Projekt ocenění podniku pomocí vybraných výnosových metod oceňování

Bc. Veronika Vysloužilová

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. Veronika Vysloužilová**
Osobní číslo:	**M14343**
Studijní program:	**N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor:	**Finance**
Forma studia:	**prezenční**
Téma práce:	**Projekt ocenění podniku pomocí vybraných výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- **Proveďte kritickou literární rešerši týkající se oceňování podniku pomocí výnosových metod.**

II. Praktická část

- **Charakterizujte podnik.**
- **Proveďte strategickou a finanční analýzu společnosti a na jejím základě zpracujte finanční 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:

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. Principles of corporate finance. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2014, 889, [50] s. ISBN 9780078034763.
DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 9788086929682.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 9788086929675.
RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011, 143 s. ISBN 9788024739168.
YOUNG, S. a Stephen F. O'BYRNE. EVA and value-based management: a practical guide to implementation. New York: McGraw-Hill, 2001, 493 s. ISBN 0071364390.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Libor Fojtík**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**

Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016

L.S.

doc. RNDr. PhDr. Oldřich Hájek, Ph.D.
děkan

doc. Ing. Miloš Král', CSc.
ředitel 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 připouští-li 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, považují 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 15.4. 2016

Vyskočilová
.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práce se zaměřuje na ocenění podniku XY, s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod oceňování k určitému datu. Práce je rozdělena na dvě základní části, teoretickou a praktickou. Teoretická část vychází z poznatků získaných z odborné literatury. Zabývá se objasněním základních pojmů, jako je podnik, hodnota, faktor času, faktor rizika a diskontní míra, následně popisem postupu při oceňování a charakteristikou základních metod oceňování. Praktická část zahrnuje základní údaje o podniku, strategickou analýzu a hodnocení finančního zdraví podniku. Tyto analýzy tvoří podklad pro sestavení strategického finančního plánu a stanovení samotné hodnoty podniku XY, s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod.

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

ABSTRACT

The Master thesis focuses on the valuation of the company XY, s.r.o. by means selected yield valuation methods on a certain date. The thesis is divided into two parts, theoretical and practical. The theoretical part is based on the knowledge gained from literature. It deals with clarification of basic terms such as enterprise value, time factor, risk factor and the discount rate, followed by a description of the valuation process and the characteristics of the basic valuation methods. The practical part includes basic information about the company, strategic analysis and evaluation of financial health. These analyzes form the basis for the strategic financial plan and determination of the actual value of the company XY, s.r.o. by means selected yield valuation methods.

Keywords: valuation of the company, enterprise value, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, yield valuation methods.

Ráda bych na tomto místě poděkovala Ing. Liboru Fojtíkovi za odborné vedení diplomové práce a také podniku XY, s.r.o. za poskytnutí materiálů potřebných pro zpracování této práce.

OBSAH

ÚVOD **10**
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE **11**
I TEORETICKÁ ČÁST **12**
1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **13**
1.1 DEFINICE PODNIKU 13
1.2 HODNOTA PODNIKU 14
1.2.1 Tržní hodnota 15
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota 15
1.2.3 Objektivizovaná hodnota 16
1.2.4 Kolínská škola 17
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA **18**
2.1 FAKTOR ČASU 18
2.2 FAKTOR RIZIKA 19
2.3 DISKONTNÍ MÍRA 20
2.3.1 Diskontní míra a riziko 21
2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění 21
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **22**
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT 23
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA DAT 24
3.2.1 Analýza makroprostředí 25
3.2.2 Analýza odvětví 25
3.2.3 Analýza mikroprostředí 25
3.2.4 SWOT analýza 26
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA 26
3.3.1 Zdroje informací pro finanční analýzu 26
3.3.2 Ukazatelé finanční analýzy 27
3.4 VYMEZENÍ PROVOZNĚ POTŘEBNÝCH A NEPOTŘEBNÝCH AKTIV 29
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY 31
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU 31
4 ZÁKLADNÍ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **34**
4.1 MAJETKOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU 34
4.1.1 Metoda účetní hodnoty 34
4.1.2 Metoda likvidační hodnoty 35
4.1.3 Metoda substanční hodnoty 35
4.2 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU 35
4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) 36
4.2.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) 41
4.2.3 Metoda kapitalizovaných zisků 45
4.3 TRŽNÍ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU 46
II PRAKTICKÁ ČÁST **48**
5 CHARAKTERISTIKA PODNIKU **49**
6 STRATEGICKÁ ANALÝZA **50**

6.1 MAKROPROSTŘEDÍ 50
6.2 RELEVANTNÍ TRH 51
6.2.1 Vymezení relevantního trhu 51
6.2.2 Analýza atraktivity trhu 52
6.2.3 Prognóza vývoje trhu 54
6.3 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU 55
6.3.1 Stanovení tržních podílů oceňovaného podniku 55
6.3.2 Identifikace hlavních konkurentů 56
6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku 57
6.4 PROGNÓZA TRŽEB 60
6.5 SWOT ANALÝZA 61
7 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU 62
7.1 ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ 62
7.1.1 Horizontální analýza rozvahy 62
7.1.2 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty 65
7.1.3 Vertikální analýza rozvahy 66
7.1.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty 68
7.2 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ 68
7.3 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ 69
7.3.1 Ukazatele zadluženosti 69
7.3.2 Ukazatele likvidity 70
7.3.3 Ukazatele rentability 71
7.3.4 Ukazatele aktivity 72
7.4 ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ 73
7.4.1 Altmanův model 73
7.4.2 Du Pontův rozklad 74
8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ 76
8.1 PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA 76
8.2 PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL 77
8.3 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ 78
9 SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU 79
9.1 PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY 79
9.2 PLÁNOVANÁ ROZVAHA 83
9.3 PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ 85
10 OCENĚNÍ PODNIKU VÝNOSOVÝMI METODAMI 87
10.1 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY 87
10.1.1 Náklady na cizí kapitál 87
10.1.2 Náklady na vlastní kapitál 88
10.1.3 Stanovení WACC 90
10.2 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU DCF ENTITY 91
10.3 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU EVA 94
11 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ VYUŽITÍM VYBRANÝCH METOD 97

11.1 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU EVA S JINÝMI VSTUPNÍMI DATY 98
ZÁVĚR 103
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY 106
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK 109
SEZNAM OBRÁZKŮ 111
SEZNAM TABULEK 112
SEZNAM GRAFŮ 114
SEZNAM PŘÍLOH 115

ÚVOD

Oceňování podniku představuje náročný proces, který zahrnuje mnoho dílčích analýz a prognóz. Výsledné stanovení hodnoty podniku však závisí především na zkušenostech oceňovatele, účelu ocenění, množství a kvalitě dostupných informací, časovém horizontu a použitých metodách.

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku XY, s.r.o. k 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod. Tato práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou.

Teoretická část vychází z poznatků získaných z odborné literatury. Zahrnuje nejprve objasnění pojmů podnik, hodnota podniku, faktor času, faktor rizika a diskontní míra. Dále se zde popisují jednotlivé kroky při oceňování podniku a základní metody oceňování. Součástí praktické části je základní charakteristika podniku, strategická analýza a finanční analýza, které tvoří podklad pro sestavení strategického finančního plánu a stanovení hodnoty podniku XY pomocí vybraných výnosových metod.

Strategická analýza se zaměřuje na popis vývoje makroprostředí, vymezení relevantního trhu, jeho charakteristiku, atraktivitu a budoucí vývoj, dále na konkurenční sílu podniku a také na prognózu tržeb podniku XY. Finanční analýza hodnotí finanční situaci podniku v letech 2011–2015 pomocí ukazatelů absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných. Následuje rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, stanovení provozně nutného investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Na základě předchozích analýz se sestavuje strategický finanční plán pro období 2016–2019, který zahrnuje plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovanou rozvahu a plánovaný výkaz peněžních toků. Pro kontrolu je tento finanční plán sestaven také v programu Stratex. Další část této práce představuje samotné ocenění podniku výnosovými metodami. Jsou zde vymezeny náklady na cizí a vlastní kapitál pro stanovení diskontní míry v podobě vážených průměrných nákladů kapitálu a následuje stanovení hodnoty podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty. Posledním krokem praktické části je určení výsledné hodnoty vlastního kapitálu zjišťované pro potřeby vedení oceňovaného podniku XY, s.r.o.

Vypočítané hodnoty se zobrazují především v grafech a tabulkách, které jsou součástí textu nebo příloh. Veškeré zdroje využívané v této práci jsou uvedeny v seznamu literatury a údaje použité v praktické části vychází především z interních zdrojů podniku XY, s.r.o.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku XY, s.r.o. k 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod oceňování pro potřeby vedení daného podniku.

Teoretická část obsahuje literární rešerši týkající se oceňování podniku. Veškeré informace jsou čerpány z odborné literatury.

V analytické a projektové části se používá více metod a postupů. Strategická analýza zahrnuje statistické metody, kterými jsou regresní a korelační analýza, použité pro odhad vývoje tržeb relevantního trhu a SWOT analýzu. Finanční analýza hodnotí finanční zdraví podniku v letech 2011–2015 pomocí analýzy absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Data pro výpočet se čerpají z jednotlivých výkazů zisku a ztráty a rozvah daného podniku. Dané výkazy jsou analyzovány v rámci absolutních ukazatelů. Strategický finanční plán na období 2016–2019 se sestavuje na základě výsledků strategické a finanční analýzy a vývoj některých položek je odhadnut pomocí matematicko-statistických metod jako je průměr a procentuální poměr. V další části práce se provádí samotné ocenění podniku výnosovými metodami, a to metodou diskontovaných peněžních toků entity a metodou ekonomické přidané hodnoty. Výsledná hodnota podniku se stanoví průměrem hodnot vlastního kapitálu získaných jednotlivými metodami.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORIE OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování podniku se řadí mezi důležité nástroje řízení. Znalost hodnoty podniku představuje významný faktor nejen při taktickém řízení, ale i při některých dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu. Výsledkem oceňování je stanovení určité částky, vyjádřené jednou hodnotou platnou pro vybraný účel ocenění. Tento výsledek závisí především na účelu ocenění, zkušenostech oceňovatele, množství a kvalitě dostupných informací, časovém horizontu a použité metodě. Oceňovatelem v České republice může být každá fyzická či právnická osoba s oprávněním vykonávat tuto činnost (Dluhošová, 2010, s. 171; Kislingerová, 2001, s. 6; Krabec, 2009, s. 16).

Mezi základní důvody pro oceňování podniku podle Dluhošové (2010, s. 171–172) patří:

- koupě a prodej podniku,
- vklad do nově zakládaného podniku,
- splynutí podniků,
- rozdělení podniků,
- rozhodování o likvidaci nebo sanaci podniku,
- emise akcií,
- uvádění podniku na burzu,
- poskytování úvěrů,
- ocenění majetkových účastí společníků,
- ocenění pro účely zdanění,
- garance (záruky úvěru, uzavření pojistných smluv),
- náhrada za vyvlastnění.

1.1 Definice podniku

Podnik je možné definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Toto tvrzení odpovídá reálné situaci a má významné důsledky pro určení hodnoty podniku (Mařík, 2011a, s. 15).

Mařík (2011a, s. 15) ve své knize uvádí, že pro oceňovatele podniku by měla mít největší význam definice uváděná v Obchodním zákoníku v § 5, který definuje podnik jako:

„…soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování

podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná…"

Z této definice vyplývá, že podnik představuje komplex hmotného i nehmotného majetku a důležitou součástí je také lidský činitel, tedy pracovní síla se svými zkušenostmi a znalostmi. Tento komplex umožňuje podniku zabezpečovat činnost, pro kterou byl zřízen a při jeho oceňování je nutné brát všechny složky v jednotě a celistvosti (Kislingerová, 2001, s. 8)

V rámci rekodifikace soukromého práva byl tento Obchodní zákoník k 31. 12. 2013 zrušen a od 1. 1. 2014 je účinný Nový občanský zákoník společně se Zákonem o obchodních korporacích.

Podle § 502 Nového občanského zákoníku nese podnik označení obchodní závod a je definován 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"* (Eliáš a Svatoš, s. 58 – § 502; 2012).

1.2 Hodnota podniku

Hodnotu podniku lze rozdělit na hodnotu brutto, která představuje hodnotu podniku jako celku, tedy pro vlastníky i věřitele, a hodnotu netto, kterou se rozumí ocenění na úrovni vlastníků podniku, tedy ocenění vlastního kapitálu (Mařík, 2011a, s. 16).

Mařík (2011a, s. 20) ve své knize také uvádí, že hodnota podniku je závislá na budoucím užitku, který by měl být vyjádřen v penězích. Tato hodnota je určena očekávanými budoucími příjmy, na úrovni vlastníků nebo na úrovni vlastníků i věřitelů, převedenými na jejich současnou hodnotu.

Hodnota podle Maříka (2011a, s. 21) představuje ekonomický pojem označující cenu, na které by se pravděpodobně dohodli kupující a prodávající daného zboží nebo služby, které jsou určené ke koupi. Hodnota tedy nepředstavuje skutečnost, ale pouze odhad pravděpodobné ceny, která by měla být za dané zboží nebo služby zaplacena.

Kislingerová (2001, s. 11) však říká, že hodnota podniku není totožná s cenou, jak tomu většinou bývá u jiného zboží, neboť hodnota a cena se rovnají pouze výjimečně. Výsledná cena, za kterou je podnik prodán, je ovlivněna dalšími faktory, kterými jsou např. faktory psychologické, časová tíseň, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím, případně obratnost při cenovém jednání.

Hodnota podniku se rozděluje na základní čtyři kategorie: tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota a Kolínská škola. Tyto kategorie vychází ze základních otázek:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce a kolik bychom dostali na trhu?
- Jakou má podnik hodnotu pro konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu je možné považovat za nejméně spornou? (Mařík, 2011a, s. 21)

1.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota odpovídá na otázku, kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce na trhu. Mařík (2011a, s. 22) uvádí, že definice tržní hodnoty podle mezinárodní organizace International Valuation Standards Committee (IVSC) zní:

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

Východiskem pro stanovení tržní hodnoty je modelování budoucí situace neboli vize o okolnostech obchodu. Ocenění podniku tržní hodnotou se používá především při uvádění podniku na burzu, při prodeji podniku, nebo pokud není znám konkrétní kupující (Kramná, 2011, s. 12–13).

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota je dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka apod. Zároveň odpovídá na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. Mařík (2011a, s. 26) ve své knize uvádí, že definice podle International Valuation Standards zní:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.“

Základní charakteristiky investiční hodnoty:

- budoucí peněžní toky jsou odhadovány především na základě představ manažerů podniku, případně mohou být mírně upraveny směrem dolů;
- diskontní míra se stanovuje na úrovni možné alternativní investice subjektu, pro který je ocenění prováděno (Mařík, 2011a, s. 27).

Investiční hodnota může být ovlivněna subjektivními názory a představami nebo konkrétními podmínkami subjektu, pro který je sestavena. Ocenění podniku subjektivní hodnotou se používá především při rozhodování o koupi nebo prodeji podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je transakce pro něj výhodná nebo při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku (Kramná, 2011, s. 13–14).

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Subjektivní ocenění neposkytuje profesionálním odhadcům mnoho prostoru k výkonu jejich povolání, neboť finančně vzdělanější vlastník nebo zájemce o koupi je schopen si vypočítat subjektivní hodnotu sám, proto je často pro odhadce výhodnější vycházet z představy objektivní nebo alespoň objektivizovanější hodnoty, kterou je schopen určit pouze profesionál. Tato hodnota odpovídá na otázku, jakou hodnotu je možné považovat za nejméně spornou. Mařík (2011a, s. 27) zmiňuje, že podle německých oceňovacích standardů definice této hodnoty zní: *„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, 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.“*

Hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím stanovení by měly být dodržovány určité zásady a požadavky. Mezi tyto zásady patří: udržení substance (z podniku může být vybráno jen tolik peněžních prostředků, aby nedošlo k narušení majetkové substance), volný zisk (ocenění založené na volném zisku, který je možné vyčerpat, aniž by byla ohrožena substance podniku), nepotřebný majetek (u výnosového ocenění je zahrnut pouze provozně nutný majetek), možnosti změn v podniku (berou se v úvahu pouze změny známé k datu ocenění), metoda (měla by být jasná a jednoznačná), management (předpoklad jeho setrvání do budoucna) a zdanění (zohlednění daně i na úrovni vlastníka). (Kramná, 2011, s. 14–15)

Objektivizovaná hodnota se využívá především při poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku (Kramná, 2011, s. 15).

1.2.4 Kolínská škola

V evropských zemích je problematické hovořit o tržní hodnotě, neboť trh s podniky má v evropských podmínkách mnoho omezení: rozsah transakcí s podobnými podniky není velký, trhu chybí transparentnost a není zřejmé, zda cena byla zaplacena za pokračující podnik, nebo zda obsahuje určité synergie. Na základě těchto omezení je možné hovořit o tržní hodnotě pouze u akciových společností. Za reálné východisko pro ocenění většiny podniků je považováno použití subjektivní hodnoty. V základním případě, kterým je nákup a prodej podniku, je východiskem pro ocenění subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. Z tohoto subjektivního postoje vychází Kolínská škola, která zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích. Mezi základní funkce oceňování a funkce oceňovatele patří funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová (Mařík, 2011a, s. 30).

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Mezi základní hranice, které vymezují prostor finančního managementu, patří riziko a časový faktor ovlivňující hodnotu peněz. Působení jednotlivých faktorů v čase ovlivňuje hodnotu peněz a může vést k jejich zhodnocení nebo případně znehodnocení. Riziko je chápáno individuálně, jelikož každý investor má jiný přístup k podnikání. Riziko je možné akceptovat nebo k němu mít averzi. Míru rizika však lze objektivizovat a vytvořit předpoklady k rozhodování, s cílem jeho minimalizace a diverzifikace. Znalost a respektování působení času a rizika je významným aspektem pro finanční řízení a rozhodování (Nývltová a Marinič, 2010, s. 43).

2.1 Faktor času

Mařík (2011a, s. 39) definuje hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou jeho držiteli. Tato definice platí nejen pro jednotlivé majetkové položky ale i pro podnik jako celek. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku, nemají pro svého příjemce stejný význam. Kromě jejich výše je také důležitá časová hodnota peněz neboli okamžik, ve kterém držitel aktiva získá.

Časem je ovlivněno především finanční rozhodování podniku dlouhodobějšího charakteru, jelikož peněžní prostředky, které má podnik k dispozici ihned, nejsou rovnocenné se stejnými peněžními prostředky, které podnik získá v budoucnosti. Peníze, které má podnik v současnosti k dispozici, mají pro podnik větší hodnotu, než stejné peníze získané v budoucnosti, neboť současné peněžní prostředky podnik může finančně investovat a získávat z nich další výnosy. Při zjišťování hodnoty aktiva nebo podniku nelze očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst. Nejdříve se musí všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tzn. zjistit jejich současnou hodnotu a až potom lze sečíst tyto současné hodnoty budoucích příjmů, které platí ke stejnému datu (Mařík, 2011a, s. 39; Pavelková a Knápková, 2008, s. 22).

Faktor času se využívá především při rozhodování o investicích, při kalkulaci výhodnosti jednotlivých zdrojů financování majetku nebo při stanovení tržní hodnoty majetku podniku. Mezi základní operace, u kterých se využívá časová hodnota peněz, patří úročení, odúročení (diskontování) a proces stanovení současné hodnoty finančních toků (Dluhošová, 2010, s. 29; Pavelková a Knápková, 2008, s. 23).

2.2 Faktor rizika

Podnik představuje základní stavební prvek ekonomiky, díky čemuž se stává na jedné straně akcelerátorem a na druhé straně objektem působení procesu změn. Z hlediska finančního řízení pak může dojít k situaci, že skutečný vývoj a dosažené výsledky směřující k naplnění základních cílů podnikání (např. tržby, zisk, CF,…) se budou odchylovat od výsledků očekávaných cílových parametrů. Faktory změny mohou na plnění cílů podniku působit pozitivně a tím zlepšit očekávanou skutečnost, nebo negativně a tím tuto očekávanou skutečnost zhoršit. Na proces rozhodování působí objektivní (vnější) i subjektivní (vnitřní) faktory, díky kterým je výsledek rozhodování vystaven riziku a nejistotě, a proto nelze spolehlivě předpovídat a řídit budoucí vývoj a zaručit jistý výsledek konkrétní aktivity. Jistota je fakt, že daný jev nastane a nemůže nastat jiný a riziko představuje pravděpodobnost, že v dané množině konkrétních možnosti očekávaný jev nastane, respektive nenastane. Riziko je možné charakterizovat pomocí pravděpodobnosti možností dosažení očekávaných výsledků a jeho míru lze promítnout do odhadu diskontní sazby. Tato diskontní sazba potom zobrazuje míru výnosnosti, kterou investor ze svých vložených prostředků při dané úrovni rizika požaduje (Nývltová a Marinič, 2010, s. 47–48; Pavelková a Knápková, 2005, s. 16).

Rozlišují se rizika systematická (tržní), která vznikají v důsledku změn v celkovém ekonomickém prostředí, jsou stejná pro všechny investory a podniky je nemohou ovlivnit. A dále rizika nesystematická (jedinečná), která nejsou stejná pro každou investici, ale specifická pro jednotlivé obory, podniky nebo projekty a podniky je mohou alespoň částečně minimalizovat. Systematickým rizikem mohou být rizika přírodní, politická nebo geografická a mezi nesystematická rizika se řadí například riziko likvidity, zadluženosti, kurzové a úrokové riziko, riziko ztráty apod. (Nývltová a Marinič, 2010, s. 48; Pavelková a Knápková, 2008, s. 29– 30).

Existuje také podnikatelské riziko, které lze definovat jako možnost, že dosažené výsledky podnikání se budou příznivě nebo nepříznivě lišit od předpokládaných výsledků. Toto riziko vzniká v důsledku proměnlivosti hospodářských výsledků za určité období a působí na něj mnoho faktorů, např. proměnlivost tržeb a nákladů, postavení podniku na trhu, atd. Příčiny vzniku podnikatelského rizika mohou být:

- objektivní – nezávislé na činnosti podniku,
- subjektivní – zaviněné činností managementu nebo zaměstnanců,

- provozní – např. havárie,
- inovační – nové výrobky,
- investiční – koupě neznámé techniky (Pavelková a Knápková, 2008, s. 30).

Podnikatelské riziko lze rozdělit na riziko obchodní a finanční. Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena především proměnlivostí prodeje (prodejní riziko) a úrovní fixních provozních nákladů (provozní riziko). Prodejní riziko představuje možnost, že očekávaný zisk nebude dosažen v důsledku vývoje situace na trhu, a lze jej měřit pomocí variability čistých tržeb. Tuto variabilitu je možné měřit pomocí rozptylu tržeb v minulém období. Provozní riziko je ovlivněno především provozní pákou, tedy podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech (Mařík, 2011a, s. 42).

Finanční riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů, které tvoří především nákladové úroky, ale také další relativně pevné platby za používání kapitálu, např. splátky úvěru, obligací, stálá dividenda z prioritních akcií, leasingové splátky atd. Finanční riziko se ztotožňuje s tou částí volatility celkových výsledků hospodaření, která je způsobena placením fixních nákladových úroků. Toto riziko lze měřit pomocí stupně finanční páky nebo prostřednictvím různých ukazatelů zachycujících výši zadluženosti a likviditu (Mařík, 2011a, s. 44; Pavelková a Knápková, 2008, s. 30).

2.3 Diskontní míra

Hlavním úkolem diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit také míru rizika spojenou s investicí. Obecně podle teorie financí platí, že čím vyšší je míra rizika, tím vyšší je výnos, který investor požaduje. Diskontní míra by měla zhodnotit skutečnost, že investor využil kapitál na daný projekt a tím přišel o možnost investovat peníze do jiné varianty. V zájmu dosažení ekonomického zisku by pak měl investor dosáhnout v dané investici minimálně takového výnosu, který by získal srovnatelnou investicí se stejnou mírou rizika. Alternativní využití kapitálu, kterého se investor vzdává ve prospěch posuzované investice, pro něj představuje náklady příležitostí. Tyto alternativní náklady pak tedy odráží očekávanou výnosnost nejlepší neuskutečněné varianty investování. Investorův nárok na výnosnost přiměřenou riziku je zároveň vyjádřením nákladů na kapitál z hlediska podniku, který tento kapitál přijímá, a je tedy možné tvrdit, že náklad na kapitál

představuje pohled na diskontní míru z jiného úhlu (Kislingerová, 2001, s. 174; Kislingerová, 2004, s. 298; Mařík, 2011a, s. 48).

2.3.1 Diskontní míra a riziko

Východiskem pro diskontní míru je úroveň výnosů, které přináší aktivum nezatížené riziky. Taková aktiva v praxi ale neexistují, proto je možné využít aktiva, která jsou zatížena rizikem pouze minimálně a mohou proto sloužit jako prakticky bezriziková. Podnik je zatížen rizikem téměř vždy (Mařík, 2011a, s. 49).

Riziko lze ocenit pomocí:

- rizikové přirážky k bezrizikové úrokové míře – bezriziková úroková míra se upraví o jistou úroveň odpovídající míře rizika, očekávané příjmy jsou pak zatíženy určitým rizikem a tomu odpovídá i výše diskontní míry;
- jistotního ekvivalentu výnosů – omezení očekávané výnosové míry na její bezrizikovou část, avšak je nutné vyloučit riziko z očekávaných příjmů a očekávané výnosy se nahradí jejich jistotním ekvivalentem (Mařík, 2011a, s. 49–50).

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Postup kalkulace diskontní míry by měl záviset na kategorii hodnoty, která se zjišťuje, a také na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno (Mařík, 2011a, s. 50).

Kategorie hledané hodnoty:

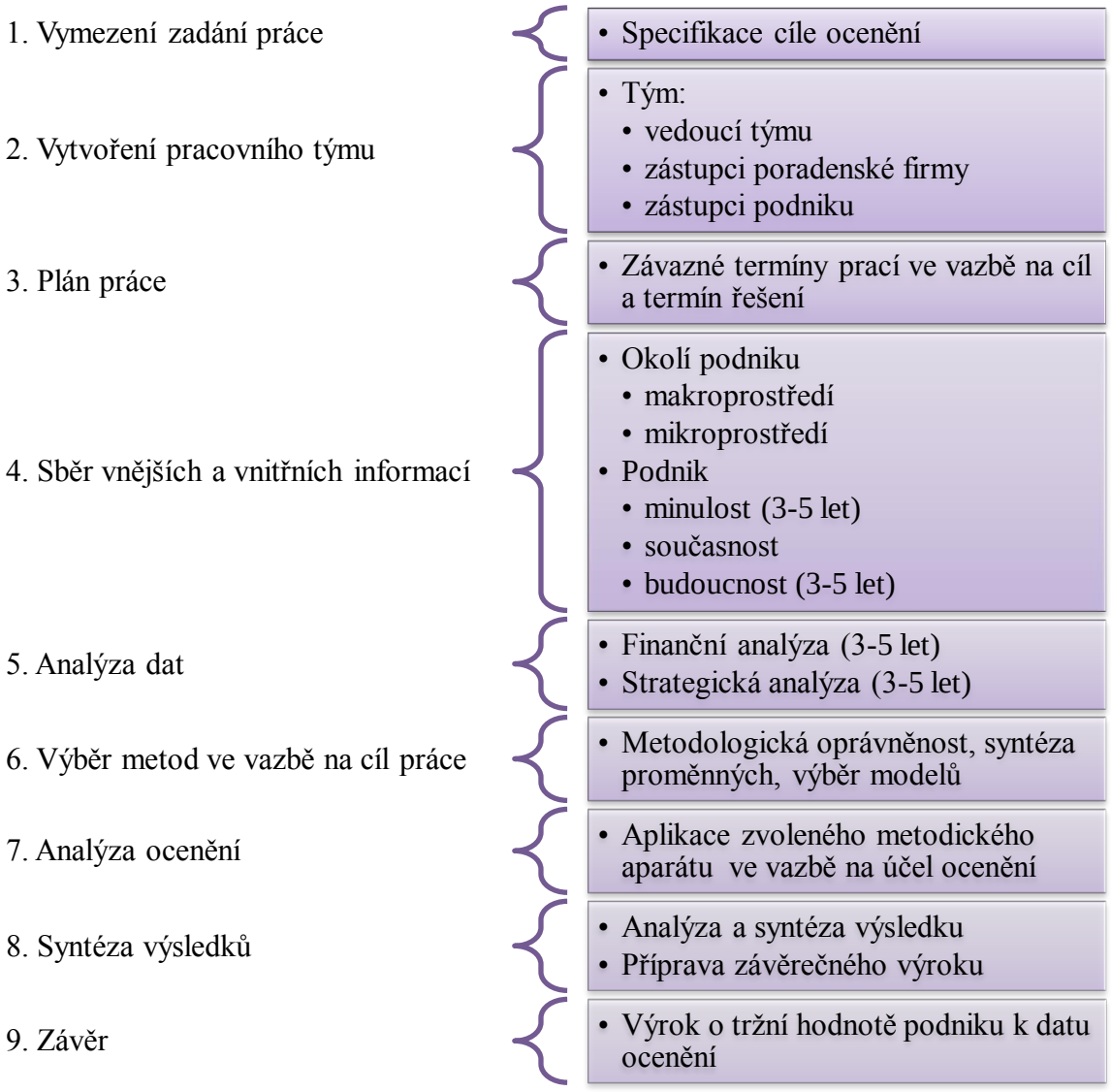
- pro tržní hodnotu je nutné opřít kalkulaci o tržní data a tomu odpovídající metody,
- u investiční hodnoty by se mělo vycházet především z konkrétní situace daného investora a z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu,
- pro objektivizované ocenění je nutné mít takový odhad diskontní míry, který bude dostatečně podložen běžně dostupnými daty (Mařík, 2011a, s. 51).

Typ potenciálního investora:

- akciová společnost, u které jsou její akcie obchodovány na kapitálovém trhu – investoři jsou akcionáři, kteří mohou tvořit portfolio cenných papírů – stačí se omezit na riziko systematické;
- společnosti, u kterých nejsou akcie obchodovány, nebo společnosti jiné než akciové – investoři nemají možnost snižovat své riziko diverzifikací držených vlastnických podílů mezi více podniků – je nutné kalkulovat riziko celé (Mařík, 2011a, s. 51).

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Než dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku, stojí zpracovatel při oceňování podniku před velmi náročným úkolem, v rámci kterého řeší mnoho problémů. Základním problémem je vymezení účelu, pro jaký se ocenění zpracovává, a stanovení cíle práce, který se stává nástrojem pro výběr modelů, se kterými se bude následně pracovat. Postup pro ocenění podniku se může u jednotlivých podniků lišit s ohledem na konkrétní skutečnosti, kterými mohou například být konkrétní podnět k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolené metody, dostupná data apod. Obecný postup však znázorňuje následující obrázek (Kislingerová, 2001, s. 25; Mařík, 2011a, s. 53).



Zdroj: Kislingerová, 2001, s. 26; vlastní zpracování

Obr. 1. Postup pří oceňování podniku

Jak znázorňuje Obr. 1., na zpracování ocenění podniku se podílí tým odborníků, který by měl být složen z vedoucího týmu, který řídí práce na ocenění, a dále ze specialistů a asistentů, kteří řeší úkoly zadané vedoucím týmu. Práce týmu se řídí časovým harmonogramem stanoveným na počátku práce. Data, která jsou shromažďována a následně zpracovávána, pokrývají téměř celé dění v podniku. Pro kvalitní ocenění jsou ale potřebné nejen informace z podniku, ale také informace o prostředí, ve kterém podnik funguje, tedy informace o makroekonomickém prostředí (makroprostředí) a o odvětví (mikroprostředí), do kterého podnik patří. Po fázi shromažďování dat následuje fáze analytická, která zahrnuje analýzu makroprostředí, mikroprostředí a finanční analýzu podniku, které jsou potřebné pro posouzení celkového stavu podniku, postavení podniku na trhu, konkurenční síly a především schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Na fázi analytickou navazuje aplikace modelů vybraných s ohledem na cíl práce. Doporučuje se aplikovat několik modelů, aby byla ověřena správnost výsledku práce. Posledním krokem ocenění podniku je provedení syntézy výsledků a formulace závěru, ke kterému tým odborníků dospěl, tedy stanovení hodnoty podniku k určitému datu (Kislingerová, 2001, s. 25–27; Mařík, 2011a, s. 36).

3.1 Sběr vstupních dat

Základem pro ocenění je především získání přiměřených vstupních dat, určení účelu ocenění a hledané kategorie hodnoty. Potřebné vstupní informace lze podle Mařík (2011a, s. 54–56) rozdělit do několika skupin:

- základní data o podniku – data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, případně další právní informace o podílech, základní řídící struktura podniku, informace o historii podniku;
- ekonomická data – účetní výkazy za posledních 3–5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány;
- relevantní trh – vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik vyskytuje, jeho velikost a vývoj; segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu;
- konkurenční struktura relevantního trhu – hlavní konkurenti a informace o nich, možné substituty produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům;

- odbyt a marketing – data o struktuře odbytu, hlavní produkty a jejich srovnání s konkurencí, ceny a jejich srovnání s konkurencí, hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení, reklama, velikost a struktura výdajů na reklamu a jejich porovnání s konkurencí, výzkum a vývoj;
- výroba a dodavatelé – řízení kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, investice v minulosti a plán investic do budoucnosti, dodavatelé (struktura dodavatelů a dodávek, závislost podniku na dodavatelích, logistika, struktura zásob);
- pracovníci – struktura pracovníků a jejich kvalifikace, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace pracovníků, produktivita práce, personální náklady.

3.2 Strategická analýza dat

Hlavním úkolem strategické analýzy je určit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Analýza vývoje okolí podniku vychází z poznatku, že každý podnik se vyskytuje v konkurenčním prostředí. Na základě tohoto poznatku je důležité, aby byla hodnocena nejen pozice podniku uvnitř (vnitřní potenciál – mikroprostředí), ale také navenek (vnější potenciál – makroprostředí a odvětvové prostředí), jelikož je okolí velmi proměnlivé a frekvence změn se neustále zrychluje. Jedná se především o zkracování inovačních cyklů nových výrobků a technologií, rychlost přenosu finanční krize z jedné oblasti do jiné nebo o globalizaci ekonomik. Vnější potenciál lze vyjádřit jako šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí (relevantní trh a odvětví), v němž se oceňovaný podnik pohybuje. U analýzy vnitřního potenciálu se zjišťuje, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a také čelit jeho rizikům. Základním vyjádřením vnitřního potenciálu je určení jeho silných a slabých stránek s cílem nalézt určitou konkurenční výhodu (Mařík, 2011a, s. 56; Růčková, 2011, s. 91–92).

Podle Mařík (2011a, s. 58–93) by postup strategické analýzy měl být složen ze tří kroků:

- analýza a prognóza relevantního trhu neboli analýza vnějšího potenciálu – základní data o trhu, analýza atraktivity trhu a prognóza vývoje trhu;
- analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku – stanovení tržního podílu oceňovaného podniku, identifikace konkurentů, analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku a prognóza tržních podílů;

- hodnocení perspektivnosti podniku a prognóza tržeb oceňovaného podniku na základě výsledků předchozích kroků.

3.2.1 Analýza makroprostředí

Obecně se analýza makroprostředí zaměřuje na hospodářské a legislativní změny z hlediska jednání vlády (např. vývoj daňového systému, rozvoje podnikání, ochrana životního prostředí), na technologické okolí (např. rozvoj nových výrobků a technologií), na očekávaný mezinárodní politicko-ekonomický vývoj (např. politická nestabilita v určitých regionech, tvorba integračních uskupení), na vývoj devizových kurzů a na vývoj na finančních trzích. Pro zkoumání makroprostředí je vhodné využít SLEPT analýzu, která klade důraz na podstatné a reálné hrozby a příležitosti, které se mohou vyskytovat v bezprostřední blízkosti podniku. Tato analýza se zaměřuje na oblast sociální, legislativní, ekonomickou, politickou a technologickou (Růčková, 2011, s. 92).

3.2.2 Analýza odvětví

V rámci analýzy okolí podniku zaujímá důležité místo také postavení podniku ve zkoumaném podnikatelském prostředí. Základem analýzy odvětví je analýza citlivosti daného odvětví na hospodářský cyklus, způsob vládní regulace (např. regulované ceny, bariéry vstupu do odvětví,…) a také především analýza konkurentů, jejímž cílem je umožnit podniku předejít překvapení z nové taktiky současných konkurentů, identifikovat potenciální konkurenty a jejich hrozby, dokázat rychle reagovat na kroky konkurence a také vědět, co konkurence plánuje dělat a předběhnout je (Kislingerová, 2001, s. 32–35; Mallya, 2007, s. 49).

3.2.3 Analýza mikroprostředí

Hlavním cílem analýzy mikroprostředí je zhodnotit současné postavení podniku, tedy identifikovat jeho silné a slabé stránky. Pro identifikaci silných a slabých stránek podniku je nutné analyzovat jeho vnitřní faktory, kterými jsou například faktory marketingové a distribuční (marketingový mix – produkt, cena, podpora prodeje a distribuce), faktory výrobní, finanční a rozpočtové, faktory technického rozvoje (výzkum a vývoj) a faktory podnikových a pracovních zdrojů (pracovní podmínky, kvalifikace pracovníků,…). (Mallya, 2007, s. 53–63)

3.2.4 SWOT analýza

K analýze okolí se často využívá SWOT analýza, která je zaměřena na identifikaci silných a slabých stránek zkoumaného podniku, jeho příležitostí a hrozeb. Silné a slabé stránky se vztahují na interní prostředí a naopak příležitosti a hrozby se týkají externího prostředí podniku (Fotr, 2012, s. 39; Sedláček, 2011, s. 87).

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza představuje formalizovanou metodu pro posuzování finančního zdraví podniku. Získané údaje třídí, poměřuje mezi sebou, rozšiřuje jejich vypovídací schopnost a umožňuje dospět k závěrům o celkovém hospodaření, majetkové a finanční situaci podniku, které lze využít jako podklad pro řízení a rozhodování managementu. Hodnotí minulost i současnost podniku, poskytuje informace o výkonnosti podniku a o potenciálních rizicích, které z jeho fungování plynou, a také se zaměřuje na vývoj podniku a snaží se doporučit vhodná řešení do budoucnosti finančního hospodaření podniku. Za její hlavní přínos tedy lze považovat porovnávání jednotlivých ukazatelů v čase. Finanční analýza se orientuje především na identifikaci slabých stránek, které by mohly podniku způsobit v budoucnosti problémy, a také silných stránek, o které by naopak podnik mohl svou činnost v budoucnosti opřít (Holečková, 2008, s. 9; Sedláček, 2011, s. 3; Vochozka, 2011, s. 12).

Růčková (2011, s. 21) a Mařík (2011a, s. 96) ve svých knihách uvádí, že pro účely oceňování podniku by měla finanční analýza plnit dvě funkce: nejen prověřit finanční zdraví podniku, tedy finanční situaci podniku k datu ocenění, její historický vývoj a co lze očekávat v blízké době, ale také vytvořit základ pro finanční plán, což znamená získat z minulého vývoje co nejvíce informací pro plánování hlavních finančních veličin. Mařík (2011a, s. 96) navíc dodává, že pro splnění zmíněných funkcí nestačí pouze výpočty vybraných ukazatelů, ale důležitá je především interpretace jejich výsledků. Oceňovatel by měl na základě finanční analýzy doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který částečně vyplývá již ze strategické analýzy, a také doplnit podklady pro určení rizika podniku plynoucího z nedostatků ve finančním hospodaření.

3.3.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Základem pro zpracování finanční analýzy jsou vstupní data, mezi která patří především účetní výkazy podniku (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow), informace

finančních analytiků a manažerů podniku a výroční zprávy (Grünwald a Holečková, 2007, s. 33).

Rozvaha zachycuje stav majetku v podniku a zdrojů jeho financování k určitému datu a vždy musí platit, že se aktiva rovnají pasivům. Majetková struktura podniku zachycená v rozvaze na straně aktiv zahrnuje položky: pohledávky za upsaný základní kapitál, dlouhodobý majetek (nehmotný, hmotný a finanční), oběžná aktiva (zásoby, dlouhodobé a krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek) a časové rozlišení. Finanční struktura podniku evidovaná v rozvaze na straně pasiv zahrnuje položky: vlastní kapitál (základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období), cizí zdroje (rezervy, dlouhodobé a krátkodobé závazky, bankovní úvěry a výpomoci) a časové rozlišení (Knápková a Pavelková, 2010, s. 21).

Výkaz zisku a ztráty zachycuje pohyb jednotlivých nákladů a výnosů, které se podílely na tvorbě výsledku hospodaření běžného období, který je zobrazen také v rozvaze. Výnosy představují peněžní částky, které podnik získal z veškerých svých činností za dané účetní období bez ohledu na to, zda došlo v daném období k jejich inkasu. Náklady lze definovat jako peněžní částky, které podnik v daném účetním období účelně vynaložil na získání výnosů, i když k jejich zaplacení nemuselo dojít ve stejném období. Rozdílem celkových výnosů a celkových nákladů je výsledek hospodaření podniku, tedy zisk nebo ztráta (Grünwald a Holečková, 2007, s. 41; Knápková a Pavelková, 2010, s. 36).

Výkaz peněžních toků sleduje přírůstky a úbytky peněžních prostředků podniku v oblasti provozní, investiční a finanční. Výkaz cash flow může být sestaven na základě metody nepřímé nebo přímé. Metoda nepřímá vychází z výsledku hospodaření (rozdíl mezi výnosy a náklady), který přetváří na tok peněz (rozdíl mezi příjmy a výdaji). Metoda přímá zobrazuje skutečné příjmy a výdaje a CF se určí jako jejich rozdíl. Nevýhodou této metody je skutečnost, že nelze zjistit zdroje a využití peněžních prostředků (Knápková a Pavelková, 2010, s. 46–49).

3.3.2 Ukazatelé finanční analýzy

Absolutní ukazatele finanční analýzy zahrnují dvě analýzy: poměrovou analýzu vývojových trendů (horizontální analýza) a procentní rozbor položek (vertikální analýza). Horizontální analýza zkoumá vývoj určitých položek v čase, obvykle ve vztahu k minulému účetnímu období, neboli zjišťuje, o kolik se absolutně i procentuálně změnily

jednotlivé položky účetních výkazů oproti minulému roku. Vertikální analýza zkoumá strukturu účetních výkazů, tedy procentní podíly jednotlivých položek k určité zvolené veličině představující 100 %, například procentní podíl jednotlivých položek rozvahy na celkových aktivech (pasivech) nebo podíl položek výkazu zisku a ztráty na celkových výnosech nebo nákladech. Tyto procentní rozbory se srovnávají v čase, s plánem, mezi podniky, odvětvím nebo s doporučenými hodnotami (Knápková a Pavelková, 2010, s. 65–66; Vochozka, 2011, s. 19).

Rozdílové ukazatele se využívají k analýze a řízení finanční situace podniku. Za základní rozdílový ukazatel se považuje čistý pracovní kapitál, který lze definovat jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji podniku. Z této definice vyplývá, že čistý pracovní kapitál reprezentuje část oběžného majetku financovanou dlouhodobým kapitálem (Knápková a Pavelková, 2010, s. 81).

Analýza poměrovými ukazateli poskytuje rychlou představu o finanční situaci podniku a pro výpočty využívá údaje ze základních účetních výkazů, které jsou veřejně dostupné i pro externí finanční analytiky. Výpočet lze obecně popsat jako poměr jedné nebo více účetních položek základních účetních výkazů k položce jiné nebo k jejich skupině (Knápková a Pavelková, 2010, s. 83; Růčková, 2011, s. 47).

Mezi nejčastěji využívané poměrové ukazatele se řadí:

- ukazatele zadluženosti – pomáhají určit výši rizika, které podnik nese při dané struktuře a poměru vlastního kapitálu a cizích zdrojů, a mezi základní ukazatele zadluženosti patří např. celková zadluženost, míra zadluženost nebo úrokové krytí;
- ukazatele likvidity – určují schopnost podniku přeměnit určitá aktiva na hotovost nebo jiné krátkodobé finanční instrumenty a tím plnit schopnost podniku hradit závazky. Tyto ukazatele obecně poměřují to, čím je možné platit, s tím, co je nutné zaplatit, a počítají se pomocí ukazatelů: likvidita běžná, pohotová a okamžitá;
- ukazatele rentability – v podniku měří výdělečnou schopnost, míru zhodnocení vynaložených prostředků ve formě aktiv, kapitálu nebo jiných hodnot vyjádřených v peněžních jednotkách a obecně se vypočítají jako poměr výsledku hospodaření získaného podnikatelskou činností k určitému vstupu (celkovým aktivům, kapitálu nebo tržbám);
- ukazatele aktivity – poskytují podniku přehled o využívání jednotlivých částí majetku a počítá se obrat, tedy počet obrátek konkrétního aktiva v aktivum jiné

za určité časové období, a doba obratu neboli rychlost jednoho obratu kapitálu vázaného v majetku vyjádřená ve dnech (Knápková a Pavelková, 2010, s. 83–89; Nývltová a Marinič, 2010, s. 164–168; Vochozka, 2011, s. 22–24).

Finanční situaci podniku lze analyzovat pomocí mnoha ukazatelů, které však mají omezenou vypovídací schopnost, jelikož posuzují pouze určitý úsek činnosti podniku. Pro posouzení celkové finanční situace a výkonnosti podniku se využívá **analýza souhrnných ukazatelů**. V odborné literatuře se lze setkat také s názvy jako systém včasného varování nebo predikční modely finanční úrovně. Mezi základní typy souhrnných ukazatelů se řadí pyramidové soustavy ukazatelů (např. Du Pontův rozklad), bonitní modely (např. Kralickův Quicktest) a bankrotní modely (např. Altmanův model). (Dluhošová, 2010, s. 93; Sedláček, 2011, s. 81)

3.4 Vymezení provozně potřebných a nepotřebných aktiv

Každý podnik, který má jedno základní podnikatelské zaměření, potřebuje aktiva v určité velikosti a struktuře. Tato aktiva potřebná k podnikání se označují jako aktiva provozně nutná (potřebná). Naopak aktiva, která nejsou nezbytná pro vykonávání hlavní činnosti a zabezpečení chodu podniku se označují jako aktiva provozně nenutná (nepotřebná). S rozdělením aktiv na provozně potřebná a nepotřebná souvisí také vyřazení nákladů a výnosů spojených s těmito provozně nepotřebnými aktivy (Mařík, 2011a, s. 118; Pavelková a Knápková, 2005, s. 55).

Důvody pro rozdělení aktiv:

- část majetku se vůbec nevyužívá a ani z něj neplynou žádné, nebo případně jen malé příjmy;
- rizika spojená s příjmy plynoucími z aktiv, která nesouvisejí s provozem, se mohou lišit od rizik hlavní činnosti podniku;
- provozně potřebný a nepotřebný majetek se oceňuje odlišnými metodami (Mařík, 2011a, s. 119).

Mezi provozně nepotřebná aktiva patří:

- dlouhodobý finanční majetek – pokud má tento majetek charakter portfoliových investic a nesouvisí přímo se základní činností podniku, jedná se o provozně nepotřebná aktiva, ale pokud finanční majetek souvisí s hlavní činností podniku, jedná se o aktiva provozně potřebná;

- krátkodobý finanční majetek – jako provozně nutná aktiva stačí ponechat pouze část potřebnou pro zajištění provozu podniku, což lze odhadnout ze zkušeností hospodaření v minulých letech nebo pomocí úrovně peněžní likvidity, což by měly být peněžní prostředky ve výši přibližně 20 % krátkodobého cizího kapitálu (často pouze krátkodobých závazků), prostředky nad úrovní potřebnou k zajištění provozu představují provozně nepotřebná aktiva;
- nedokončené investice – obvykle představují provozně nutný majetek, ale jelikož zatím nejsou k dispozici pro tvorbu současných hospodářských výsledků, měly by být zařazeny k provozně nepotřebným aktivům;
- nemovitosti nesloužící k hlavní činnosti podnikání (např. nevyužité pozemky a budovy, rekreační zařízení,…);
- majetek provozně málo využitelný (např. nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, ostatní nepotřebný dlouhodobý nebo krátkodobý majetek);
- nadbytečné kapacity (např. budovy a stroje);
- pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku (Mařík, 2011a, s. 121–122; Pavelková a Knápková, 2005, s. 55–56).

Po rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je nutné vyčíslit kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv během minulých let, který se označuje jako provozně nutný investovaný kapitál. Výpočet tohoto kapitálu vychází z rozvahy a je tvořen součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (oběžná aktiva snížená o závazky, u kterých nelze vyčíslit jejich náklady – úroky). (Mařík, 2011a, s. 122)

Po rozdělení aktiv je také nutné vyloučit z výsledku hospodaření takové náklady a výnosy, které nesouvisí s hlavní činností podniku, tedy aktiva provozně nepotřebná. Z praktického hlediska se vychází z provozního výsledku hospodaření. Vyloučit by se měly například položky: tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, odpisy budov nebo zařízení nesloužících k hlavní činnosti podniku a jiné významnější náklady spojené s neprovozním majetkem. Takto upravený výsledek hospodaření se označuje jako korigovaný provozní výsledek hospodaření neboli korigovaný provozní zisk a představuje tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem (Mařík, 2011a, s. 123).

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty lze definovat jako soubor základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku a představují predikční ukazatele výkonnosti podniku. Mezi základní generátory hodnoty patří: tržby a jejich růst, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku (Dluhošová, 2010, s. 25; Mařík, 2011a, s. 125).

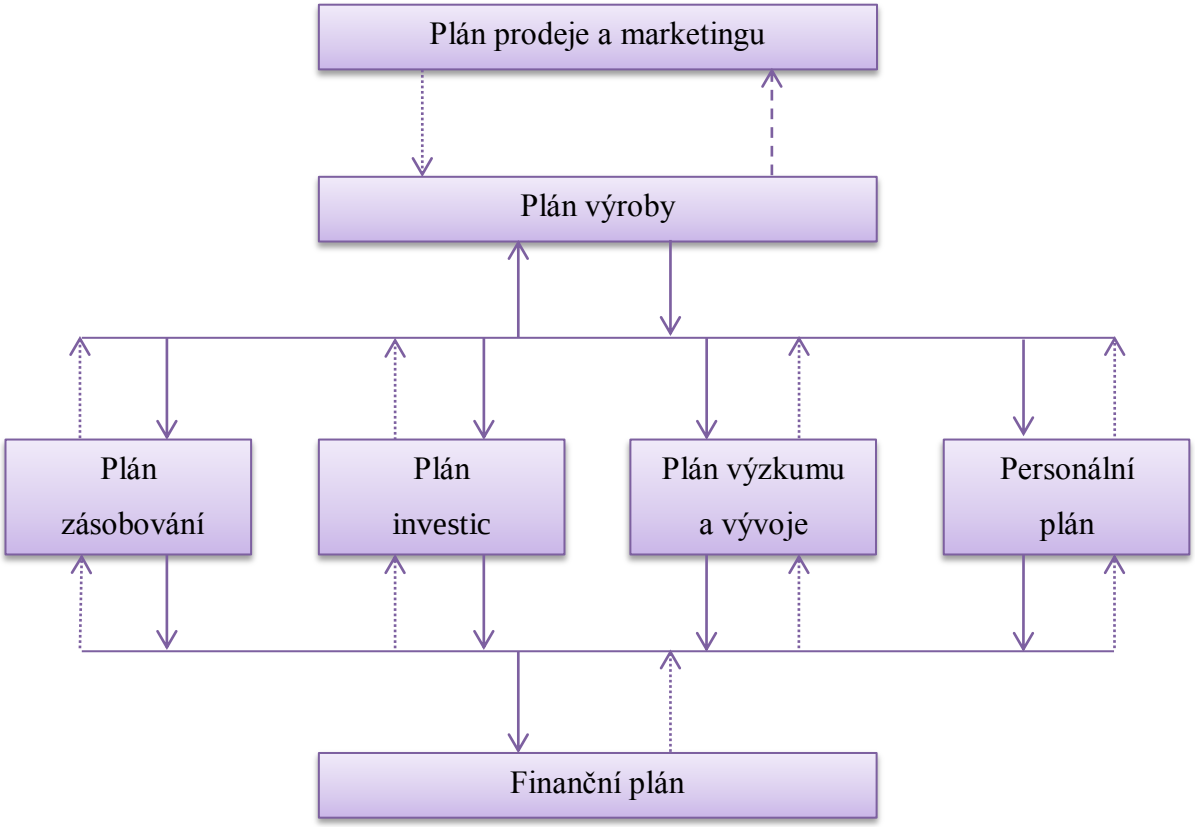
Hodnota podniku je závislá na schopnosti podniku vytvářet volné peněžní toky do budoucna. Mařík (2011a, s. 126) uvádí, že se jedná o dlouhodobé projekce, a proto je důležité soustředit se na ty veličiny, které hodnotu nejvíce ovlivňují. Pomocí analýzy těchto generátorů lze získat podrobnější pohled na minulost podniku, jelikož z této analýzy lze zjistit, zda podnik hodnotu tvoří či nikoliv. Prognóza těchto generátorů by pak měla tvořit základ finančního plánu, především plánu volných peněžních toků. Tento finanční plán by potom měl pouze rozvést projekce těchto generátorů hodnoty.

3.6 Sestavení finančního plánu

Hlavním cílem finančního řízení je udržet finanční rovnováhu podniku, tedy soulad mezi výdaji a zdroji jejich financování (příjmy). K udržení této finanční rovnováhy slouží finanční plánování. Úkolem finančního plánování je finančně zajistit splnění cílů podniku a udržet jeho finanční zdraví. Dlouhodobé cíle podniku (např. investiční projekty) se zabezpečují dlouhodobými finančními plány a naopak krátkodobé cíle podniku se zajišťují krátkodobými (ročními, čtvrtletními, měsíčními nebo denními) finančními plány (Synek, 2011, s. 371).

Plánování podniku by mělo vycházet z dlouhodobých plánů, na které navazují plány střednědobé a krátkodobé. Aby systém plánování fungoval, musí být jednotlivé typy plánů vzájemně propojené. Časové období, na které jsou dlouhodobé plány sestavovány, obvykle závisí na oboru podnikání, životním cyklu produktů nebo dynamice vývoje podnikatelského prostředí. V průmyslech s výraznou dynamikou vývoje prostředí se dlouhodobé plány zpracovávají na období 5–10 let. U průmyslových oborů se snadněji předpověditelnou perspektivou např. těžební průmysl jsou dlouhodobé plány sestavovány i na 10–15 let (Fotr, 2012, s. 84–85).

Jak ukazuje Obr. 2., strukturu dlouhodobého plánu obvykle tvoří dílčí podnikové plány. Plán prodeje a marketingu (např. objem prodaných výrobků, předpokládané prodejní ceny nebo distribuční cesty) by měl být v souladu s plánem výroby, který zabezpečuje základní vstupy prostřednictvím plánu zásobování (např. zajištění surovin, materiálu, energie a služeb), plánu investic (např. zavádění nových technologií do výrobního procesu), plánu výzkumu a vývoje (např. nové výrobky, zdokonalování výrobků a technologií) a personálního plánu (počet a kvalifikace lidských zdrojů). (Růčková, 2011, s. 96)



Zdroj: Růčková, 2011, s. 96; vlastní zpracování

Obr. 2. Provázanost jednotlivých podnikových plánů

Dlouhodobý finanční plán zahrnuje také plán finančních výkazů – plán výkazu zisku a ztráty, rozvahy a Cash flow.

Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Základem plánování výnosů je především plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, neboť u většiny podniků tvoří rozhodující složku výnosů. Vychází se z minulého prodeje jednotlivých výrobků, stanoví se trend, analyzuje se poptávka na trhu, hodnotí se vliv

a pozice konkurence, zvažuje se zavedení nových výrobků na trh, hodnotí se výrobní kapacity apod. a výsledkem je potom odhad budoucích tržeb. V rámci nákladů se plánují především náklady přímé (závislé na objemu produkce), náklady závislé na určitých položkách finančního plánu (odpisy a finanční náklady) a náklady závislé na jiných faktorech (náklady režijního charakteru – např. služby). Na základě stanovení plánovaných tržeb a nákladů v jednotlivých letech se určí hospodářský výsledek podniku před zdaněním a po zdanění (Fotr, 2012, s. 166, 184–186; Synek, 2011, s. 372).

Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha zahrnuje plánování potřebných aktiv a jejich zdrojů financování, především financování nových aktiv pro plánovaný růst tržeb. Samostatně může být sestaven výkaz zdrojů a potřeb, který ukazuje, odkud se berou peněžní prostředky (např. inkaso pohledávek, prodej zařízení nebo bankovní půjčka) a na co jsou tyto prostředky využity (např. nákup strojů, zásob, snížení závazků,…). (Synek, 2011, s. 372)

Plán peněžních příjmů a výdajů

Plán peněžních příjmů a výdajů zahrnuje rozpočet všech příjmů a výdajů a především jejich rozdíl (saldo). Na základě tohoto rozdílu může podnik zjistit, zda má nedostatek peněžních prostředků, který lze řešit např. prodejem nepotřebného majetku, odložením plánovaných investic, půjčkou od banky apod., nebo zjistit přebytek peněžních prostředků, které může převést do dalšího období nebo využít na trhu. Plánované Cash flow se zjišťuje z provozní, investiční a finanční činnosti (Fotr, 2012, s. 166; Synek, 2011, s. 372).

Při tvorbě finančního plánu a plánování jednotlivých položek finančních výkazů se využívají různé metody a modely. Mezi základní metody a modely patří metoda procentuálního podílu na tržbách, regresní metoda, metoda poměrových finančních ukazatelů, analýza nulového bodu nebo simulační či optimalizační finanční modely (Pavelková a Knápková, 2008, s. 219).

4 ZÁKLADNÍ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Při volbě metody oceňování podniku se bere v úvahu především účel ocenění, subjektivní postoj oceňovatele a často se zohledňuje i charakter aktiv, které má podnik k dispozici. Pro ověření správnosti závěrů se obvykle používá více metod. Na základě analýzy výsledků jednotlivých metod použitých k ocenění dochází k formulaci výsledného závěru o použité metodě a výsledné hodnotě. Mezi základní metody oceňování podniku patří metody majetkové, výnosové, tržní a kombinované (Dluhošová, 2010, s. 172; Kislingerová, 2001, s. 22).

4.1 Majetkové metody oceňování podniku

Majetkové ocenění vychází z účetní evidence a výslednou hodnotu představuje součet hodnot jednotlivých složek aktiv snížený o hodnotu cizích zdrojů, tedy závazků a dluhů. Mezi nejvíce využívané metody ocenění patří metoda účetní hodnoty, metoda likvidační hodnoty a metoda substanční hodnoty (Nývltová a Marinič, 2010, s. 186).

4.1.1 Metoda účetní hodnoty

Tato metoda vychází z účetního vyjádření veličin v majetkové bilanci (rozvaze) podniku. Hodnota je odvozena z historických cen a základem pro její zjištění je ocenění fixního majetku, oběžného majetku a dluhů v nominálních hodnotách. Netto hodnotu pak představuje vlastní kapitál chápaný jako účetní vlastní kapitál. Při výpočtu jsou nejdříve oceněny jednotlivé složky aktiv samostatně a součtem těchto cen je souhrnné ocenění aktiv. Po očištění těchto aktiv o individuálně oceněné dlouhodobé i krátkodobé cizí zdroje se získá hodnota vlastního kapitálu.

$$Hodnota\ vlastního\ kapitálu = \text{účetní}\ hodnota\ aktiv - \text{účetní}\ hodnota\ závazk\text{ů}\ a\ dluh\text{ů}$$

Výhodou této metody je dostupnost dat a jednoduchý výpočet, ale ten je méně přesný. Nevýhodou této metody je to, že aktiva se ohodnocují na bázi účetního ocenění, a nejsou tedy zohledněna například nehmotná aktiva, a také se nominální účetní hodnoty mohou výrazně lišit od tržního ocenění (Dluhošová, 2010, s. 178; Nývltová a Marinič, 2010, s. 186).

4.1.2 Metoda likvidační hodnoty

Tato hodnota představuje skutečné ocenění aktiv k určitému časovému okamžiku a eliminuje tím faktor historických cen v účetnictví podniku. Tato metoda předpokládá ukončení činnosti podniku, rozprodání jednotlivých aktiv a splacení veškerých závazků podniku, včetně odměny pro likvidátora. Likvidační hodnota reprezentuje dolní hranici hodnoty podniku (Dluhošová, 2010, s. 179; Nývltová a Marinič, 2010, s. 186).

4.1.3 Metoda substanční hodnoty

Základem pro ocenění pomocí substanční metody by měly být reprodukční pořizovací ceny jednotlivých aktiv snížené o reálné ocenění veškerých závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti. Substanční hodnota představuje souhrn samostatných ocenění veškerých položek majetku a závazků a výsledkem ocenění substanční metodou je substanční hodnota netto. Pomocí této metody je možné reálněji zobrazit hodnotu majetku podniku. Na rozdíl od účetní metody jsou při ocenění položek majetku substanční metodou zohledněny tržní podmínky, jelikož jsou k ocenění použity reprodukční pořizovací ceny. Za nevýhodu této metody lze považovat fakt, že nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku a pomíjí hodnotu goodwillu a specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku jako celku (Dluhošová, 2010, s. 179).

4.2 Výnosové metody oceňování podniku

Dluhošová (2010, s. 175) zmiňuje, že u výnosových metod oceňování se vychází z předpokladu, že je hodnota statků určena očekávaným užitkem pro jeho držitele. Tyto užitky představují u podniku očekávané výnosy neboli budoucí ekonomické efekty, kterými jsou například zisk, dividendy nebo finanční toky. Nývltová a Marinič (2010, s. 183) pak dodává, že výnosové metody jsou založeny na principu stanovení současné hodnoty těchto budoucích očekávaných výnosů. Základem této metody je určení diskontní míry, kterou může být reálná úroková míra, průměrné kapitálové náklady nebo očekávaná výnosnost akcií. Mezi základní výnosové metody ocenění patří metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty a metody kombinované.

4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metoda diskontovaných peněžních toků je založena především na odhadu budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. V rámci této metody se nejdříve vymezí budoucí peněžní toky, stanoví se náklady kapitálu, kterými jsou peněžní toky diskontovány, a nakonec se stanoví hodnota podniku pomocí metody ocenění. Pro výpočet DCF existují různé varianty výpočtu, které se liší především podle toho, zda se oceňuje celkový kapitál nebo vlastní kapitál a podle toho, jak se vymezují volné peněžní toky a náklady kapitálu. Jelikož se ale stále jedná o jednu metodu, konečné výsledky těchto variant by se při dodržení určitých ekonomických principů neměly lišit (Dluhošová, 2010, s. 175; Mařík, 2011b, s. 17–18).

Mezi základní varianty patří:

- metoda DCF entity – diskontováním peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i věřitele, se získá brutto hodnota podniku jako celku, po odečtení hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění od hodnoty brutto se získá hodnota netto neboli hodnota vlastního kapitálu;
- metoda DCF equity – diskontováním peněžních toků, které by byly k dispozici pouze vlastníkům podniku, se ihned získá hodnota vlastního kapitálu;
- metoda DCF APV – brutto hodnota podniku jako celku se získá součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků, po odečtení hodnoty cizího kapitálu od hodnoty brutto se získá hodnota netto (Mařík, 2011a, s. 165).

Metoda DCF entity

Pro potřeby ocenění podniku je nutné určit, kolik peněz lze z podniku vzít, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. U metody DCF se za východisko vždy považuje volný peněžní tok. U varianty DCF entity se tímto volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků pro vlastníky především na dividendy a pro věřitele v podobě splátek úvěrů a úroků (Mařík, 2011a, s. 170).

	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)
-	Upravená daň z příjmů (= $KPVH_D$ x daňová sazba)
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+	Odpisy
+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
=	Předběžný peněžní tok z provozu
-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
=	**Volný peněžní tok (FCF)**

Zdroj: Mařík, 2011a, s. 170; vlastní zpracování

Tab. 1. Peněžní toky pro metodu DCF entity

Jak zobrazuje Tab. 1., při výpočtu volného peněžního toku se vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření, který představuje výsledek hospodaření plynoucí z hlavního provozu podniku upravený o jednorázové položky. Obecně by pro něj měly platit zásady:

- neodpočítávat náklady na cizí kapitál,
- nezahrnovat jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat;
- nezahrnovat výnosy a náklady spojené s provozně nenutným majetkem (Mařík, 2011a, s. 171; Mařík, 2011b, s. 18).

Dále Mařík (2011b, s. 20) uvádí, že diskontní míra pro variantu DCF entity je na úrovni vážených nákladů kapitálu (WACC).

V praxi se předpokládá nekonečně dlouhá existence podniku, a jelikož není možné pro tak dlouhé období naplánovat peněžní toky pro jednotlivé roky, tak se pro výpočet využívá standardní dvoufázová metoda nebo metody založené na odhadu průměrných temp růstu (Mařík, 2011a, s. 178).

Dvoufázová metoda rozděluje budoucí období na dvě fáze. První fáze představuje období, na které oceňovatel dokáže vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky a druhá fáze pak zahrnuje období od konce první fáze až do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze se často označuje jako pokračující hodnota a lze ji chápat jako současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až

do nekonečna. Hodnotu podniku lze při použití dvoufázové metody vypočítat pomocí vzorce:

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

T ..... délka první fáze v letech,

PH..... pokračující hodnota,

i_k..... kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC (Mařík, 2011a, s. 178–179).

Za předpokladu stabilního a trvalého růstu volného peněžního toku v druhé fázi lze pro výpočet pokračující hodnoty využít Gordonův vzorec:

$$pokračující\ hodnota\ v\ čase\ T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$$

T ..... poslední rok prognózovaného období,

i_k ..... kalkulovaná úroková míra (WACC),

g..... předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze (Mařík, 2011a, s. 183).

Mařík (2011b, s. 20) ještě dodává, že pokračující hodnotu lze počítat pouze v případě, že $g < i_k$ (WACC).

Jiným způsobem pro výpočet pokračující hodnoty je vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty, označovaný jako parametrický vzorec a vypočítá se:

$$pokračující\ hodnota = \frac{KPVH_{T+1} \times (1 - \frac{g}{r_l})}{i_k - g}$$

$KPVH_{T+1}$..... korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy,

g..... předpokládané tempo růstu,

r_I..... rentabilita čistých investic (r_I = přírůstek provozního zisku po daních / přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce),

g / r ..... míra investic (Mařík, 2011a, s. 186–187).

U metody DCF se lze setkat i s **třífázovou metodou**, která rozděluje budoucí vývoj podniku na tři části: fázi rychlého růstu, fázi přechodnou a období stability. Obecně lze tuto metodu vypočítat pomocí vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \times (i_k - g)}$$

i_k ..... kalkulovaná úroková míra,

g..... stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi,

T1 ..... počet let rychlého růstu,

T2 ..... součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu (Mařík, 2011a, s. 200).

Posledním krokem metody DCF entity je dopočítání hodnoty vlastního kapitálu:

$$H_n = H_b - CK_0$$

H_n..... hodnota podniku netto,

H_b..... hodnota podniku brutto,

CK_0 ..... cizí úročený kapitál k datu ocenění (Mařík, 2011b, s. 20).

Pokud se v podniku nachází provozně nepotřebný majetek, přičetla by se jeho tržní hodnota k hodnotě vlastního kapitálu (Mařík, 2011b, s. 20).

Metoda DCF equity

Mařík (2011b, s. 21) uvádí, že tato metoda během celého výpočtu pracuje přímo s vlastním kapitálem podniku a volné peněžní toky se proto určují přímo pro vlastníky.

	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
+	Odpisy
+	Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
=	FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
-	Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít = úrok x (1 – daňová sazba)
-	Splátky úročeného cizího kapitálu
+	Nově přijatý úročený cizí kapitál
=	**FCFE (FCF to equity)**

Zdroj: Mařík, 2011a, s. 205; vlastní zpracování

Tab. 2. Peněžní toky pro metodu DCF equity

V rámci varianty DCF equity Mařík (2011b, s. 22) uvádí, že diskontní míra musí být stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní úrovni zadlužení oceňovaného podniku, které odráží všechna rizika vlastníků týkající se daných peněžních toků.

Po diskontování peněžních toků pomocí nákladů vlastního kapitálu se vypočítá výnosová hodnota vlastního kapitálu. Pokračující hodnotu lze pak určit například na základě věčné renty nebo Gordonova modelu, pomocí vzorce:

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

i_k ..... kalkulovaná úroková míra ($n_{VK(z)}$),

g..... předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let (Mařík, 2011a, s. 206).

4.2.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Základem této metody je dosažení ekonomického zisku. Tento ekonomický pohled ale na rozdíl od účetního zisku vyžaduje, aby podnik pokryl nejen své provozní náklady ale také své kapitálové náklady, které zahrnují nejen úrokové platby věřitelů ale také náklady obětované příležitosti investovaného kapitálu (Young a O'Byrne, 2001, s. 106).

Pavelková a Knápková (2005, s. 48) udávají, že: *„Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.“*

Ekonomickou přidanou hodnotu lze tedy chápat jako výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu a lze ji vyjádřit vzorcem:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C\ (NOA)$$

Pokud vyjde EVA kladně, byla vytvořena nová hodnota a pokud naopak vyjde záporně, tak dochází k úbytku hodnoty (Maříková a Mařík, 2001, s. 13).

NOPAT představuje provozní zisk po zdanění neboli zisk z operativní činnosti a měří zisky podniku generované z probíhajících operací. (Maříková a Mařík, 2001, s. 13; Young a O'Byrne, 2001, s. 43).

Náklady kapitálu nejsou zahrnuty ve výkazu zisku a ztráty, proto pokud podnik chce zjistit, zda skutečně vytvořil hodnotu, musí se přesvědčit, zda by bylo dosaženo zisku i po odečtení všech nákladů včetně jejich nákladů na kapitál. Náklady kapitálu představují minimální přijatelnou míru návratnosti kapitálových investic (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 725).

Jak již bylo zmíněno, základem ekonomické přidané hodnoty je maximalizace ekonomického zisku, avšak na rozdíl od účetního zisku vykazovaného v účetních výkazech zahrnuje ekonomický zisk v rámci nákladů také náklady obětované příležitosti, které odráží očekávání investorů odpovídající výnosům z jiných neuskutečněných investic (projekty, majetek, apod.) se srovnatelným rizikem. Podniky ví, kolik zaplatí například jejich věřitelům za financování dluhu, jelikož náklady na cizí kapitál jsou součástí výkazu zisku a ztráty, ale náklady na financování vlastním kapitálem nejsou tak zachytitelné (Růčková, 2011, s. 67; Young a O'Byrne, 2001, s. 161–162).

Náklady kapitálu závisí nejen na nákladech dluhu a vlastního financování, ale také na tom jaké je zastoupení těchto kapitálů v kapitálové struktuře podniku. Tyto náklady jsou založeny nikoliv na historických výnosech, ale na výnosech očekávaných (Young a O'Byrne, 2001, s. 162–163).

$$Náklady\ použitého\ kapitálu = WACC \times C$$

Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) se rovnají součtu nákladů na jednotlivé složky kapitálu – krátkodobých a dlouhodobých dluhů a vlastního kapitálu (Young a O'Byrne, 2001, s. 43).

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

N_{CK} ..... náklady na cizí kapitál (placené úroky),

t..... sazba daně z příjmů právnických osob,

CK ..... cizí kapitál,

C ..... celkový kapitál (C=CK+VK),

N_{VK} ..... náklady vlastního kapitálu,

VK ..... vlastní kapitál (Růčková, 2011, s. 66).

Náklady na cizí kapitál tvoří úroky, které podnik platí věřiteli, snížené o daňový štít. Náklady na vlastní kapitál představují výnosové očekávání investorů s ohledem na míru rizika, které lze odvodit z alternativní investice se shodnou mírou rizika. Náklady vlastního kapitálu lze odhadnout například pomocí:

- modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM): $r_e = r_f + ß \times (r_m - r_f)$,
  - r_f = bezriziková výnosová míra, ß = koeficient vyjadřující míru tržního rizika, $(r_m - r_f)$ = riziková prémie;
- modelu arbitrážního oceňování (APT),
- modelu diskontovaných dividend,

- stavebnicového modelu založeného na připočtení rizikových přirážek (za podnikatelské a finanční riziko nebo za sníženou likviditu) k bezrizikové úrokové sazbě,
- průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví (Knápková a Pavelková, 2010, s. 157; Vochozka, 2011, s. 122–123).

C (Capital) představuje kapitál vázaný v aktivech sloužících k hlavnímu provozu podniku a potřebných pro dosažení operativního zisku. Pokud se na tuto hodnotu nahlíží z pohledu aktiv, pak se označuje jako čistá operační aktiva (NOA). Základem pro jejich zjištění jsou účtovaná aktiva, která se musí upravit o určité položky (Mařík, 2011a, s. 285; Maříková a Mařík, 2001, s. 17).

Pro úpravy účetních údajů rozvahy a výkazu zisku a ztráty potřebných pro výpočet EVA identifikovali Stern a Stewart 164 možných úprav. Ve většině podniků se ale obvykle provádí méně než 15 úprav a často i pouze kolem pěti úprav. Při volbě nutných úprav je důležité soustředit se na:

- úpravu položek rozvahy o aktiva, která nejsou v rozvaze uvedena, ale představují majetek (kapitál) potřebný k podnikání a k tvorbě operativního zisku;
- úpravu položek rozvahy o aktiva, která jsou v rozvaze uvedena, ale nepřispívají k tvorbě operativního zisku;
- úpravu výsledku hospodaření na operativní zisk související s hlavní činností podniku tak, aby byla upravená rozvaha v souladu s výkazem zisku a ztráty pro výpočet EVA (Pavelková a Knápková, 2005, s. 52–53).

Vymezení čistých operativních aktiv – úpravy rozvahy

Mezi základní úpravu hodnot aktiv v rozvaze patří aktivace položek, které v rozvaze chybí, například aktivace nákladů na reklamu, vzdělávání pracovníků, restrukturalizaci podniku, výzkum a vývoj; aktivace majetku pořízeného formou leasingu nebo nájmu, goodwill v brutto hodnotě, oceňovací rozdíly u dlouhodobého a oběžného majetku, úprava výše aktiv vzhledem k metodám odpisování nebo vytváření nadbytečných rezerv tak, aby se shodovaly s ekonomickým pohledem a nikoliv s účetním.

Další úpravu rozvahy představuje určení aktiv nezbytných pro vykonávání hlavní činnosti a zabezpečení chodu podniku. Jaká aktiva se řadí mezi provozně nepotřebná, bylo zmíněno v podkapitole o vymezení provozně potřebných a nepotřebných aktiv.

Tato upravená aktiva se následně sníží o pasiva, která nenesou náklad. Jedná se především o krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení a nezpoplatněné dlouhodobé závazky (Pavelková a Knápková, 2005, s. 53–56).

Vymezení čistého operativního zisku – úpravy výkazu zisku a ztráty

NOPAT by měl zahrnovat náklady a výnosy související s aktivy, která jsou součástí NOA. Pro určení výše NOPAT se vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti. Mezi základní úpravy patří: vyloučení placených úroků z finančních nákladů jejich zpětným přičtením, vyloučení mimořádných položek, které se nebudou opakovat; vyloučení výnosů z nepotřebných aktiv, nákladů na výzkum a vývoj, vzdělávání zaměstnanců, reklamu a jiné, započítání odhadnutých odpisů aktivovaných nákladů, zvážení tvorby a čerpání tichých rezerv, vyloučení finančních nákladů a výnosů spojených s dlouhodobým finančním majetkem nejedná-li se o operativní aktivum a nakonec úprava daně (Mařík, 2011a, s. 285; Pavelková a Knápková, 2005, s. 57).

Hodnotu podniku lze pomocí ukazatele EVA obecně vypočítat jako:

$$H = investovaný\ kapitál + současná\ hodnota\ budoucích\ EVA$$

Pokud se daný tvar rozepíše podrobněji, lze pracovat s vzorcem:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^{T} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC} \times \frac{1}{(1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 =$$

$$NOA_0 + \sum_{t=1}^{T} \frac{NOPAT_t - WACC \times NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \times NOA_T}{WACC \times (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0$$

H_n..... hodnota vlastního kapitálu podniku,

EVA_t ..... EVA v roce t počítaná metodou entity,

NOA_0 ..... čistá operační aktiva k datu ocenění,

NOA_{t-1}..... čistá operační aktiva ke konci předchozího roku (k počátku roku t),

$NOPAT_t$ ..... operační výsledek hospodaření po dani v roce t,

T ..... počet let explicitně plánovaných EVA,

CK_0 ..... hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

A_0..... neoperační aktiva k datu ocenění (Mařík a Maříková, 2005, s. 69; Pavelková a Knápková, 2008, s. 251).

Při výpočtu ekonomické přidané hodnoty vyjde stejný výsledek jako u metody DCF, pokud se data z upravených výkazů využijí u obou metod a tím se splní podmínky:

- využití stejných průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC),
- použití stejného zisku – výpočet volných peněžních toků u DCF nevychází z účetního provozního zisku ale z NOPAT,
- investovaný provozně nutný kapitál u DCF je shodný s NOA u metody EVA (Mařík, 2011a, s. 298).

4.2.3 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků neboli čistých výnosů se považuje za metodu equity (netto), a proto se výnosová hodnota počítá z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Tato metoda vychází z principu současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadovány na základě historických dat, tedy minulých údajů z rozvahy a výkazu zisku a ztráty za dobu 3–5 let. Minulé zisky se upravují na srovnatelnou reálnou úroveň a stávají se základem pro výpočet tzv. trvalého zisku, který lze charakterizovat jako účetní zisk, který podléhá řadě úprav. Mezi tyto úpravy patří například úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisejí s hlavní činností podniku, průměrování nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv, úprava o metodické změny atd. Trvalý zisk také představuje velikost prostředků, které lze rozdělit vlastníkům, aniž by byla ohrožena podstata podniku. Odhad trvalého zisku může být proveden pomocí metody paušální nebo analytické (Dluhošová, 2010, s. 178; Mařík, 2011a, s. 257; Pavelková a Knápková, 2008; s. 253).

Paušální metoda pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu využívá vážený průměr minulých upravených zisků a používá se tam, kde se nepředpokládá žádný větší

dlouhodobý růst a u podniků, jejichž budoucnost lze obtížně predikovat (Mařík, 2011a, s. 271; Pavelková a Knápková, 2008, s. 253–254).

U metody analytické se posuzuje setrvačnost dosud působících faktorů a hledání faktorů jiných. Pomocí rozboru faktorů, které působí na zisk, se odhaduje vývoj trvale odnímatelného zisku do budoucnosti. Na základě řady budoucích odnímatelných čistých výnosů a předpokladu trvalé existence podniku lze pro zjištění výnosové hodnoty využít dvoufázovou nebo třífázovou metodu (Mařík, 2011a, s. 270; Pavelková a Knápková, 2008, s. 254).

4.3 Tržní metody oceňování podniku

Metody tržního srovnání se označují také jako metody relativního oceňování nebo metody komparativní. Tyto metody využívají srovnávací analýzu a jejich podstata spočívá v odvození hodnoty aktiv a kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků, u kterých se zná tržní hodnota. U podniků, jejichž akcie jsou obchodovány, lze vycházet z aktuálního kurzu akcií na veřejných trzích. Z kurzu akcií a jejich počtu se následně určí tržní hodnota vlastního kapitálu. U ostatních podniků, které nejsou akciovou společností nebo podniků, jejichž akcie se neobchodují na burze, se vychází z aktuálních cen srovnatelných podniků (Dluhošová, 2010, s. 179; Nývltová a Marinič, 2010, s. 185–186; Pavelková a Knápková, 2005, s. 215).

Základem této metody je určení multiplikátorů (koeficientů) pomocí kterých jsou zohledňovány rozdíly mezi velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. V praxi se jako multiplikátor často využívá zisk, tržby, u obchodních podniků obrat nebo případně jiný ukazatel. Tyto multiplikátory mohou být stanoveny například pro odvětví na bázi průměrných hodnot (Dluhošová, 2010, s. 179; Nývltová a Marinič, 2010, s. 185).

Kislingerová (2001, s. 248) zmiňuje, že pro zajištění objektivního výsledku je důležité kromě výběru multiplikátoru klást důraz i na vymezení okruhu srovnatelných podniků. Výběr srovnatelných podniků by mělo tvořit minimálně 6–8 podniků, aby bylo možné dosáhnout určitých statisticky průkazných závěrů. Tyto podniky by měly být srovnávány především z hlediska: předmětu, oboru, velikosti (tržby, pracovníci,…), historie a kapitálové struktury.

Mezi známé srovnávací metody oceňování podniku patří:

- ocenění na základě srovnatelných podniků – srovnání s podobnými podniky, u kterých se zná cena jejich obchodovaných akcií;
- ocenění na základě srovnatelných transakcí – srovnání s jinými podniky, které byly předmětem transakcí, a proto se zná jejich realizační cena;
- ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu – srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány při vstupu na burzu (Nývltová a Marinič, 2010, s. 185; Pavelková a Knápková, 2005, s. 215).

Jelikož jsou mezi srovnatelnými podniky různé odlišnosti, není možné vystačit si pouze s multiplikátory a musí se brát v úvahu i další vlivy, které se mohou do ocenění promítnout pomocí různých srážek a přirážek subjektivního charakteru (Dluhošová, 2010, s. 180).

Dluhošová (2010, s. 180) také uvádí, že vypovídací schopnost této metody je relativně nižší, neboť musí být splněny podmínky srovnatelnosti, kterými jsou nalezení srovnatelného podniku a výběr vhodného ukazatele v relativním vyjádření pro výpočet. Každý podnik je specifický svou strukturou činností, typem, fází vývoje a jinými faktory, proto je velmi obtížné nalézt srovnatelný podnik.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA PODNIKU

Podnik XY, s.r.o. byl založen v roce 1993. Tento podnik zaměřil jeho činnost na výrobu technických vytlačovaných profilů z tvrdého PVC s orientací především na profily pro elektroinstalaci. Na počátku existence tohoto podniku byly nabízeny dva základní elektroinstalační profily, ale postupem času se rozšířil jejich sortiment na současných 100 různých položek, které jsou vyráběny pro stavební průmysl, zemědělství nebo nábytkáře. Výrobky se umisťují na tuzemský i zahraniční trh, kde má podnik mnoho zahraničních partnerů (např. Německo, Slovensko nebo Chorvatsko).

Mezi hlavní výrobky patří:

- plastové elektroinstalační profily a příslušenství – vyráběné z tvrdého samozhášivého polyvinylchloridu (PVC) s teplotní odolností -5°až 60°;
- plastové ploty – sloužící k montáži pergol, ohrad, balkónů nebo zábradlí;
- technické profily z PVC – zahrnující stavební, konstrukční a nábytkové profily;
- zahradní profily – používané pro zahradní plastový truhlík, pergolu nebo dětská hřiště.

Základní data o podniku:

- obchodní jméno XY, s.r.o.;
- právní forma společnost s ručením omezeným,
- výše základního kapitálu 100 000 Kč,
- sídlo Zlínský kraj,
- odvětví CZ-NACE 22.2,
- orgány podniku nejvyšší orgán – valná hromada,
  statutární orgán – jednatelé.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza dat se zaměřuje na zjištění celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Na základě hodnocení vnějšího potenciálu (relevantní trh), konkurence a vnitřního potenciálu se prognózují tržby daného podniku.

6.1 Makroprostředí

Ekonomický růst v roce 2015 podporovala řada jednorázových faktorů, díky kterým by mělo dojít k meziročnímu růstu reálného HDP o 4,6 %. Pro rok 2016 se pak očekává z důvodu odeznění těchto faktorů zpomalení růstu na 2,7 % a 2,6 % v roce 2017. Dynamický růst české ekonomiky v roce 2015 byl tažen především domácí poptávkou. Nejvíce rostoucí složku představovala tvorba hrubého fixního kapitálu, u kterého se projevila snaha o maximální využívání fondů Evropské unie s meziročním růstem o 6,8 %. Čerpání prostředků těchto fondů z programového období 2007–2013 bylo možné využít pouze do konce roku 2015. Růst zaznamenala také spotřeba vlády o 4,4 % a domácností o 2,7 %.

Míra inflace za rok 2015 byla ve výši 0,3 %, což je nejméně od roku 2003 a zároveň druhá nejnižší hodnota v historii České republiky. Důvodem je především hluboký propad světových cen minerálních paliv a také nízká inflace v globálním měřítku. V dalších letech se očekává její růst.

Situace na trhu práce se vyvíjí příznivě. Meziroční růst zaměstnanosti přesáhl již po čtyři čtvrtletí v řadě 1%, v roce 2015 porostla o 1,3 %. Míra nezaměstnanosti naopak postupně klesá v roce 2015 na 5,1 % a v roce 2016 se očekává 4,7 %.

Přebytek běžného účtu platební bilance vykazoval 1,2 % HDP, což je nejvyšší hodnota v historii České republiky a v roce 2016 se očekává podobná výše.

Měnovou politiku České národní banky je možné označit za dlouhodobě uvolněnou. Dvoutýdenní repo sazba je od listopadu roku 2012 nastavena na 0,05 %. 3M sazba PRIBOR byla v roce 2015 na úrovni 0,3 % a stejná výše se očekává i v roce 2016. Navýšení této sazby se očekává v roce 2017, a to na 0,9 %. Dlouhodobé úrokové sazby se pohybují na nízkých hodnotách. Výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů dosáhl v roce 2015 v průměru 0,6 %. V roce 2016 se očekává 0,7 % a v roce 2017 pak 1 %.

Měnový kurz koruny vůči euru se pohyboval přibližně do poloviny roku 2015 kolem hladiny 27,50 CZK/EUR. V souvislosti s příznivým vývojem ekonomiky kurz posiloval a přiblížil se na úroveň 27 CZK/EUR, kolem které se také udržel v druhé polovině roku. Měnový kurz koruny vůči dolaru se pohyboval na úrovni 24,60 CZK/USD (Makroekonomická predikce, 2016; 40. Kolokvium, 2015).

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HDP	mld. Kč	4 033	3 670	3 487	3 557	3 721	3 822	3 921
v s. c.	růst v %	2,0	- 0,9	- 0,5	2,0	4,6	2,7	2,6
HDP	mld. Kč	4 023	4 042	4 077	4 261	4 495	4 657	4 831
v b. c.	růst v %	1,75	0,5	0,9	4,5	5,5	3,6	3,7
Inflace	růst v %	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,5	1,6

Zdroj: Makroekonomická predikce, 2016; 40, Kolokvium, 2015; vlastní zpracování

Tab. 3. Základní makroekonomické ukazatele a jejich prognóza

6.2 Relevantní trh

Tato část strategické analýzy se zaměřuje na vymezení konkrétního trhu, na kterém se podnik vyskytuje. Je nutné zjistit základní informace o tomto trhu, posoudit jeho atraktivitu a následně určit jeho možný vývoj.

6.2.1 Vymezení relevantního trhu

Podnik XY, s.r.o. se dle mezinárodní klasifikace ekonomických činností NACE řadí do oddílu 22, který lze členit na dvě výrobkové skupiny: 22.1 Výroba pryžových výrobků a 22.2 Výroba plastových výrobků. Tento oddíl se řadí k nejvýznamnějším oddílům zpracovatelského průmyslu a již několik let vykazuje vysokou dynamiku ve zvyšování tržeb, účetní přidané hodnoty a počtu zaměstnanců. Tento oddíl také patří mezi důležité subdodavatele pro ostatní odvětví zpracovatelského průmyslu, jako jsou automobilový průmysl a výroba elektrotechnických zařízení.

V regionálním měřítku má v rámci tohoto oddílu nejsilnější pozici Zlínský kraj, jelikož tvoří region s nejvyšší koncentrací podniků tohoto zpracovatelského průmyslu a připadá na něj odhadem více než třetina z celkových tržeb oddílu CZ-NACE 22. Vyskytují se zde také tři velké tuzemské společnosti a sídlí zde Plastikářský klastr, který sdružuje především místní společnosti a funguje již od roku 2006.

Následující tabulka zachycuje podíl tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb podniku XY, s.r.o. na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb oddílu CZ-NACE 22.

Rok	Tržby CZ-NACE 22 (mil. Kč)	Tržby XY, s.r.o. (mil. Kč)	Podíl
2011	214 920	44	0,02 %
2012	221 745	38	0,02 %
2013	227 865	34	0,02 %
2014	248 068	33	0,01 %
2015	260 323	31	0,01 %

Zdroj: MPO, interní zdroje podniku; vlastní zpracování

Tab. 4. Podíl tržeb podniku na tržbách oddílu CZ-NACE 22

6.2.2 Analýza atraktivity trhu

Cílem analýzy atraktivity trhu je odhalení šancí a rizik spojených s daným trhem. Mezi základní kritéria analýzy atraktivity patří: růst a velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu, citlivost trhu na konjunkturu a struktura a charakter zákazníků.

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní			Průměr		Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					x			12
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3					x			12
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	1					x			4
Možnosti substituce	1				x				3
Citlivost na konjunkturu	1					x			4
Struktura zákazníků	2						x		10
Celkem	**15**								**61**

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2011a, s. 66)

Tab. 5. Analýza atraktivity relevantního trhu

Bodovým hodnocením atraktivity daného trhu bylo dosaženo 61 bodů z 90, což představuje 68 % a svědčí o stabilitě daného odvětví.

Růst trhu – oddíl výroby pryžových a plastových výrobků CZ-NACE 22 patří již zhruba deset let k nejvýznamnějším oddílům v rámci zpracovatelského průmyslu a za posledních pár let vykazoval vyšší tržby než příbuzný oddíl chemického průmyslu. Tržby tohoto oddílu neustále rostou, výjimkou bylo pouze krizové období v letech 2008–2009. Během posledních let vzniklo mnoho nových zpracovatelských jednotek a rostl i počet zaměstnanců v tomto odvětví, kterých je v současné době přibližně 80 000. Dynamickému rozvoji zpracovatelského odvětví v nejbližších letech nasvědčují také ohlašované investiční záměry. Tento rozvoj bude ale záviset především na vývoji jeho největšího odběratele, kterým je automobilový průmysl.

Velikost trhu – oddíl CZ-NACE 22 patří k významným oddílům hospodářství České republiky. Podíl jeho tržeb na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb zpracovatelského průmyslu představoval v roce 2014 necelých 7 %, díky čemuž se umístil na pátém místě v rámci jednotlivých zpracovatelských oddílů. Podobně tomu bylo i v roce 2013, kdy se řadil také na páté místo a v roce 2012, kdy to bylo místo sedmé. V současnosti se v daném odvětví pohybuje přibližně 3 500 podniků, z nichž většina jsou mikro podniky a malé podniky.

Intenzita konkurence – jak již bylo uvedeno, regionálně má nejsilnější pozici Zlínský kraj, jelikož se zde vyskytuje nejvyšší koncentrace podniků tohoto zpracovatelského průmyslu. I přes výskyt tří velkých tuzemských podniků v daném regionu má podnik relativně silné a také stabilní postavení na tomto regionálním trhu.

Bariéry vstupu – aby na tomto trhu uspěly nové podniky, musely by disponovat vysoce produktivní technologií, která jim zajistí nabízení výrobků a služeb za příznivé ceny a zároveň s požadovanou kvalitou. Základními bariérami vstupu proto mohou být nedostatek finančních prostředků na počáteční investice a nedostatek kvalifikovaných pracovníků.

Citlivost na konjunkturu – dané kritérium bylo ohodnoceno průměrně, jelikož ekonomický vývoj do jisté míry určitě ovlivňuje produkci na daném trhu.

Struktura zákazníků – hlavními zákazníky podniku XY, s.r.o. jsou tuzemské i zahraniční společnosti s vlastními velkosklady s elektromateriálem a také výrobní podniky, které v rámci jejich výrobních procesů zpracovávají jednotlivé typy profilů. Jedná se především o zakázkovou výrobu, kdy jsou vyráběny pro jednotlivé zákazníky profily na základě individuálních vytlačovacích forem. Podnik dlouhodobě spolupracuje s mnoha odběrateli

a jejich odchod neočekává, jelikož se neustále snaží klást důraz především na plnění požadavků kvality, dodacích termínů a spokojenosti zákazníků.

6.2.3 Prognóza vývoje trhu

Pro odhad budoucího vývoje relevantního trhu byla použita analýza časového trendu, regresní analýza závislosti trhu na HDP v běžných cenách a regresní analýza závislosti trhu na HDP ve stálých cenách a inflaci. Jednotlivé analýzy byly testovány funkcí lineární, exponenciální a logaritmickou a jejich výpočty byly provedeny v programu Excel. V příloze P IX je zobrazena regresní analýza výsledné funkce.

Rok		Skutečnost		Teoretické hodnoty					
		Trh (v mil. Kč)	Tempo růstu	Čas – lin. funkce)	Tempo růstu	Čas – exp. funkce)	Tempo růstu	Čas – log. funkce)	Tempo růstu
Minulost	2011	214 920		211 158		211 905		211 154	
	2012	221 745	3,18 %	222 871		222 669		222 875	
	2013	227 865	2,76 %	234 584		233 980		234 590	
	2014	248 068	8,87 %	246 297		245 865		246 299	
	2015	260 323	4,94 %	258 010		258 355		258 003	
Prognóza	2016			269 723	4,54 %	271 478	5,08 %	269 701	4,53 %
	2017			281 436	4,34 %	285 268	5,08 %	281 393	4,34 %
	2018			293 149	4,16 %	299 759	5,08 %	293 079	4,15 %
	2019			304 862	4,00 %	314 986	5,08 %	304 759	3,99 %
	Průměrný růst		4,93 %		4,26 %		5,08 %		4,25 %
	Korelační koeficient			0,976		0,979		0,976	

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 6. Prognóza vývoje relevantního trhu

Statistickými testy prošly všechny analýzy kromě závislosti trhu na HDP ve stálých cenách a inflaci. Indexy determinace a korelační koeficienty byly vyšší u analýz časového trendu, proto Tab. 6. pracuje pouze s nimi. Nejvyšší index determinace i korelační koeficient byl dosažen u exponenciálního časového trendu, avšak je málo pravděpodobné, že by se trh vyvíjel stále stejným tempem růstu, proto byl pro prognózu tržeb zvolen lineární časový trend.

Výsledná rovnice má tvar:

$$Trh = -23\,343\,483{,}5 + 11\,712{,}9 \times rok$$

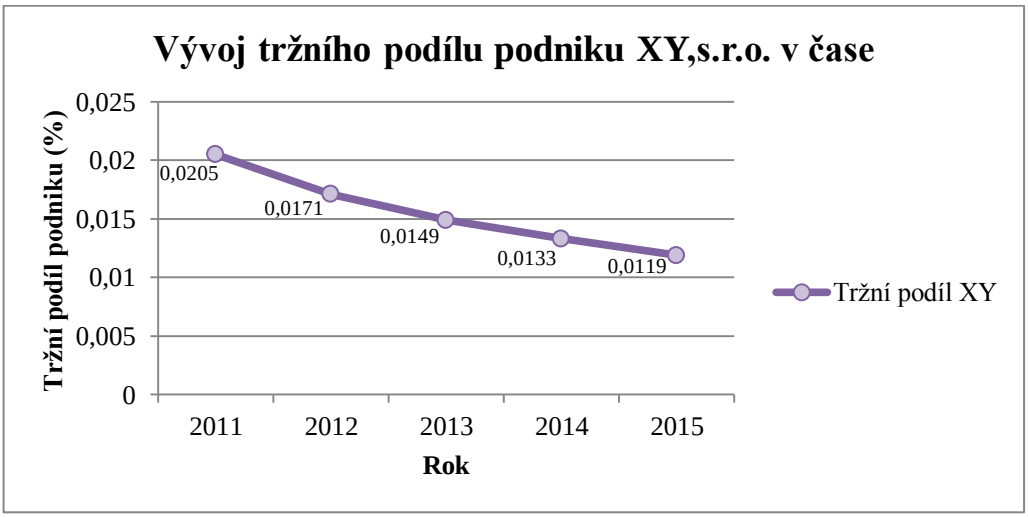
Tato rovnice bude použita pro predikci vývoje daného trhu. Průměrné tempo růstu pro prognózu relevantního trhu bylo zjištěno ve výši 4,26 %, což je nižší než průměrné tempo růstu za minulost. Hodnoty tržeb mají i v období prognózy charakter růstu.

6.3 Analýza konkurenční síly podniku

Tato část strategické analýzy se zaměřuje na stanovení tržních podílů podniku, identifikaci hlavních konkurentů, analýzu vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly. Výsledkem by měla být prognóza vývoje tržních podílů podniku do budoucnosti.

6.3.1 Stanovení tržních podílů oceňovaného podniku

Tržní podíly podniku byly stanoveny již v podkapitole 6.2.1., kde Tab. 4. ukazuje, že během sledovaného období tržní podíl oceňovaného podniku postupně klesal. V letech 2011–2013 byl tento podíl na úrovni přibližně 0,02 % a v letech 2014–2015 se pohyboval kolem 0,01 %.



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 1. Vývoj tržního podílu podniku XY, s.r.o. v čase

6.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

Jelikož podnik vlastní speciální vyprofilované technologické vybavení, dochází k nižšímu stupni ohrožení ze strany konkurence, která obvykle není schopna nabídnout produkty v dané ceně, dodací lhůtě nebo kvalitě. Mezi současné konkurenty i přes to patří:

Podnik A, a.s. – byl založen roku 1996. Jedná se o velký podnik s přibližně 400 zaměstnanci, který se zabývá výrobou elektroinstalačního úložného materiálu (elektroinstalační lišty a kanály, trubky pevné a ohebné, krabice a upevňovací materiál). Hlavním materiálem pro zpracování je PVC. Výroba elektroinstalačního materiálu představuje pouze určitou část z celkové výroby.

Podnik B, s.r.o. – byl založen roku 1992 a jeho zakladatelem je Malajsijská společnost, která se orientuje na výrobu profilů. Podnik má vysoký kapitál, a proto může jeho zákazníkům poskytnout dlouhé lhůty splatnosti. Materiál, ze kterého profily vyrábí je méně náročný na technologický postup, ale jeho cena výrazně zdražuje konečný produkt. Směs, ze které vyrábí zkoumaný podnik XY, s.r.o. je přibližně o polovinu levnější.

Podnik C, s.r.o. – byl založen roku 1994 jako dceřiná společnost podniku sídlícího v Německu, který je výrobcem elektroinstalačních materiálů zejména pro kancelářské a průmyslové podmínky. Tato dceřiná společnost byla založena pro zajištění distribuce a prodeje výrobků mateřské společnosti na území České republiky. Konkurentem podniku není tedy přímo dceřiná společnost, ale německý podnik, který disponuje širokým sortimentem profilů, které ale nabízí za vyšší ceny. Jelikož dceřiná společnost sídlící v České republice zajišťuje pouze distribuci pro mateřskou společnost, byla z následujícího srovnání vyřazena.

Rok	Tržby (mil. Kč)		Tržní podíly		
	Trh	XY, s.r.o.	XY, s.r.o.	A, a.s.	B, s.r.o.
2011	214 920	44	0,02 %	0,29 %	0,02 %
2012	221 745	38	0,02 %	0,30 %	0,02 %
2013	227 865	34	0,02 %	0,29 %	0,02 %
2014	248 068	33	0,01 %	0,26 %	0,02%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů Ministerstva spravedlnosti ČR

Tab. 7. Tržní podíly podniku XY a jeho konkurentů na tržbách relevantního trhu

Jak ukazuje Tab. 7., podnik A má na tržbách trhu vyšší podíl než podniky XY a B. Jedná se o velký podnik, který nelze porovnávat s dalšími malými podniky v tabulce. Podíly zbývajících dvou podniků se pohybují kolem 0,02 %. V roce 2011 byl podíl podniku XY na tržbách o něco vyšší než podíl podniku B. V ostatních letech to bylo naopak, ale rozdíl byl minimální.

Podnik XY je pro jeho zákazníky zajímavý především:

- v zajištění komplexního výrobního programu (návrh technické dokumentace, výroba forem, výroba profilů, možná doprava k zákazníkovi);
- v zajištění vysoké produktivity výrobního procesu díky moderní technologii, což vede k příznivým cenám jeho produktů;
- v kvalitě zaměstnanců,
- ve schopnosti pružně reagovat na objednávky zákazníků díky skladovacím prostorům umístěným v Čechách i na Moravě.

6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku

ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU

Analýza vnitřního potenciálu slouží pro posouzení vnitřní situace podniku a měla by poskytovat odpovědi na otázky, zda podnik dokáže reagovat na šance plynoucí z rozvoje trhu a zda je schopen čelit konkurenci a jiným hrozbám. Tato analýza zahrnuje především hodnocení hlavních faktorů, které ovlivňují tržní podíly. Tyto faktory lze rozdělit na přímé (marketingový mix) a nepřímé (kvalita managementu, výkonný personál, majetek a investice a finanční situace).

PŘÍMÉ FAKTORY

Marketingový mix:

- produkt – v současné době je podnik schopen se svou technologií vyrobit přibližně 130 typů vytlačovaných profilů. Za konkurenční výhodu lze v oblasti výroby považovat vlastnictví drtící linky a rychlost reakce na potřeby zákazníků oproti konkurenčním podnikům;

- cena – cenová politika podniku XY vychází z cen vstupů nakupovaných surovin, cen energií, režijních nákladů spojených s vlastní výrobou a přiměřené míře zisku;
- propagace – jedná se především o webové stránky podniku, odborné internetové i tištěné databáze nebo konzultace s potenciálními zákazníky na výstavách a veletrzích, kterých se podnik XY pravidelně zúčastňuje s cílem získání nových zakázek a udržení kontaktu se zákazníky současnými;
- distribuce – produkty podniku jsou skladovány ve dvou distribučních skladech, z nichž jeden se nachází na území Moravy a druhý v Čechách. Tyto prostory jejich kapacitou dostatečně postačují současným požadavkům zákazníků. Distribuci produktů k zákazníkům v okolí skladů zajišťují vybraní zaměstnanci podniku. Dopravu produktů na větší vzdálenosti v rámci České republiky nebo i do zahraničí zabezpečují spediční společnosti, se kterými podnik spolupracuje.

Kritérium		**Hodnocení**						
		Převaha konkurence		**Průměr**			**Převaha podniku**	
		0	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**
Přímé faktory	**Kvalita výrobků**						x	
	Technická úroveň výrobků					x		
	Cenová úroveň					x		
	Intenzita reklamy				x			
	Výhody místa					x		
	Výhody distribuce						x	
	Image podniku					x		
	Servis a služby				x			
Nepřímé faktory	**Kvalita managementu**						x	
	Výkonný personál						x	
	Výzkum a vývoj			x				
	Majetek a investice				x			
	Finanční situace				x			
	Četnost bodů			**1**	**4**	**4**	**4**	
	Body x četnost			**2**	**12**	**16**	**20**	

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2011a, s. 89–90)

Tab. 8. Hodnocení konkurenční síly podniku

NEPŘÍMÉ FAKTORY

V rámci hodnocení nepřímých faktorů konkurenční síly byl faktor kvalita managementu a výkonný personál hodnocen pozitivně, jelikož podnik zaměstnává především kvalifikované zaměstnance s dlouholetou praxí a atmosféru v podniku lze také považovat za přívětivou. Oblast majetku a investic byla hodnocena průměrně, jelikož podnik investuje do modernizace strojů pouze minimálně, a výzkum a vývoj podprůměrně, jelikož se tento faktor v podniku téměř nevyskytuje.

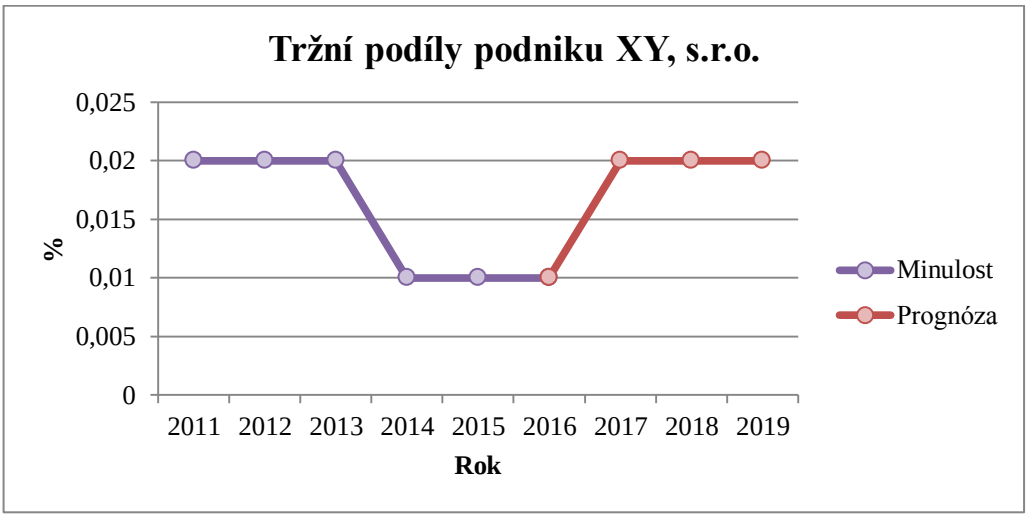
Z uvedeného hodnocení získal podnik 50 bodů z celkových 78, což představuje 64 %. Na základě výsledků lze soudit, že hlavní konkurenční výhodou podniku je kvalita výrobků, jejich distribuce a také kvalita managementu a výkonného personálu. Za nevýhody oproti konkurenci lze naopak považovat výzkum a vývoj.

Na základě daného hodnocení byl v následující tabulce určen pro prognózy budoucích tržeb odhad vývoje tržních podílů podniku.

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %	0,01 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 9. Prognóza tržních podílů podniku XY



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 2. Vývoj tržních podílů podniku XY, s.r.o.

6.4 Prognóza tržeb

V rámci zkoumaných analýz v předchozích podkapitolách dosahoval podnik výsledku 68 % u analýzy atraktivity a 64 % u analýzy konkurenční síly. Na základě upravené bostonské matice, kterou uvádí Mařík (2011a, s. 93), bylo provedeno hodnocení perspektivnosti podniku a lze jej hodnotit jako podnik s přijatelnou až dobrou perspektivou.

Posledním krokem strategické analýzy je určení prognózy vývoje tržeb hodnoceného podniku. Tato prognóza je určena pomocí vzorce:

$$Tempo\ růstu\ tržeb = (index\ růstu\ trhu \times index\ změny\ tržního\ podílu) - 1$$

Rok		Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl podniku XY	Tempo růstu podniku	Tržby XY (mil. Kč)
Minulost	**2011**	214 920	-	0,02 %	-	44
	2012	221 745	3,18 %	0,02 %	- 15,79 %	38
	2013	227 865	2,76 %	0,02 %	- 11,76 %	34
	2014	248 068	8,87 %	0,01 %	- 2,94 %	33
	2015	260 323	4,94 %	0,01 %	- 6,06 %	31
Průměrné tempo růstu			**4,93 %**		**- 9,14 %**	
Prognóza	**2016**	269 723	3,61 %	0,01 %	3,61 %	32
	2017	281 436	4,34 %	0,02 %	8,68 %	35
	2018	293 149	4,16 %	0,02 %	4,16 %	37
	2019	304 862	4,00 %	0,02 %	4,00 %	38
Průměrné tempo růstu			**4,03 %**		**5,11 %**	

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 10. Prognóza tržeb

V rámci zkoumaného minulého období se tržby relevantního trhu zvyšovaly, ale jejich tempo růstu se s výjimkou roku 2014 snižovalo. U tržeb podniku v minulém období docházelo k poklesu a jejich tempo růstu proto dosahovalo záporných hodnot. V predikci tržeb relevantního trhu docházelo i nadále k jejich zvyšování s průměrným tempem růstu 4,03 %. Tržby oceňovaného podniku se v rámci prognózy vyvíjí s tempem podobným relevantnímu trhu.

6.5 SWOT analýza

Silné stránky:

- dlouhodobá existence podniku na trhu,
- dlouhodobá spolupráce s odběrateli,
- vysoká kvalita nabízených produktů,
- odborné znalosti a dlouhodobá praxe zaměstnanců,
- zajištění komplexního výrobního programu,
- zakázková výroba podle požadavků jednotlivých zákazníků,
- dostatečné skladovací prostory na území Čech a Moravy,
- rychlá reakce na potřeby zákazníků.

Slabé stránky:

- nedostatečná znalost jazyků zaměstnanci,
- nízká úroveň vnitřní komunikace,
- každoroční využívání kontokorentního úvěru,
- nízký počet obchodních zástupců,
- nízká úroveň propagace.

Příležitosti:

- rozšíření činnosti podniku na další zahraniční trhy,
- oslovení nových odběratelů,
- zavedení prodeje výrobků prostřednictvím e-shopu,
- vzdělávání zaměstnanců.

Hrozby:

- existence současných a možný vznik nových konkurentů,
- platební neschopnost odběratelů,
- legislativní změny,
- reklamace,
- zvýšení cen vstupního materiálu.

7 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

Finanční analýzu tvoří základní ukazatele, které pomáhají zhodnotit finanční situaci podniku. Základní údaje použité pro výpočty těchto ukazatelů jsou čerpány z rozvahy a výkazu zisku a ztráty podniku XY, s.r.o. v letech 2011–2015. Do těchto výkazů lze nahlédnout v přílohách této práce.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

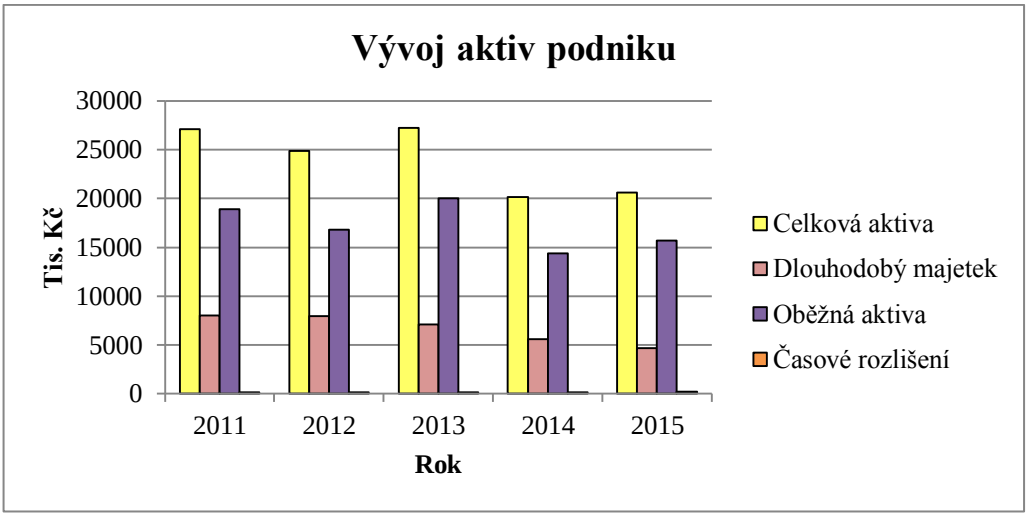
Analýza absolutních ukazatelů je zaměřena na rozbor finančních výkazů (rozvahy a výkazu zisku a ztráty) a lze ji členit na analýzu horizontální a vertikální. Horizontální analýza zkoumá vývoj jednotlivých položek v čase pomocí absolutních a procentních ukazatelů změn. Vertikální analýza zkoumá podíly jednotlivých položek rozvahy na celkových aktivech a pasivech a podíly položek výkazu zisku a ztráty na celkových nákladech a výnosech. Výpočet horizontálních a vertikálních analýz je součástí příloh této práce.

7.1.1 Horizontální analýza rozvahy

AKTIVA

Vývoj celkových aktiv podniku se neustále měnil, jelikož hodnota aktiv během celého sledované období střídala pokles a růst. Nejvyšší pokles lze sledovat v roce 2014, kdy se snížila o 7 060 tis. Kč, což představuje 25,93 %. Podíl na tomto klesání měla převážně oběžná aktiva, a to především krátkodobé pohledávky. Stejně tomu bylo v roce 2012, kdy došlo také k poklesu, ale pouze o 8,12 %. Růst lze sledovat v roce 2013 o 2 324 tis. Kč, procentuálně 9,33 %, což bylo způsobeno zvýšením krátkodobých pohledávek, a v roce 2015 o 436 tis. Kč, což představuje pouze 2,16 %, růstem zásob.

Aktiva každého podniku se rozdělují na dlouhodobý majetek, oběžná aktiva a časové rozlišení. Graf 3. znázorňuje vývoj jednotlivých aktiv ve sledovaném období.



Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Graf 3. Vývoj aktiv podniku

V rámci dlouhodobého majetku podnik vlastní pouze dlouhodobý majetek hmotný, který zahrnuje pozemky, stavby, samostatné movité věci a nedokončený dlouhodobý majetek. Stav pozemků se během sledovaného období nezměnil. V roce 2012 došlo k zařazení nového majetku ve formě staveb, jelikož bylo dokončeno nové parkoviště u administrativní budovy v pořizovací ceně 372 tis. Kč. Tímto zařazením také došlo k vynulování položky nedokončený dlouhodobý majetek. V rámci samostatných movitých věcí došlo k pořízení několika nástrojů a strojů ve všech letech kromě roku 2013 a v letech 2012 a 2013 byl ještě pořízen služební automobil. Stav položky samostatné movité věci během sledovaného období neustále klesal kromě roku 2012. Důvodem snižování stavu staveb a samostatných movitých věcí jsou především odpisy, které snižují pořizovací cenu majetku.

Oběžná aktiva zahrnují zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek. V roce 2012 došlo k nepatrnému růstu zásob o 0,07 %, což bylo způsobeno růstem položky zboží o 18,75 %, který převýšil pokles ostatních položek zásob v tomto roce. Ke snížení zásob došlo v roce 2013 o 1 086 tis. Kč, procentuálně 11,88 %. Na tomto poklesu se podílely především položky materiál na skladě a zboží. V dalších letech již zásoby opět rostly, v roce 2014 o 9,88 % a v roce 2015 dokonce o 27,94 %, kdy došlo k růstu stavu materiálu o 88,16 %. Krátkodobé pohledávky jsou tvořeny především pohledávkami z obchodních vztahů, které se během zkoumaného období snižovaly. Výjimkou byl pouze rok 2013, kdy došlo k navýšení o 62,16 %, což bylo způsobeno větším počtem zakázek,

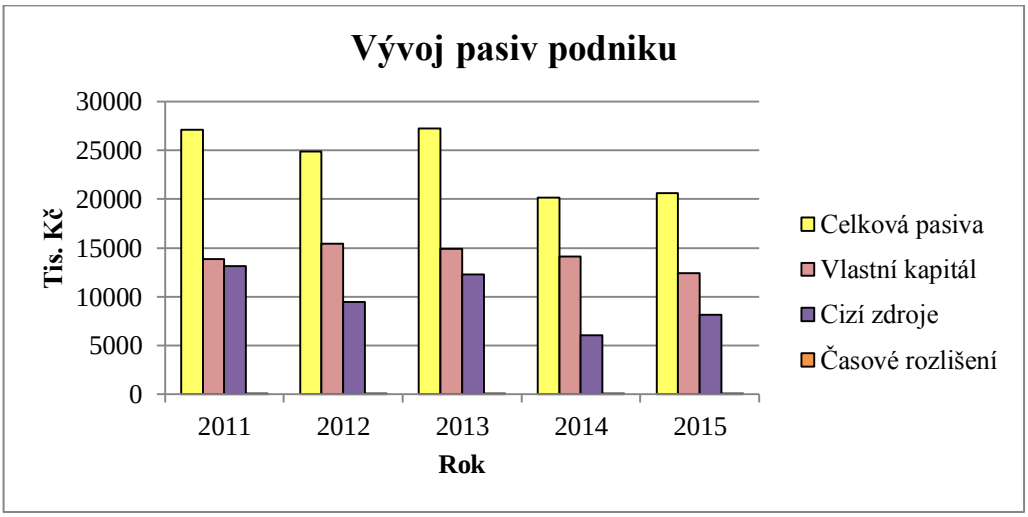
které nebyly ke konci roku uhrazeny. V rámci krátkodobého finančního majetku docházelo ke kolísání stavu peněz v pokladně, ale nejednalo se o příliš výrazné změny. Na účtech v bankách podnik eviduje kladný konečný zůstatek v roce 2012. V ostatních letech je tato položka nulová, jelikož podnik aktivně využívá kontokorentní úvěr. Tento úvěr je během účetního období evidován v krátkodobém finančním majetku, ale na konci roku se pasivní zůstatek převádí do krátkodobých bankovních úvěrů.

Časové rozlišení aktiv se měnilo minimálně. Pouze v roce 2015 bylo navýšeno o 27,16 %.

PASIVA

Stejně jako u aktiv byl vývoj celkových pasiv kolísavý. Nejvyšší pokles o 7 060 tis. Kč v roce 2014 byl ovlivněn především poklesem cizích zdrojů, konkrétně krátkodobých závazků, které se snížily o 4 517 tis. Kč, ale také snížením bankovních úvěrů a výpomocí o 1 729 tis. Kč. Pokles v roce 2012 byl způsoben především snížením krátkodobých závazků. Zvýšení celkových pasiv bylo způsobeno změnou bankovních úvěrů a výpomocí v roce 2013 a změnou krátkodobých závazků v roce 2015.

Pasiva lze členit na vlastní kapitál, cizí zdroje a časové rozlišení. Vývoj těchto položek je znázorněn na Grafu 4.



Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Graf 4. Vývoj pasiv podniku

Vlastní kapitál měl kromě roku 2012 klesající charakter. V roce 2013 se na tomto poklesu podílel především výsledek hospodaření běžného účetního období, který se snížil

o 1 925 tis. Kč, procentně o 110,51 %. V letech 2014 a 2015 klesal vlastní kapitál především díky změně výsledku hospodaření minulých let.

Cizí kapitál tvoří krátkodobé závazky, dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry. Na vývoji krátkodobých závazků se podílely především závazky z obchodních vztahů a závazky ke společníkům. V prvních letech daného období závazky klesaly, v roce 2012 o 22,45 %, v roce 2013 o 3,16 % a v roce 2014 o dalších 56,45 %. V posledním roce se naopak zvýšily o 87,14 %, tedy o 3 037 tis. Kč, což bylo způsobeno především nárůstem závazků z obchodních vztahů o 126,35 %. Bankovní úvěry a výpomoci se zvýšily v roce 2013 o 3 055 tis. Kč, procentně o 249,59 % a v ostatních letech klesaly. Veškeré změny u bankovních úvěrů a výpomocí byly způsobeny především změnami krátkodobého kontokorentního úvěru.

V rámci časového rozlišení pasiv došlo v roce 2012 ke snížení o 112 tis. Kč, ostatní změny nebyly výrazné.

7.1.2 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

NÁKLADY

Během sledovaného období měly celkové náklady klesající charakter. Nejvíce se snížily v roce 2012 o 5 634 tis. Kč, procentně o 12,49 %, což bylo způsobeno především poklesem výkonové spotřeby o 5 089 tis. Kč, snížením stavu odpisů dlouhodobého majetku a ostatních provozních i finančních nákladů.

Náklady vynaložené na prodané zboží a osobní náklady se během sledovaných let střídavě snižovaly a zvyšovaly. V rámci osobních nákladů to bylo ovlivněno především změnami mzdových nákladů a nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Výkonová spotřeba se neustále snižovala, a to nejvíce v roce 2012 o 16,62 %. Kromě roku 2015 měla na toto klesání největší vliv položka služby. Položka odpisy dlouhodobého majetku se také převážně snižovala kromě roku 2013, kdy došlo k růstu o 3,10 %. Nejvyšší pokles u odpisů byl v roce 2012 o 589 tis. Kč a v roce 2015 o 444 tis. Kč. Také v rámci ostatních provozních nákladů došlo k výraznějším změnám, a to pokles v roce 2012 o 47,39 % a v roce 2013 o dalších 38,92 %. V roce 2014 sice došlo k nárůstu o 113,90 %, tedy o 295 tis. Kč, ale v posledním roce tyto náklady již zase klesaly. U ostatních nákladových položek nedošlo k významným změnám.

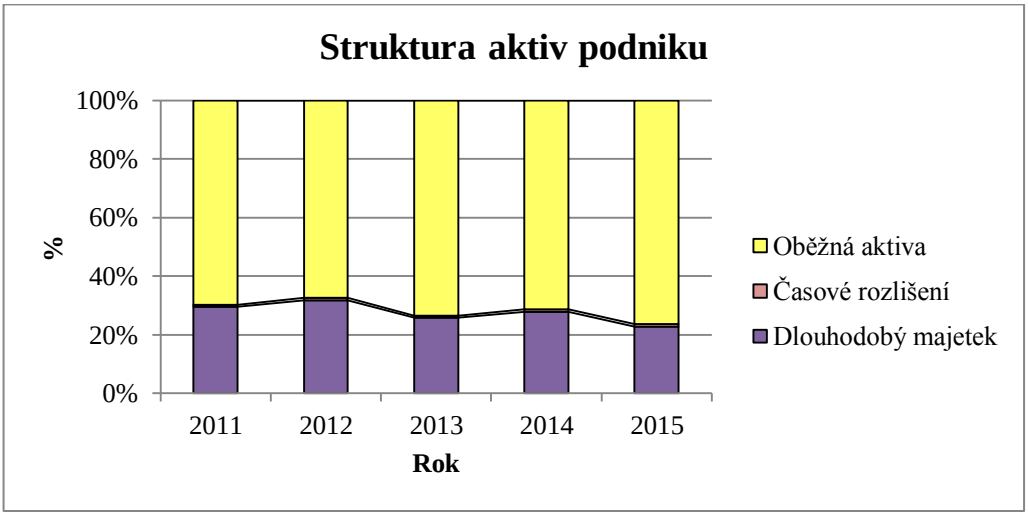
VÝNOSY

Horizontální analýza výnosů ukázala, že stejně jako náklady se i výnosy stále snižovaly a také nejvíce v roce 2012, konkrétně o 5 689 tis. Kč. Nejvíce se na tomto poklesu podílely tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které se v tomto roce snížily o 13,59 % a klesaly i v dalších letech. Tržby z prodeje zboží a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu měly kolísavý charakter. V rámci tržeb za prodané zboží došlo k největšímu snížení v roce 2012 o 180 tis. Kč a naopak k nejvyššímu zvýšení v roce 2015 o 542 tis. Kč. U tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu to byl pokles o 190 tis. Kč v roce 2013 a růst o 103 tis. Kč v roce 2012. Také v rámci ostatních finančních výnosů došlo k větším změnám, a to pokles o 225 tis. Kč v roce 2012 a o 255 tis. Kč v roce 2014. Ostatní provozní výnosy se měnily již v menší míře.

7.1.3 Vertikální analýza rozvahy

AKTIVA

Vertikální analýza ukazuje, že oběžný majetek tvoří přibližně dvě třetiny celkových aktiv a zbývající třetinu představuje dlouhodobý majetek hmotný. Časové rozlišení zaujímá pouze necelé 1%.



Zdroj: vertikální analýza podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

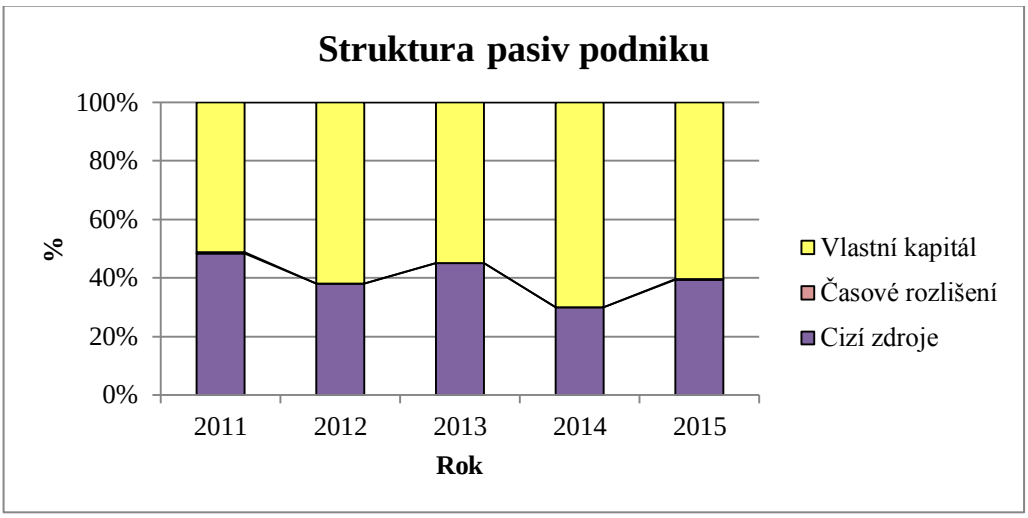
Graf 5. Struktura aktiv podniku

Nejvyšší podíl na dlouhodobém hmotném majetku mají stavby a samostatné movité věci. Pozemky tvoří přibližně 2 % z celkových aktiv a nedokončený dlouhodobý majetek se podílí pouze v roce 2011, v dalších letech je nulový.

Oběžná aktiva jsou tvořena především zásobami, jejichž podíl během sledovaného období téměř ve všech letech rostl z původních 33,70 % v roce 2011 až na 54,97 % v roce 2015. Podíl jednotlivých složek zásob v průběhu daného období různě kolísá. Další významnou část oběžných aktiv představují krátkodobé pohledávky, především pohledávky z obchodních vztahů. Krátkodobý finanční majetek tvoří 1,42 % celkových aktiv v roce 2012 a v ostatních letech je tento podíl nižší než 1 %.

PASIVA

Během celého sledovaného období tvořil na celkových pasivech nejvyšší podíl vlastní kapitál, konkrétně 51,14 % – 70 %. Zbylou část tvoří cizí zdroje, jelikož časové rozlišení představuje méně než 0,5 %.



Zdroj: vertikální analýza podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Graf 6. Struktura pasiv podniku

Na vlastním kapitálu se podílí především výsledek hospodaření minulých let a potom již v malé míře výsledek hospodaření běžného účetního období a fondy ze zisku. Základní kapitál představuje necelých 0,5 % z celkových pasiv.

Cizí zdroje zahrnují především krátkodobé závazky, které se během sledovaného období snižovaly a pouze v posledním roce se zvýšily. Nejvíce se na nich podílely závazky

z obchodních vztahů a v menší míře závazky ke společníkům a zaměstnancům. Podíl krátkodobých bankovních úvěrů nejdříve klesal, ale z důvodu vyššího čerpání kontokorentního úvěru v roce 2013 se zvýšil na 15 %. V posledních dvou letech tento podíl opět klesal. Bankovní úvěry dlouhodobé do roku 2013 rostly z důvodu pořizování služebních automobilů a v dalších letech klesaly.

7.1.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

NÁKLADY

Největší podíl na celkových nákladech podniku má výkonová spotřeba, která se pohybovala v intervalu 62,93–67,88 %. Nejnižšího podílu bylo dosaženo v roce 2015 a naopak nejvyššího v roce 2011. Největší část výkonové spotřeby zaujímá spotřeba materiálu a energie. Na celkových nákladech se dále podílí především osobní náklady, jejichž podíl se během daného období zvyšoval, a to z 16,87 % v roce 2011 na 22,04 % v roce 2015. Tyto náklady jsou zastoupeny především mzdovými náklady a pak náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Také náklady vynaložené na prodané zboží se podílely na celkových v rozmezí 6,02–8,83 %, ale ostatní položky nákladů již v malé míře.

VÝNOSY

Celkové výnosy jsou zastoupeny především tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, které se sice během zkoumaného období snižovaly, ale průměrně tvořily 90 %. Podíl tržeb za prodej zboží rostl z 6,70 % v roce 2011 na 9,87 % v roce 2015. Ostatní položky výnosů se podílely na celkových již minimálně.

7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Rozdílové ukazatele se využívají k analýze a řízení finanční situace podniku. Základním rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál, který představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji.

Položka (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý pracovní kapitál	6 707	8 532	9 247	9 132	8 137

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 11. Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál vychází ve zkoumaném období kladně a nejprve má charakter rostoucí a od roku 2014 klesající. Největší růst čistého pracovního kapitálu lze vidět v roce 2012, kdy došlo ke snížení krátkodobých závazků a bankovních úvěrů v rámci krátkodobých cizích zdrojů. Naopak nejvyššího snížení čistého pracovního kapitálu bylo dosaženo v roce 2015, kdy došlo ke zvýšení krátkodobých závazků z obchodních vztahů. Z toho, že oběžný majetek převyšuje krátkodobé zdroje, vyplývá, že určitá aktiva jsou kryta i dlouhodobými zdroji, což se označuje jako konzervativní přístup financování.

7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů poskytuje rychlou představu o finanční situaci podniku. Mezi nejčastěji využívané poměrové ukazatele patří ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity.

7.3.1 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti pomáhají určit výši rizika, které podnik nese při dané struktuře a poměru vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Mezi základní ukazatele zadluženosti patří například: celková zadluženost, míra zadluženosti nebo úrokové krytí.

Ukazatele zadluženosti	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	48,43 %	38,10 %	45,11 %	29,93 %	39,45 %
Míra zadluženosti	0,95	0,62	0,82	0,43	0,65
Úrokové krytí	9,92	12,32	0,03	1,05	1,38

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 12. Ukazatele zadluženosti podniku

Ukazatel celkové zadluženosti zjišťuje, v jakém rozsahu je podnik financován cizími zdroji. Literatura uvádí doporučené hodnoty výsledků v rozmezí 30–60 %. V Tab. 12 lze vidět, že tento ukazatel neustále kolísal a ve všech letech kromě roku 2014 dosahoval hodnot z daného rozmezí. Nejnižší celková zadluženost byla v roce 2014 ve výši 29,93 %. Naopak nejvyšší zadluženost byla v roce 2011 necelých 50 %. Nejvyšší podíl na celkové zadluženosti má krátkodobá zadluženost, která během sledovaného období klesala z 93,12 % v roce 2011 na 86,86 % v roce 2014. Na tomto poklesu se podílelo především snižování závazků z obchodních vztahů. V roce 2015 se ale krátkodobá zadluženost zvýšila a dostala se zpět na 93,23 %.

Ukazatel míry zadluženosti poměřuje cizí a vlastní kapitál a slouží především bankám při rozhodování o poskytnutí úvěru. Pokud by výsledná hodnota vyšla vyšší než 1, tak by bylo pro banku poskytnutí úvěru rizikové. U hodnoceného podniku není tato hodnota přesažena ani v jednom roce. Nejnižší míra zadluženosti 0,43 byla v roce 2014 a naopak nejvyšší 0,95 v roce 2011.

V rámci ukazatele úrokového krytí se zjišťuje, kolikrát EBIT převyšuje hodnotu úroků z úvěrů. Čím vyšší hodnota vyjde, tím vyšší má podnik schopnost splácet jeho úvěry. Literatura doporučuje hodnotu vyšší než 5. V rámci sledovaného období by podnik dokázal v roce 2011 uhradit úroky z úvěrů jeho ziskem skoro 10krát a v roce 2012 pak 12krát. V roce 2013 vyšel tento ukazatel ale 0,03, což znamená, že podnik není schopen uhradit ani část těchto úroků z úvěrů. V následujících letech došlo k mírnému zvýšení.

7.3.2 Ukazatele likvidity

Snaží se určit, jak je podnik schopen přeměnit určitá aktiva na hotovost nebo jiné krátkodobé finanční instrumenty a tím plnit schopnost podniku hradit jeho závazky. Počítá se likvidita běžná, pohotová a okamžitá.

Ukazatele likvidity	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	1,73	2,03	2,50	4,12	2,41
Pohotová likvidita	0,90	0,93	1,49	1,59	0,67
Okamžitá likvidita	0,02	0,04	0,02	0,02	0,02

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 13. Ukazatele likvidity podniku

Pomocí běžné likvidity se zjišťuje, kolikrát oběžný majetek pokryje krátkodobé závazky podniku. Literatura udává doporučené hodnoty pro výsledky v rozmezí 1,5–2,5. Tab. 13. ukazuje, že v rámci sledovaného období byl podnik v prvních třech letech v rozmezí doporučených hodnot, i když v roce 2013 to již bylo na horní hranici. V roce 2014 byla běžná likvidita nad hranicí těchto hodnot, což bylo způsobeno především poklesem krátkodobých závazků. V roce 2015 se pak výsledek již vrátil zpět do daného rozmezí hodnot.

Pohotová likvidita vylučuje z oběžného majetku zásoby a pracuje tedy pouze s krátkodobým finančním majetkem a krátkodobými pohledávkami. Hodnoty výsledků

doporučené literaturou se uvádí ve výši 1,0–1,5. Hodnocený podnik splňoval tyto hodnoty pouze v roce 2013. V roce 2014 byla pohotová likvidita vypočítána lehce nad hranicí daných hodnot, avšak v ostatních letech se nacházely výsledky pod tou hranicí. Pokud vychází hodnoty tohoto ukazatele nižší než 1, podnik nebyl schopen po zaplacení všech jeho krátkodobých pohledávek splatit jeho závazky a musel prodat část zásob.

Okamžitá likvidita zkoumá, zda je podnik schopen uhradit jeho splatné závazky. Doporučené hodnoty se uvádí v rozmezí 0,2–0,5. V rámci podniku se výsledné hodnoty pohybují ve všech letech pod spodní hranici doporučených hodnot. Důvodem je to, že podnik v těchto letech eviduje v rámci krátkodobého finančního majetku pouze peníze v pokladně. Součástí běžného účtu je kontokorentní úvěr, který se ale na konci účetního období vykazuje v krátkodobých bankovních úvěrech. V roce 2012 kontokorentní úvěr čerpán nebyl, proto bylo dosaženo vyšší hodnoty.

7.3.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability měří výdělečnou schopnost podniku, míru zhodnocení vynaložených prostředků ve formě aktiv, kapitálu nebo jiných hodnot vyjádřených v peněžních jednotkách. Mezi základní ukazatele patří rentabilita tržeb, rentabilita celkového kapitálu a rentabilita vlastního kapitálu.

Ukazatele rentability	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita tržeb	3,83 %	4,27 %	-0,49 %	0,03 %	-0,32 %
Rentabilita celkového kapitálu	8,97 %	9,40 %	0,02 %	1,33 %	0,76 %
Rentabilita vlastního kapitálu	12,97 %	11,31 %	-1,23 %	0,06 %	-0,89 %

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 14. Ukazatele rentability podniku

Rentabilita tržeb poměřuje čistý zisk s tržbami, které jsou tvořeny součtem tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. V letech 2011 a 2012 dosahovala tato rentabilita přibližně 4 %, ale v dalších letech byla téměř nulová nebo dokonce i v letech 2013 a 2015 záporná. Za příčinu tohoto poklesu lze považovat snížení čistého zisku, který v roce 2013 byl -183 tis. Kč a -111 tis. Kč v roce 2015.

Pomocí ukazatele rentability celkového kapitálu se zjišťuje, kolik korun bylo získáno z vloženého kapitálu. Pro výpočet byl použit EBIT. V roce 2011 a 2012 se výsledky

pohybují kolem 9 %, avšak v roce 2013 byla rentabilita téměř nulová, jelikož byl podnik v tomto roce ztrátový. V dalších letech již vyšla kladně, ale nedosahovala vysokých hodnot, 1,33 % v roce 2014 a 0,76 % v roce 2015.

Rentabilita vlastního kapitálu dává do poměru čistý zisk a vlastní kapitál. V roce 2011 dosahovala nejvyšší hodnoty, a to 12,97 %. V roce 2012 se mírně snížila na 11,31 %, ale v dalších letech stejně jako u rentability tržeb dosahovala téměř nulových hodnot v roce 2014 a záporných hodnot v letech 2013 a 2015. Příčinou byl opět záporný výsledek hospodaření.

7.3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity poskytují podniku přehled o využívání jednotlivých částí majetku. Počítá se obrat, který dává do poměru tržby k příslušným aktivům a doba obratu, u které se do poměru dávají příslušná aktiva k tržbám.

Ukazatele aktivity	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat celkových aktiv	1,73	1,64	1,36	1,77	1,68
Obrat zásob	4,98	4,46	4,31	4,23	3,44
Obrat krátk. pohledávek	4,17	4,82	3,88	4,14	7,14
Obrat krátkodobých závazků	3,49	4,25	4,55	6,22	6,93
Doba obratu celkových aktiv	208	220	265	203	214
Doba obratu zásob	72	81	84	85	105
Doba obratu kr. pohledávek	86	75	93	87	50
Doba obratu kr. závazků	103	85	79	58	52

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 15. Ukazatele aktivity podniku

Obrat celkových aktiv vypovídá o tom, kolikrát se aktiva obrátila v ročních tržbách. Doporučuje se minimální hodnota ve výši jedna. V rámci sledovaného období bylo toto minimum ve všech letech splněno. V roce 2013 byl nejnižší obrat 1,36, jinak v ostatních letech se pohyboval kolem hodnoty 1,7, což znamená, že majetek podniku je využíván efektivně. Doba obratu aktiv byla v celém období vyšší než 200 dní a nejvyšší v roce 2013.

V rámci obratu zásob se hodnoty během sledovaného období neustále snižovaly. Zatímco v roce 2011 se zásoby přeměnily v tržby 4,98krát, v roce 2015 už pak pouze 3,44krát. Doba obratu zásob naopak rostla, a to ze 72 dní v roce 2011 na 105 dní v roce 2015.

U ukazatele obrat krátkodobých pohledávek se pohledávky obrátily v tržbách průměrně 4krát a v roce 2015 dokonce 7,14krát. Obrat krátkodobých závazků v čase rostl z původní hodnoty 3,49 v roce 2011 až na 6,93 v roce 2015. Doba obratu pohledávek neboli jejich přeměny na peněžní prostředky se neustále měnila, v letech 2011–2014 se vyskytovala v rozmezí 75–93 dní a v roce 2015 klesla oproti minulému roku o 37 dní na 50 dní. Často se doba obratu pohledávek srovnává s dobou obratu závazků, která se během sledovaného období neustále snižovala a měla by dosahovat alespoň hodnot doby obratu krátkodobých pohledávek. To bylo splněno v letech 2011, 2012 a 2015. V letech 2013 a 2014 byly závazky splaceny dříve, než podniku zaplatili odběratelé.

7.4 Analýza souhrnných ukazatelů

Analýza souhrnných ukazatelů se využívá pro posouzení celkové finanční situace podniku a nikoliv pro zhodnocení pouze určitých oblastí činnosti podniku, jako tomu bylo u předchozích ukazatelů.

7.4.1 Altmanův model

Altmanův model využívá pro výpočet rovnici, do které se dosazují hodnoty jednotlivých finančních ukazatelů, a na základě výsledků lze předpovídat do budoucna, zda bude podnik prosperovat nebo mířit k bankrotu. Rovnice má tvar:

$$Z = 0{,}717 \times X_1 + 0{,}847 \times X_2 + 3{,}107 \times X_3 + 0{,}420 \times X_4 + 0{,}998 \times X_5$$

Altmanův model	2011	2012	2013	2014	2015
X_1 = ČPK / ∑A	0,25	0,34	0,34	0,45	0,40
X_2 = Nerozdělený zisk / ∑A	0,43	0,53	0,54	0,67	0,59
X_3 = EBIT / ∑A	0,09	0,09	0,00	0,01	0,01
X_4 = VK / CZ	1,06	1,62	1,22	2,34	1,53
X_5 = Tržby / ∑A	1,73	1,64	1,36	1,77	1,68
Z-skóre	**2,99**	**3,29**	**2,57**	**3,67**	**3,14**

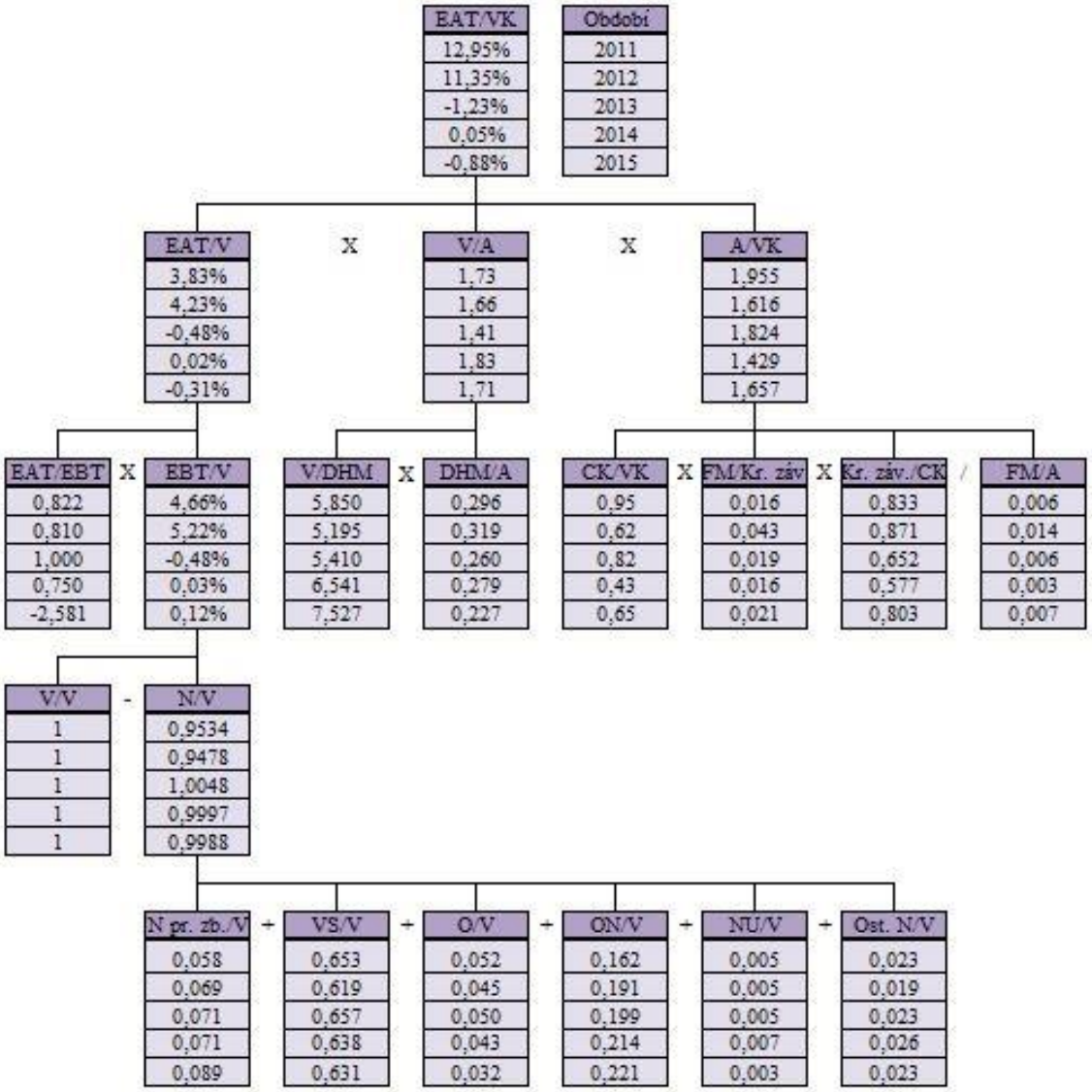
Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 16. Altmanův model

Na základě výsledků tohoto modelu má podnik v rámci sledovaného období uspokojivou finanční situaci a minimální pravděpodobnost bankrotu, jelikož bylo dosaženo výsledků vyšších než 2,70. Výjimkou byl pouze rok 2013, kdy byla zjištěna hodnota 2,57. Neznamená to, že by podnik v tomto roce mířil k bankrotu, ale vyskytoval se v tzv. šedé zóně, ve které nelze finanční situaci jednoznačně určit.

7.4.2 Du Pontův rozklad

Du Pontův rozklad zachycuje závislost rentability vlastního kapitálu na ziskovém rozpětí, obratu celkových aktiv a poměru celkových aktiv k vlastnímu kapitálu.



Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Obr. 3. Du Pontův rozklad

První část rozkladu se zaměřuje na rentabilitu tržeb, která se nejdříve v prvních dvou letech zvyšovala, ale následně se rapidně snížila, a to na -0,48 % v roce 2013. V roce 2014 vyšla hodnota sice kladně, ale byla téměř nulová a v posledním roce sledovaného období opět záporná. Tato rentabilita je vyjádřena součinem podílu čistého zisku k zisku před zdaněním a podílu zisku před zdaněním k výnosům. Podíl zisku před zdaněním k výnosům představuje rozdíl mezi výnosy a náklady. Jelikož se v roce 2013 snížily výnosy mnohem více než náklady, byly v roce 2013 náklady vyšší než výnosy a v podniku došlo ke ztrátě. Celkové náklady jsou tvořeny součtem jednotlivých nákladových položek a mají na ně nejvyšší vliv výkonová spotřeba, osobní náklady a náklady na prodané zboží. Podíl výkonové spotřeby na výnosech během sledovaného období převážně klesal a podíl osobních nákladů na výnosech naopak rostl.

Další ukazatel podílející se na rentabilitě vlastního kapitálu představuje obrat aktiv, který během sledovaného období klesal z 1,73 v roce 2011 na 1,41 v roce 2013. V roce 2014 se sice zvýšil na 1,83, ale v posledním roce opět klesl na 1,71. Na tento ukazatel působí rychlost obratu dlouhodobého majetku, která se od roku 2012 zvyšovala z důvodu snižování hodnoty dlouhodobého majetku a podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech, který se naopak snižoval.

Poslední část rozkladu s vlivem na rentabilitu vlastního kapitálu tvoří finanční páka, která vyjadřuje podíl celkových aktiv na vlastním kapitálu. Během sledovaného období se výsledky tohoto ukazatele neustále měnily a střídaly pokles s růstem stejně jako faktory, které na něj působí.

8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Dalším krokem této práce je rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná, výpočet provozně nutného investovaného kapitálu a určení korigovaného provozního výsledku hospodaření.

8.1 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Provozně potřebná aktiva využívá podnik k vykonávání hlavní činnosti a aktiva provozně nepotřebná s touto činností naopak nesouvisí, a proto je nutné je pro výpočet výnosové hodnoty podniku vyřadit.

Podnik XY nevlastní žádný dlouhodobý nehmotný ani finanční majetek. Dlouhodobý majetek hmotný tvoří pozemky, stavby, samostatné movité věci a nedokončený dlouhodobý majetek. Veškeré pozemky a stavby, kterými jsou například výrobní hala, administrativní budova nebo sklady, souvisí s hlavní činností podniku. Všechny stroje, nástroje, dopravní prostředky a jiné samostatně movité věci jsou také součástí provozně potřebného majetku. Nedokončený dlouhodobý majetek vykazoval podnik pouze v roce 2011. Jelikož tento majetek v daném roce nesloužil k hlavní činnosti a nepodílel se na tvorbě hospodářského výsledku, byl považován za provozně nepotřebný.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Nedokončený dlouhodobý majetek	372	0	0	0	0

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 17. Nedokončený dlouhodobý majetek podniku XY, s.r.o.

Zásoby zahrnující materiál, výrobky a zboží jsou nepostradatelnou součástí hlavní činnosti podniku. Dlouhodobé pohledávky podnik neeviduje. Krátkodobé pohledávky tvoří především pohledávky z obchodních vztahů, v menším rozsahu pak ostatní poskytnuté zálohy a pohledávky daňové. Veškeré pohledávky se považují za provozně potřebný majetek. Krátkodobý finanční majetek zahrnuje peníze v hotovosti a účty v bankách. Na základě výpočtu okamžité likvidity v rámci finanční analýzy bylo zjištěno, že podnik nepřesahuje provozně potřebnou výši peněžních prostředků, ale naopak dosahuje velmi nízkých hodnot, a proto není nutné tuto položku upravovat. Účty v bankách, jak již bylo zmíněno, vykazují během účetního období záporné hodnoty díky kontokorentnímu úvěru,

který podnik využívá, ale na konci roku se přesouvají do krátkodobých bankovních úvěrů v pasivech. Položka časové rozlišení také souvisí s hlavní činností podniku, proto se jedná o provozně potřebný majetek.

Po vyloučení provozně nepotřebného majetku se aktiva podniku XY moc nezměnila, jelikož většina jeho majetku se považuje za provozně nutný. Jejich výši znázorňuje následující tabulka.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	7 647	7 936	7 074	5 628	4 681
Oběžná aktiva	18 928	16 795	19 997	14 374	15 713
Časové rozlišení	154	169	153	162	206
AKTIVA celkem	**26 729**	**24 900**	**27 224**	**20 164**	**20 600**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 18. Celková aktiva po vyloučení provozně nepotřebného majetku

8.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Na základě rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je nutné také určit kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv během minulých let. Ten se vypočítá jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu. Upravený pracovní kapitál představuje oběžná aktiva snížená o závazky, u kterých nelze určit jejich náklady. Jako neúročené závazky byly pro výpočet využity celkové závazky krátkodobé. Výpočet tohoto kapitálu je zobrazen v Tab. 19.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek provozně nutný	7 647	7 936	7 074	5 628	4 681
Zásoby	9 134	9 140	8 054	8 850	11 323
(+) Pohledávky	9 620	7 302	11 790	5 467	4 255
(+) Krátkodobý finanční majetek	174	353	153	57	135
(+) Časové rozlišení aktivní	154	169	153	162	206
(-) Krátkodobé závazky	10 937	8 263	8 002	3 485	6 522
(-) Časové rozlišení pasivní	117	5	16	15	40
Pracovní kapitál provozně nutný	8 028	8 696	12 132	11 036	9 357
Investovaný kapitál provozně nutný	**15 675**	**16 632**	**19 206**	**16 664**	**14 038**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 19. Provozně nutný investovaný kapitál

8.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Po rozdělení aktiv a výpočtu investovaného provozně nutného kapitálu je nutné také určit korigovaný provozní výsledek hospodaření, což znamená vyloučit náklady a výnosy, které nesouvisí s hlavní činností podniku. V rámci podniku XY byly vyloučeny z provozního výsledku hospodaření tržby z prodeje dlouhodobého majetku v roce 2011, 2012 a 2014.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	2 548	2 421	263	509	241
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	110	213	0	90	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	**2 438**	**2 208**	**263**	**419**	**241**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 20. Korigovaný provozní výsledek hospodaření

9 SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU

Strategický finanční plán je základním podkladem pro výnosové ocenění podniku. Tento plán byl sestaven na základě provedené finanční a strategické analýzy na období 2016–2019 a zahrnuje plán výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Východiskem pro odhad vývoje jednotlivých položek byla konzultace s managementem podniku. Pro kontrolu byl finanční plán sestaven také v programu Stratex.

9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Prognóza tržeb za vlastní výrobky a služby byla již součástí strategické analýzy a na jejím základě byla stanovena i prognóza celkových tržeb a tržeb za zboží.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby celkové	46 882	40 757	37 013	35 719	34 695
Roční tempo růstu	-	-13,06 %	-9,19 %	-3,50 %	-2,87 %
Průměrné tempo růstu	**-**	**-7,16 %**			
Tržby za vl. výrobky a služby	43 741	37 796	34 039	32 785	31 219
Tržby za prodej zboží	3 141	2 961	2 974	2 934	3 476

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 21. Tržby minulého období

Průměrné tempo růstu celkových tržeb minulého období bylo -7,16 %. V rámci strategické analýzy v Tab. 10. bylo zjištěno, že tržby za prodej vlastních výrobků a služeb měly toto tempo růstu za minulé období podobné, konkrétně -9,14 %. V rámci jejich prognózy pak bylo stanoveno průměrné tempo růstu ve výši 5,11 %.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Roční tempo růstu	3,61 %	8,68 %	4,16 %	4,00 %
Průměrné tempo růstu	**5,11 %**			
Tržby celkové	35 948	39 068	40 693	42 321
Tržby za vlastní výrobky a služby	32 346	35 154	36 616	38 081
Tržby za prodej zboží	3 602	3 914	4 077	4 240

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 22. Tržby plánovaného období

Přestože tržby v minulém období klesaly, očekává se v období plánu jejich zvyšování s tempem růstu podobným relevantnímu trhu. Důvodem tohoto postupného růstu v dalších letech by měl být především vstup na nový trh v Dominikánské republice a zahájení spolupráce s velkou německou společností. Obě tyto pro podnik velké příležitosti se v současné době projednávají. Při tvorbě tohoto strategického finančního plánu byla sestavována optimistická verze, proto se v rámci plánu počítá s úspěšnou realizací těchto jednání v následujících letech, což by mělo vést ke zvyšování tržeb.

Celkové tržby tedy rostly během plánovaného období se stejným tempem růstu jako tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Tržby za prodej zboží byly následně dopočítány jejich rozdílem.

Obchodní marže představuje rozdíl mezi tržbami za prodej zboží a náklady vynaloženými na jejich prodej. Během posledních let tvořila obchodní marže přibližně 10 % z tržeb za prodej zboží a stejný podíl se očekává i v plánovaném období.

Výkony jsou součtem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, změny stavu zásob vlastní činnosti a aktivace. Tržby za prodej výrobků a služeb se vyvíjí, jak již bylo zmíněno, na základě tempa růstu stanoveného ve strategické analýze a tvoří největší podíl na celkových tržbách. Položka aktivace zůstane nulová, tak jak tomu bylo i doposud.

U výkonové spotřeby se očekává stejný vývoj jako u tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, proto výkonová spotřeba představuje takový poměr k tržbám, jakého průměrně dosahovala za minulé období. Výkonovou spotřebu tvoří spotřeba materiálu, energie a služeb. Poměr spotřeby materiálu a energie k tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb představoval za minulé období průměrně 58 %. Poměr služeb byl zjištěn stejným způsobem a představuje přibližně 13 %. Vývoj výkonové spotřeby zobrazuje následující tabulka.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Spotřeba materiálu a energie	18 761	20 389	21 237	22 087
Služby	4 205	4 570	4 760	4 951
Výkonová spotřeba	**22 966**	**24 959**	**25 997**	**27 038**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 23. Plán výkonové spotřeby

Osobní náklady zahrnují mzdové náklady, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociální náklady. Mzdové náklady závisí především na počtu pracovníků a na výši průměrné mzdy. Během plánovaného období podnik nepočítá se zaměstnáváním nových pracovníků ani s propouštěním stávajících. Tempo jejich růstu bylo zvoleno ve výši 2 %, jelikož se očekává mírný nárůst průměrné mzdy. U nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění se počítá s platnou sazbou 34 % ze mzdových nákladů a sociální náklady byly stanoveny ve výši 5 % ze mzdových nákladů, což je průměrný poměr sociálních nákladů ke mzdovým nákladům za minulé dva roky.

Položka (tis. Kč)	Minulost	Prognóza			
	2015	2016	2017	2018	2019
Mzdové náklady	5 668	5 781	5 897	6 015	6 135
Náklady na SZ a ZP	1 820	1 966	2 005	2 045	2 086
Sociální náklady	300	289	295	301	307
Osobní náklady	**7 788**	**8 036**	**8 197**	**8 361**	**8 528**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 24. Plán osobních nákladů

Daně a poplatky byly stanoveny na plánované období v průměrné výši jejich podílu na celkových tržbách za minulé období, což je 0,24 %.

Odpisy dlouhodobého hmotného majetku byly určeny na základě odpisového plánu podniku a predikce investic do dlouhodobého majetku, což je podrobněji popsáno v plánu rozvahy.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a zůstatková cena prodaného majetku mají v plánu nulovou hodnotu, jelikož prodej majetku není součástí hlavní činnosti podniku. S prodejem materiálu podnik nepočítá, proto jsou tržby z prodeje materiálu také nulové.

Tvorba opravných položek a rezerv nebyla plánována.

Ostatní provozní výnosy byly naplánovány v konstantní výši 60 tis. Kč, což je průměrná částka za minulé období a ostatní provozní náklady ve výši 436 tis. Kč.

Výnosové úroky zůstaly nulové, stejně jako tomu bylo během celého minulého období. Vývoj nákladových úroků se odvíjí od úvěrů, které podnik čerpá. Podnik čerpá kontokorentní úvěr a jeden dlouhodobý úvěr, k jehož splacení dojde v roce 2018. V roce

2016 podnik plánuje čerpat nový úvěr na investici. Nákladové úroky tedy nejdříve rostly a v dalších letech potom klesaly.

Ostatní finanční výnosy byly stanoveny v konstantní výši 267 tis. Kč, což je průměrná částka za minulé období. Ostatní finanční náklady se během minulého období snižovaly a nepředpokládá se jejich výrazná změna, proto byly ponechány na úrovni roku 2015.

Daň z příjmu se odvíjí od hospodářského výsledku a v rámci plánu bylo pracováno se současnou sazbou 19 %.

Zkrácený plánovaný výkaz zisku a ztráty zobrazuje následující tabulka. Úplný plán tohoto výkazu je uveden v příloze P VIII.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Tržby za prodej zboží	3 602	3 914	4 077	4 240
Náklady na prodané zboží	3 242	3 523	3 669	3 816
Obchodní marže	360	391	408	424
Výkony	32 281	34 429	36 740	38 205
Výkonová spotřeba	22 966	24 959	25 997	27 038
Přidaná hodnota	9 675	9 861	11 151	11 591
Osobní náklady	8 036	8 197	8 361	8 528
Daně a poplatky	86	94	98	102
Odpisy DHM	881	682	524	447
Ostatní provozní výnosy	60	60	60	60
Ostatní provozní náklady	436	436	436	436
Provozní výsledek hospodaření	**296**	**512**	**1 792**	**2 138**
Nákladové úroky	189	206	112	31
Ostatní finanční výnosy	267	267	267	267
Ostatní finanční náklady	206	206	206	206
Finanční výsledek hospodaření	**-128**	**-145**	**-51**	**30**
Daň z příjmu za běžnou činnost	32	70	331	412
VH před zdaněním	**168**	**367**	**1 741**	**2 168**
VH za běžnou činnost po zdanění	**136**	**297**	**1 410**	**1 756**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 25. Plánovaný výkaz zisku a ztráty zkrácený

9.2 Plánovaná rozvaha

Vývoj dlouhodobého majetku závisí především na nových investicích a odpisovém plánu. Společnost během prognózovaného období neplánuje rozšiřování majetku o budovy, pozemky ani nehmotný majetek, ale pouze o samostatné movité věci. V roce 2016 se plánuje investice do nového služebního automobilu na 713 tis. Kč a v dalších letech se plánují investice do nástrojů, a to 150 tis. Kč v roce 2017 a dalších 60 tis. Kč v roce 2019. Odpisový plán prognózovaného období znázorňuje následující tabulka.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Odpisy celkem STAVBY	325	308	291	273
Pořízené před rokem 2011	304	287	271	254
Pořízené v letech 2011 – 2015	21	21	20	19
Odpisy celkem – STROJE	556	374	233	174
Pořízené v letech 2011 – 2015	343	129	41	25
Nově pořízené stroje	213	245	192	149
ODPISY CELKEM	**881**	**682**	**524**	**447**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 26. Plán odpisů dlouhodobého majetku

Pozemky se neodepisují, proto zůstane jejich hodnota v plánu v konstantní výši 363 tis. Kč. Vývoj celkového dlouhodobého majetku je zobrazen v Tab. 27.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
POZEMKY CELKEM	363	363	363	363
Stavby předchozího roku	3 679	3 354	3 046	2 755
(-) odpisy staveb	325	308	291	273
STAVBY CELKEM	3 354	3 046	2 755	2 482
SMV předchozího roku	639	796	572	339
(-) odpisy SMV	556	374	233	174
(+) investice do SMV	713	150	-	60
SMV CELKEM	796	572	339	225
DHM CELKEM	**4 513**	**3 981**	**3 457**	**3 070**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 27. Plán dlouhodobého majetku

Vedení podniku plánuje ponechat dobu obratu zásob v roce 2016 přibližně ve stejné výši a následně ji mírně snížit. Proto bylo pro plánované období počítáno s dobou obratu 106 dní v roce 2016 a přibližně 92 dní v dalších letech. Doba obratu pohledávek i závazků se během minulého období postupně snižovala. Jelikož podnik neplánuje v letech prognózy výrazné změny dob obratu těchto položek, byla jejich výše určena na základě průměrné doby obratu minulého období. U krátkodobých pohledávek bylo tedy počítáno s dobou obratu 69 dní a u krátkodobých závazků 60 dní.

Na základě výpočtu okamžité likvidity v rámci finanční analýzy bylo zjištěno, že krátkodobý finanční majetek představoval během minulého období pouze 2 % krátkodobých závazků. V plánovaném období se nepředpokládá, že by podnik dosahoval vyšší okamžité likvidity. Časové rozlišení aktiv bylo stanoveno v konstantní výši 169 tis. Kč, což představuje jeho průměrnou výši za minulé období.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
AKTIVA CELKEM	**22 263**	**21 797**	**21 995**	**23 103**
Dlouhodobý hmotný majetek	4 513	3 981	3 457	3 070
Oběžná aktiva	17 581	17 647	18 369	19 864
Zásoby	10 585	10 029	10 446	10 864
Krátkodobé pohledávky	6 886	7 499	7 799	8 111
Krátkodobý finanční majetek	110	119	124	889
Časové rozlišení aktiv	169	169	169	169
PASIVA CELKEM	**22 263**	**21 797**	**21 995**	**23 103**
Vlastní kapitál	12 570	12 867	14 277	16 034
Základní kapitál	100	100	100	100
Rezervní a ostatní fondy	303	303	303	303
VH minulých let	12 031	12 167	12 464	13 875
VH běžného období	136	297	1 410	1 756
Cizí zdroje	9 654	8 891	7 679	7 030
Krátkodobé závazky	5 949	6 461	6 755	6 999
Bankovní úvěry	3 705	2 430	924	31
Časové rozlišení pasiv	39	39	39	39

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 28. Plánovaná rozvaha

Základní kapitál zůstává během plánovaného období ve výši 100 tis. Kč, rezervní a ostatní fondy byly stanoveny ve výši roku 2015. Výsledek hospodaření minulých let se pravidelně zvyšoval o výsledek hospodaření běžného období. Rezervy i dlouhodobé závazky zůstaly nulové, tak jak tomu bylo i během minulého období. Bankovní úvěry byly plánovány především na základě finančního plánu podniku a plánu nových investic. Časové rozlišení pasiv tvoří 39 tis. Kč, což je opět průměrná částka za minulé období.

9.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Stav peněžních prostředků na počátku období vychází z hodnoty peněžních prostředků na konci předcházejícího období.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Stav peněžních prostředků na počátku období	135	110	119	124

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 29. Stav peněžních prostředků na počátku období

Plán výkazu peněžních toků z provozní činnosti vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření, který se sníží nejdříve o daň. Získaný výsledek hospodaření po dani se upraví o odpisy dlouhodobého majetku zjištěné z plánovaného výkazu zisku a ztráty, změny stavu krátkodobých pohledávek, krátkodobých závazků a zásob vypočítaných z plánované rozvahy. Výsledkem je peněžní tok z provozní činnosti. Dopočítá se také peněžní tok z investiční činnosti a jejich součtem se získá peněžní tok celkového provozního majetku.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
PROVOZNÍ ČINNOST				
Korigovaný provozní VH	168	367	1 741	2 168
Daň z KPVH	32	70	331	412
Korigovaný provozní VH po dani	136	297	1 410	1 756
Úpravy o nepeněžní operace (Odpisy DHM)	881	682	524	447
Úpravy oběžných aktiv	-2 406	455	-422	-486
Změna stavu krátkodobých pohledávek	-2 594	-612	-300	-312
Změna stavu krátkodobých závazků	-550	511	295	244
Změna stavu zásob	738	556	-417	-418
Peněžní tok z provozní činnosti	**-1 389**	**1 434**	**1 512**	**1 717**

INVESTIČNÍ ČINNOST				
Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	-713	-150	0	-60
Peněžní tok z investiční činnosti	**-713**	**-150**	**0**	**-60**
Peněžní tok celkového provozního majetku	**-2 102**	**1 284**	**1 512**	**1 657**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 30. Peněžní tok z provozní a investiční činnosti

Po výpočtu plánovaného peněžního toku z provozní a investiční činnosti je nutné určit také peněžní toky z finanční činnosti, u kterých se zjišťují změny stavu krátkodobých i dlouhodobých bankovních úvěrů.

Položka (tis. Kč)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
FINANČNÍ ČINNOST				
Změna stavu dlouhodobých bankovních úvěrů	345	-398	-308	-182
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	1 732	-877	-1 199	-710
Peněžní tok z finanční činnosti	**2 077**	**-1 275**	**-1 507**	**-892**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 31. Peněžní tok z finanční činnosti

Součtem počátečního stavu peněžních prostředků a jednotlivých peněžních toků v každém roce se získá konečný stav peněžních prostředků, který je shodný se stavem peněžních prostředků zachycených v plánované rozvaze v daných letech. Samotný výpočet zobrazuje následující tabulka.

Položka (tis. Kč)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Počáteční stav peněžních prostředků	135	110	119	124
Peněžní tok celkem	-25	9	5	765
Konečný stav peněžních prostředků	**110**	**119**	**124**	**889**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 32. Plán celkových peněžních toků

10 OCENĚNÍ PODNIKU VÝNOSOVÝMI METODAMI

Pro ocenění podniku XY, s.r.o. byly zvoleny výnosové metody, a to metoda diskontovaných peněžních toků a ekonomická přidaná hodnota. Po ocenění jednotlivými metodami byla stanovena výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2016. Aby mohl být podnik oceněn, musí se nejprve stanovit výše diskontní míry.

10.1 Stanovení diskontní míry

Diskontní míra může být stanovena na úrovni vlastníků podniku jako náklady na vlastní kapitál nebo na úrovni celého podniku, kdy ji představují vážené průměrné náklady kapitálu. U podniku XY byla zvolena diskontní míra na úrovni WACC a pro její výpočet je nutné nejprve vyčíslit náklady na cizí i vlastní kapitál.

10.1.1 Náklady na cizí kapitál

Podnik na financování využívá kontokorentní úvěr a dlouhodobé bankovní úvěry. Náklady na cizí kapitál se určí porovnáním nákladů dluhu k hodnotě celkových bankovních úvěrů. Pro výpočet byly využity hodnoty z rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

Položka (tis. Kč, %)	
Nákladové úroky	257
Bankovní úvěry dlouhodobé	793
Bankovní úvěry krátkodobé	1 757
Bankovní úvěry celkem	2 550
Náklady na cizí kapitál	**10,08 %**
Náklady na cizí kapitál x (1-t)	**8,16 %**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 33. Stanovení nákladů na cizí kapitál

Neočekává se změna diskontní sazby, proto bude vypočítaná hodnota považována za náklady na cizí kapitál také v letech plánu 2016–2019.

10.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál byly určeny pomocí metody CAPM, stavebnicového modelu INFA a odvození z nákladů na cizí kapitál.

Metoda CAPM

Pro použití této metody je nutné určit výši bezrizikové úrokové sazby, hodnotu koeficientu ß a rizikovou prémii České republiky, které se doplní do vzorce:

$$r_e = r_f + ß \times (r_m - r_f)$$

Bezriziková úroková sazba (r_f) byla stanovena podle výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů České republiky s dobou splatnosti 10 let ve výši 0,46 % pro rok 2015. Riziková prémie ($r_m - r_f$) byla určena pomocí webové stránky profesora Damodarana, který zde uvádí, že celková riziková prémie České republiky je ve výši 7,34 % na základě hodnocení ratingu A1. Hodnota koeficientu ß byla také zjišťována podle profesora Damodarana. Koeficient ß pro podobné nezadlužené podniky činí 1,19. Podle následujícího vzorce je nutné dopočítat betu zadluženou, která vyšla 1,36.

$$ß_Z = ß_N \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK}\right) = 1{,}19 \times \left(1 + (1 - 0{,}19) \times \frac{2\,550}{14\,114}\right) = 1{,}36$$

Po výpočtu zadlužené ß je již možné přistoupit ke stanovení nákladů na vlastní kapitál.

Metoda CAPM	
Bezriziková úroková míra	0,46 %
ß zadlužená	1,36
Riziková prémie	7,34 %
Náklady na vlastní kapitál	**10,44 %**

Zdroj: Data: Archives, ©2016; Výnos dluhopisu 10R – ČR, ©2016; vlastní zpracování

Tab. 34. Stanovení nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM

Stavebnicový model INFA

U tohoto modelu se náklady na vlastní kapitál zjišťují tak, že se k bezrizikové úrokové míře přičítají přirážky za určitá rizika, která ovlivňují kapitál podniku. Tento model využívá také Ministerstvo průmyslu a obchodu.

Model INFA	
Bezriziková úroková míra (r_f)	0,46 %
r_{LA}	5,00 %
$r_{Podnikatelské}$	0,00 %
$r_{FinStab}$	0,00 %
r_{FinStr}	6,56 %
Náklady na vlastní kapitál	**12,02 %**

Zdroj: Výnos dluhopisu 10R – ČR, ©2016; vlastní zpracování

Tab. 35. Stanovení nákladů na vlastní kapitálu modelem INFA

Odvození z nákladů na cizí kapitál

Tato metoda využívá poznatek, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, jelikož vlastník nese větší riziko než věřitel a požaduje tak vyšší výnos. Náklady na vlastní kapitál se zjistí tak, že se k nákladům na cizí kapitál přičte riziková přirážka, která by měla být v rozmezí 2–4 %. Pro podnik XY byla určena ve výši 3 %.

Odvození z nákladů na cizí kapitál	
Náklady na cizí kapitál	10,08 %
Přirážka	3,00 %
Náklady na vlastní kapitál	**13,08 %**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 36. Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí odvození z nákladů na cizí kapitál

Stanovení výsledných nákladů na vlastní kapitál

Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla vypočítána pomocí váženého aritmetického průměru, kdy jednotlivým variantám byly přiřazeny váhy.

Model výpočtu	Váha	Náklady na vlastní kapitál
Metoda CAPM	1	10,44 %
Model INFA	1	12,02 %
Odvození z nákladů na cizí kapitál	0,3	13,08 %
Náklady na vlastní kapitál	**11,47 %**	

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 37. Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Jak ukazuje Tab. 37, výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál byla stanovena ve výši 11,47 %.

10.1.3 Stanovení WACC

Na základě stanovených nákladů na cizí a vlastní kapitál již lze dopočítat vážené průměrné náklady na kapitál pomocí vzorce:

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

Do vzorce byly dosazeny hodnoty z následující tabulky. Pro výpočet se používá kapitál podniku na počátku období.

Položka (tis. Kč, %)	
Náklady na cizí kapitál x (1 – t)	8,16 %
Náklady na vlastní kapitál	11,47 %
Celkový kapitál	16 664
Cizí kapitál úročený	2 550
Vlastní kapitál	14 114
Podíl cizího kapitálu na celkovém	15,30 %
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	84,70%
WACC	**10,96 %**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 38. Stanovení WACC

Vážené průměrné náklady na kapitál byly zjištěny ve výši 10,96 % a použijí se při samotném ocenění podniku.

10.2 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity

Metoda diskontovaných peněžních toků je založena především na odhadu budoucích peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Výpočet zvolené metody DCF entity zahrnuje dvě fáze. Prvním krokem je výpočet volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele během plánovaného období. Jejich diskontováním se získá hodnota první fáze. Pro výpočet volných peněžních toků je nutné nejprve zjistit výši investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a do upraveného pracovního kapitálu.

Položka (tis. Kč)		Prognóza				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dl. majetek provozně nutný	4 681	4 513	3 981	3 457	3 070	
Zásoby	11 323	10 585	10 029	10 446	10 864	
(+) Pohledávky	4 255	6 886	7 499	7 799	8111	
(+) Krátkodobý finanční majetek	135	110	119	124	889	
(+) Časové rozlišení aktiv	206	169	169	169	169	
(-) Krátkodobé závazky	6 522	5 949	6 461	6 755	6 999	
(-) Časové rozlišení pasiv	40	39	39	39	39	
Pracovní kapitál provozně nutný	9 357	11 762	11 316	11 744	12 995	
Investovaný kapitál prov. nutný	**14 038**	**16 275**	**15 297**	**15 201**	**16 065**	**16 708**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 39. Investice do upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

Pro výpočet druhé fáze je nutné znát také investovaný kapitál pro rok 2020, kterým je hodnota roku 2019 zvýšená o 4 %. Toto procento představuje tempo růstu stanovené ve strategické analýze jako tempo růstu tržeb pro rok 2019, tedy pro poslední rok první fáze. Pro výpočet pokračující hodnoty se předpokládá, že se toto tempo růstu nebude měnit.

Samotný výpočet volných peněžních toků zobrazuje následující tabulka.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní VH před zdaněním	168	367	1 741	2 168
Upravená daň (KPVH x daňová sazba)	32	70	331	412
Korigovaný provozní VH po dani	**136**	**297**	**1 410**	**1 756**
Odpisy	881	682	524	447
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do upraveného pracovního kapitálu	-2405	446	-428	-1 251
Investice do pořízení dlouhodobého majetku	-713	-150	0	-60
Volný peněžní tok FCFF	**-2 101**	**1 275**	**1 506**	**892**
Odúročitel pro diskontní míru (10,96 %)	0,9012	0,8122	0,7320	0,6597
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	**-1 893**	**1 036**	**1 102**	**588**
Hodnota podniku 1. fáze	**833**			

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 40. Stanovení hodnoty 1. fáze metodou DCF entity

Jednotlivé hodnoty v předcházející tabulce vycházejí z plánované rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Jako korigovaný provozní výsledek hospodaření byl použit výsledek hospodaření běžného období před zdaněním, který lze považovat za korigovaný, jelikož je očištěný od provozně nepotřebných položek. Tento KPVH se zdanil, získala se jeho hodnota po dani a pomocí několika úprav se vypočítal volný peněžní tok. Tyto výsledky se následně diskontovaly odúročitelem za použití vážených průměrných nákladů na kapitál. Současná hodnota volného toku vychází nejprve v roce 2016 záporně, ale v následujících letech je již kladná. Součtem hodnot diskontovaných volných peněžních toků byla zjištěna hodnota 1. fáze ve výši **833 tis. Kč**.

Druhá fáze neboli pokračující hodnota představuje období od konce první fáze do nekonečna a je chápána jako současná hodnota očekávaných peněžních příjmů. Lze ji určit pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce.

Gordonův vzorec

Volný peněžní tok pro rok 2020 byl stanoven jako korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani roku 2019 zvýšený s tempem růstu 4 % a snížený o změnu investovaného provozně nutného kapitálu v roce 2020.

$$KPVH_{2020} = 1\,756 \times 1{,}04 = 1\,826\ tis.Kč$$

$$FCFF_{2020} = 1\,826 - (16\,708 - 16\,065) = 1\,183\ tis.Kč$$

Pokračující hodnota se vypočítá pomocí vzorce:

$$PH = \frac{FCF_{2020}}{i_k - g} = \frac{1\,183}{0{,}1096 - 0{,}04} = 16\,997\ tis.Kč$$

Pomocí Gordonova vzorce vyšla pokračující hodnota ve výši **16 997 tis. Kč**.

Parametrický vzorec

Pro výpočet pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce je nutné vypočítat míru investic, ze které se pak dopočítá rentabilita investic.

$$Míra\ investic = \frac{I_{2020} - I_{2019}}{KPVH_{2020}} = \frac{16\,708 - 16\,065}{1\,826} \times 100 = 35{,}21\ \%$$

$$Rentabilita\ investic = \frac{g}{míra\ investic} = \frac{0{,}04}{0{,}3521} \times 100 = 11{,}36\ \%$$

Jelikož je rentabilita investic vyšší než WACC, lze tvořit hodnotu.

Pokračující hodnota se potom pomocí parametrického vzorce vypočítá následovně:

$$PH = \frac{KPVH_{2020} \times \left(1 - \frac{g}{r_l}\right)}{i_k - g} = \frac{1\,826 \times \left(1 - \frac{0{,}04}{0{,}1136}\right)}{(0{,}1096 - 0{,}04)} = 16\,997\ tis.Kč$$

Pokračující hodnota vypočítaná pomocí parametrického vzorce vychází **16 997 tis. Kč**, což znamená, že vyšla stejně jako při použití Gordonova vzorce. Pro potřeby ocenění je nutné tuto pokračující hodnotu ještě přepočítat na současnou hodnotu. Pro výpočet se použije odúročitel roku 2019.

$$16\,997 \times 0{,}6597 = 11\,213\ tis.Kč$$

Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody DCF entity je znázorněn v následující tabulce.

Položka (tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	833
Současná hodnota 2. fáze	11 213
Provozní brutto hodnota	**12 046**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 604
Provozní netto hodnota	**10 442**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 41. Ocenění metodou DCF entity

Jelikož podnik nedisponuje provozně nepotřebným majetkem, tak provozní netto hodnota zároveň představuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Tato hodnota byla zjištěna pomocí metody DCF entity ve výši **10 442 tis. Kč**.

10.3 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA

Základem této metody je tvorba ekonomického zisku. Pro výpočet byla vybrána její varianta EVA entity. Ekonomickou přidanou hodnotu lze vyjádřit základním vzorcem:

$$EVA = NOPAT - WACCC \times C$$

Pro výpočet této metody odpovídá hodnota NOPAT korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po zdanění a hodnotu C představuje již zjištěný provozně nutný investovaný kapitál. Diskontní míra stanovená na úrovni WACC byla zjištěna ve výši 10,96 %. Po výpočtu hodnot EVA podle zmíněného vzorce byly získané hodnoty diskontovány odúročitelem a výsledkem bylo zjištění celkové hodnoty první fáze ocenění. Celý tento výpočet znázorňuje následující tabulka.

Položka (tis. Kč)	Minulost	Prognóza			
	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	241	136	297	1 410	1 756
C	14 038	16 275	15 297	15 201	16 065
WACC x C_{t-1}		1 539	1 784	1 677	1 666
EVA		**-1 403**	**-1 487**	**-267**	**90**
Odúročitel	10,96 %	0,9012	0,8122	0,7320	0,6597
Diskontovaná EVA		**-1 264**	**-1 208**	**-195**	**59**
Hodnota 1. fáze		**-2 608**			

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 42. Stanovení hodnoty 1. fáze metodou EVA

Jak ukazuje Tab. 42., ukazatel EVA dosahoval v letech 2016–2018 záporných hodnot, což znamená, že hodnota byla tvořena pouze v roce 2019. Díky tomu vychází také současná hodnota první fáze záporně.

Pro výpočet druhé fáze je nutné zjistit hodnotu NOPAT pro rok 2020. Tato hodnota byla zjištěna již při výpočtu metody DCF entity, a to ve výši 1 826 tis. Kč, proto lze dopočítat EVA pro rok 2020.

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2020} - WACC \times C_{2019} = 1\,826 - 0{,}1096 \times 16\,065 = 65\ tis.K\check{c}$$

Na základě výpočtu EVA pro rok 2020 lze určit pokračující hodnotu pro druhou fázi pomocí vzorce:

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{WACC - g} = \frac{65}{0{,}1096 - 0{,}04} = 934\ tis.K\check{c}$$

Vypočítanou pokračující hodnotu je nutné opět přepočítat na současnou hodnotu, což vyšlo ve výši **616 tis. Kč**.

Součet současné hodnoty první a druhé fáze tvoří hodnotu MVA, která byla díky záporné první fázi také záporná. Přičtením hodnoty NOA k datu ocenění k této hodnotě byla získána provozní hodnota brutto. Odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění bylo

dosaženo provozní hodnoty netto, která zároveň představuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu, a to ve výši **10 442 tis. Kč**.

Položka (tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	-2 608
Současná hodnota 2. fáze	616
MVA	**-1 992**
NOA k datu ocenění	14 038
Provozní hodnota brutto	**12 046**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 604
Provozní hodnota netto	**10 442**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 43. Ocenění metodou EVA

11 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ VYUŽITÍM VYBRANÝCH METOD

Pro dosažení přesné hodnoty podniku se doporučuje využít nejméně dvě metody oceňování. V rámci této práce byla určena hodnota podniku pomocí výnosových metod DCF entity a EVA. Tyto metody vycházely ze strategické analýzy a sestaveného finančního plánu. Prvním krokem pro určení hodnoty vlastního kapitálu bylo vypočítání diskontní míry, která byla stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu ve výši 10,96 %.

Pro výpočet metody diskontovaných peněžních toků bylo nejprve nutné stanovit výši provozně nutného investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani. Pomocí základních úprav byly vypočítány volné peněžní toky pro období plánu. Tyto hodnoty byly diskontovány pomocí odúročitele s diskontní mírou WACC a jejich součet představoval hodnotu první fáze ocenění ve výši 833 tis. Kč. Druhá fáze neboli pokračující hodnota zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna a byla zjišťována pomocí Gordonova a parametrického vzorce. Pro výpočet Gordonova vzorce bylo nutné vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření a investovaný provozně nutný kapitál pro rok 2020, které byly vypočítány na základě tempa růstu tržeb zjištěného ve strategické analýze. Po dosazení těchto hodnot do příslušného vzorce byl vypočítán volný peněžní tok pro rok 2020 ve výši 1 183 tis. Kč a následně pokračující hodnota ve výši 16 997 tis. Kč. Pro výpočet pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce bylo nutné zjistit míru investic a rentabilitu investic. Po dosazení do příslušného vzorce byla zjištěna pokračující hodnota ve stejné výši jako při použití Gordonova vzorce. Diskontováním tohoto výsledku na současnou hodnotu bylo dosaženo 11 213 tis. Kč, což představuje celkovou hodnotu druhé fáze. Součtem hodnot první a druhé fáze byla získána brutto hodnota podniku 12 046 tis. Kč a po odečtení úročeného cizího kapitálu byla zjištěna výsledná netto hodnota podniku pomocí metody DCF entity ve výši **10 442 tis. Kč**.

Druhou metodou, která byla zvolena pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku, byla ekonomická přidaná hodnota. Stejně jako u metody DCF byla zvolena její varianta entity. V rámci výpočtu této metody odpovídala hodnota NOPAT korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani a hodnota NOA neboli C zjištěnému provozně nutnému investovanému kapitálu. Diskontní míra byla stanovena opět na úrovni WACC. Prvním

krokem této metody bylo zjištění hodnoty EVA v jednotlivých letech plánu. Tyto hodnoty byly diskontovány a součtem jejich výsledků byla zjištěna hodnota první fáze ve výši -2 608 tis. Kč. Na základě tohoto výpočtu bylo zjištěno, že hodnota byla tvořena pouze v roce 2019 a v ostatních letech byla záporná. To je také příčinou toho, proč je i celková hodnota první fáze záporná. Pro výpočet druhé fáze bylo nutné nejprve zjistit hodnotu EVA pro první rok druhé fáze, tedy pro rok 2020, která vyšla ve výši 65 tis. Kč. Dosazením této hodnoty do vzorce pro výpočet pokračující hodnoty byla zjištěna hodnota ve výši 934 tis. Kč. Diskontováním této částky se získala výsledná hodnota druhé fáze ve výši 616 tis. Kč. Součet současné hodnoty první a druhé fáze představoval hodnotu MVA, která byla v důsledku záporné první fáze také záporná. Přičtením hodnoty NOA k datu ocenění a odečtením úročeného cizího kapitálu byla získána hodnota netto ve výši **10 442 tis. Kč**.

Jelikož byla u obou metod stanovena diskontní míra na úrovni WACC, byl použit stejný zisk ve výši korigovaného provozního výsledku hospodaření a investovaný provozně nutný kapitál byl u metody DCF stejný jako NOA u metody EVA, vyšly výsledky těchto metod stejně.

Metoda ocenění	Hodnota vl. kapitálu (tis. Kč)
DCF entity	10 442
EVA	10 442
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016	**10 442**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 44. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016

Výsledná hodnota vlastního kapitálu zjišťovaná pro potřeby vedení oceňovaného podniku XY, s.r.o. byla k 1. 1. 2016 stanovena ve výši 10 442 tis. Kč.

Pokud by pro ocenění metodou EVA nebyla použita stejná vstupní data jako u metody DCF entity, byly by výsledky rozdílné.

11.1 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA s jinými vstupními daty

Pro výpočet ukazatele EVA je nutné nejprve vyjádřit hodnoty NOA a NOPAT. Mezi základní úpravy pro výpočet NOA patří aktivace položek, které v rozvaze chybí,

určení provozně potřebných a nepotřebných aktiv a snížení upravených aktiv o pasiva, která nenesou náklad. Pro vymezení NOA ve zkoumaném podniku nedošlo k aktivaci žádných položek a mezi provozně nepotřebná aktiva byl zařazen pouze nedokončený dlouhodobý majetek v roce 2011 ve výši 372 tis. Kč.

Dalším krokem pro stanovení NOA je snížení upravených aktiv o neúročený kapitál, který zahrnuje krátkodobé závazky a časové rozlišení pasiv. Výpočet NOA znázorňuje následující tabulka.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	7 647	7 936	7 074	5 628	4 681
Oběžná aktiva	18 928	16 795	19 997	14 374	15 713
Časové rozlišení	154	169	153	162	206
(-) Neúročený kapitál	11 054	8 268	8 018	3 500	6 562
NOA	**15 675**	**16 632**	**19 206**	**16 664**	**14 038**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 45. Stanovení NOA v letech 2011–2015

Jak ukazuje Tab. 45., hodnoty NOA v letech 2011–2015 vychází stejně jako provozně nutný investovaný kapitál v daném období. Pro výpočet NOA v letech plánu byl použit stejný postup a hodnoty vyšly opět stejně jako provozně nutný investovaný kapitál v letech 2016–2019.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý majetek	4 513	3 981	3 457	3 070
Oběžná aktiva	17 581	17 647	18 369	19 864
Časové rozlišení	169	169	169	169
(-) Neúročený kapitál	5 988	6 500	6 794	7 038
NOA	**16 275**	**15 297**	**15 201**	**16 065**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 46. Stanovení NOA v letech 2016–2019

Vymezení NOPAT vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním. Z tohoto výsledku hospodaření se vyloučily placené úroky jejich zpětným přičtením a vyloučily se tržby z prodeje dlouhodobého majetku. Po výpočtu rozdílu mezi výsledkem

hospodaření po úpravách a výsledkem hospodaření původním byla vypočítána dodatečná daň a následně NOPAT.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
VH za běžnou činnost před zdaněním	**2 186**	**2 150**	**-183**	**12**	**43**
(-) Tržby z prodeje DM	110	213	0	90	0
(+) Nákladové úroky	245	190	189	257	113
VH po úpravách před zdaněním	**2 321**	**2 127**	**6**	**179**	**156**
Rozdíl (VH po úpravách – VH původní)	135	-23	189	167	113
Původně zaplacená daň	389	408	0	3	154
Dodatečně vypočítaná daň	26	-4	36	32	21
NOPAT	**1 906**	**1 723**	**-30**	**144**	**-19**

Zdroj: interní zdroje podniku XY, s.r.o.; vlastní zpracování

Tab. 47. Stanovení NOPAT v letech 2011–2015

Stejný postup byl využit i pro výpočet NOPAT v letech plánu.

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
VH za běžnou činnost před zdaněním	**168**	**367**	**1 741**	**2 168**	
(+) Nákladové úroky	189	206	112	31	
VH po úpravách před zdaněním	**357**	**573**	**1 853**	**2 199**	
Rozdíl (VH po úpravách – VH původní)	189	206	112	31	
Původně zaplacená daň	32	70	331	412	
Dodatečně vypočítaná daň	36	39	21	6	
NOPAT	**289**	**464**	**1 501**	**1 781**	**1 852**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 48. Stanovení NOPAT v letech 2016–2020

Po vymezení hodnot NOA a NOPAT je již možné stanovit hodnoty ukazatele EVA, jelikož WACC byly určeny v předchozí kapitole ve výši 10,96 %. Pro výpočet hodnoty první fáze ocenění metodou EVA byl využit stejný postup jako při stanovení této hodnoty pomocí NOPAT ve výši korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění.

Jak ukazuje Tab. 49., hodnota ukazatele EVA byla tvořena pouze v roce 2019. V ostatních letech byla tato hodnota záporná, což způsobilo, že hodnota první fáze vyšla také záporně ve výši -2 252 tis. Kč.

Položka (tis. Kč)	**Minulost**	**Prognóza**			
	2015	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
NOPAT	-19	289	464	1 501	1 781
C	14 038	16 275	15 297	15 201	16 065
WACC x C_{t-1}		1 539	1 784	1 677	1 666
EVA		**-1 250**	**-1 320**	**-176**	**115**
Odúročitel	10,96 %	0,9012	0,8122	0,7320	0,6597
Diskontovaná EVA		**-1 127**	**-1 072**	**-129**	**76**
Hodnota 1. fáze		**-2 252**			

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 49. Stanovení hodnoty 1. fáze metodou EVA s jinými vstupními daty

Pro výpočet pokračující hodnoty je nutné zjistit hodnotu EVA pro rok 2020.

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2020} - WACC \times C_{2019} = 1\,852 - 0{,}1096 \times 16\,065 = 91\ tis.Kč$$

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{WACC - g} = \frac{91}{0{,}1096 - 0{,}04} = 1\,307\ tis.Kč$$

Po přepočtu tohoto výsledku na současnou hodnotu byla získána hodnota druhé fáze ve výši 862 tis. Kč.

Položka (tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	-2 252
Současná hodnota 2. fáze	862
MVA	**-1 390**
NOA k datu ocenění	14 038
Provozní hodnota brutto	**12 648**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 604
Provozní hodnota netto	**11 044**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 50. Ocenění podniku metodou EVA s jinými vstupními daty

Hodnota MVA, která je součtem současné hodnoty první a druhé fáze vyšla opět záporně. Přičtením hodnoty NOA k datu ocenění a odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění byla získána hodnota vlastního kapitálu ve výši 11 044 tis. Kč.

Metoda ocenění	Hodnota vl. kapitálu (tis. Kč)
DCF entity	10 442
EVA	11 044
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016	**10 743**

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 51. Výsledná hodnota vlastního kapitálu

Pro ocenění metodou DCF entity a EVA byla použita stejná diskontní míra na úrovni WACC, NOA u metody EVA bylo vypočítáno ve stejné výši jako provozně nutný investovaný kapitál, avšak hodnoty NOPAT se lišily od hodnot korigovaného provozního výsledku hospodaření. Při použití různých vstupů u jednotlivých metod pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu bylo zjištěno, že oceněním metodou EVA bylo dosaženo vyšší hodnoty podniku. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016 by pak byla ve výši 10 743 tis. Kč.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku XY, s.r.o. k 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod oceňování pro potřeby vedení daného podniku. Pro splnění tohoto cíle bylo nutné podnik podrobně analyzovat.

Diplomová práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část vychází z poznatků získaných z odborné literatury a zaměřuje se na vymezení základních pojmů, popis jednotlivých kroků při oceňování a charakteristiku základních metod oceňování.

Úvod praktické části poskytuje základní informace o oceňovaném podniku a jeho činnosti. Analytická část práce se zaměřuje na strategickou a finanční analýzu. V rámci strategické analýzy se nejprve popisuje makroprostředí, tedy vývoj HDP, míry inflace, situace na trhu práce a měnové politiky České národní banky. V dalším kroku této analýzy je vymezen a charakterizován relevantní trh, který pro zkoumaný podnik představuje oddíl CZ-NACE 22 – Výroba pryžových a plastových výrobků. Tento trh byl podroben analýze atraktivity trhu, v rámci které dosáhl hodnocení 68 %, což svědčí o stabilitě daného odvětví. Pro prognózu vývoje relevantního trhu byla použita regresní analýza časového trendu, regresní analýza závislosti trhu na HDP v běžných cenách a regresní analýza závislosti trhu na HDP ve stálých cenách a inflaci. Tyto analýzy se testovaly funkcí lineární, exponenciální a logaritmickou. Na základě výsledků těchto analýz byl pro prognózu tržeb zvolen lineární časový trend s průměrným tempem růstu 4,26 %. Analýza konkurenční síly zahrnuje stanovení tržních podílů oceňovaného podniku, identifikaci hlavních konkurentů a analýzu vnitřního potenciálu. Konkurenční síla podniku je hodnocena ve výši 64 % a mezi jeho hlavní konkurenční výhody patří kvalita výrobků, jejich distribuce, kvalita managementu a výkonného personálu. Na základě výsledků předchozích analýz bylo provedeno pomocí upravené bostonské matice hodnocení perspektivnosti podniku a lze jej hodnotit jako podnik s přijatelnou až dobrou perspektivou. Poslední krok strategické analýzy se zaměřuje na odhad vývoje tržních podílů podniku a následně i tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Údaje čerpané pro výpočty jednotlivých ukazatelů finanční analýzy vychází z rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Hodnotí se ukazatele absolutní, rozdílové, poměrové a souhrnné v letech 2011–2015. Celková aktiva i pasiva během sledovaného období střídají pokles a růst. Největší podíl na celkových aktivech má oběžný majetek, který tvoří především zásoby a pohledávky z obchodních vztahů. Na celkových pasivech má nejvyšší podíl

vlastní kapitál. Celkové náklady i výnosy během daného období klesaly. Náklady tvoří především výkonová spotřeba a výnosy tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Analýza rozdílových ukazatelů hodnotí čistý pracovní kapitál, který nejprve rostl, ale od roku 2014 klesal. Oběžná aktiva převyšují krátkodobé zdroje, což znamená, že některá aktiva jsou kryta i dlouhodobými zdroji a že podnik využívá konzervativní přístup financování. Analýza poměrových ukazatelů zkoumá zadluženost, likviditu, rentabilitu a aktivitu. Celková zadluženost podniku se pohybuje v rozmezí 30–50 % a nejvíce se na ní podílí zadluženost krátkodobá. Běžná likvidita se téměř v celém sledovaném období pohybuje v rozmezí doporučených hodnot. Naopak likvidita okamžitá dosahuje hodnot pod doporučenou hranicí, což je způsobeno čerpáním kontokorentního úvěru. V důsledku ztráty v letech 2013 a 2015 dosahovala rentabilita tržeb a vlastního kapitálu záporných hodnot. Od roku 2013 dosahuje také rentabilita celkového kapitálu mnohem nižších hodnot. Analýza souhrnných ukazatelů udává, že podnik má uspokojivou finanční situaci a minimální pravděpodobnost bankrotu.

Po zhodnocení finančního zdraví podniku byla aktiva rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná. V rámci podniku XY, s.r.o. se za provozně nepotřebná aktiva považuje pouze nedokončený dlouhodobý majetek v roce 2011. Ostatní položky aktiv souvisí s hlavní činností podniku, proto se pokládají za provozně potřebná. Součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu se zjistil provozně nutný investovaný kapitál v letech 2011–2015. Po určení výše tohoto kapitálu se odečtením tržeb z prodeje dlouhodobého majetku od provozního výsledku hospodaření získal korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Na základě výsledků strategické a finanční analýzy byl sestaven strategický finanční plán na období 2016–2019, který je již součástí projektové části práce a zahrnuje plán výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Vývoj jednotlivých položek byl konzultován s managementem podniku a pro kontrolu byl finanční plán sestaven také v programu Stratex.

Další část práce se zaměřuje již na samotné stanovení hodnoty podniku XY, s.r.o. vybranými výnosovými metodami. Základním krokem bylo stanovení diskontní míry v podobě vážených průměrných nákladů na kapitál, k čemuž bylo nutné nejprve vymezit náklady na cizí a vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál byly vypočítány metodou CAPM, stavebnicovým modelem INFA a odvozením z nákladů na cizí kapitál.

Pomocí váženého aritmetického průměru z výsledků těchto variant byly určeny celkové náklady na vlastní kapitál.

Pro stanovení hodnoty podniku se využily výnosové metody DCF entity a EVA. U metody DCF entity bylo nutné zjistit výši provozně nutného investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Po výpočtu volných peněžních toků pro období plánu se součtem jejich diskontovaných hodnot získala hodnota první fáze. Druhá fáze byla zjišťována pomocí Gordonova a parametrického vzorce. Po odečtení úročeného cizího kapitálu od součtu hodnot první a druhé fáze se zjistila výsledná hodnota podniku touto metodou ve výši 10 442 tis. Kč. V rámci výpočtu EVA odpovídá hodnota NOPAT výši korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani a hodnota NOA výši provozně nutného investovaného kapitálu. Po výpočtu první a druhé fáze se zjistila hodnota podniku také ve výši 10 442 tis. Kč. Jelikož byly pro výpočet jednotlivých metod použity stejné vstupní údaje, vyšly tyto výsledky stejně a výsledná hodnota vlastního kapitálu byla tedy k 1. 1. 2016 stanovena ve výši 10 442 tis. Kč. Pokud by pro výpočet metodou EVA nebyla použita stejná vstupní data jako u metody DCF entity, vyšly by výsledky rozdílně. Když se hodnoty NOA a NOPAT vyjádřily pomocí základních úprav typických pro jejich výpočet, vyšla hodnota vlastního kapitálu pomocí metody EVA ve výši 11 044 tis. Kč. Výsledná hodnota podniku pak byla k 1. 1. 2016 zjištěna průměrem hodnot jednotlivých metod ve výši 10 743 tis. Kč.

Stanovením hodnoty podniku XY, s.r.o. k 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod byl splněn cíl této diplomové práce.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN, c2014. *Principles of corporate finance.* 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin. ISBN 9780078034763.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929682.

ELIÁŠ, Karel a Marek SVATOŠ, 2012. Nový občanský zákoník 2014: rejstřík: redakční uzávěrka 26. 3. 2012. Ostrava: Sagit. ÚZ. ISBN 9788072089208.

FOTR, Jiří, 2012. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. 1. vyd. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 9788024739854.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929262.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. *Finanční analýza firmy*. Vyd. 1. Praha: ASPI. ISBN 9788073573928.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck. ISBN 8071795291.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2004. *Manažerské finance*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck. ISBN 8071798029.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 9788024733494.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 9788024728650.

MALLYA, Thaddeus, 2007. *Základy strategického řízení a rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 9788024719115.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK, 2001. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota. Vyd. 1. Praha: Ekopress. ISBN 808611936x.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI : přepracované a rozšířené vydání*. Vyd. 2. Praha: Ekopress. ISBN 8086119610.

MAŘÍK, Miloš, 2011a. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929675.

MAŘÍK, Miloš, 2011b. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 9788086929804.

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 9788024731582.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde. ISBN 8086131637.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2008. *Podnikové finance: studijní pomůcka pro distanční studium*. Vyd. 4., nezměn. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. ISBN 9788073187323.

RŮČKOVÁ, Petra, 2011. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada. ISBN 9788024739168.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2011. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualiz. vyd. Brno: Computer Press. ISBN 9788025133866.

SYNEK, Miloslav, 2011. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 9788024734941.

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 9788024736471.

YOUNG, S a Stephen F O'BYRNE, 2001. E*VA and value-based management: a practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill. ISBN 0071364390.

Internetové zdroje:

Data: Archives, ©2016. *Damodaran* [online]. [cit. 2016-03-29]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Makroekonomická predikce, 2016. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. [cit. 2016-03-29]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-leden-2016-23826

Panorama zpracovatelského průmyslu 2014, 2015. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2016-03-28]. Dostupné z: http://www.mpo.cz/dokument162071.html

Veřejný rejstřík a Sbírka listin, 2015. Ministerstvo spravedlnosti České republiky [online]. [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?nazev=Zadejte+n%C3%A1zev+subjektu+nebo+I%C4%8CO

Výnos dluhopisu 10R – ČR – ekonomika ČNB, ©2016. *Kurzy CZ* [online]. [cit. 2016-03-28]. Dostupné z: http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/

VYSLOUŽILOVÁ, Veronika, 2014. *Zhodnocení hospodaření firmy AB, s.r.o. pomocí finanční analýzy za období 2010-2013*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. Dostupné také z: http://digilib.k.utb.cz/handle/10563/30579. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. Fakulta managementu a ekonomiky, Vyšší odborná škola ekonomická. Vedoucí práce Heczková, Eva.

40. Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2015–2018), 2015. Ministerstvo financí České republiky [online]. [cit. 2016-03-29]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/40-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-23314

Ostatní zdroje:

Interní zdroje podniku XY, s.r.o.

KRAMNÁ, Eva, 2011. *Skripta Oceňování podniku*. Zlín.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Celková aktiva
b. c.	Běžné ceny
C	Celkový kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Diskontované cash flow
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před odečtením úroků a daní
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FM	Finanční majetek
g	Tempo růstu
H	Hodnota podniku
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Úroková míra
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MVA	Hodnota přidaná trhem
N	Náklady
N_{CK}	Náklady na cizí kapitál
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál

NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Operační výsledek hospodaření
NÚ	Nákladové úroky
O	Odpisy
ON	Osobní náklady
PH	Pokračující hodnota
r_f	Bezriziková úroková míra
$r_{FinStab}$	Riziko za finanční stabilitu
r_{FinStr}	Riziko za finanční strukturu
r_I	Rentabilita čistých investic
r_{LA}	Riziko za velikost podniku
$r_{Podnikatelské}$	Podnikatelské riziko
s. c.	Stálé ceny
SMV	Samostatné movité věci
t	Sazba daně
TČV	Trvale odnímatelný čistý výnos
V	Výnosy
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VS	Výkonová spotřeba
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu
Z	Z-skóre
ZC	Zůstatková cena

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Postup pří oceňování podniku 22
Obr. 2. Provázanost jednotlivých podnikových plánů..... 32
Obr. 3. Du Pontův rozklad..... 74
Obr. 4. Lineární závislost trhu na čase 132

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Peněžní toky pro metodu DCF entity 37
Tab. 2. Peněžní toky pro metodu DCF equity 40
Tab. 3. Základní makroekonomické ukazatele a jejich prognóza 51
Tab. 4. Podíl tržeb podniku na tržbách oddílu CZ-NACE 22 52
Tab. 5. Analýza atraktivity relevantního trhu 52
Tab. 6. Prognóza vývoje relevantního trhu 54
Tab. 7. Tržní podíly podniku XY a jeho konkurentů na tržbách relevantního trhu 56
Tab. 8. Hodnocení konkurenční síly podniku 58
Tab. 9. Prognóza tržních podílů podniku XY 59
Tab. 10. Prognóza tržeb 60
Tab. 11. Čistý pracovní kapitál 68
Tab. 12. Ukazatele zadluženosti podniku 69
Tab. 13. Ukazatele likvidity podniku 70
Tab. 14. Ukazatele rentability podniku 71
Tab. 15. Ukazatele aktivity podniku 72
Tab. 16. Altmanův model 73
Tab. 17. Nedokončený dlouhodobý majetek podniku XY, s.r.o. 76
Tab. 18. Celková aktiva po vyloučení provozně nepotřebného majetku 77
Tab. 19. Provozně nutný investovaný kapitál 77
Tab. 20. Korigovaný provozní výsledek hospodaření 78
Tab. 21. Tržby minulého období 79
Tab. 22. Tržby plánovaného období 79
Tab. 23. Plán výkonové spotřeby 80
Tab. 24. Plán osobních nákladů 81
Tab. 25. Plánovaný výkaz zisku a ztráty zkrácený 82
Tab. 26. Plán odpisů dlouhodobého majetku 83
Tab. 27. Plán dlouhodobého majetku 83
Tab. 28. Plánovaná rozvaha 84
Tab. 29. Stav peněžních prostředků na počátku období 85
Tab. 30. Peněžní tok z provozní a investiční činnosti 86
Tab. 31. Peněžní tok z finanční činnosti 86
Tab. 32. Plán celkových peněžních toků 86

Tab. 33. Stanovení nákladů na cizí kapitál 87
Tab. 34. Stanovení nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM 88
Tab. 35. Stanovení nákladů na vlastní kapitálu modelem INFA 89
Tab. 36. Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí odvození z nákladů na cizí kapitál 89
Tab. 37. Stanovení nákladů na vlastní kapitál 90
Tab. 38. Stanovení WACC 90
Tab. 39. Investice do upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku 91
Tab. 40. Stanovení hodnoty 1. fáze metodou DCF entity 92
Tab. 41. Ocenění metodou DCF entity 94
Tab. 42. Stanovení hodnoty 1. fáze metodou EVA 95
Tab. 43. Ocenění metodou EVA 96
Tab. 44. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016 98
Tab. 45. Stanovení NOA v letech 2011–2015 99
Tab. 46. Stanovení NOA v letech 2016–2019 99
Tab. 47. Stanovení NOPAT v letech 2011–2015 100
Tab. 48. Stanovení NOPAT v letech 2016–2020 100
Tab. 49. Stanovení hodnoty 1. fáze metodou EVA s jinými vstupními daty 101
Tab. 50. Ocenění podniku metodou EVA s jinými vstupními daty 101
Tab. 51. Výsledná hodnota vlastního kapitálu 102

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1. Vývoj tržního podílu podniku XY, s.r.o. v čase 55
Graf 2. Vývoj tržních podílů podniku XY, s.r.o. 59
Graf 3. Vývoj aktiv podniku 63
Graf 4. Vývoj pasiv podniku 64
Graf 5. Struktura aktiv podniku 66
Graf 6. Struktura pasiv podniku 67

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I	Rozvaha podniku XY, s.r.o.
Příloha P II	Výkaz zisku a ztráty podniku XY, s.r.o.
Příloha P III	Horizontální analýza rozvahy
Příloha P IV	Horizontální analýza VZZ
Příloha P V	Vertikální analýza rozvahy
Příloha P VI	Vertikální analýza VZZ
Příloha P VII	Plánovaná rozvaha podniku XY, s.r.o.
Příloha P VIII	Plánovaný VZZ podniku XY, s.r.o.
Příloha P IX	Regresní a korelační analýza

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA PODNIKU XY, S.R.O.

Označení	Položka rozvahy	Období				
		2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA CELKEM	**27 101**	**24 900**	**27 224**	**20 164**	**20 600**
A.	**Pohled. za upsaný ZK**	0	0	0	0	0
B.	**Dlouhodobý majetek**	8 019	7 936	7 074	5 628	4 681
B. I.	Dl. nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.	Dl. hmotný majetek	8 019	7 936	7 074	5 628	4 681
1.	Pozemky	363	363	363	363	363
2.	Stavby	4 827	4 775	4 393	4 028	3 679
3.	Samostat. movité věci	2 457	2 798	2 318	1 237	639
7.	Nedokončený dl. majetek	0	0	0	0	0
B. III.	Dl. finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	**Oběžná aktiva**	18 928	16 795	19 997	14 374	15 713
C. I.	Zásoby	9 134	9 140	8 054	8 850	11 323
1.	Materiál	4 047	3 855	2 587	2 517	4 736
3.	Výrobky	2 436	2 137	2 823	3 556	3 775
5.	Zboží	2 651	3 148	2 644	2 777	2 812
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	9 620	7 302	11 790	5 467	4 255
1.	Pohl. z obchod. vztahů	9 315	6 787	11 006	4 913	3 660
6.	Stát – daňové pohledávky	47	180	407	102	1
7.	Ost. poskytnuté zálohy	258	335	377	437	548
9.	Jiné pohledávky	0	0	0	15	46
C. IV.	Kr. finanční majetek	174	353	153	57	135
1.	Peníze	174	142	153	57	135
2.	Účty v bankách	0	211	0	0	0
D. I.	**Časové rozlišení**	154	169	153	162	206
1.	Náklady příštích období	154	169	153	162	206
3.	Příjmy příštích období	0	0	0	3	0

Označení	Položka rozvahy	Období				
		2011	2012	2013	2014	2015
	PASIVA CELKEM	**27 101**	**24 900**	**27 224**	**20 164**	**20 600**
A.	**Vlastní kapitál**	13 860	15 408	14 927	14 114	12 434
A. I.	Základní kapitál	100	100	100	100	100
A. II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní a ostatní fondy	352	370	286	407	303
1.	Zákonný rezervní fond	10	10	10	10	10
2.	Statutární a ostatní fondy	342	360	276	397	293
A. IV.	VH minulých let	11 611	13 196	14 724	13 598	12 142
A. V.	VH běžného účetního obd.	1 797	1 742	-183	9	-111
B.	**Cizí zdroje**	13 124	9 487	12 281	6 035	8 126
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
B. III.	Krátkodobé závazky	10 937	8 263	8 002	3 485	6 522
1.	Závazky z obch. vztahů	7 405	5 963	6 347	2 543	5 756
4.	Závazky ke společníkům	2 834	1 623	729	108	50
5.	Závazky k zaměstnancům	371	359	384	382	398
6.	Závazky ze SZ a ZP	188	195	213	203	214
7.	Stát – daňové závazky	139	54	329	190	87
10.	Dohadné účty pasivní	0	69	0	59	17
B. IV.	Bank. úvěry a výpomoci	2 187	1 224	4 279	2 550	1 604
1.	Bank. úvěry dlouhodobé	903	1 224	1 531	793	550
2.	Bank. úvěry krátkodobé	1 284	0	2 748	1 757	1 054
C. I.	**Časové rozlišení**	117	5	16	15	40
1.	Výdaje příštích období	63	5	16	15	40
2.	Výnosy příštích období	54	0	0	0	0

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY PODNIKU XY, S.R.O.

Označení			Položka VZZ	Období				
				2011	2012	2013	2014	2015
	I.		Tržby za prodej zboží	3 141	2 961	2 974	2 934	3 476
A.			Náklady na prodané zboží	2 718	2 837	2 709	2 630	3 121
	+		**Obchodní marže**	423	124	265	304	355
	II.		Výkony	43 007	37 690	34 883	33 707	31 613
	II.	1.	Tržby za prodej vl. výrobků, služeb	43 741	37 796	34 039	32 785	31 219
		2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-734	-106	844	922	394
		3.	Aktivace	0	0	0	0	0
B.			Výkonová spotřeba	30 622	25 533	25 162	23 500	22 242
B.		1.	Spotřeba materiálu a energie	22 480	20 493	20 779	20 178	18 823
		2.	Služby	8 142	5 040	4 383	3 322	3 419
	+		**Přidaná hodnota**	12 808	12 281	9 986	10 511	9 726
C.			Osobní náklady	7 613	7 862	7 613	7 893	7 788
C.		1.	Mzdové náklady	5 601	5 689	5 484	5 719	5 668
C.		3.	Náklady na SZ a ZP	1 734	1 874	1 827	1 869	1 820
C.		4.	Sociální náklady	278	299	302	302	300
D.			Daně a poplatky	80	95	95	102	93
E.			Odpisy DHM	2 428	1 839	1 896	1 579	1 135
	III.		Tržby z prodeje DHM a materiálu	110	213	23	90	0
	III.	1.	Tržby z prodeje DHM	110	213	0	90	0
	III.	2.	Tržby z prodeje materiálu	0	0	23	0	0
F.			ZC prodaného DHM a materiálu	0	0	22	0	0
F.		1.	ZC prodaného DHM	0	0	0	0	0
F.		2.	Prodaný materiál	0	0	22	0	0
G.			Změna stavu rezerv a opr. položek	-444	-104	-53	0	0
	IV.		Ostatní provozní výnosy	113	43	86	33	25
H.			Ostatní provozní náklady	806	424	259	554	494
	V.		Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.			Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
	*		**Provozní výsledek hospodaření**	**2 548**	**2 421**	**263**	**509**	**241**
	VI.		Tržby z prodeje CP a podílů	0	0	0	0	0
J.			Prodané CP a podíly	0	0	0	0	0
	VII.		Výnosy z dl. finančního majetku	0	0	0	0	0

	VIII.		Výnosy z kr. finančního majetku	0	0	0	0	0
K.			Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
	IX.		Výnosy z přecenění CP	0	0	0	0	0
L.			Náklady z přecenění CP	0	0	0	0	0
M.			Změna stavu rezerv a opr. položek	0	0	0	0	0
	X.		Výnosové úroky	0	0	0	0	0
N.			Nákladové úroky	245	190	189	257	113
	XI.		Ostatní finanční výnosy	542	317	305	50	121
O.			Ostatní finanční náklady	659	398	562	290	206
	XII.		Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.			Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
	*		**Finanční výsledek hospodaření**	**-362**	**-271**	**-446**	**-497**	**-198**
Q.			Daň z příjmu za běžnou činnost	389	408	0	3	154
Q.		1.	Splatná	389	408	0	3	154
		2.	Odložená	0	0	0	0	0
	**		**VH za běžnou činnost**	**1 797**	**1 742**	**-183**	**9**	**-111**
	XIII.		Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
R.			Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
S.			Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
	*		**Mimořádný výsledek hospodaření**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
W.			Převod podílů na VH společníkům	0	0	0	0	0
	***		**VH za účetní období**	**1 797**	**1 742**	**-183**	**9**	**-111**
	****		**VH před zdaněním**	**2 186**	**2 150**	**-183**	**12**	**43**

PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Horizontální analýza rozvahy – absolutní vyjádření (tis. Kč)	Období			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
AKTIVA CELKEM	-2 201	2 324	-7 060	436
Pohledávky za upsaný ZK	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	-83	-862	-1 446	-947
Dl. nehmotný majetek	0	0	0	0
Dl. hmotný majetek	-83	-862	-1 446	-947
Pozemky	0	0	0	0
Stavby	-52	-382	-365	-349
Samostatné movité věci	341	-480	-1 081	-598
Nedokončený dl. majetek	-372	0	0	0
Dl. finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	-2 133	3 202	-5 623	1 339
Zásoby	6	-1 086	796	2 473
Materiál	-192	-1 268	-70	2 219
Výrobky	-299	686	733	219
Zboží	497	-504	133	35
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	-2 318	4 488	-6 323	-1 212
Pohledávky z obchodních vztahů	-2 528	4 219	-6 093	-1 253
Stát – daňové pohledávky	133	227	-305	-101
Ostatní poskytnuté zálohy	77	42	60	111
Jiné pohledávky	0	0	15	31
Kr. finanční majetek	179	-200	-96	78
Peníze	-32	11	-96	78
Účty v bankách	211	-211	0	0
Časové rozlišení	15	-16	9	44
Náklady příštích období	15	-16	6	47
Příjmy příštích období	0	0	3	-3

Horizontální analýza rozvahy – absolutní vyjádření (tis. Kč)	Období			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
PASIVA CELKEM	-2 201	2 324	-7 060	436
Vlastní kapitál	1 548	-481	-813	-1 680
Základní kapitál	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Rezervní a ostatní fondy	18	-84	121	-104
Zákonný rezervní fond	0	0	0	0
Statutární a ostatní fondy	18	-84	121	-104
VH minulých let	1 585	1 528	-1 126	-1 456
VH běžného účetního období	-55	-1 925	192	-120
Cizí zdroje	-3 637	2 794	-6 246	2 091
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	-2 674	-261	-4 517	3 037
Závazky z obchodních vztahů	-1 442	384	-3 804	3 213
Závazky ke společníkům	-1 211	-894	-621	-58
Závazky k zaměstnancům	-12	25	-2	16
Závazky ze SZ a ZP	7	18	-10	11
Stát – daňové závazky	-85	275	-139	-103
Dohadné účty pasivní	69	-69	59	-42
Bankovní úvěry a výpomoci	-963	3 055	-1 729	-946
Bankovní úvěry dlouhodobé	321	307	-738	-243
Bankovní úvěry krátkodobé	-1 284	2 748	-991	-703
Časové rozlišení	-112	11	-1	25
Výdaje příštích období	-58	11	-1	25
Výnosy příštích období	-54	0	0	0

Horizontální analýza rozvahy – procentní vyjádření	Období			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
AKTIVA CELKEM	-8,12 %	9,33 %	-25,93 %	2,16 %
Pohledávky za upsaný ZK	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dlouhodobý majetek	-1,04 %	-10,86 %	-20,44 %	-16,83 %
Dl. nehmotný majetek	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dl. hmotný majetek	-1,04 %	-10,86 %	-20,44 %	-16,83 %
Pozemky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Stavby	-1,08 %	-8,00 %	-8,31 %	-8,66 %
Samostatné movité věci	13,88 %	-17,16 %	-46,64 %	-48,34 %
Nedokončený dl. majetek	-100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dl. finanční majetek	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Oběžná aktiva	-11,27 %	19,07 %	-28,12 %	9,32 %
Zásoby	0,07 %	-11,88 %	9,88 %	27,94 %
Materiál	-4,74 %	-32,89 %	-2,71 %	88,16 %
Výrobky	-12,27 %	32,24 %	25,97 %	6,16 %
Zboží	18,75 %	-16,01 %	5,03 %	1,26 %
Dlouhodobé pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Krátkodobé pohledávky	-24,10 %	61,46 %	-53,63 %	-22,17 %
Pohledávky z obchodních vztahů	-27,14 %	62,16 %	-55,36 %	-25,50 %
Stát – daňové pohledávky	283,98 %	126,11 %	-74,94 %	-99,02 %
Ostatní poskytnuté zálohy	29,84 %	12,54 %	15,92 %	25,40 %
Jiné pohledávky	0,00 %	0,00 %	100,00 %	206,67 %
Kr. finanční majetek	102,87 %	-56,66 %	-62,75 %	136,84 %
Peníze	-18,39 %	7,75 %	-62,75 %	136,84 %
Účty v bankách	100,00 %	-100,00 %	0,00 %	0,00 %
Časové rozlišení	9,74 %	-9,47 %	5,88 %	27,16 %
Náklady příštích období	9,74 %	-9,47 %	3,92 %	29,56 %
Příjmy příštích období	0,00 %	0,00 %	100,00 %	-100,00 %

Horizontální analýza rozvahy – procentní vyjádření	Období			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
PASIVA CELKEM	-8,12 %	9,33 %	-25,93 %	2,16 %
Vlastní kapitál	11,17 %	-3,12 %	-5,45 %	-11,90 %
Základní kapitál	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kapitálové fondy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Rezervní a ostatní fondy	5,11 %	-22,70 %	42,31 %	-25,55 %
Zákonný rezervní fond	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Statutární a ostatní fondy	5,26 %	-23,33 %	43,84 %	-26,20 %
VH minulých let	13,65 %	11,58 %	-7,65 %	-10,71 %
VH běžného účetního období	-3,06 %	-110,51 %	104,92 %	-1 333,33%
Cizí zdroje	-27,71 %	29,45 %	50,86 %	34,65 %
Rezervy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dlouhodobé závazky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Krátkodobé závazky	-24,45 %	-3,16 %	-56,45 %	87,14 %
Závazky z obchodních vztahů	-19,47 %	6,44 %	-59,93 %	126,35 %
Závazky ke společníkům	-42,73 %	-55,08 %	-85,19 %	-53,70 %
Závazky k zaměstnancům	-3,23 %	6,96 %	0,52 %	4,19 %
Závazky ze SZ a ZP	3,72 %	9,23 %	-4,49 %	5,42 %
Stát – daňové závazky	-61,15 %	509,26 %	-42,25 %	-54,21 %
Dohadné účty pasivní	100,00 %	-100,00 %	100,00 %	-71,19 %
Bankovní úvěry a výpomoci	-44,03 %	249,59 %	-40,41 %	-37,10 %
Bankovní úvěry dlouhodobé	35,55 %	25,08 %	-48,20 %	-30,64 %
Bankovní úvěry krátkodobé	-100,00 %	100,00 %	-36,06 %	-40,01 %
Časové rozlišení	-95,73 %	220,00 %	-6,25 %	166,67 %
Výdaje příštích období	-92,06 %	220,00 %	-6,25 %	166,67 %
Výnosy příštích období	-100,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VZZ

Horizontální analýza VZZ – absolutní vyjádření (tis. Kč)	Období			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
Tržby za prodej zboží	-180	13	-40	542
Náklady na prodané zboží	119	-128	-79	491
Obchodní marže	-299	141	39	51
Výkony	-5 317	-2 807	-1 176	-2 094
Tržby za prodej vl. výrobků,	-5 945	-3 757	-1 254	-1 566
Změna stavu zásob vlastní činnosti	628	950	78	-528
Výkonová spotřeba	-5 089	-371	-1 662	-1 258
Spotřeba materiálu a energie	-1 987	286	-601	-1 355
Služby	-3 102	-657	-1 061	97
Přidaná hodnota	-527	-2 295	525	-785
Osobní náklady	249	-249	277	-102
Mzdové náklady	88	-205	235	-51
Náklady na SZ a ZP	140	-47	42	-49
Sociální náklady	21	3	0	-2
Daně a poplatky	15	0	7	-9
Odpisy DHM	-589	57	-317	-444
Tržby z prodeje DHM a materiálu	103	-190	67	-90
Tržby z prodeje DHM	103	-213	90	-90
Tržby z prodeje materiálu	0	23	-23	0
ZC prodaného DHM a materiálu	0	22	-22	0
Prodaný materiál	0	22	-22	0
Změna stavu rezerv a opr. položek	340	51	53	0
Ostatní provozní výnosy	-70	43	-53	-8
Ostatní provozní náklady	-382	-165	295	-60
Provozní výsledek hospodaření	-127	-2 158	246	-268
Nákladové úroky	-55	-1	68	-144
Ostatní finanční výnosy	-225	-12	-255	71
Ostatní finanční náklady	-261	164	-272	-84
Finanční výsledek hospodaření	91	-175	-51	299
Daň z příjmu za běžnou činnost	19	-408	3	151
VH za účetní období	-55	-1 925	192	-120
VH před zdaněním	-36	-2 333	195	31

Horizontální analýza VZZ – procentní vyjádření	Období			
	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015
Tržby za prodej zboží	-5,73 %	0,44 %	-1,34 %	18,47 %
Náklady na prodané zboží	4,38 %	-4,51 %	-2,92 %	18,67 %
Obchodní marže	-70,69 %	113,71 %	14,72 %	16,78 %
Výkony	-12,36 %	-7,45 %	-3,37 %	-6,21 %
Tržby za prodej vl. výrobků,	-13,59 %	-9,94 %	-3,68 %	-4,65 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	85,59 %	896,23 %	9,24 %	-57,27 %
Výkonová spotřeba	-16,62 %	-1,45 %	-6,61 %	-5,35 %
Spotřeba materiálu a energie	-8,84 %	1,40 %	-2,89 %	-6,72 %
Služby	-38,10 %	-13,04 %	-24,21 %	2,92 %
Přidaná hodnota	-4,11 %	-18,69 %	5,26 %	-7,47 %
Osobní náklady	3,27 %	-3,17 %	3,64 %	-1,29 %
Mzdové náklady	1,57 %	-3,60 %	4,29 %	-0,89 %
Náklady na SZ a ZP	8,07 %	-2,51 %	2,30 %	-2,62 %
Sociální náklady	7,55 %	1,00 %	0,00 %	-0,66 %
Daně a poplatky	18,75 %	0,00 %	7,37 %	-8,82 %
Odpisy DHM	-24,26 %	3,10 %	-16,72 %	-28,12 %
Tržby z prodeje DHM a materiálu	93,64 %	-89,20 %	291,30 %	-100,00 %
Tržby z prodeje DHM	93,64 %	-100,00 %	100,00 %	-100,00 %
Tržby z prodeje materiálu	0,00 %	100,00 %	-100,00 %	0,00 %
ZC prodaného DHM a materiálu	0,00 %	100,00 %	-100,00 %	0,00 %
Prodaný materiál	0,00 %	100,00 %	-100,00 %	0,00 %
Změna stavu rezerv a opr. položek	-76,58 %	-49,04 %	-100,00 %	0,00 %
Ostatní provozní výnosy	-61,95 %	100,00 %	-61,63 %	-6,06 %
Ostatní provozní náklady	-47,39 %	-38,92 %	113,90 %	-10,83 %
Provozní výsledek hospodaření	-4,98 %	-89,14 %	93,54 %	-52,65 %
Nákladové úroky	-22,45 %	-0,53 %	35,98 %	-56,03 %
Ostatní finanční výnosy	-41,51 %	-3,79 %	-83,61 %	142,00 %
Ostatní finanční náklady	-39,61 %	41,20 %	-48,40 %	-28,97 %
Finanční výsledek hospodaření	-25,14 %	64,58 %	11,43 %	-60,16 %
Daň z příjmu za běžnou činnost	4,88 %	-100,00 %	100,00 %	5 033,33 %
VH za účetní období	-3,06 %	-110,51 %	104,92 %	-1 333,33%
VH před zdaněním	-1,65 %	-108,51 %	106,56 %	258,33 %

PŘÍLOHA P V: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Vertikální analýza rozvahy	Období				
	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Dlouhodobý majetek	29,59 %	31,87 %	25,98 %	27,91 %	22,72 %
DM nehmotný	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
DM hmotný	29,59 %	31,87 %	25,98 %	27,91 %	22,72 %
Pozemky	1,34 %	1,46 %	1,33 %	1,80 %	1,76 %
Stavby	17,81 %	19,18 %	16,14 %	19,98 %	17,86 %
Samostat. movité věci	9,07 %	11,23 %	8,51 %	6,13 %	3,10 %
Nedokončený DM	1,37 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
DM finanční	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Oběžná aktiva	69,84 %	67,45 %	73,46 %	71,29 %	76,28 %
Zásoby	33,70 %	36,70 %	29,58 %	43,89 %	54,97 %
Materiál	14,93 %	15,48 %	9,50 %	12,48 %	22,99 %
Výrobky	8,99 %	8,58 %	10,37 %	17,64 %	18,33 %
Zboží	9,78 %	12,64 %	9,71 %	13,77 %	13,65 %
Dlouhodobé pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Krátkodobé pohledávky	35,50 %	29,33 %	43,32 %	27,12 %	20,66 %
Pohledávky z obch. vztahů	34,37 %	27,26 %	40,43 %	24,37 %	17,77 %
Stát – daňové pohledávky	0,18 %	0,72 %	1,50 %	0,51 %	0,01 %
Ostatní poskytnuté zálohy	0,95 %	1,35 %	1,39 %	2,17 %	2,66 %
Jiné pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,07 %	0,22 %
Krátkodobý finanční majetek	0,64 %	1,42 %	0,56 %	0,28 %	0,66 %
Peníze	0,64 %	0,57 %	0,56 %	0,28 %	0,66 %
Účty v bankách	0,00 %	0,85 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Časové rozlišení	0,57 %	0,68 %	0,56 %	0,80 %	1,00 %
Náklady příštích období	0,57 %	0,68 %	0,56 %	0,79 %	1,00 %
Příjmy příštích období	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,01 %	0,00 %

Vertikální analýza rozvahy	Období				
	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Vlastní kapitál	51,14 %	61,88 %	54,83 %	70,00 %	60,36 %
Základní kapitál	0,37 %	0,40 %	0,37 %	0,50 %	0,49 %
Kapitálové fondy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Rezervní a ostatní fondy	1,30 %	1,48 %	1,05 %	2,02 %	1,47 %
Zákonný rezervní fond	0,04 %	0,04 %	0,04 %	0,05 %	0,05 %
Statutární a ostatní fondy	1,26 %	1,44 %	1,01 %	1,97 %	0,42 %
VH minulých let	42,84 %	53,00 %	54,08 %	67,44 %	58,94 %
VH běžného účetního obd.	6,63 %	7,00 %	-0,67 %	0,04 %	-0,54 %
Cizí zdroje	48,43 %	38,10 %	45,11 %	29,93 %	39,45 %
Rezervy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dlouhodobé závazky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Krátkodobé závazky	40,36 %	33,18 %	29,39 %	17,28 %	31,66 %
Závazky z obch. vztahů	27,32 %	23,94 %	23,31 %	12,61 %	27,95 %
Závazky ke společníkům	10,46 %	6,52 %	2,68 %	0,54 %	0,24 %
Závazky k zaměstnancům	1,37 %	1,44 %	1,41 %	1,89 %	1,93 %
Závazky ze SZ a ZP	0,70 %	0,78 %	0,78 %	1,01 %	1,04 %
Stát – daňové závazky	0,51 %	0,22 %	1,21 %	0,94 %	0,42 %
Dohadné účty pasivní	0,00 %	0,28 %	0,00 %	0,29 %	0,08 %
Bank. úvěry a výpomoci	8,07 %	4,92 %	15,72 %	12,65 %	7,79 %
Bank. úvěry dlouhodobé	3,33 %	4,92 %	5,62 %	3,93 %	2,67 %
Bank. úvěry krátkodobé	4,74 %	0,00 %	10,10 %	8,72 %	5,12 %
Časové rozlišení	0,43 %	0,02 %	0,06 %	0,07 %	0,19 %
Výdaje příštích období	0,23 %	0,02 %	0,06 %	0,07 %	0,19 %
Výnosy příštích období	0,20 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

PŘÍLOHA P VI: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VZZ

Vertikální analýza VZZ	Období				
	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	6,70 %	7,18 %	7,77 %	7,97 %	9,87 %
Náklady na prodané zboží	6,02 %	7,19 %	7,04 %	7,14 %	8,83 %
Obchodní marže					
Výkony	91,67 %	91,43 %	91,15 %	91,56 %	89,72 %
Tržby za prodej vl. výrobků,	93,24 %	91,68 %	88,94 %	89,06 %	88,60 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,57 %	-0,25 %	2,21 %	2,50 %	1,12 %
Výkonová spotřeba	67,88 %	64,67 %	65,44 %	63,85 %	62,93 %
Spotřeba materiálu a energie	49,83 %	51,90 %	54,04 %	54,82 %	53,26 %
Služby	18,05 %	12,77 %	11,40 %	9,03 %	9,67 %
Přidaná hodnota					
Osobní náklady	16,87 %	19,91 %	19,80 %	21,44 %	22,04 %
Mzdové náklady	12,41 %	14,41 %	14,26 %	15,54 %	16,04 %
Náklady na SZ a ZP	3,84 %	4,74 %	4,75 %	5,08 %	5,15 %
Sociální náklady	0,62 %	0,76 %	0,79 %	0,82 %	0,85 %
Daně a poplatky	0,18 %	0,24 %	0,25 %	0,28 %	0,26 %
Odpisy DHM	5,38 %	4,66 %	4,93 %	4,29 %	3,21 %
Tržby z prodeje DHM a materiálu	0,23 %	0,52 %	0,06 %	0,24 %	0,00 %
Tržby z prodeje DHM	0,23 %	0,52 %	0,00 %	0,24 %	0,00 %
Tržby z prodeje materiálu	0,00 %	0,00 %	0,06 %	0,00 %	0,00 %
ZC prodaného DHM a materiálu	0,00 %	0,00 %	0,06 %	0,00 %	0,00 %
Prodaný materiál	0,00 %	0,00 %	0,06 %	0,00 %	0,00 %
Změna stavu rezerv a opr. položek	-0,98 %	-0,26 %	-0,14 %	0,00 %	0,00 %
Ostatní provozní výnosy	0,24 %	0,10 %	0,22 %	0,09 %	0,07 %
Ostatní provozní náklady	1,79 %	1,07 %	0,67 %	1,50 %	1,40 %
Provozní výsledek hospodaření					
Nákladové úroky	0,54 %	0,48 %	0,49 %	0,70 %	0,32 %
Ostatní finanční výnosy	1,16 %	0,77 %	0,80 %	0,14 %	0,34 %
Ostatní finanční náklady	1,46 %	1,01 %	1,46 %	0,79 %	0,58 %
Finanční výsledek hospodaření					
Daň z příjmu za běžnou činnost	0,86 %	1,03 %	0,00 %	0,01 %	0,43 %
VH za účetní období					
VH před zdaněním					

PŘÍLOHA P VII: PLÁNOVANÁ ROZVAHA PODNIKU XY, S.R.O.

Označení			Položka rozvahy	Období			
				2016	2017	2018	2019
			AKTIVA CELKEM	**22 263**	**21 797**	**21 995**	**23 103**
A.			**Pohled. za upsaný ZK**	0	0	0	0
B.			**Dlouhodobý majetek**	4 513	3 981	3 457	3 070
B.	I.		Dl. nehmotný majetek	0	0	0	0
B.	II.		Dl. hmotný majetek	4 513	3 981	3 457	3 070
		1.	Pozemky	363	363	363	363
		2.	Stavby	3 354	3 046	2 755	2 482
		3.	Samostatné movité věci	796	572	339	225
		7.	Nedokončený dl. majetek	0	0	0	0
B.	III.		Dl. finanční majetek	0	0	0	0
C.			**Oběžná aktiva**	17 581	17 647	18 369	19 864
C.	I.		Zásoby	10 585	10 029	10 446	10 864
		1.	Materiál	3 703	3 508	3 655	3 800
		3.	Výrobky	3 710	2 985	3 109	3 234
		5.	Zboží	3 172	3 536	3 682	3 830
C.	II.		Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
C.	III.		Krátkodobé pohledávky	6 886	7 499	7 799	8 111
C.	IV.		Kr. finanční majetek	110	119	124	889
D.	I.		**Časové rozlišení**	169	169	169	169
		1.	Náklady příštích období	169	169	169	169

Označení			Položka rozvahy	Období			
				2016	2017	2018	2019
			PASIVA CELKEM	**22 263**	**21 796**	**21 995**	**23 103**
A.			**Vlastní kapitál**	12 570	12 867	14 277	16 034
A.	I.		Základní kapitál	100	100	100	100
A.	II.		Kapitálové fondy	0	0	0	0
A.	III.		Rezervní a ostatní fondy	303	303	303	303
		1.	Zákonný rezervní fond	10	10	10	10
		2.	Statutární a ostatní fondy	293	293	293	293
A.	IV.		VH minulých let	12 031	12 167	12 464	13 875
A.	V.		VH běžného účetního obd.	136	297	1 410	1 756
B.			**Cizí zdroje**	9 654	8 890	7 679	7 030
B.	I.		Rezervy	0	0	0	0
B.	II.		Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
B.	III.		Krátkodobé závazky	5 949	6 460	6 755	6 999
B.	IV.		Bank. úvěry a výpomoci	3 705	2 430	924	31
		1.	Bank. úvěry dlouhodobé	919	521	214	31
		2.	Bank. úvěry krátkodobé	2 786	1 909	710	0
C.	I.		**Časové rozlišení**	39	39	39	39
		1.	Výdaje příštích období	39	39	39	39

PŘÍLOHA P VIII: PLÁNOVANÝ VZZ PODNIKU XY, S.R.O.

Označení			Položka VZZ	Období			
				2016	2017	2018	2019
	I.		Tržby za prodej zboží	3 602	3 914	4 077	4 240
A.			Náklady na prodané zboží	3 242	3 523	3 669	3 816
	+		**Obchodní marže**	360	391	408	424
	II.		Výkony	32 281	34 429	36 740	38 205
	II.	1.	Tržby za prodej vl. výrobků, služeb	32 346	35 154	36 616	38 081
		2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-65	-725	124	124
		3.	Aktivace	0	0	0	0
B.			Výkonová spotřeba	22 966	24 959	25 997	27 038
B.		1.	Spotřeba materiálu a energie	18 761	20 389	21 237	22 087
		2.	Služby	4 205	4 570	4 760	4 951
	+		**Přidaná hodnota**	9 675	9 861	11 151	11 591
C.			Osobní náklady	8 036	8 197	8 361	8 528
C.		1.	Mzdové náklady	5 781	5 897	6 015	6 135
C.		3.	Náklady na SZ a ZP	1 966	2 005	2 045	2 086
C.		4.	Sociální náklady	289	295	301	307
D.			Daně a poplatky	86	94	98	102
E.			Odpisy DHM	881	682	524	447
	IV.		Ostatní provozní výnosy	60	60	60	60
H.			Ostatní provozní náklady	436	436	436	436
	*		**Provozní výsledek hospodaření**	**296**	**512**	**1 792**	**2 138**
	X.		Výnosové úroky	0	0	0	0
N.			Nákladové úroky	189	206	112	31
	XI.		Ostatní finanční výnosy	267	267	267	267
O.			Ostatní finanční náklady	206	206	206	206
	*		**Finanční výsledek hospodaření**	**-128**	**-145**	**-51**	**30**
Q.			Daň z příjmu za běžnou činnost	32	70	331	412
Q.		1.	Splatná	32	70	331	412
	*		**Mimořádný výsledek**	**0**	**0**	**0**	**0**
	***		**VH za účetní období**	**136**	**297**	**1 410**	**1 756**
	****		**VH před zdaněním**	**168**	**367**	**1 741**	**2 168**

PŘÍLOHA P IX: VÝSLEDKY REGRESNÍ ANALÝZY

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,975745689
Hodnota spolehlivosti	0,95207965
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,936106199
Chyba stř. hodnoty	4797,634511
Pozorování	5

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	1371920264	1371920264	59,603883	0,004517841
Rezidua	3	69051890,7	23017296,9		
Celkem	4	1440972155			

	Koeficienty	Chyba stř. h.	t Stat	Hodnota P	Dolní 95 %	Horní 95 %
Hranice	-23343483,5	3054014,129	-7,643541423	0,00465	-33062719,48	-13624247,52
Čas	11712,9	1517,145244	7,720355088	0,0045178	6884,666725	16541,13327

Zdroj: vlastní zpracování

Obr. 4. Lineární závislost trhu na čase