zpomalilo. Položka daně je tvořena silniční daní, v minulém období tvořila 0,02 % z tržeb, pro plánované období byla procentní výše daní a poplatků ponechána na stejné úrovni. Výše ostatních provozních nákladů minulého období byla zprůměrována a tento průměr byl použit pro predikované období, protože lze jen stěží predikovat. S tvorbou rezerv a opravných položek firma pro následující roky nepočítá.

Tab. 29 Prognóza ziskové marže zdola

Tis. Kč	2016	2017	2018	2019
<b>Výkony</b>	54 499	64 769	77 136	91 054
<b>Výkonová spotřeba</b>	35 426	41 452	48 596	57 364
<b>Osobní náklady</b>	15 347	18 822	23 149	27 281
<b>Ostatní náklady</b>	184	220	261	309
<b>KPVH před odpisy</b>	3 542	4 275	5 130	6 100
<b>Zisková marže</b>	6,50%	6,60%	6,65%	6,70%

Zdroj: vlastní zpracování

Závěrečným krokem jsme si ověřili správnost předchozích odhadů a výpočtů. Po sladění prognózy shora a zdola jsme získali u prognózy zdola dopočtem stejný korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy jako u prognózy shora.

### 11.1.3 Pracovní kapitál

Dalším významným generátorem je pracovní kapitál. Nejedná se o klasický pracovní kapitál, jak ho známe z finanční analýzy, ale o kapitál upravený o neúročný cizí kapitál a kapitál v provozně nutném rozsahu. Výchozím bodem bude analýza jednotlivých položek ve vztahu k celkovým tržbám. Na základě analýzy doby obratu prognózuje budoucí ukazatele.

#### Zásoby

Jak již bylo řešeno ve finanční analýze, doba obratu dosahuje vysokých hodnot a to i ve srovnání s konkurencí. Ale právě v šíři nabízených produktů má podnik XY konkurenční výhodu. Navíc zásoby jsou v patřičné hodnotě dle uzavřených kontraktů. Poměr materiálu, nedokončené výroby nebo výrobků je irelevantní, je to ovlivněno pracovním postupem a technologickou náročností. Od roku 2013 se snižovala doba obratu a od roku 2016 je v plánu udržovat stabilní výši vzhledem k tržbám.

Tab. 30 Doba obratu zásob (ve dnech)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	67,8	101,2	112,5	96,6	83,8	80,0	80,0	81,0	81,0
Z toho									
<i>materiál</i>	25,1	13,8	9,8	38,6	35,1	32,0	32,0	33,0	33,0
<i>nedokončená výroba</i>	42,7	87,4	102,7	48,9	40,4	40,0	40,0	40,0	40,0
<i>výrobky</i>	0,0	0,0	0,0	9,2	8,3	8,0	8,0	8,0	8,0

Zdroj: vlastní zpracování

#### Pohledávky za odběrateli

V rámci hodnocení doby obratu předčí podnik XY své konkurenty. Podnik neplánuje změny prodejních podmínek, a proto předpokládá zachování dvaceti dnů doby obratu vztaheno k plánovaným tržbám.

Tab. 31 Doba obratu pohledávek (ve dnech)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pohledávky za odběrateli	17,0	22,7	21,6	15,9	20,8	20,0	20,0	20,0	20,0

Zdroj: vlastní zpracování

### Neúročené závazky

U závazků lze vidět silnou vyjednávací pozici vůči dodavatelům. Doba obratu z obchodního styku postupně rostla. Další prodlužování by nemělo nastat, pro predikované období je ponechána doba obratu ve stejné výši v roce 2015. Taktéž u doby obratu u závazků k zaměstnancům a závazků ze sociálního zabezpečení se nepřepokládá prodlužování vzhledem k tomu, že další růst mezd není v plánu. Doba obratu daňových závazků byla stanovena na úrovni průměru minulého období. U těchto položek závazků není důvod předpokládat výrazné změny.

Tab. 32 Doba obratu neúročných závazků (ve dnech)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé závazky celkem	57,6	103,7	111,0	77,5	65,2	62,4	62,4	62,4	62,4
z obchodního styku	51,0	90,0	100,7	52,8	48,2	48,0	48,0	48,0	48,0
k zaměstnancům	3,5	3,0	3,9	4,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
ze soc. zabezpečení	1,9	3,7	3,8	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
stát - daňové závazky	1,2	7,1	2,5	17,3	10,0	7,5	7,5	7,5	7,5

Zdroj: vlastní zpracování

### Krátkodobý finanční majetek

V souladu s rozdělením majetku na provozně potřebný a nepotřebný jsou všechny peněžní prostředky do roku 2015 považovány za potřebné k zajištění provozu. Na základě odhadnutých dob obratu ve dnech byla ponechána provozně potřebná výše peněžních prostředků na úrovni 20 % krátkodobých závazků.

### Pracovní kapitál

Nyní dopočítáme hodnoty zásob, pohledávek a závazků pomocí predikovaných dob obrátů ve vztahu k predikovaným tržbám. Peněžní prostředky jsou ponechány na úrovni 20 % krátkodobých závazků. Položka časové rozlišení aktivní i pasivní je ponechána na úrovni posledního analyzovaného období.

Dopočítanou položku upraveného pracovního kapitálu porovnáme s růstem tržeb daného období. Dostaneme tak koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu. Tato náročnost se nepatrně snížila v predikovaném období vzhledem k minulému analyzovanému období. Lze tak vidět rychlejší růst tržeb vůči pracovnímu kapitálu.

Tab. 33 Koefficient náročnosti růstu tržeb na PK

Tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Zásoby</b>	4496	8195	10951	10880	10623	11945	14196	17118	20207
<b>Pohledávky</b>	1129	1842	2102	1794	2643	2986	3549	4227	4989
<b>Peněžní prostředky provozně nutné</b>	484	558	969	952	1244	1863	2215	2637	3113
<b>ČRA</b>	147	94	31	96	35	35	35	35	35
<b>Krát. závazky</b>	3817	8402	10809	8722	8260	9317	11073	13187	15566
<b>ČRP</b>	3	93	15	680	409	409	409	409	409
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	2436	2194	3229	4320	5876	7104	8513	10421	12369
<b>Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.</b>	15,6%					14,5%			

Zdroj: vlastní zpracování

#### 11.1.4 Investice do dlouhodobého majetku

Jedná se o investice do dlouhodobého majetku, který je provozně nutný. Zároveň to je poslední část strategického finančního plánování. V této části je vypočítána investiční náročnost v letech 2011 – 2015 a to jako poměr změny investic v rámci netto hodnoty vůči přírůstku tržeb. Přírůstek tržeb za toto analyzované období byl 22 073 tis. Kč.

Tab. 34 Koefficient investiční náročnosti (tis. Kč)

Samostatné movité věci	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Stav majetku ke konci roku</b>	3 417	4 544	4 947	5 471	5 187
<b>Odpisy</b>		260	751	1 090	1 010
<b>Zůstatková hodnota prodaného zařízení</b>	0	0	0	0	0
<b>Investice netto</b>		1 127	403	524	-284
<b>Investice brutto</b>		1 387	1 154	1 614	726
<b>Investiční náročnost růstu tržeb 2011-2015</b>	<b>8,0%</b>				

Zdroj: vlastní zpracování

Oceňovaný podnik nemovitosti ani stavby nevlastní. Koefficient investiční náročnosti je proto počítán jen u položky samostatné movité věci. Investiční náročnost byla vypočítána na hodnotu 8 %.

Plánovaný přírůstek tržeb pro predikované období je 44 779 tis. Kč. Podnik XY teprve nedávno pořídil veškerý potřebný dlouhodobý majetek, pro roky 2016 – 2018 žádné další investice neplánuje. Na rok 2019 podnik plánuje pořízení dalšího dřevoobráběcího stroje.

Odhad není porovnán s investičním koeficientem obdobných podniků ani není brán v potaz dosavadní investiční koeficient. Odhad investičního majetku pro budoucí období je ponechán jen na odhadu managementu a to jen ve výši udržovacích investic – 100 tis. Kč na každý plánovaný rok a do roku 2019 je zakomponovaná plánovaná investice. Výsledný plánovaný koeficient investiční náročnosti tak klesne oproti minulosti.

Tab. 35 Výsledný odhad investic dle managementu

Majetek v tis. Kč	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2016-2019
Nehmotný majetek	0
Stavby	0
Samostatné movité věci	700
<b>Celkem</b>	<b>700</b>
<b>Výsledný koeficient náročnosti růstu tržeb na investice:</b>	<b>1,6%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě investičního koeficientu je sestaven podrobný plán dlouhodobého majetku včetně odpisů. Původní odpisy jsou převzaty z původních výkazů, nové odpisy jsou určeny jako lineární. U položky samostatné movité věci je doba odepisování stanovena na 6 let.

Tab. 36 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019	Celkem
<b>Odpisy</b>	1 010	1 010	1 195	1 411	1 663	
<b>Zůstatková hodnota</b>	5 187	5 287	5 387	5 487	5 887	
<b>Celkové investice netto</b>	-284	100	100	100	400	700
<b>Celkové investice brutto</b>	726	1 110	1 295	1 511	2 063	5 978

Zdroj: vlastní zpracování

### 11.1.5 Rentabilita investovaného kapitálu

Po prognóze investic a odpisů je možné dopočítat korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani, ziskovou marži a tempo růstu KPVH. Očekává se neměnná daňová sazba 19 %. Zisková marže nadále poroste a tempo růstu KPVH se vlivem potřeby provozně nutné kapitálu zpomalí.

Tab. 37 KPVH a zisková marže po odpisech a po dani

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani (tis. Kč)</b>	659	814	1 061	1 312	1 592	2 051	2 495	3 012	3 595
<b>Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani</b>	2,72 %	2,75 %	2,99 %	3,19 %	3,44 %	3,76 %	3,85 %	3,90 %	3,95 %
<b>Tempo růstu KPVH po odpisech a dani</b>	<b>24,70%</b>					<b>22,60%</b>			

Zdroj: vlastní zpracování

Obrat investovaného kapitálu provozně nutného poměrně vzroste, což ovlivní rentabilitu investovaného kapitálu. Na rentabilitu investovaného kapitálu má ovšem pozitivní vliv rostoucí tržby podniku XY, které vstupují do rentability v podobě ziskové marže.

Tab. 38 Investovaný kapitál a jeho rentabilita

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12. v tis. Kč</b>	5853	6738	8176	9791	11063	12391	13900	15908	18256
<b>Obrat investovaného kapitálu provozně nutného</b>	x	5,05	5,27	5,03	4,73	4,93	5,23	5,55	5,72
<b>Rentabilita investovaného kapitálu (%)</b>	x	13,91	15,75	16,05	16,26	18,54	20,13	21,67	22,60

Zdroj: vlastní zpracování

## 11.2 Sestavení komplexního finančního plánu

Na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty máme naplánovány stěžejní položky hlavního provozu podniku, které budou zásadním způsobem ovlivňovat hodnotu podniku XY. Nyní k plánovaným generátorům doplníme plánované hodnoty některých méně významných položek, případně položek nesouvisejících s hlavním provozem podniku.

### 11.2.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Na základě předchozích prognóz a výpočtů jsou zkompletovány náklady a výnosy z hlavní činnosti provozní činnosti. Je dopočítána přidaná hodnota a korigovaný provozní výsledek hospodaření po započtení ostatních provozních nákladů.

Tab. 39 Hlavní činnost – N a V spojené s provozním majetkem

Položka v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Výkony</b>	46 275	54 499	64 769	77 136	91 054
<b>Výkonová spotřeba</b>	32 611	35 424	41 452	48 596	57 364
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>13 664</b>	<b>19 075</b>	<b>23 317</b>	<b>28 540</b>	<b>33 690</b>
<b>Osobní náklady</b>	10 453	15 347	18 822	23 149	27 281
<b>Daně a poplatky</b>	9	12	15	17	21
<b>Odpisy</b>	1 010	1 010	1 195	1 411	1 663
<b>Ostatní provozní náklady</b>	226	172	205	244	288
<b>Korigovaný provozní VH</b>	<b>1 966</b>	<b>2 532</b>	<b>3 080</b>	<b>3 719</b>	<b>4 438</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Vzhledem k tomu, že firma nevlastní žádný dlouhodobý majetek, nebyly finanční náklady ani výnosy plánovány. Podnik ani nepočítá s prodejem majetku. Proto byl výkaz zisku a ztrát doplněn o nákladové úroky z dlouhodobých úvěrů. Jeden úvěr byl splacen v průběhu roku 2015, druhý úvěr bude splacen k 15.1.2020 a třetí úvěr bude splacen k 15.3.2020.

Tab. 40 Vedlejší činnost – náklady na cizí kapitál

Položka v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Nákladové úroky</b>	238	196	196	196	196

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je spočten celkový výsledek hospodaření před daní, dopočtena daň ve výši 19 % základu daně. Konečný výsledek hospodaření po dani je výchozím determinantem pro plánování výkazu cash flow.

Tab. 41 Celkový výsledek hospodaření

Položka v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Mimořádný VH před daní</b>	0	0	0	0	0
<b>Celkový VH před daní</b>	1 715	2 337	2 884	3 523	4 242
<b>Daň</b>	178	444	548	669	806
<b>HV za účetní období po dani</b>	1 537	1 893	2 336	2 854	3 436

Zdroj: vlastní zpracování

### 11.2.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

V této části budeme plánovat výkaz peněžních toků z oblasti, která se týká provozní činnosti, a z oblasti, která se týká neprovozní činnosti. Vycházíme z hodnoty stavu peněžních

prostředků na počátku roku 2015, který je dán z výkazů oceňovaného podniku. Pro zjišťování plánovaných peněžních toků je použita nepřímá metoda.

Tab. 42 Peněžní tok z provozního majetku

Položka v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Stav peněžních prostředků na poč. období</i>	<b>952</b>	<b>1 244</b>	<b>2 429</b>	<b>3 607</b>	<b>4 876</b>
<b>1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU</b>					
Korigovaný provozní VH (KPVHd)	1 966	2 532	3 080	3 719	4 438
Daň připadající na kor. VH (d x KPVHd)	374	481	585	707	843
Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)	1 592	2 051	2 495	3 12	3 595
Úpravy o nepeněžní operace	1 010	1 010	1 195	1 411	1 663
Odpisy DHM (provozně nutného)	1 010	1 010	1 195	1 411	1 663
Změna zůstatků rezerv	0	0	0	0	0
Úpravy OA (provozně nutných)	-1 264	-608	-1 058	-1 485	-1 472
Změna stavu pohledávek	-788	-343	-563	-678	-763
Změna stavu krátkodobých závazků	-733	1 057	1 756	2 114	2 379
Změna stavu zásob	257	-1 322	-2 251	-2 922	-3 089
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>	<b>1 338</b>	<b>2 453</b>	<b>2 632</b>	<b>2 938</b>	<b>3 786</b>
<b>2) INVESTIČNÍ ČINNOST</b>					
Nabytí DHM (provozně nutného)	-726	-1 110	-1 295	-1 511	-2 063
<b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b>	<b>-726</b>	<b>-1 110</b>	<b>-1 295</b>	<b>-1 511</b>	<b>-2 063</b>
<b>CF Z PROVOZNÍHO MAJ. CELKEM</b>	<b>612</b>	<b>1 343</b>	<b>1 337</b>	<b>1 427</b>	<b>1 723</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Východím bodem je korigovaný provozní výsledek hospodaření z předchozího plánovaného výkazu zisku a ztrát. Ten je zdaněn daní z příjmu ve výši 19 %. Z provozní části výsledovky jsou dále převzaty odpisy a z plánu provozně nutného pracovního kapitálu jsou dopočítány meziroční změny zásob, pohledávek, krátkodobých závazků a časového rozlišení. V plánovaných letech je vidět rostoucí kladný cash flow z provozní činnosti, což je nejdůležitější část cash flow pro podnik jako celek.

Tab. 43 Náklady na cizí kapitál z provozního majetku

Položka	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Platba nákladových úroků</b>	<b>-238</b>	<b>-196</b>	<b>-196</b>	<b>-196</b>	<b>-196</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Tato položka nákladů má od roku 2016 konstantní výši, v roce 2020 bude úvěr splacen z provozního cash flow, který je generován v dostatečné výši.



Tab. 44 Peněžní tok z neprovozního majetku

Položka v tis. Kč	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	183	37	37	37	37
<b>CF Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM</b>	183	37	37	37	37

Zdroj: vlastní zpracování

Tento tok je dán rozdílem daně z výsledovky a daně vypočítané z KPVH. V případě podniku XY je rozdíl dán úsporou daní z platby nákladových úroků.

Tab. 45 Peněžní tok z finanční činnosti

Položka v tis. Kč	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Změna stavu dlouhodobých závazků	-265	0	0	0	0
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	-253	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých bank. úvěrů	-12	0	0	0	0
<b>CF Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM</b>	-265	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Peněžní tok z finanční činnosti je ovlivněn doplacením části úvěrů. V roce 2015 je proto záporný peněžní tok. Podíly na zisku vypláceny nejsou.

Tab. 46 Peněžní tok celkem

Položka v tis. Kč	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
<b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>	292	1 185	1 178	1 268	1 564
<b>Stav peněžních prostředků na konci období</b>	<b>1 244</b>	<b>2 429</b>	<b>3 607</b>	<b>4 876</b>	<b>6 440</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Celkový peněžní tok má vzrůstající charakter a stav peněžních prostředků na konci období je kladný. Vzniká tak volný finanční kapitál, kterým se uhradí dlouhodobé úvěry, a které mohou být dále investovány nebo vypláceny jako podíly na zisku.

### 11.2.3 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha vzešla z analýzy a prognózy generátorů hodnot a cash flow. V případě správných propočtů a prognóz se celková suma aktiv a pasiv rovná. Podnik neočekává v budoucnosti změnu základního kapitálu. Výsledek hospodaření běžného období převzatý z plánovaného výkazu zisku a ztrát má rostoucí hodnotu. Kladnými přebytky hodlá podnik zaplatit bankovní úvěry a snížit tak své zadlužení. Plánovaná rozvaha je součástí této práce v příloze č. P VIII.

## 12 OCENĚNÍ PODNIKU

Tato práce je zaměřená na ocenění podniku výnosovou metodou. Poté, co jsou k dispozici výsledky finanční analýzy, strategické analýzy a zdůvodněného kompletní finančního plánu, je možné začít se samotným oceňováním. Nejdříve jsou stanoveny náklady na vlastní kapitál, kterými jsou diskontovány očekávané výnosy na současnou hodnotu. Následuje vymezení provozně nutného investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Poté je stanovena hodnota podniku metodou diskontovaných peněžních toků, kapitalizovaných čistých výnosů a metodou ekonomické přidané hodnoty.

### 12.1 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) je považován za základní způsob ocenění. Vychází z diskontovaných peněžních toků, které udávají hodnotu podniku jako celku – neboli hodnota brutto. Následně je odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění. Tím je získána hodnota vlastního kapitálu – neboli hodnota netto.

#### 12.1.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou dány úrokovou sazbou krátkodobých a především dlouhodobých úvěrů. Krátkodobý úvěr má podobu kontokorentního úvěru u Komerční banky se sazbou kolem 4 %. Dlouhodobé úvěry jsou dva na provozní účely od Komerční banky se sazbou kolem 5 %. Splatnost úvěrů je stanovena na rok 2020. Další čerpání nebo navyšování úvěrů nemá oceňovaný podnik v plánu.

Průměrné náklady na cizí kapitál jsou ve výši průměru z těchto dvou sazeb **5 %**.

#### 12.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Obecně platí, že vlastní kapitál je dražší než cizí kapitál. U stanovení nákladů na vlastní kapitál je nutné použít více metod výpočtu, aby nedošlo ke zkreslení výsledné hodnoty. Náklady jsou vypočteny podle metody CAPM, stavebnicovou metodou a odvozením nákladů z cizího kapitálu. Výsledky metod jsou zprůměrovány.

#### Metoda CAPM

Tento model je základním modelem pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Náklady vlastního kapitálu jsou dány vztahem očekávané bezrizikové výnosnosti, která je přičtena k součtu prémie za tržní riziko s koeficientem  $\beta$ :

$$N_{vk} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad (22)$$

$N_{VK}$  = náklady na vlastní kapitál

$r_f$  = bezriziková úroková míra

$R_m$  = očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$\beta$  = koeficient Beta

Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě výnosnosti desetiletých státních dluhopisů, která je v současné době 0,45 %. (Česká národní banka, ©2016) Prémie za tržní riziko je podle profesora Damodarana dána hodnocením ratingové agentury. Tvoří ji rozdíl střední očekávané výnosnosti kapitálového trhu a bezrizikové úrokové míry a je stanovena ve výši 7,05 %. (Damodaran Online, 2016) Koeficient  $\beta$  vyjadřuje citlivost akcie podniku vůči celkovému trhu. Protože podnik XY není obchodován na kapitálovém trhu, je použit náhradní způsob odhadu  $\beta$  koeficientu. Koeficient  $\beta$  je možné stanovit několika způsoby. Nejvhodnější je metoda analogie, kdy přepočteme  $\beta$  nezadluženého podniku na  $\beta$  podniku zadluženého, protože podnik XY využíval cizího kapitálu k financování své činnosti. Nezadlužená  $\beta$  dřevozpracujícího průmyslu zjištěná ze stránek profesora Damodarana je 0,87. (Damodaran Online, 2016)

$$\beta_Z = \beta_N * \left( 1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (23)$$

Na základě vzorečku č. 23 má  $\beta$  zadlužená hodnotu 1,28 a mohou být spočteny náklady vlastního kapitálu.

Tab. 47 Stanovení nákladů VK metodou CAPM

Bezriziková úroková míra	0,45%
Prémie za tržní riziko	7,05%
Beta nezadlužená	0,87
Beta zadlužená	1,28
<b>Náklady na vlastní kapitál</b>	<b>9,65%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Damodaran Online, 2016

Náklady vlastního kapitálu metodou CAPM s použitím náhradního odhadu koeficientu  $\beta$  činí 9,65 %.

**Komplexní stavebnicová metoda**

Při tomto výpočtu použijeme 30 faktorů rizika v členění na obchodní a finanční riziko, kdy jednotlivým rizikovým faktorům je dána váha. Riziko X je odstupňováno od 1 do 4. Bezriziková výnosová míra  $r_f$  je zvolena dle výnosnosti 10letých státních dluhopisů českého kapitálového trhu ve výši 0,5 % dle Patria Finance(©2016). Koeficient  $a$  je dán vzorečkem:

$$a = \sqrt[4]{\frac{30}{0,5}} = 2,857 \quad (24)$$

kde 30 představuje maximální náklad vlastního kapitálu a 0,5 je bezriziková výnosová míra. Maximální riziková přírážka tedy je 30 % - 0,5 % = 29,5 %. Čtvrtá odmocnina jsou čtyři stupně rizika. Celkový počet faktorů ( $n$ ) je 29. V následující tabulce je výpočet rizikových přírážek pro jednotlivé stupně rizika – propočteno na 1 dílčí faktor.

Tab. 48 Stanovení rizikové přírážky

<b>X - stupeň rizika</b>	<b><math>a^x</math></b>	<b><math>z</math> (= <math>a^x - 1</math>)</b>	<b>RP pro 1 faktor (= <math>z \cdot r_f/n</math>)</b>
1 Nízké riziko	2,857	1,857	0,026%
2 Přiměřené riziko	8,165	7,165	0,101%
3 Zvýšené riziko	23,331	22,331	0,316%
4 Vysoké riziko	66,667	65,667	0,929%

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka, 2011 a, s. 242

Podrobnější analýza faktorů ovlivňujících riziko je obsahem přílohy P. Následující tabulka je výsledek hodnocení rizik. K bezrizikové výnosové míře je přičteno obchodní riziko, finanční riziko a zároveň je zohledněna prémie za menší společnost – tak jako u modelu CAPM. Vzhledem k tomu, že obchodní riziko má v tomto stanovení nákladů větší váhu, je obchodní riziko téměř ve stejné výši jako finanční riziko.

Tab. 49 Stanovení nákladů VK kompletní stavebnicovou metodou

Bezriziková výnosová míra	0,45%
Obchodní riziko	3,20%
Finanční riziko	3,12%
<b>Riziková prémie celkem</b>	<b>6,32%</b>
Prémie za menší společnost	2,00%
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>8,77%</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 250

**Alternativní náklady na kapitál v odvětví**

V dokumentu Panorama zpracovatelského průmyslu zpracovaného Ministerstvem průmyslu a obchodu lze najít alternativní náklady na vlastní kapitál dřevozpracovatelského průmyslu za minulá období, která jsou zobrazeny v následující tabulce. Z těchto nákladů jednotlivých let je vypočítán vážený průměr, kdy největší váhu získalo poslední uvedené období. Alternativní náklady odvětví jsou zatím nejdražší z analyzovaných metod. (MPO, ©2016)

Tab. 50 Alternativní náklady VK odvětví

Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vážený průměr
<b>Alternativní náklad na VK (%)</b>	22,25	25,04	19,88	21,46	18,92	21,68	21,08	<b>21,07%</b>
<b>Váha</b>	1	2	3	4	5	6	7	

Zdroj: vlastní zpracování

**Výsledné stanovení nákladů na vlastní kapitál**

V následující tabulce je stanovena výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál vypočítaná jako vážený průměr. Největší váha je dána modelu CAPM, v praxi se tato metoda stanovení nákladů používá nejvíce. Menší váha je přiřazena odhadu pomocí stavebnicové metody, která je podložena spíše odborným názorem, ale je hodnocen přímo podnik samotný. Nejmenší váha je dána odhadu pomocí nákladů odvětví, kdy byly zjištěny informace na stránkách Ministerstva obchodu a průmyslu. Jsou to historická průměrná data, která se mohou lišit od oceňovaného podniku.

Tab. 51 Náklady na vlastní kapitál

Metoda výpočtu	Váha	Náklady
Odhad pomocí modelu CAPM a rizikové prémie země	3	9,65%
Odhad pomocí stavebnicové metody	2	8,77%
Odhad pomocí nákladů odvětví	1	21,07%
<b>Výsledná hodnota nákladů na VK</b>		<b>10,67%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

**12.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál**

Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) se vypočítají jako součin nákladů jednotlivých složek kapitálu dle váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, dle vzorečku:

$$WACC = n_{vk} * \frac{VK}{K} + [n_{ck} * (1 - t) * \frac{CK}{K}] \quad (25)$$

Výpočet WACC oceňovaného podniku je v následující tabulce.

Tab. 52 Vážené průměrné náklady na kapitál

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	64,6%	10,7%	6,9%
Cizí kapitál po dani	35,4%	4,0%	1,4%
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu</b>			<b>8,3%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

#### 12.1.4 Investovaný provozně nutný kapitál

Dalším krokem je výpočet provozně nutného investovaného kapitálu, který je definován v rámci komplexního finančního plánu. Výchozím bodem je rozvaha upravená o potřeby určit náklady na investovaný kapitál a o úpravu bilanční sumy, která spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

Tab. 53 KPVH po dani

Položka v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Provozně potřebná likvidita	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Krátkodobé závazky	8 260	9 317	11 073	13 187	15 566	
Provozně potřebný finanční majetek	1 244	1 863	2 215	2 637	3 113	
Provozně nepotřebný finanční majetek	0	566	1 393	2 238	3 327	
Dlouhodobý majetek	5 187	5 287	5 387	5 487	5 887	
Upravený pracovní kapitál	5 876	7 104	8 513	10 421	12 369	
<b>Investovaný kapitál celkem</b>	<b>11 063</b>	<b>12 391</b>	<b>13 900</b>	<b>15 908</b>	<b>18 256</b>	<b>18 931</b>
Korigovaný provozní VH	1 966	2 532	3 080	3 719	4 438	
<b>Korigovaný prov. VH po upravené dani</b>	<b>1 592</b>	<b>2 051</b>	<b>2 495</b>	<b>3 012</b>	<b>3 595</b>	<b>3 728</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Provozně potřebný finanční majetek je stanoven ve výši 20 % z krátkodobých závazků, což odpovídá okamžité likviditě výrobního podniku. Dlouhodobý majetek je dopočítán dle plánovaných investic a odpisů, které jsou přičteny ke změně výše provozně nutného dlouhodobého majetku. Upravený pracovní kapitál vychází z plánu a prognózy výroby a s tím spojenou výši zásob, pohledávek, provozně nutných peněžních prostředků, časového rozlišení, poníženy o krátkodobé závazky a časové rozlišení pasivní. Z plánované výsledovky

z hlavní činnosti je převzat korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je zdaněn – neodráží tak úsporu z placených úroků. Tím jsme dostali volný peněžní tok první fáze výpočtu metodou DCF. Právě u metody DCF je volný peněžní tok východiskem. Každoročně korigovaný provozní VH roste díky rostoucímu investovanému kapitálu a rentabilitě tohoto kapitálu. Hodnotu pro rok 2020 jsme získali vynásobením údaje z roku 2016 a koeficientem tempa růstu ve výši 3,7 %.

### 12.1.5 Volné peněžní toky

Toto je první fáze, kdy je vypracována prognóza volného peněžního toku na úrovni pro vlastníky a věřitele, čili na úrovni brutto hodnoty. Ke korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani přičteme odpisy, protože nejsou peněžním výdajem, ale odečteme investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, protože ty nám volné cash flow snižují. Dostaneme volný peněžní tok do firmy (FCFF). Ty diskontujeme odúročitelem na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál – WACC ve výši 8,30 % pro získání diskontovaných FCFF v jednotlivých plánovaných letech.

Tab. 54 Výpočet volných peněžních toků a hodnoty 1. fáze

<b>Položka v tis. Kč</b>		<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Korigovaný provozní VH po dani</b>		<b>2051</b>	<b>2495</b>	<b>3012</b>	<b>3595</b>
Odpisy		1010	1195	1411	1663
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)		0	0	0	0
Investice do provozně nutného DHM		-1110	-1295	-1511	-2063
Investice do provozně nutného prac. kapitálu		-1228	-1409	-1908	-1948
<b>FCFF</b>		<b>724</b>	<b>986</b>	<b>1004</b>	<b>1247</b>
Odúročitel pro diskontní míru:	8,30%	0,92	0,85	0,79	0,73
<b>Diskontované FCFF k 1. 1. 2016</b>		<b>668</b>	<b>840</b>	<b>790</b>	<b>906</b>
<b>Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016</b>		<b>3205</b>			

Zdroj: vlastní zpracování

Diskontované FCFF v roce 2019 značně zvýšilo svou hodnotu a to díky menší investici do provozně nutného pracovního kapitálu. Díky zlepšujícímu hospodářskému výsledku jsou více spláceny krátkodobé závazky, tím pádem je menší potřeba krátkodobých finančních prostředků.

Následuje druhá fáze, která obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Tuto hodnotu podniku za období druhé fáze nazýváme pokračující hodnotou. Již strategickou analýzou bylo prokázáno, že má podnik předpoklady k neomezeně dlouhému trvání. Při výpočtu

pokračující hodnoty pracujeme stále s volnými peněžními toky. Může jít o extrémně dlouhé prognózované období – od roku 2019 dále. Pokračující hodnotu lze vypočítat pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce.

### Gordonův vzorec

K výpočtu pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce je důležité určit tempo růstu  $g$ . Po konzultaci s managementem podniku bylo vybráno tempo růstu HDP, které určuje i tempo růstu tržeb relevantního trhu 3,7 %. Dále potřebujeme korigovaný provozní výsledek hospodaření upravený po dani pro rok 2020, který již máme vypočtený v rámci stanovení provozně nutného investovaného kapitálu. Jako diskontní míru použijeme průměrné vážené náklady kapitálu. Nyní určíme pokračující hodnotu dle Gordonova vzorce:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (26)$$

Hodnota dle Gordonova vzorce tak činí 66 355 000 Kč.

### Parametrický vzorec

Tento vzorec pracuje se dvěma základními generátory hodnot a s tempem růstu  $g$ , který jsme si stanovili jako tempo růstu HDP, a s očekávanou rentabilitou nových čistých provozně nutných investic  $r_I$ . Tempo růstu je 3,7 % a rentabilita investic byla vypočítána ve výši 18,1 %. Korigovaný provozní výsledek hospodaření na rok 2020 je již stanoven v dřívějších výpočtech ve výši 3 052 000 Kč. Nyní určíme pokračující hodnotu podle parametrického vzorce:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (27)$$

Hodnota podle parametrického vzorce tak činí 66 355 000 Kč.

Výpočty druhé fáze vyšli ve stejné výši jak pomocí Gordonova vzorce, tak pomocí parametrického vzorce. Nyní je potřeba tuto hodnotu převést na čistou současnou hodnotu, kterou získáme podílem pokračovací hodnoty se součtem hodnoty 1 a hodnoty WACC umocněno na čtvrtou – čtyři prognózované roky:

$$\frac{66\,355}{1,083^4} = 48\,234\,000 \text{ Kč} \quad (28)$$



### 12.1.6 Zjištění výsledné hodnoty podniku

Ze zjištěných výsledků, které jsou vypočítány v předchozí části, dopočítána provozní hodnota podniku XY brutto pro niž platí, že je očištěna o neúročený cizí kapitál ke dni ocenění a zachycuje jen provozní část podniku. Neprovozní majetek k datu ocenění podnik XY nevlastnil.

Tab. 55 Výnosové ocenění metodou DCF k 1. 1. 2016 v tis. Kč

Současná hodnota 1. fáze	3 205
Současná hodnota 2. fáze	48 234
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>51 440</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	3 914
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>47 526</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF</b>	<b>47 526</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota ocenění podniku XY pomocí výnosové metody DCF je 47 526 000 Kč.

## 12.2 Ocenění podniku metodou EVA

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu. Obecně tato metoda vyjadřuje schopnost tvořit přidanou hodnotu. Metoda EVA má jiný postup výpočtu než metoda DCF, ale měla by dosahovat stejných hodnotových výsledků, pokud jsou použity k výpočtu stejné vstupní veličiny. Za NOPAT – tj. zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po dani je dosazen korigovaný výsledek hospodaření a za NOA – tj. kapitál vázaný v aktivech, která slouží k hlavnímu provozu podniku, je dosazen provozně nutný investovaný kapitál. Diskontní míra je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu ve výši 8,3 %. Ocenění pomocí EVA je dle následujícího vzorce:

$$EVA = NOPAT - NOA * WACC \quad (29)$$

$NOPAT_{2020}$  a  $NOA_{2020}$  jsme získali vynásobením koeficientu tempa růstu, který byl stanoven v metodě ocenění DCF, ve výši 3,7 %.

Postup výpočtu je dán do následující tabulky:

Tab. 56 Hodnota 1. fáze metodou EVA

31. 12. v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
<b>NOPAT</b>	2 051	2 495	3 012	3 595	3 728
<b>NOA k 31. 12.</b>	12 391	13 900	15 908	18 256	18 931
<b>WACC x NOA t-1</b>	918	1 028	1 154	1 320	1 515
<b>EVA</b>	1 133	1 466	1 858	2 274	2 213
<b>Odúročitel - WACC 8,3 %</b>	0,9234	0,8526	0,7873	0,7269	
<b>Diskontovaná EVA</b>	1 046	1 250	1 463	1 653	
<b>Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016</b>	<b>5 413</b>				

Zdroj: vlastní zpracování

EVA má rostoucí hodnoty, až na rok 2019, kdy poklesl zisk z hlavního provozu. Celková hodnota EVA první fáze činí 5 413 000 Kč.

Druhá fáze EVA má stejný postup jako u Gordonova vzorce. Hodnotu  $EVA_{2020}$  převedeme na pokračující hodnotu pomocí vzorečku:

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{i_k - g} = \frac{2213}{0,083 - 0,037} = 48\,099\,000 \text{ Kč} \quad (30)$$

Pokračující hodnota činí 48 099 000 Kč, tuto hodnotu odúročíme diskontní mírou ve výši průměrných vážených nákladů kapitálu 8,3 %, aby se zjistila současná hodnota podle vzorečku 27:

$$\frac{48\,099\,000}{1,083^4} = 34\,964\,000 \text{ Kč.}$$

Součtem hodnoty 1. a 2. fáze získáme tržní hodnotu přidanou trhem (MVA). K tomu, aby se zjistila výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA, je nutné k MVA přičíst hodnotu provozně nutných aktiv k datu ocenění, odečíst úročený cizí kapitál. Neprovozním majetkem podnik XY nedisponuje, není teda potřeba tuto hodnotu přičítat.

Tab. 57 Výnosové ocenění metodou EVA k 1. 1. 2016 v tis. Kč

Současná hodnota 1. fáze	5 413
Současná hodnota 2. fáze	34 964
MVA	40 377
NOA k datu ocenění	11 063
Provozní hodnota brutto	51 440
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	3 914
Provozní hodnota netto	47 526
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA</b>	<b>47 526</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota podle metody EVA má stejnou hodnotu jako při výpočtu pomocí metody DCF, čímž se potvrdila správnost postupu výpočtu, neboť byly použity stejné vstupní veličiny.

### 12.3 Ocenění společnosti metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda je metodou „netto“ (nebo „equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Vychází z výnosového potencialu k datu ocenění – vychází z minulé výkonnosti a budoucí růstových příležitostí podniku ze zamýšlených strategií nebere v potaz. Předpokladem ovšem je, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti. Ocenění vychází z odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, tj. výsledku hospodaření k rozdělení, aniž by se narušila majetková podstata podniku. Data jsou čerpána z výkazu zisku a ztát z let 2011 – 2015 uvedených v příloze této práce.

Tab. 58 Úprava výsledku hospodaření

Položka v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	Součet
VH před zdaněním	572	687	914	1 247	1 715	
(+) odpisy	134	260	751	1 090	1 010	
<b>Upravený VH před odpisy</b>	<b>706</b>	<b>947</b>	<b>1 665</b>	<b>2 337</b>	<b>2 725</b>	
Cenový index řetězový	1,9	3,3	1,4	1,5	2,1	
Cenový index bazický vztažený k roku 2015	0,069	0,227	0,317	0,476	1,000	
<b>UVH upravený o inflaci</b>	<b>10 274</b>	<b>4 176</b>	<b>5 245</b>	<b>4 908</b>	<b>2 725</b>	<b>27 328</b>
Váhy	1	2	3	4	5	15
<b>UVH upravený o inflaci x váhy</b>	<b>10 274</b>	<b>8 353</b>	<b>15 734</b>	<b>19 631</b>	<b>13 625</b>	<b>67 617</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Nejdříve jsou vyloučeny odpisy vykázané v minulých výkazech. Další žádné úpravy nebyly nutné – oceňovaný podnik neměl výnosy ani náklady spojené s neprovozním majetkem. Takto upravený výsledek hospodaření je následně přepočten cenovým indexem na ceny k datu ocenění. Tím jsme dostali upravený výsledek hospodaření upravený o inflaci. Z upravených výsledků hospodaření je pomocí váženého průměru vypočten odnímatelný výnos:

$$\frac{67\,617\,000}{15} = 4\,507\,800 \text{ Kč.} \quad (31)$$

Tento odnímatelný výnos je dále upraven pro potřeby ocenění. Nejdříve jsou odečteny odborným odhadem stanovené odpisy z reprodukčních cen majetku vztažené k roku 2015, namísto účetně vykázaných odpisů. Dále je odečtena daň z daňového základu s účetně vykázanými odpisy. Tak je získán trvale odnímatelný čistý výnos po dani.

Tab. 59 Výpočet trvale odnímatelného ČV (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	4 508
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	1 300
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	3 208
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	3 498
Daň (19 %)	665
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	2 543

Zdroj: vlastní zpracování

Ke konečnému výsledku potřebujeme stanovit kalkulovanou úrokovou míru. Pro výpočet použijeme náklady vlastního kapitálu stanovený v rámci stanovené v rámci metod CAPM ve výši 9,5 %, které očistíme o dlouhodobý odhad inflaci ve výši 1,5 %:

$$i_k = 9,7 \% - 1,5 \% = 8,2\% \quad (32)$$

Trvale odnímatelný čistý výnos po dani je dále diskontován kalkulovanou úrokovou mírou, čím dostaneme hodnotu vlastního kapitálu dle metody kapitalizovaných čistých výnosů.

Tab. 60 Výpočet hodnoty VK dle KČV (v tis. Kč)

Kalkulovaná úroková míra (nVK bez inflace)	8,2%
Výnosová hodnota provozní	31 205
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	31 205

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody kapitalizovaných čistých výnosů je nejnižší z dosavadních výnosových metod. Lze ji považovat za jisté vymezení spodní hodnoty podniku XY, protože představuje ocenění současného potenciálu bez možnosti růstu.

## 12.4 Shrnutí výsledků použitých metod ocenění

Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu byly použity 3 metody. Metoda diskontovaných peněžních toků, metoda EVA a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. První dvě metody se shodly na výši ocenění 47 526 000 Kč. Poslední metoda – kapitalizovaných čistých výnosů stanovila výši ocenění 31 205 000 Kč. Tato výše bude brána jako nejnižší finanční

obnos, který determinuje spodní hranici možné tržní ceny, protože nebere v potaz možný potenciál růstu. Metoda DCF a EVA zhodnocují budoucí možné růstové vazby.

#### 12.4.1 Citlivostní analýza

Mařík doporučuje doplnit výpočty hodnoty ocenění o analýzu citlivosti, respektive uvést, jak by se změnila hodnota podniku XY, kdyby se změnila o 1 procentní bod některá z veličin udávající hodnotu podniku. Analýza citlivosti zároveň udává vliv přesnosti určení hlavních vstupních parametrů na konečné ocenění podniku. Analýza je provedena u metody diskontovaného peněžního toku a metody EVA, kdy obě metody udávají stejnou výslednou hodnotu podniku XY. Proměnná je nejprve koeficient průměrných vážených nákladů kapitálu a pak tempo růstu.

Tab. 61 Analýza citlivosti hodnoty podniku za změnu WACC a tempa růstu  
(v tis. Kč)

	WACC			Tempo růstu		
	7,3%	Základní 8,3%	9,3%	2,7%	Základní 3,7%	4,7%
Metoda DCF, EVA	63 333	47 526	37 407	57 964	47 526	40 816
Procentuální změna	33,26%		-21,29%	21,96%		-14,12%

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je vidět z tabulky, největší změna by nastala při snížení hodnoty WACC. V pořadí druhé největší změny by bylo zvýšení tempa růstu.

Analýza potvrzuje teoretické poznatky o důležitosti diskontní míry a tempa růstu jako klíčových ukazatelů. Je třeba jim věnovat náležitou pozornost při oceňování, jejich stanovení zásadně ovlivňuje výslednou hodnotu podniku.

## ZÁVĚR

Cílem této práce bylo stanovení tržní hodnoty podniku XY s. r. o. k datu 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod. K tomuto cíli směřovaly všechny dílčí analýzy a úkony.

Práce je rozdělena na dvě části – teoretickou a praktickou, které na sebe navazují. V teoretické části je shrnuta problematika oceňování, vychází z poznatků odborné literatury, definuje podnik jako předmět ocenění, seznamuje se základními pojmy, postupy a metodami.

Praktická část se zabývá dílčími analýzami a samotným oceňováním. Praktická část se skládá ze čtyř hlavních oddílů – Finanční analýza, Strategická analýza, Strategický finanční plán, Ocenění podniku. V závěru práce jsou shrnuty závěry ocenění. Některé části nebo výpočty jsou z důvodu rozsáhlosti vyčleněny z práce a jsou součástí příloh.

Finanční analýzou let 2011 – 2015 byl potvrzen předpoklad nepřetržitého trvání podniku. Bylo hodnoceno finanční zdraví na základě účetních výkazů. Byly hodnoceny finanční i nefinanční ukazatele včetně hodnocení pomocí syntetického konceptu Altmanova modelu. Oceňovaný podnik používá k financování převážně cizí zdroje, čímž postupuje jisté riziko. Dle Altmanova modelu podnik dosáhl uspokojivých finančních výsledků.

Strategickou analýzou byl vymezen celkový výnosový potenciál podniku. Vnější prostředí bylo podrobena PEST analýze, dále byl vymezen relativní trh včetně jeho atraktivity s následnou prognózou budoucího vývoje. Oceňovaný podnik dosáhl padesátitřiprocentní atraktivitu trhu. Analýzou vnitřního potenciálu a konkurenceschopnosti byl stanoven tržní podíl. Podnik dosáhl šedesátiosmiprocentní úspěšnosti konkurenční síly. Následně byl rozdělen majetek na provozně nutný a nenutný. Z generátorů hodnot byl sestaven finanční plán.

V rámci strategického finančního plánu byly prognózovány tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál, investice a byl sestaven plánovaný výkaz zisku a ztrát, výkaz peněžních toků a rozvaha.

Pro výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků byly nejdříve stanoveny náklady kapitálu, investovaný provozně nutný kapitál a volné peněžní toky. Výsledná hodnota vlastního kapitálu byla stanovena ve výši 47 526 000,- Kč.

Další výnosovou metodou byla metoda pomocí ekonomické přidané hodnoty. Tento výpočet vychází z výsledku hospodaření. Data se čerpají a upravují z účetních výkazů. Pokud se při výpočtu použijí stejné průměrné vážené náklady kapitálu, stejný zisk a stejný provozně

nutný investovaný kapitál, mělo by se dosáhnout stejného výsledku ocenění jako u metody diskontovaných peněžních toků. Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody ekonomické přidané hodnoty byla stanovena na 47 526 000,- Kč. Tím se potvrdila správnost výpočtu.

Poslední způsob výpočtu byl pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda slouží spíše pro stanovení spodní hranice výnosového ocenění. Výsledná hodnota dle metody kapitalizovaných čistých výnosů byla stanovena na 31 205 000,- Kč.

V závěru práce byla provedena citlivostní analýza podniku, která prokázala citlivosti na změnu diskontní míry a změnu tempa růstu o 1 procentní bod.

V následující tabulce je vidět rozdíl výsledků ocenění vlastního kapitálu dle různých metod zjištění. Účetní hodnota je dána dle stavu hodnot v účetnictví a nebere v potaz výnosový potenciál ani budoucí růstové příležitosti. Hodnota dle kapitalizovaných čistých výnosů nám udává dolní mez výnosového ocenění. Hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF a EVA je výslednou tržní hodnotou, která bere v potaz výnosový potenciál i budoucí růstové příležitosti. Zde se prokázalo, že podnik XY je ve fázi rozvoje

Tab. 62 Hodnoty VK podniku XY dle jednotlivých způsobů zjištění

Položka v tis. Kč	Výnosové metody ocenění			Účetní hodnota
	DCF entity	EVA entity	KČV	
Současná hodnota I. fáze	3 205	5 413		
Současná hodnota II. fáze	48 234	34 964		
Provozní hodnota brutto	51 440	51 440		
Provozní hodnota netto	47 526	47 526		
<b>Hodnota VK k 1. 1. 2016</b>	<b>47 526</b>	<b>47 526</b>	<b>31 205</b>	<b>7 149</b>

Zdroj: vlastní zpracování

**Výsledná hodnota oceňovaného podniku XY s. r. o. byla stanovena výnosovými metodami** na základě finanční a strategické analýzy metodou diskontovaných peněžních toků a ekonomickou přidanou hodnotou **ve výši 47 526 000,- Kč**, čímž byl splněn cíl této práce.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

- ALLMAN, Keith A, 2010. *Corporate valuation modeling: a step by step guide*. Hoboken: John Wiley & Sons, 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.
- COPELAND, Thomas et al., 2002. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York: Wiley&Sons, 490 s. ISBN 04-713-6190-9.
- DAMODARAN, Aswath, c2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons, 230 s. ISBN 9781118004777.
- DLUHOŠOVÁ, Dana, 2006. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha : Ekopress, 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- FOTR, Jiří et al., 2012. *Tvorba strategie a strategické plánování*. Praha: Grada, 384 s. ISBN 978-80-247-3985-4.
- GRANT, James L., 2003. *Foundations of economic value added*. 2nd ed. Hoboken: Wiley&Sons, 324 s. ISBN 04-712-3483-4.
- HÁLEK, Vítězslav, 2009. *Oceňování majetku v praxi*. Bratislava : Donau Media, 246 s. ISBN 978-80-89364-29-9. Online vydání dostupné z: <http://www.halek.org/knihy/>.
- KALOUDA, František, 2015. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 9788073805265.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C.H.Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza*. Praha: Grada, 205 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-42465-0.
- KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- MAREK, Petr et al., 2006. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, 624 s. ISBN 80-86119-37-8.



MARŠÍK, Miloš et al., 2011a. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MARŠÍK, Miloš et al., 2011b. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Praha: Ekopress, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Linde, 336 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

RŮŽIČKOVÁ, Petra, 2015. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. ISBN 9788024755342.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2011. *Finanční analýza podniku*. 2. vydání. Brno: Computer Press, 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

### **Zákony, internetové zdroje a ostatní**

ČESKO. Zákon č. 151 ze dne 17. června 1997, *o oceňování majetku*. In: Sbíрка zákonů České republiky. 1997, částka 54. Dostupný také z: [http://www.zakonycr.cz/seznamy/151-1997-sb-zakon-o-ocenovani-majetku-a-o-zmene-nekterych-zakonu-\(zakon-o-ocenovani-majetku\).html](http://www.zakonycr.cz/seznamy/151-1997-sb-zakon-o-ocenovani-majetku-a-o-zmene-nekterych-zakonu-(zakon-o-ocenovani-majetku).html).

ČESKO. Zákon č. 513 ze dne 5. listopadu 1991, *obchodní zákoník*. In: Sbíрка zákonů České republiky. 1991, částka 98. Dostupný také z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>.

Český statistický úřad. [Online]. © 2016 [cit. 2016-01-13]. *Hlavní makroekonomické ukazatele*. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/katalog.nsf/>.

Český statistický úřad. [Online]. © 2016 [cit. 2016-01-13]. *Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)*. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickych\\_cinnosti\\_\(cz\\_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace)).

Damodaran Online [Online]. © 2016 [cit. 2016-03-01]. *The Data Page*. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

DĚDIC, Radim, 2014. *Oceňování podniku*. (přednáška) Zlín : UTB.

LLC, CoinNews Media Group. [Online]. © 2014 [cit 2014-03-02]. *Current US Inflation Rates: 2004-2014. US Inflation Calculator*. Dostupné z: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/>.

Ministerstvo financí České republiky. [Online]. © 2013 [cit 2014-02-15]. *Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2013–2016)*. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/o-ministerstvu/odborne-studie-a-vyzkumy/2013/36-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-15286>.

Ministerstvo financí České republiky. [Online]. © 2016 [cit 2015-01-12]. *Výpis z registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES*. Dostupné z: [http://www.info.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv\\_res.cgi?ico=18757537&jazyk=cz&xml=1](http://www.info.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv_res.cgi?ico=18757537&jazyk=cz&xml=1).

Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. [Online]. © 2015 [cit 2015-01-20]. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví*. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. [Online]. © 2016 [cit 2016-01-28]. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2014*. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument144063.html>.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. [Online]. © 2016 [cit 2014-11-29]. *Obchodní rejstřík a sbírka listin*. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a179486&klic=5o5div>.

Stern Stewart & Co. Stern Stewart & Co. [Online]. © 2016 [cit. 2016-04-15]. *EVA Economic Value Added*. Dostupné z: <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva>.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

APV	Upravená současná hodnota
CA	Celková aktiva
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní toky
CK	Cizí kapitál
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČV	Čistý výnos
DCF	Diskontované peněžní toky
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DHNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	Zisk před odečtení úroků a daní
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FA	Finanční analýza
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FM	Finanční majetek
HDP	Hrubý domácí produkt
Hn	Čistá hodnota podniku
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MF	Ministerstvo financí
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Hodnota přidaná trhem (Market value added)
NCK	Náklady cizího kapitálu

---

NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý operativní zisk
NVK	Náklady vlastního kapitálu
OA	Oběžná aktiva
PH	Pokračující hodnota
PK	Pracovní kapitál
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
RPT	Riziková prémie kapitálového trhu
RPZ	Riziková prémie země
SA	Strategická analýza
SH	Substanční hodnota
TČV	Trvale odnímatelný čistý výnos
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu
ZP	Zpracovatelský průmysl

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obr. 1 Organizační struktura podniku .....	43
Obr. 2 Analýza aktiv rozvahy v tis. Kč.....	46
Obr. 3 Analýza pasiv rozvahy v tis. Kč .....	47
Obr. 4 Vývoj tržního podílu podniku XY.....	60
Obr. 5 Podíly vybraných konkurentů v letech 2011 – 2014 .....	62

**SEZNAM TABULEK**

Tab. 1 Výpočet FCF.....	32
Tab. 2 Zkrácená verze CF podniku XY .....	48
Tab. 3 Vývoj ČPK .....	48
Tab. 4 Zlaté bilanční pravidlo.....	49
Tab. 5 Analýza likvidity .....	49
Tab. 6 Analýza zadluženosti.....	50
Tab. 7 Analýza rentability .....	51
Tab. 8 Analýza aktivity.....	51
Tab. 9 Z-skóre podniku XY .....	52
Tab. 10 Analýza nefinančních ukazatelů.....	52
Tab. 11 Důležité makroekonomické ukazatele a jejich vývoj .....	55
Tab. 12 Podíl tržeb v odvětví.....	57
Tab. 13 Analýza atraktivity trhu .....	57
Tab. 14 Prognóza vývoje relevantního trhu.....	59
Tab. 15 Vývoj podílu podniku XY na tržbách relevantního trhu .....	60
Tab. 16 Analýza tržních podílů (TP) firem (v tis. Kč) .....	61
Tab. 17 Vybrané poměrové ukazatele v roce 2014 .....	62
Tab. 18 Vývoj osobních nákladů vzhledem k tržbám .....	63
Tab. 19 Diagram konkurenční síly podniku .....	65
Tab. 20 Vývoj a prognóza tržního podílu podniku XY .....	65
Tab. 21 SWOT analýza.....	66
Tab. 22 Prognóza tržeb podniku XY .....	67
Tab. 23 Provozně nutný investovaný kapitál (tis. Kč).....	69
Tab. 24 Korigovaný výsledek hospodaření (tis. Kč) .....	70
Tab. 25 Vývoj a prognóza tržeb a tempo růstu.....	71
Tab. 26 Analýza a prognóza ziskové marže shora.....	72
Tab. 27 Analýza ziskové marže zdola za minulost.....	72
Tab. 28 Prognóza ziskové marže zdola .....	73
Tab. 29 Prognóza ziskové marže zdola .....	73
Tab. 30 Doba obratu zásob (ve dnech) .....	74
Tab. 31 Doba obratu pohledávek (ve dnech).....	74
Tab. 32 Doba obratu neúročných závazků (ve dnech).....	75

Tab. 33 Koeficient náročnosti růstu tržeb na PK.....	76
Tab. 34 Koeficient investiční náročnosti (tis. Kč) .....	76
Tab. 35 Výsledný odhad investic dle managementu .....	77
Tab. 36 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (tis. Kč) .....	77
Tab. 37 KPVH a zisková marže po odpisech a po dani.....	78
Tab. 38 Investovaný kapitál a jeho rentabilita .....	78
Tab. 39 Hlavní činnost – N a V spojené s provozním majetkem .....	79
Tab. 40 Vedlejší činnost – náklady na cizí kapitál .....	79
Tab. 41 Celkový výsledek hospodaření .....	79
Tab. 42 Peněžní tok z provozního majetku.....	80
Tab. 43 Náklady na cizí kapitál z provozního majetku .....	80
Tab. 44 Peněžní tok z neprovozního majetku.....	81
Tab. 45 Peněžní tok z finanční činnosti .....	81
Tab. 46 Peněžní tok celkem .....	81
Tab. 47 Stanovení nákladů VK metodou CAPM .....	83
Tab. 48 Stanovení rizikové přírážky.....	84
Tab. 49 Stanovení nákladů VK kompletní stavebnicovou metodou .....	84
Tab. 50 Alternativní náklady VK odvětví .....	85
Tab. 51 Náklady na vlastní kapitál .....	85
Tab. 52 Vážené průměrné náklady na kapitál.....	86
Tab. 53 KPVH po dani .....	86
Tab. 54 Výpočet volných peněžních toků a hodnoty 1. fáze .....	87
Tab. 55 Výnosové ocenění metodou DCF k 1. 1. 2016 v tis. Kč .....	89
Tab. 56 Hodnota 1. fáze metodou EVA.....	90
Tab. 57 Výnosové ocenění metodou EVA k 1. 1. 2016 v tis. Kč.....	90
Tab. 58 Úprava výsledku hospodaření .....	91
Tab. 59 Výpočet trvale odnímatelného ČV (v tis. Kč) .....	92
Tab. 60 Výpočet hodnoty VK dle KČV (v tis. Kč) .....	92
Tab. 61 Analýza citlivosti hodnoty podniku za změnu WACC a tempa růstu.....	93
Tab. 62 Hodnoty VK podniku XY dle jednotlivých způsobů zjištění.....	95

**SEZNAM PŘÍLOH**

- P I Rozvaha
- P II Výkaz zisku a ztráty
- P III Vertikální analýza rozvahy
- P IV Horizontální analýza rozvahy
- P V Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty
- P VI Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
- P VII Cash flow
- P VIII Plánovaná rozvaha
- P IX Faktory obchodního a finančního rizika



## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA

Položka v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>9 673</b>	<b>15 233</b>	<b>19 000</b>	<b>19 193</b>	<b>19 732</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>3 417</b>	<b>4 544</b>	<b>4 947</b>	<b>5 471</b>	<b>5 187</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	3 417	4 544	4 947	5 471	5 187
Pozemky	0	0	0	0	0
Stavby	0	0	0	0	0
Samostatné movité věci	3 417	4 544	4 947	5 471	5 187
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>6 109</b>	<b>10 595</b>	<b>14 022</b>	<b>13 626</b>	<b>14 510</b>
<b>Zásoby</b>	<b>4 496</b>	<b>8 195</b>	<b>10 951</b>	<b>10 880</b>	<b>10 623</b>
Materiál	1 667	1 120	955	4 341	4 450
Nedokončená výroba	2 829	7 075	9 996	5 504	5 123
Výrobky				1 035	1 050
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	1 129	1 842	2 102	1 794	2 643
Pohledávky z obchodních vztahů	1 129	1 842	2 102	1 794	2 643
Krátkodobý finanční majetek	484	558	969	952	1 244
Peníze a účty v bankách	484	558	969	952	1 244
Časové rozlišení	147	94	31	96	35
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>9 673</b>	<b>15 233</b>	<b>19 000</b>	<b>19 193</b>	<b>19 732</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>3 171</b>	<b>3 748</b>	<b>4 522</b>	<b>5 612</b>	<b>7 149</b>
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	20	20	20	20	20
Zákonný rezervní fond	20	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	2 472	2 951	3 528	4 302	5 392
VH běž. úč. období (+-)	479	577	774	1 090	1 537
<b>Cizí zdroje</b>	<b>6 499</b>	<b>11 392</b>	<b>14 463</b>	<b>12 901</b>	<b>12 174</b>
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	3 817	8 402	10 809	8 722	8 260
Závazky z obchodních vztahů	3 383	7 286	9 807	5 946	6 117
Závazky k zaměstnancům	229	241	382	522	553
Závazky ze sociál. a zdrav. pojištění	126	303	373	301	318
Stát - daňové závazky a dotace	79	572	247	1 953	1 272
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>2 682</b>	<b>2 990</b>	<b>3 654</b>	<b>4 179</b>	<b>3 914</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	2 280	2 976	3 637	4 166	3 913
Krátkodobé bankovní úvěry	402	14	17	13	1
Časové rozlišení	3	93	15	680	409

## PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Položka v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony	24 202	29 562	35 535	41 093	46 275
Výkonová spotřeba	22 057	24 920	27 780	30 643	32 611
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>2 145</b>	<b>4 642</b>	<b>7 755</b>	<b>10 450</b>	<b>13 664</b>
Osobní náklady	1 175	3 318	5 598	7 484	10 453
Mzdové náklady	860	2 513	4 161	5 544	7 803
Náklady na sociál. zab. a zdrav. poj.	315	805	1 437	1 940	2 650
Daně a poplatky	4	5	12	11	9
Odpisy DNM a DHM	134	260	751	1 090	1 010
Tržby z prodeje DM a materiálu	0	0	0	0	0
ZC prodaného DM a materiálu	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a oprav. položek	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	19	54	84	245	226
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>813</b>	<b>1 005</b>	<b>1 310</b>	<b>1 620</b>	<b>1 966</b>
Výnosy z dlouh. fin. majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	143	191	228	277	238
Ostatní finanční výnosy	25	112	114	221	263
Ostatní finanční náklady	123	239	282	317	276
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-241</b>	<b>-318</b>	<b>-396</b>	<b>-373</b>	<b>-251</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	93	110	140	157	178
<b>VH za běžnou činnost</b>	<b>479</b>	<b>577</b>	<b>774</b>	<b>1 090</b>	<b>1 537</b>
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VH za účetní období</b>	<b>479</b>	<b>577</b>	<b>774</b>	<b>1 090</b>	<b>1 537</b>
<b>VH před zdaněním</b>	<b>572</b>	<b>687</b>	<b>914</b>	<b>1 247</b>	<b>1 715</b>

## PŘÍLOHA P III: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

<b>Struktura aktiv</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>35,3%</b>	<b>29,8%</b>	<b>26,0%</b>	<b>28,5%</b>	<b>26,3%</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>35,3%</b>	<b>29,8%</b>	<b>26,0%</b>	<b>28,5%</b>	<b>26,3%</b>
Pozemky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stavby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Samostatné movité věci	35,3%	29,8%	26,0%	28,5%	26,3%
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>63,2%</b>	<b>69,6%</b>	<b>73,8%</b>	<b>71,0%</b>	<b>73,5%</b>
<b>Zásoby</b>	<b>46,5%</b>	<b>53,8%</b>	<b>57,6%</b>	<b>56,7%</b>	<b>53,8%</b>
Materiál	17,2%	7,4%	5,0%	22,6%	22,6%
Zboží	29,2%	46,4%	52,6%	28,7%	26,0%
<b>Krátkodobé pohledávky (obchodní)</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,3%</b>	<b>13,4%</b>
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>5,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,3%</b>
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,2%</b>
<b>Struktura pasiv</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>32,8%</b>	<b>24,6%</b>	<b>23,8%</b>	<b>29,2%</b>	<b>36,2%</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
<b>Fondy ze zisku</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>25,6%</b>	<b>19,4%</b>	<b>18,6%</b>	<b>22,4%</b>	<b>27,3%</b>
<b>VH běž. úč. období</b>	<b>5,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>7,8%</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>67,2%</b>	<b>74,8%</b>	<b>76,1%</b>	<b>67,2%</b>	<b>61,7%</b>
<b>Rezervy</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Dlouhodobé závazky (dluhopisy)</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>39,5%</b>	<b>55,2%</b>	<b>56,9%</b>	<b>45,4%</b>	<b>41,9%</b>
z toho: Závazky z obchodních vztahů	35,0%	47,8%	51,6%	31,0%	31,0%
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>27,7%</b>	<b>19,6%</b>	<b>19,2%</b>	<b>21,8%</b>	<b>19,8%</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	23,6%	19,5%	19,1%	21,7%	19,8%
Krátkodobé bankovní úvěry	4,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,1%</b>

## PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Tempa růstu aktivních položek	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>57,5%</b>	<b>24,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,8%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>33,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>10,6%</b>	<b>-5,2%</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>33,0%</b>	<b>8,9%</b>	<b>10,6%</b>	<b>-5,2%</b>
Pozemky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stavby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Samostatné movité věci	33,0%	8,9%	10,6%	-5,2%
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>73,4%</b>	<b>32,3%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>6,5%</b>
<b>Zásoby</b>	<b>82,3%</b>	<b>33,6%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-2,4%</b>
Materiál	-32,8%	-14,7%	354,6%	2,5%
Zboží	150,1%	41,3%	-44,9%	-6,9%
<b>Krátkodobé pohledávky (obchodní)</b>	<b>63,2%</b>	<b>14,1%</b>	<b>-14,7%</b>	<b>47,3%</b>
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>15,3%</b>	<b>73,7%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>30,7%</b>
<b>Časové rozlišení</b>	<b>-36,1%</b>	<b>-67,0%</b>	<b>209,7%</b>	<b>-63,5%</b>
Tempa růstu pasivních položek	2012	2013	2014	2015
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>57,5%</b>	<b>24,7%</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,8%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>18,2%</b>	<b>20,7%</b>	<b>24,1%</b>	<b>27,4%</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Fondy ze zisku</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>19,4%</b>	<b>19,6%</b>	<b>21,9%</b>	<b>25,3%</b>
<b>VH běž. úč. období</b>	<b>20,5%</b>	<b>34,1%</b>	<b>40,8%</b>	<b>41,0%</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>75,3%</b>	<b>27,0%</b>	<b>-10,8%</b>	<b>-5,6%</b>
<b>Rezervy</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Dlouhodobé závazky (dluhopisy)</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>120,1%</b>	<b>28,6%</b>	<b>-19,3%</b>	<b>-5,3%</b>
z toho: Závazky z obchodních vztahů	115,4%	34,6%	-39,4%	2,9%
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>11,5%</b>	<b>22,2%</b>	<b>14,4%</b>	<b>-6,3%</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	30,5%	22,2%	14,5%	-6,1%
Krátkodobé bankovní úvěry	-96,5%	21,4%	-23,5%	-92,3%

## PŘÍLOHA P V: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY

<b>Položka</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Výkony	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Výkonová spotřeba	91,1%	84,3%	78,2%	74,6%	70,5%
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>8,9%</b>	<b>15,7%</b>	<b>21,8%</b>	<b>25,4%</b>	<b>29,5%</b>
Osobní náklady	4,9%	11,2%	15,8%	18,2%	22,6%
Daně a poplatky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odpisy	0,6%	0,9%	2,1%	2,7%	2,2%
Zisk z prodeje dlouh. majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Změna stavu rezerv a opr. položek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní provozní náklady	0,1%	0,2%	0,2%	0,6%	0,5%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>
Výnosy z dlouh. finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výnosové úroky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nákladové úroky	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,5%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,5%</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
<b>VH za běžnou činnost</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,3%</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>VH za účetní období</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,3%</b>
<b>VH před zdaněním</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,7%</b>

## PŘÍLOHA P VI: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY

<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Výkony	22,1%	20,2%	15,6%	12,6%
Výkonová spotřeba	13,0%	11,5%	10,3%	6,4%
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>116,4%</b>	<b>67,1%</b>	<b>34,8%</b>	<b>30,8%</b>
Osobní náklady	182,4%	68,7%	33,7%	39,7%
Daně a poplatky	25,0%	140,0%	-8,3%	-18,2%
Odpisy	94,0%	188,8%	45,1%	-7,3%
Změna stavu rezerv a opr. položek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>23,6%</b>	<b>30,3%</b>	<b>23,7%</b>	<b>21,4%</b>
Výnosy z dlouh. finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výnosové úroky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nákladové úroky	33,6%	19,4%	21,5%	-14,1%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>32,0%</b>	<b>24,5%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>-32,7%</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	18,3%	27,3%	12,1%	13,4%
<b>VH za běžnou činnost</b>	<b>20,5%</b>	<b>34,1%</b>	<b>40,8%</b>	<b>41,0%</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>VH za účetní období</b>	<b>20,5%</b>	<b>34,1%</b>	<b>40,8%</b>	<b>41,0%</b>
<b>VH před zdaněním</b>	<b>20,1%</b>	<b>33,0%</b>	<b>36,4%</b>	<b>37,5%</b>

## PŘÍLOHA P VII: CASH FLOW

Položka v tis. Kč	2012	2013	2014	2015
<i>Stav PP na počátku období</i>	484	558	969	952
<b>PENĚŽNÍ TOK Z BĚŽNÉ A MIMOŘ. ČIN.</b>				
Účetní výsledek hospodaření	577	774	1 090	1 537
Úpravy o nepeněžní operace	260	751	1 090	1 010
Odpisy stálých aktiv	260	751	1 090	1 010
Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv	316	-624	-1 108	-1 264
Změna stavu pohledávek a aktivních účtů ČR	-660	-197	243	-788
Změna stavu závazků a pasivních účtů čas. rozlišení	4 675	2 329	-1 422	-733
Změna stavu zásob	-3 699	-2 756	71	257
Změna stavu krátkodobých cenných papírů	0	0	0	0
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>	<b>1 153</b>	<b>901</b>	<b>1 072</b>	<b>1 283</b>
<b>INVESTIČNÍ ČINNOST</b>				
Nabytí dlouhodobého majetku	-1 387	-1 154	-1 614	-726
Nabytí DHM a DNM	-1 387	-1 154	-1 614	-726
Změna dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
Výnosy z prodeje DHM a DNM	0	0	0	0
<b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b>	<b>-1 387</b>	<b>-1 154</b>	<b>-1 614</b>	<b>-726</b>
<b>FINANČNÍ ČINNOST</b>				
Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	308	664	525	-265
Změna dlouhodobých úvěrů	696	661	529	-253
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	-388	3	-4	-12
Změna dluhopisů	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybr. operací	0	0	0	0
Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	0	0	0	0
<b>Peněžní tok z finanční činnosti celkem</b>	<b>308</b>	<b>664</b>	<b>525</b>	<b>-265</b>
<b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>	<b>74</b>	<b>411</b>	<b>-17</b>	<b>292</b>
<i>Stav PP na konci období</i>	558	969	952	1 244

## PŘÍLOHA P VIII: PLÁNOVANÁ ROZVAHA

<b>A K T I V A</b> v tis. Kč	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>19 732</b>	<b>22 682</b>	<b>26 774</b>	<b>31 742</b>	<b>37 558</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>5 187</b>	<b>5 287</b>	<b>5 387</b>	<b>5 487</b>	<b>5 587</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	5 187	5 287	5 387	5 487	5 587
Pozemky	0	0	0	0	0
Stavby	0	0	0	0	0
Samostatné movité věci	5 187	5 287	5 387	5 487	5 587
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>14 510</b>	<b>17 360</b>	<b>21 352</b>	<b>26 220</b>	<b>31 636</b>
<b>Zásoby</b>	<b>10 623</b>	<b>11 945</b>	<b>14 196</b>	<b>17 118</b>	<b>20 207</b>
Materiál	4 450	4 778	5 678	6 974	8 232
Nedokončená výroba	5 123	5 972	7 098	8 453	9 979
Výrobky	1 050	1 194	1 420	1 691	1 996
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>2 643</b>	<b>2 986</b>	<b>3 549</b>	<b>4 227</b>	<b>4 989</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	2 643	2 986	3 549	4 227	4 989
<b>Krátkodobý fin. majetek</b>	<b>1 244</b>	<b>2 429</b>	<b>3 607</b>	<b>4 876</b>	<b>6 440</b>
a) Provozně potřebné	1 244	1 863	2 115	2 637	3 113
b) Provozně nepotřebné	0	566	1 393	2 238	3 327
<b>Časové rozlišení</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
<b>P A S I V A</b> v tis. Kč	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>19 732</b>	<b>22 682</b>	<b>26 774</b>	<b>31 742</b>	<b>37 558</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>7 149</b>	<b>9 042</b>	<b>11 378</b>	<b>14 232</b>	<b>17 668</b>
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	20	20	20	20	20
Zákonný rezervní fond	20	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	5 392	6 929	8 822	11 158	14 012
VH běžného úč. období (+-)	1 537	1 893	2 336	2 854	3 436
<b>Cizí zdroje</b>	<b>12 174</b>	<b>13 231</b>	<b>14 987</b>	<b>17 101</b>	<b>19 480</b>
<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>8 260</b>	<b>9 317</b>	<b>11 073</b>	<b>13 187</b>	<b>15 566</b>
Závazky z obchodních vztahů	6 117	7 167	8 518	10 144	11 974
Závazky k zaměstnancům	553	657	781	930	1 098
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění	318	373	444	528	624
Stát - daňové závazky a dotace	1 272	1 120	1 331	1 585	1 871
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>3 914</b>	<b>3 914</b>	<b>3 914</b>	<b>3 914</b>	<b>3 914</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	3 913	3 913	3 913	3 913	3 913
Krátkodobé bankovní úvěry	1	1	1	1	1
<b>Časové rozlišení</b>	<b>409</b>	<b>409</b>	<b>409</b>	<b>409</b>	<b>409</b>



## PŘÍLOHA P IX: FAKTORY OBCHODNÍHO A FINANČNÍHO RIZIKA

<b>A - OBCHODNÍ RIZIKO</b>		
<b>1. Rizika na úrovni oboru</b>		
Dynamika oboru - dlouhodobě mírně rostoucí obor	přiměřené	0,55%
Závislost oboru na hospodářském cyklu - značná závislost	zvýšené	
Potenciál inovací v oboru - standartní obor s minimem technologických změn	nízké	
Určování trendů v oboru - podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené	
<b>2. Rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný</b>		
Kapacita trhu, možnost expanze - domácí trh je nasycen, tržní oddíl srovnatelný s hlavními konkurenty, minimální vývoz	přiměřené	0,30%
Rizika dosažení tržeb - prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	přiměřené	
Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy - zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	přiměřené	
<b>3. Rizika konkurence</b>		
Konkurence - obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty	zvýšené	1,04%
Konkurenceschopnost produktů - parametry a životnost srovnatelné s lepší konkurencí	přiměřené	
Ceny - ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence	přiměřené	
Kvalita, řízení kvality - srovnatelné s konkurencí	přiměřené	
Reklama a propagace - nepravidelně, sporný přínos	zvýšené	
Distribuce a servis - vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům	přiměřené	
<b>4. Management</b>		
Vize, strategie - jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	nízké	0,08%
Klíčové osobnosti - zastupitelnost klíčových osobností	nízké	
Organizační struktura - jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	nízké	
<b>5. Výrobní proces</b>		
Struktura výrobků - zakázková výroba, opakované stabilní požadavky dle dodané dokumentace	zvýšené	0,47%
Technologické možnosti výroby - postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky	nízké	
Pracovní síla - běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci	nízké	
Dodavatelé - stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	přiměřené	

<b>6. Ostatní faktory provozní přidané hodnoty</b>		
Úroveň fixních nákladů - podíl na celkových nákladech je malý	nízké	0,76%
Postavení podniku vůči odběratelům - slabší, rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené	
Postavení podniku vůči dodavatelům - silné - větší počet dodavatelů s nepřevažujícím podílem	přiměřené	
Bariéry vstupu do odvětví - překonatelné	zvýšené	
<b>B - FINANČNÍ RIZIKO</b>		
Úročný cizí kapitál/vlastní kapitál - cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál	vysoké	3,13%
Krytí úroků - EBIT/placené úroky - dosahuje hodnotu 4 až 10	přiměřené	
Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech - nekryje stálou výši oběžných aktiv	zvýšené	
Běžná a okamžitá likvidita - obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech	zvýšené	
Průměrná doba inkasa pohledávek - odpovídá době splatnosti faktur	nízké	
Průměrná doba držení zásob - přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	přiměřené	