

Projekt stanovení hodnoty podniku XY vybranými výnosovými metodami oceňování

Bc. Kateřina Fišnarová

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. Kateřina Fišnarová**
Osobní číslo: **M13307**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku XY vybranými výnosovými metodami oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši o metodách a postupech využívaných k oceňování podniku se zaměřením na výnosové metody.

II. Praktická část

- Proveďte strategickou analýzu společnosti XY včetně analýzy jejího finančního zdraví.
- Na základě předchozí analýzy vypracujte strategický finanční plán společnosti.
- Stanovte hodnotu společnosti XY pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

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


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

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI: přepracované a rozšířené vydání. Vyd. 2. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0. I

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016


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




doc. Ing. Miloš Král, CSc.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE


Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byla jsem seznámena s tím, že na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 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 užit své dílo – diplomovou 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 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 práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové 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 práci pracovala samostatně a použitou literaturu jsem citovala. V případě publikace výsledků budu uvedena jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 15. 4. 2016


.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku XY pomocí vybraných výnosových metod oceňování, konkrétně metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty.

Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část je tvořena literární rešerší, která je zaměřena na problematiku oceňování podniků, konkrétně na výnosové metody oceňování. Praktická část je sestavena z analytické a projektové části. Analytická část se skládá ze strategické a finanční analýzy. Projektová část spočívá v sestavení strategického finančního plánu na budoucí tři roky a určení hodnoty podniku.

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

ABSTRACT

The aim of this diploma thesis is determination the value of company XY by selected yield methods of valuation, especially like discounted cash flows and economic value addend.

The thesis is divided into theoretical and practical parts. The theoretical part is created by literature recherche which is focused on the issue of the valuation of companies, especially on yields valuation methods. The practical part is included by analytical and project parts. The analytical part is made from strategic and financial analysis. The project part consists creating of strategic financial plan for future three years and the determination the value of the company.

Keywords: Value of Company, Strategic Analysis, Financial Analysis, Strategic Financial Plan, Yield Valuation Methods

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucímu mé diplomové práce, panu Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph.D., za poskytnuté konzultace a připomínky.

Dále bych chtěla poděkovat panu Mgr. Janu Korčákovi, MBA, jednatelem společnosti XY za věnovaný čas a ochotu poskytovat mi podklady, rady a připomínky při zpracování této práce.

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 PODSTATA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 HODNOTA PODNIKU	13
1.1.1 Hladiny hodnoty	14
1.1.2 Kategorie hodnoty	14
1.2 DŮVODY OCENĚNÍ.....	17
2 FAKTOR RIZIKA A ČASU	18
2.1 FAKTOR RIZIKA	18
2.1.1 Typy rizika	18
2.1.2 Zdroje rizika	19
2.2 FAKTOR ČASU.....	19
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	19
2.3.1 Stanovení diskontní míry	20
2.3.2 Míra kapitalizace	20
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	21
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	21
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	21
3.2.1 Vnější potenciál.....	22
3.2.2 Vnitřní potenciál.....	23
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	23
3.3.1 Vertikální a horizontální analýza	23
3.3.2 Absolutní ukazatele	24
3.3.3 Poměrové ukazatele	24
3.3.4 Souhrnné ukazatele	25
3.4 ROZDĚLENÍ MAJETKU NA PROVOZNĚ NUTNÝ A NENUTNÝ	25
3.4.1 Nejčastěji provozně nutná aktiva	25
3.5 FINANČNÍ PLÁN	26
3.6 PŘEHLED METOD OCENĚNÍ	26
3.7 VÝBĚR VHODNÉ METODY OCENĚNÍ	27
4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ	28
4.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	28
4.1.1 Metoda DCF entity.....	28
4.1.2 Metoda DCF equity.....	30
4.1.3 Metoda DCF APV	31
4.2 METODY ZALOŽENÉ NA EVA	32
4.2.1 Propočet NOA	32
4.2.2 Propočet NOPAT	32
4.2.3 Ocenění na základě metody EVA	33
4.3 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	33
5 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ PODNIKU	34

5.1	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA.....	34
II	PRAKTICKÁ ČÁST	35
6	PŘEDSTAVENÍ FIRMY XY	36
6.1	HISTORIE FIRMY	36
6.2	MOTTO FIRMY	36
6.3	PRODUKTY FIRMY	36
6.4	VEDENÍ A ZAMĚSTNANCI.....	37
7	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	38
7.1	ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ FIRMY XY.....	38
7.1.1	PESTE analýza.....	38
7.1.2	Vymezení relevantního trhu.....	42
7.1.3	Analýza atraktivity trhu.....	43
7.1.4	Prognóza vývoje trhu	45
7.2	ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU A KONKURENČNÍ SÍLY FIRMY XY.....	45
7.2.1	Stanovení tržního podílu firmy XY.....	46
7.2.2	Identifikace hlavních konkurentů firmy XY	46
7.2.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly firmy XY	46
7.3	PROGNÓZA TRŽEB FIRMY XY	50
8	FINANČNÍ ANALÝZA	51
8.1	HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA	51
8.1.1	Analýza rozvahy.....	51
8.1.2	Analýza výkazu zisku a ztrát.....	54
8.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	56
8.2.1	Ukazatele rentability	56
8.2.2	Ukazatele likvidity	57
8.2.3	Ukazatele zadluženosti.....	58
8.2.4	Ukazatele aktivity.....	59
8.3	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	60
8.3.1	Z-skóre	60
8.3.2	Index IN05	60
8.4	ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY	61
9	ROZDĚLENÍ MAJETKU NA PROVOZNĚ NUTNÝ A NENUTNÝ.....	62
9.1	INVESTOVANÝ PROVOZNĚ NUTNÝ KAPITÁL	62
9.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	62
10	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....	63
10.1	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	63
10.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA	65
10.2.1	Plánování aktiv.....	65
10.2.2	Plánování pasiv	66
10.3	CASHFLOW	68
10.4	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU	69
11	VÝNOSOVÉ METODY	70

11.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	70
11.1.1	Náklady na vlastní kapitál	70
11.1.2	Náklady na cizí kapitál	75
11.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál	75
11.2	METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	76
11.2.1	Ocenění metodou DCF entity (FCFF).....	77
11.2.2	Ocenění metodou DCF equity (FCFE)	80
11.3	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	81
11.4	SHRnutí VÝSLEDKŮ	82
11.5	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA.....	83
	ZÁVĚR	84
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	86
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	89
	SEZNAM OBRÁZKŮ	91
	SEZNAM TABULEK.....	92
	SEZNAM PŘÍLOH.....	94

ÚVOD

Problematika oceňování podniku je velmi náročná a rozsáhlá a na jejím správném provedení závisí mnoho faktorů. Hlavní je rozsah a správnost údajů, které má oceňovatel k dispozici. Tato práce bude zaměřena na výnosové metody, u kterých je rovněž důležité stanovit dobře velikost relevantního trhu, určit podíl sledované firmy na tomto trhu a správně prognózovat jejich další vývoj. Velmi důležité je správné stanovení diskontní sazby, která výslednou hodnotu značně ovlivňuje.

Cílem diplomové práce je zjistit hodnotu firmy XY k datu 1. 1. 2016. Firma XY se zabývá výrobou papíru a výrobků z něj. Firma měla o ocenění zájem. Zjištěná hodnota pro ni bude mít jen informativní charakter.

V práci bude zjišťována tržní hodnota s prvky subjektivní hodnoty firmy XY, neboť bude vycházeno z tržních dat, která budou doplněna představami managementu firmy XY o dalším vývoji podniku. Při zpracovávání této diplomové práce budou tedy využity účetní výkazy firmy XY, informace dostupné z webových stránek firmy XY, informace získané pohovory s managementem firmy XY, informace o odvětví výroby papíru Ministerstva průmyslu a obchodu, data z Českého statistického úřadu, z tržních dat profesora Damodara ad.

Práce je rozdělena na dvě hlavní části, a to teoretickou a praktickou. Teoretická část se zabývá problematikou ocenění podniku. Nejprve jsou vysvětleny základní pojmy týkající se ocenění, poté je popsán postup ocenění podniku a na závěr jsou charakterizovány jednotlivé výnosové metody oceňování.

Praktickou část pak tvoří analytická a projektová část. Analytická část obsahuje strategickou analýzu a finanční analýzu. Strategická analýza hodnotí odvětví pomocí PESTE analýzy a vymezuje relevantní trh, na kterém firma působí. Dále se zabývá analýzou vnitřního prostředí firmy a hodnotí její konkurenční potenciál. Výstupem by měla být odpověď, zda firma splňuje podmínku nepřetržitého trvání. Finanční analýza pak za pomoci, především poměrových ukazatelů, hodnotí finanční zdraví podniku.

Projektová část se skládá z vytvoření strategického finančního plánu na další tři roky včetně jeho zhodnocení a zjištění výsledné hodnoty podniku za pomoci výnosových metod, a to metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty. Na samotný závěr jsou shrnuty všechny výsledky a provedena citlivostní analýza.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku XY, který se zaměřuje na výrobu papíru a výrobků z něj k datu 1. 1. 2016, pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Vybranými metodami jsou metody diskontovaných peněžních toků a metoda založená na ekonomické přidané hodnotě.

Úkolem teoretické části práce je obeznámení se se základními pojmy, které se týkají oceňování podniku. Tento cíl bude dosažen zpracováním literární rešerše.

Cílem analytické části práce je zhodnocení současného stavu podniku XY a odpověď na otázku, zda je podnik perspektivní a má potenciál fungovat neomezeně dlouhou dobu. Metodami, které jsou pro splnění cíle využity, je analýza PESTE, která hodnotí vnější prostředí podniku a regresní a korelační analýza, která posuzuje vzájemnou závislost trhu na makroekonomických veličinách. Pro hodnocení vnitřního potenciálu firmy jsou využity tabulky porovnávání podniku s konkurencí. Posouzení finančního zdraví podniku je provedeno pomocí finanční analýzy výkazů společnosti XY, konkrétně horizontální a vertikální analýzou a skupinou poměrových ukazatelů.

Cílem projektové části je vytvoření finančního plánu na další tři roky a určení hodnoty podniku pomocí vybraných výnosových metod. Pro vytvoření finančního plánu byly použity matematické metody, jako průměrné hodnoty za minulá období či procentuální vyjádření položky k celku. Pro výpočet hodnot byly využity matematické vzorce charakteristické pro jednotlivé metody oceňování, kterým dominovalo počítání odúročitele a současné hodnoty. Na závěr je provedena citlivostní analýza hodnoty podniku na tempu růstu a diskontní sazbě.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 PODSTATA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Kislingerová (2001, s. 1) ve své knize objasňuje, že problematika a potřeba oceňovat podniky se v České republice znovu objevila po roce 1989, kdy se přetvářela ekonomika státu (z centrálně plánované na tržní), a především vlastnické vztahy. Díky privatizaci se státní podniky dostávaly do soukromých rukou a vlastníci tak potřebovali znát vedle účetní hodnoty i hodnotu tržní. Potřeba zjistit hodnotu podniku se rovněž zvedla se vstupem investorů na český trh. V současné době, kdy je trend globalizace, koncentrace kapitálu a sjednocování firem, i z důvodu světové krize a recese, je nutnost oceňování podniků stále aktuální.

Podle Maříka (et. al., 2007, s. 36) si oceňování klade za cíl vyjádřit hodnotu podniku a jeho potenciál pomocí určitého peněžního ekvivalentu.

1.1 HODNOTA PODNIKU

„Hodnota je ekonomická kategorie vztahující se k ceně, jež by byla s největší pravděpodobností dohodnuta mezi kupujícím a prodávajícím statku či služby, které jsou dostupné ke koupi. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny statku v daném čase ve shodě s konkrétní definicí hodnoty. Ekonomický koncept hodnoty odráží pohled trhu na užitky, jež tento statek či služby přináší tomu, kdo je vlastní k datu ohodnocení.“ (Krabec, 2009, s. 182)

Hodnota podniku odráží také budoucí prospěchy (finanční i nefinanční), které lze očekávat, že poplynou z vlastnictví podniku, což je využíváno u výnosových metod určení hodnoty. Hodnota je závislá na důvodu ocenění, objektu ocenění, subjektu ocenění a výběru metody ocenění. (Mařík et. al., 2007, s. 20)

Dlouhodobé dosahování a maximalizace hodnoty podniku je jeden z ukazatelů měření výkonnosti podniku a jeden z nezákladnějších cílů podniku. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 15)

Profesor Damodaran ve své knize uvádí (2011, s. 4,5) že existují dva oceňovací přístupy k hodnotě: vnitřní a relativní. Vnitřní přístup k určení hodnoty je určen výší a stabilitou cash-flow, které dané aktivum či podnik generuje během svého života. Většinou se však oceňuje na relativní bázi, kdy se vychází z hodnoty podobných aktiv na trhu, například při prodeji domu. Vnitřní hodnota poskytuje úplný obraz o tom, co skutečně hodnotu přináší, relativní hodnota poskytuje realističtější odhad hodnoty.

Podle autorů Kollera, Goedhara a Wesselse (2015, s. 3) je princip tvoření hodnoty jednoduchý. Spočívá v růstu společností, jejichž výnos z vloženého kapitálu přesahuje náklady na jeho vložení.

1.1.1 Hladiny hodnoty

Hodnotu lze vykázat na dvou úrovních.

- **Brutto hodnota (entity)** – hodnota podniku jako celku pro vlastníky i věřitele. Součástí stanovení hodnoty je jak majetek podniku (aktiva), tak i jeho závazky, tudíž je ocenění na úrovni obchodního jmění či obchodního majetku.
- **Netto hodnota (equity)** – hodnota podniku jako celku pouze pro vlastníky podniku. Hodnota nezahrnuje závazky podniku, tudíž je ocenění na úrovni vlastního kapitálu (účetní pohled) či čistého obchodního majetku (ekonomický pohled). Equity je nižší než entity. (Mařík et. al., 2007, s. 16)

1.1.2 Kategorie hodnoty

Kategorie hodnoty (standards, typy), z nichž vychází základní přístupy (koncepte) k oceňování podniku, se rozdělují dle záměru ocenění, míry objektivizace a podle osoby kupujícího. Mařík (et. al., 2007, s. 21-34) rozděluje kategorie hodnoty, potažmo koncepte oceňování, do čtyř skupin:

- **Tržní hodnota**

Předpokladem pro ocenění podniku tímto přístupem je fakt, že existuje volný a konkurenční trh s nabídkou a poptávkou, která právě tržní cenu (hodnotu) udává. Tržní hodnota aktiva je určena především vztahem nabídky a poptávky než jeho fyzickým stavem. Stanovuje se v případech pravděpodobného budoucího prodeje, kdy není znám kupující, či v případě uvedení podniku na burzu. Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) uvádí definici takto: *„The estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm’s length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.“* (Glossary IVSC, 2016).

Souhrnně lze říci, že tržní hodnota je taková hodnota, za kterou by si dané aktivum koupil kterýkoliv (běžný) investor. (Mařík et. al., 2007, s. 22-26)

- **Subjektivní hodnota**

U oceňování aktiv tímto přístupem je hodnota aktiva dána individuálními potřebami a předpokládanými užítky konkrétního kupujícího, který dané aktivum kupuje a současně konkrétním prodávajícím, který má představu určitého výnosu z prodeje. Oceňovatel tak vychází z dat poskytnutých samotným podnikem či samotného investora (nikoliv z dat tržních), a zná také záměr a důvod ocenění (synergie, průnik na nové trhy ad.).

Mezinárodní oceňovací standardy definují subjektivní hodnotu pod pojmem investiční hodnota takto: „*The value of an asset to the owner or a prospective owner for individual investment or operational objectives.*“ (Glossary IVSC, 2016; Mařík et. al., 2007, s. 26, 27).

- **Objektivizovaná hodnota**

Tato hodnota se nejvíce blíží hodnotě objektivní, která, jak uvádí Kislingerová (2008, s. 11), ve své podstatě neexistuje. Lze ji opakovaně přezkoumat, neboť je k jejímu určení využíváno typizace. Vychází z prokazatelných skutečností, z uzancí a ze shod odborné veřejnosti. Data jsou zohledňována jen ta, která pramení z období před rozhodným dnem ocenění (tzv. kořenová teorie).

Autor Krabec vysvětluje vznik této hodnoty jako uvědomění si nedokonalosti kvality trhu, následné upuštění od něj a zaměření se na objekt ocenění.

Tento přístup ocenění má svůj původ v Německu. Definice této hodnoty z německých oceňovacích standardů zní takto: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“

Souhrnně lze říci, že objektivizovaná hodnota je taková hodnota, která se považuje za obecně přijatelnou. Nejčastěji je využívána při žádosti o úvěr či stanovení bonity klienta bankou. (Krabec, 2009, s. 112; Mařík et. al., 2007, s. 27-30)

- **Kolínská škola**

Tomáš Krabec (2009, s. 132) označuje tuto hodnotu za funkcionální. Kolínská škola vznikla jako reakce na to, že je v Evropě velmi obtížné určit skutečnou tržní hodnotu, ne-

boť evropský kapitálový trh a trh s podniky je značně omezený ve srovnání s americkým. Evropský trh není tak velký a chybí mu transparentnost.

„Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.“ Tato hodnota je tedy vázaná konkrétně na pozici zúčastněných stran a využívá se převážně při transformaci podniku či jeho prodeji. Funkce oceňování se dělí takto:

- Poradenská – podklady pro určení hraniční hodnoty pro kupujícího/prodávajícího
- Rozhodčí – oceňovatel určí spravedlivou hodnotu v závislosti na pozici stran
- Argumentační – hledání argumentů pro zlepšení pozice dané strany
- Komunikační – podklad pro komunikaci s veřejností, investory, bankami
- Daňová – podklad pro daňové účely (Mařík et. al., 2007, s. 30-32)

Tomáš Krabec (2009, s. 134) ještě dodává funkci podpůrnou při tvorbě společenských smluv, která se vyznačuje preventivním charakterem, aby se předešlo možným sporům. První tři funkce autor Krabec označuje za funkce hlavní, zbytek za funkce vedlejší. Funkci rozhodčí autor Krabec označuje za funkci zprostředkující či arbitrární, funkci poradenskou označuje za funkci pro rozhodnutí, či hraniční hodnotu.

- **Další kategorie hodnoty**

Férová hodnota je cena, za kterou může být aktivum směněno mezi nezávislými stranami, které jsou informované a mají o transakci zájem, při zohlednění výhod a nevýhod plynoucích z transakce pro obě strany. Autor Mařík v této kategorii spatřuje podobnost s rozhodčí hodnotou v Kolínské škole. Autor Krabec ji však zahrnuje pod tržní kategorii hodnoty. **Speciální hodnota** je hodnota nad úroveň tržní hodnoty, která plyne z toho, že dané aktivum je zajímavější pro určitého kupujícího či skupinu kupujících, kteří jsou ochotni zaplatit více, než běžní kupující na trhu.

Synergická hodnota vzniká při kombinacích majetkových podílů, přičemž platí, že kombinace má vyšší hodnotu, než suma jednotlivých podílů.

Zbytková hodnota je hodnota majetku po konci své životnosti.

Likvidační hodnota je uváděna v situaci, když se již nepředpokládá další působení podniku, ale jeho rozprodání. Naproti tomu **hodnota pokračujícího podniku** (going concern) předpokládá situaci, kdy je podnik převáděn jako funkční celek.

U akciových analýz se užívá také **vnitřní hodnota**, která se snaží abstrahovat od přechodných vlivů na kapitálových trzích. (Mařík et. al., 2007, s. 33-34)

Krabec (2009, s. 114, 115) uvádí z pohledu subjektivního oceňovacího přístupu několik dalších typů hodnot. Prvním typem je **hodnota normovaná**, která je stanovena dle určitých norem, které je třeba rozluštit, a tak interpretovat výsledek (např. vyhlášková ocenění).

Dále uvádí **hodnotu směnnou**, což je výsledek vyjednávání více racionálně uvažujících subjektů. **Hodnota užití** představuje hodnotu stávajícího využití aktiva, které uspokojuje subjekt, jenž dané aktivum drží.

1.2 Důvody ocenění

Mařík (et. al., 2007, s. 35) uvádí, že v základě se ocenění rozlišuje dle toho, zda jde o ocenění z důvodu souvisejících s vlastnickými změnami, či nikoliv. V prvním případě se jedná o koupi či prodej podniku, nepeněžitý vklad do společnosti, sloučení, splynutí či rozdělení společnosti nebo vykupování účastnických cenných papírů (squeeze-out) ad.

V druhém případě se jedná například o změnu právní formy společnosti, uvádění podniku na kapitálový trh, žádost o úvěr či jiný cizí kapitál nebo ocenění v souvislosti se sanací podniku.

Kislingerová (2001, s. 11) dodává, že ocenění může být dále provedeno z důvodu pojištění podniku, placení daní, likvidace podniku, vnitřní potřeby podniku ohodnotit výsledky práce managementu, v rámci zjištění plnění cíle zvyšování hodnoty podniku či restrukturalizace podniku.

Krabec (2009, s. 214) dělí důvody ocenění dle toho, zda se jedná o ocenění z důvodu iniciativy podniku, z důvodu externího finančního výkaznictví, na základě obchodně právních předpisů či smluvních vztahů nebo z jiných důvodů. I toto rozdělení v podstatě odpovídá rozdělení jiných autorů.

2 FAKTOR RIZIKA A ČASU

Tyto dva faktory hrají velmi důležitou roli v oceňování podniku, neboť se promítají v diskontní míře, která výslednou hodnotu velmi ovlivňuje. Jejich vymezení by tedy měla být věnována pozornost.

2.1 Faktor rizika

Riziko je nebezpečí, že skutečná situace se bude odlišovat od té předpokládané. Lze jej kvantifikovat pomocí toho, jak velká je pravděpodobnost, že očekávaná situace skutečně nastane. Nejistota pak pramení z proměnlivosti prostředí, ve kterém podnik působí, a také ze samotného fungování podniku. Tato míra se promítá do výše diskontní sazby. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 16; Kislingerová, 2001, s. 104)

„Mírou rizika je pak velikost rozptylu očekávaných výnosů, respektive směrodatné odchylky těchto výnosů.“ (Mařík et. al., 2007, s. 41)

2.1.1 Typy rizika

Mařík (et. al., 2007, s. 42-44) rozlišuje riziko **obchodní** (měřeno dle variačního koeficientu provozního VH) a **finanční** (měřeno finanční pákou). Obchodní dále dělí na riziko **prodejní** (měřeno proměnlivostí prodeje) a **provozní** (měřeno provozní pákou). Sečtením obchodního a finančního rizika pak vzniká riziko **celkové** (měřeno dle variačního koeficientu VH za běžnou činnost).

Dále dělí rizika na riziko, které působí na všechny podniky v daném odvětví bez většího rozdílu, a které daný podnik nemůže eliminovat, ale musí na ně reagovat. Jedná se o riziko **systematické (tržní)**. Naproti tomu riziko **specifické** se týká pouze daného podniku a souvisí s jeho činností. Mařík uvádí, že se jak v riziku finančním, tak obchodním nachází složka systematická či specifická.

Naproti tomu Kislingerová (2001, s. 105) zařazuje pod specifické riziko právě provozní a finanční riziko.

2.1.2 Zdroje rizika

Riziko toho, že skutečný výsledek hospodaření nebude totožný s očekávaným, může způsobovat:

- Nekvalitní management - může provést špatné rozhodnutí, a tím ovlivnit VH
- Intenzita konkurence - působení nových konkurentů na trhu ovlivní výši VH
- Stupeň diverzifikace - vyšší diverzifikace dána vyšším počtem výrobků snižuje riziko
- Provozní páka - nepružné náklady méně reagují na změnu výroby, čili pokles odbytu, potažmo výnosů, velmi ovlivní VH
- Finanční páka - vyšší zadlužení ovlivní náklady, a tím VH

(Mařík et. al., 2007, s. 41)

2.2 Faktor času

Profesor Damodaran ve své knize (2011, s. 14) uvádí tři důvody, proč má dolar, potažmo koruna, větší hodnotu dnes než v budoucnosti. Zaprvé lidé preferují dnešní spotřebu před tou budoucí. Zadruhé inflace snižuje kupní sílu peněz, neboli v budoucnosti si toho člověk koupí méně než dnes a zatřetí v budoucnosti nemusí k situaci, kdy má člověk peníze, vůbec dojít. Dolar, respektive koruna, dnes je jistější.

2.3 Diskontní míra

Diskontní míra, jinak kalkulovaná úroková míra je nástroj, do kterého se promítají oba faktory - faktor času i rizika.

Faktor času z toho hlediska, že při převádění budoucí hodnoty na současnou, je třeba hodnotu zdiskontovat právě diskontní mírou. Tím docílíme toho, že je hodnota budoucí srovnatelná s hodnotou současnou a odstraníme tak časový nesoulad. Mezinárodní oceňovací standardy vysvětlují současnou hodnotu následovně: „*Present value is the value, as of a specified date, of a future payment or series of future payments discounted to the specified date (or to time period zero) at an appropriate discount rate.*“ (Glossary ISVC, 2016)

Faktor rizika je určen tím, že diskontní míra představuje míru výnosnosti, kterou investor požaduje z investovaných prostředků při dané míře rizika.

Čím je riziko a nejistota vyšší, tím víc jsou budoucí očekávané příjmy zatíženy diskontní mírou a hodnota oceňovaného aktiva tak nižší a naopak. (Mařík et. al., 2007, s. 47; Pavelková, Knápková, 2012, s. 16; Kislingerová, 2001, s. 146)

2.3.1 Stanovení diskontní míry

Nejčastěji se k bezrizikové úrokové míře přisadí riziková přírážka, která by měla odpovídat míře rizika. Postup kalkulace diskontní míry by se měl odvíjet od kategorie hodnoty, kterou oceňovatel zjišťuje.

- Tržní hodnota - diskontní míra se stanovuje z tržních dat kapitálového trhu pomocí metody CAPM či srovnáním s podniky na trhu
- Subjektivní hodnota - vychází se z konkrétní situace daného investora, tedy z jeho jiných možností investování kapitálu
- Objektivizovaná hodnota - vychází se z dat, která jsou obecně přijímána. Příkladem může být výnos desetiletého státního dluhopisu, který tvoří bezrizikovou část a přiřazením rizika, který se opírá o uzance.

Druhou možností je vyloučit riziko z očekávaných příjmů, které se nahradí tzv. jistotním ekvivalentem. Diskontní míra pak odpovídá pouze bezrizikové úrokové míře. Riziko zatížení musí být stejné.

Stanovení diskontní míry je velmi důležité, neboť tvoří až 80 % celého posudku. Postup jejího sestavení je dále v práci. (Mařík et. al., 2007, s. 47-51)

2.3.2 Míra kapitalizace

Jedná se o dělitele, který se využívá k převodu příjmů na hodnotu. Rozdíl mezi mírou kapitalizace a diskontní mírou je pak v tom, že diskontní míra v sobě zahrnuje i očekávanou míru dlouhodobého růstu výnosů. Naopak míra kapitalizace se používá tam, kde se předpokládá stálý a stabilní vývoj budoucích příjmů – perpetuita.

Vypočítá se jako rozdíl diskontní míry a očekávaného tempa růstu. (Mařík et. al., 2007, s. 49)

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Před započítáním samotného oceňování je nutné stanovit si, k jakému datu bude podnik oceňován, jaký je důvod ocenění daného podniku, jaká kategorie hodnoty bude zjišťována atd.

3.1 Sběr vstupních dat

Data, která jsou relevantní k oceňování podniku lze rozdělit do několika skupin.

- **Základní data o podniku** – název, právní forma, IČ, předmět podnikání, historie, organizační struktura podniku ad.
 - **Ekonomická data** – účetní výkazy, výroční zprávy, podnikové plány ad.
 - **Relevantní trh** – vymezení a vývoj trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity a vývoje ad.
 - **Konkurenční struktura relevantního trhu** – přímí konkurenti, možné substituty ad.
 - **Odbyt a marketing** - odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj, cenová politika, data o odběratelích ad.
 - **Výroba a dodavatelé** – řízení kvality, charakter výroby, úroveň technologie, majetek podniku, kapacita, dodavatelé ad.
 - **Pracovníci** – kvalifikace pracovníků, fluktuace, produktivita práce, personální náklady
- (Mařík et. al., 2007, s. 55)

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je soubor aktivit, kterými se stanovují směry dalšího působení podniku. Strategická analýza odpovídá na otázku – zda bude oceňovaný podnik tvořit hodnotu i v dalších letech, zda má nějakou konkurenční výhodu, jaký je jeho výnosový potenciál a jaký vývoj v tržbách a dalších veličinách lze očekávat s daným rizikem. Jedná se o rozhodující část celého ocenění podniku.

Sedláčková uvádí: „*Strategická analýza obsahuje různé analytické techniky využívané i pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku, zahrnujícím makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh s konkurenty, a zdrojovým potenciálem podniku.*“ ...“*analýza představuje rozložení určitého komplexu na jednotlivé součásti.*“ (Sedláčková, 2006, s. 8)

3.2.1 Vnější potenciál

Analýzou makrookolí podniku se hodnotí faktory, které vznikají mimo podnik a bez ohledu na jeho chování. Podnik obvykle nemá možnost tyto podmínky ovlivnit, avšak může na ně aktivně reagovat. Tyto faktory ovlivňují postavení podniku na trhu. K analýze se využívá především PESTE analýza (analýza politických, ekonomických, sociokulturních, technologických a ekologických vlivů okolí). (Sedláčková, 2006, s. 11)

- **Analýza a prognóza relevantního trhu**

Autor Mařík (et. al., 2007 s. 59) vysvětluje relevantní trh jako místo, kde podnik náleží z hlediska věcného, územního, kde se nachází jeho zákazníci a konkurenti, a ve kterém soutěží.

Autor Krabec (2009, s. 44) vysvětluje možnost určení hranic relevantního trhu horizontálně (dle substitutů či komplementů), vertikálně (stupeň distribučního řetězce), prostorově či časově. Dle něj se jedná o místo, kde je podnik či výrobky z něj předmětem kontinuální směny.

Jeho stanovení je výchozím krokem strategické analýzy. Analýza by měla obsahovat odhad velikosti trhu na základě poptávky, vývoj trhu a vývoj cen v čase a segmentaci trhu. Získaná data poskytují první informaci o vývojových tendencích trhu, a tím i oceňovaného podniku. (Mařík et. al., 2007, s. 59)

a) Analýza atraktivity trhu

Analýza hodnotí relevantní faktory, které ovlivňují poptávku a možnost prodeje (průměrná rentabilita, bariéry vstupu, substituce, citlivost trhu na konjunkturu, struktura zákazníků). To, že oceňovaný podnik působí na atraktivním trhu, lze brát za základ perspektivnosti podniku a předpoklad toho, že tržby mohou v budoucnu růst. (Mařík et. al., 2007, s. 63, 64)

b) Prognóza vývoje trhu

Při zjišťování tržní hodnoty by měl oceňovatel vycházet z tržních dat, jako jsou například přehledy ČSÚ, analýza časových řad, odhady budoucího vývoje na základě porovnávání se zahraničím atd. Při zjišťování hodnoty subjektivní bude oceňovatel vycházet z individuálního názoru investora. Při zjišťování hodnoty objektivní bude oceňovatel vycházet především ze současného stavu a nesporných tendencí budoucího vývoje. Odhad musí být vždy podložen relevantními analýzami a rovněž musí být zohledněna míra rizika, která se projeví ve vyšší diskontní míry. (Mařík et. al., 2007, s. 68-69)

3.2.2 Vnitřní potenciál

Vnitřní potenciál je charakterizován silnými a slabými stránkami podniku a formulací, zda má podnik konkurenční výhodu a v čem konkrétně. Jejím cílem je identifikovat faktory, které ovlivňují tržní podíl oceňovaného podniku. Důležitou součástí je tedy také analýza konkurence a odhad, v jaké životní fázi se podnik nachází. (Sedláčková, 2006, s. 11)

- **Analýza konkurenčních sil**

Mařík (et. al., 2007, s. 77) uvádí, že ze zjištěné budoucí velikosti relevantního trhu je třeba určit, jaká část bude připadat oceňovanému podniku. Je třeba zanalyzovat jak faktory přímé (prvky marketingového mixu), tak nepřímé (management podniku, personál, výzkum vývoj, investiční politika, majetek).

Sedláčková (2006, s. 11) dodává, že tato analýza je významnou součástí strategické analýzy. I podnik fungující na atraktivním trhu se vlivem konkurenčních sil může dostat do potíží.

3.3 Finanční analýza

Podle Dluhošové (2010, s. 71) je smyslem finanční analýzy komplexně posoudit a zhodnotit finanční situaci (zdraví) podniku, případným srovnáním s jinými podniky v odvětví a formulovat doporučení pro jeho další vývoj.

Dle Růčkové (2015, s. 9) je pak nejvýstižnější definice ta, která říká, že finanční analýza představuje systematický rozbor dat, a to především z účetních výkazů. Hlavní smysl finanční analýzy pak autorka vidí v přípravě podkladů pro kvalitní rozhodování o dalším fungování podniku.

Finanční analýza může být zařazena při oceňování podniku jako samostatná část, nebo může být součástí analýzy vnitřního prostředí podniku, neboť se její výsledky rovněž podílí na prohlášení o perspektivnosti podniku.

3.3.1 Vertikální a horizontální analýza

Grüwald s Holečkovou (2007, s. 146) uvádí, že obě tyto analýzy identifikují klíčové události života podniku. Horizontální analýza srovnává finanční výkazy za více let a sleduje vývoj vybraných položek v čase a vertikální analýza rozebírá strukturu výkazu jednoho roku.

3.3.2 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele se sledují pomocí horizontální a vertikální analýzy výkazů, čímž se stanoví hodnota v čase a lze určit její trend. Horizontální analýza spočívá v porovnání účetních výkazů v rámci několika let a sledování meziročního vývoje veličin. Vertikální analýza pak zkoumá danou veličinu ve vztahu k jiné. (Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 9, 13)

3.3.3 Poměrové ukazatele

Poměrová analýza dává do vzájemného vztahu dvě položky, které navzájem dělíme, čímž získáme procentní údaj či koeficient. Tím lze hlouběji posoudit stav finančního zdraví podniku. Patří sem:

- **Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability udávají, jakého efektu dosáhl vložený kapitál do podniku. Obecně se stanoví jako podíl určitého výnosu (je třeba se zamyslet nad formou výnosu) a vloženého kapitálu. Pro podnik je žádoucí, aby ukazatel v čase rostl. Ukazateli jsou například rentabilita aktiv (ROA), rentabilita tržeb (ROS), rentabilita investic (ROI), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) ad. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 24)

- **Ukazatele likvidity**

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku hradit své závazky. Obecně se stanoví podílem disponibilních peněz (v různých formách) a závazku. Příliš velký ukazatel značí zbytečné vázání peněz v nelikvidních složkách, což vede ke snižování rentability. Příliš malý ukazatel neschopnost dostát svým závazkům. Likviditu rozlišujeme dle stupně likvidnosti jednotlivých složek aktiv na běžnou, pohotovou a okamžitou. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 31)

- **Ukazatele zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti o firmě vypovídají, jaké nese riziko při své struktuře kapitálu, který vyjadřuje poměr vlastních a cizích zdrojů. Sledovanými údaji jsou úrokové krytí, celková zadluženost či míra zadlužení. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 24)

- **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity slouží pro posouzení, zda jsou majetek a aktiva ve firmě využívány efektivně. Ukazatel aktivity, který obecně dělí zvolenou veličinou tržby, se nazývá obrat. Firma usiluje o co nejvyšší hodnotu, neboť chce aktiva využít co nejvíce. Lze zjistit obrat

zásob, pohledávek, závazků, aktiv ad. Dalším ukazatelem je doba obratu. Firma usiluje o co nejnižší hodnotu respektive co nejkratší dobu obratu. (Pavelková, Knápková, 2012, s. 33)

3.3.4 Souhrnné ukazatele

Jedná se o snahu koncentrovat silné a slabé stránky firmy do jediného ukazatele. Mají nižší vypovídací hodnotu, jsou však vhodné pro rychlé posouzení podniku s ostatními. Je dobré s nimi srovnat dosavadní výsledky podrobnějších analýz. Patří sem pyramidový rozklad, indexní modely, Altmanovo Z-skóre, pavučina ad. (Růčková, 2015, s. 75)

3.4 Rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný

Mařík (et. al., 2007, s. 118-124) uvádí, že rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná vychází z toho předpokladu, že podnik má jedno základní zaměření, ve kterém podniká, případně další – vedlejší zaměření. Ke své hlavní činnosti potřebuje podnik jen určitou část svých aktiv – aktiva provozně nutná (potřebná). Ostatní aktiva, dále pak výnosy a náklady, které s tímto zaměřením přímo nesouvisí, by měly být z aktiv či výsledku hospodaření vyňaty, samostatně oceněny a připočítány k hodnotě podniku na závěr.

3.4.1 Nejčastěji provozně nenutná aktiva

- Krátkodobý finanční majetek

Jedná se o takové položky, jejichž prodejem určité části nedojde k narušení provozní činnosti podniku. Příkladem jsou peníze v hotovosti, peníze na účtech, ceniny, krátkodobé majetkové a dluhové cenné papíry k obchodování včetně směnek, vlastní dluhopisy ad.

- Dlouhodobý finanční majetek

U dlouhodobého finančního majetku je rozhodující, za jakým účelem je podnik drží. Pokud mají finanční investice portfoliový charakter, měly by být z aktiv vyčleněny. Jedná se například o podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly pod podstatným vlivem, půjčky a úvěry, dluhové cenné papíry ad.

- Soubor movitých a nemovitých věcí určených k pronajímání
- Pohledávky, které nesouvisí s hlavní činností podniku a nedobytné pohledávky
- Nepotřebné a nadbytečné zásoby, majetek

3.5 Finanční plán

Koller, Goedhart a Wessels (2015, s. 185) shledávají důležitým stanovit si počet roků, na které bude plán sestaven a jak detailně. Plánované období by mělo být dostatečně dlouhé, aby společnost dosahovala stabilního stavu, který bude určen konstantním tempem růstu.

Podle Maříka (et. al., 2007, s. 150, 151) by měl být finanční plán rozvedením hlavních položek provozu podniku, které nazývá jako tzv. generátory hodnoty, v souladu se strategií a vizí firmy. Je rovněž výchozím krokem pro výnosová ocenění podniku. Finanční plán obsahuje rozvahu, výkaz zisku a ztrát a výkaz cashflow doplněním generátorů hodnoty o:

- plán financování – tento plán zpětně hodnotí reálnost dosavadních prognóz (investic) a přispívá rovněž k určení diskontní míry skrze nákladů na kapitál. (přijímání nových úvěrů, splátky současných úvěrů, apod.)
- méně významné položky – slouží pro zpřesnění, zajišťují návaznost minulých výkazů na budoucí (pravidelně opakující se menší závazky, či pohledávky)
- položky nesouvisející s hlavním provozem podniku
- výplaty dividend nebo podílů na zisku
- formální dopočty – nerozdělený zisk, ziskové fondy apod.

3.6 Přehled metod ocenění

Základní metody oceňování rozvádí ve své knize Mařík (et. al., 2007, s. 36):

1. Výnosové metody

Tyto metody jsou podrobněji rozvedeny v další kapitole, neboť cílem této práce je zjistit hodnotu právě na jejich základě. Spadají se metody **diskontovaných peněžních toků (DCF)**, **metoda kapitalizovaných čistých výnosů** a **metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)**, popřípadě kombinované výnosové metody.

2. Tržní metody

Tyto metody jsou založeny na analýze trhu, které je možné provést dvěma způsoby. Prvním je ocenění na základě **tržního porovnávání**, kdy lze oceňovaný subjekt porovnat se srovnatelným podnikem na trhu či srovnatelnou transakcí, jejímž předmětem je srovnatelný podnik.

Druhým způsobem je přímé **ocenění z dat kapitálového trhu**, které je vhodné především pro akciové společnosti, jejichž akcie jsou veřejně obchodovány na trhu. (Mařík et. al., 2007, s. 303-305)

3. Majetkové metody

Cílem těchto metod je zjištění tzv. **substanční hodnoty**, která tvoří majetkovou podstatu podniku. Majetková hodnota je založena na souhrnu jednotlivě oceněných částí majetku, ze kterých se podnik skládá a odečtením sumy individuálně oceněných závazků. Při tomto ocenění závisí tedy na majetkové struktuře podniku.

Při zjišťování hodnoty podniku pomocí majetkových metod záleží na tom, zda se předpokládá princip going concern (neomezené trvání subjektu) – tedy počítání **reprodukčních cen**, či nikoliv – tedy počítání **likvidační hodnoty**. (Mařík et. al., 2007, s. 321-324)

4. Kombinované metody

Kislingerová (2001, s. 24) v přehledu uvádí, že se jedná o Schmalenbachovu metodu střední hodnoty – metodu praktiků a metodu diferenciální renty.

3.7 Výběr vhodné metody ocenění

Základem pro správný výběr metody oceňování je určení, jaký účel a funkce má ocenění plnit a jaký je zvolen přístup k ocenění. Například pokud se počítá **subjektivní hodnota**, je vhodné počítat diskontované peněžní toky založené na očekávání konkrétního subjektu. Pokud se počítá **tržní hodnota**, je možné užít stejnou metodu, avšak na úrovni očekávání trhu. Vhodné by bylo užít rovněž jednu z metod tržního ocenění. Pokud je cílem určit **objektivizovanou hodnotu**, je vhodné ji počítat konzervativnějšími způsoby, jako je například metoda kapitalizovaných čistých výnosů, majetkové metody či kombinace všech uvedených metod. (Mařík et. al., 2007, s. 37)

Rovněž pro perspektivní podnik je vhodné provést výpočet hodnoty pomocí výnosových metod oceňování. Pokud z nějakého důvodu nelze provést finanční plán, je vhodné vypočítat hodnotu perspektivního podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů, konkrétně paušální metodu. (Mařík et. al., 2007, s. 425)

Kislingerová (2001, s. 22) dodává, že neexistuje „správná“ metoda. Volí se taková metoda, která má vazbu na cíl ocenění a zohledňuje charakter aktiv firmy. Finální hodnota podniku by měla být výsledkem spojení více, v nejlepším případě všech uvedených metod.

4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ

Tyto metody vychází z předpokladu, že hodnota oceňovaného aktiva je determinována očekávaným užitekem, který dané aktivum pro držitele přinese. Přeneseně lze říci, že u oceňovaného podniku jsou užitekem chápány očekávané příjmy. (Mařík et. al., 2007, s. 163)

Kislingerová (2001, s. 145) nahlíží na metodu výnosu z pohledu investora jako na vynaložení kterékoliv jiné investice – neboli vynaložení jistých zdrojů teď s očekávanými, nejistými užitky v budoucnosti. Hodnota se pak zjistí převedením budoucích výnosů na současnou hodnotu. Podle této autorky je namístě zhodnotit i tři základní ukazatele investic – riziko, výnosnost (současná hodnota výnosů) a likvidita, které investorovi pomohou při rozhodování, zda podnik koupit či nikoliv.

Při hledání **tržní hodnoty**, na jakou se tato diplomová práce zaměřuje, je třeba posuzovat výnosy, které očekává příslušný trh. Kalkuluje se zdaněním pouze na úrovni příjmů oceňované společnosti, nikoliv kupujícího (neví se totiž, kdo jím bude). (Mařík et. al., 2007, s. 163)

Výnosové metody oceňují vnitřní potenciál firmy, jak je schopen generovat zisky.

4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Je to základní výnosová metoda s největším využitím, která má základy v anglosaských zemích (USA a Velká Británie), neboť pro určení hodnoty se využívá dlouhodobá projekce peněžních toků, které jsou reálným příjmem (užitkem) pro podnik. Všechny metody dospívají k určení hodnoty na úrovni netto – vlastního kapitálu. K hodnotě se dospěje diskontováním budoucích peněžních toků na současnou hodnotu.

Rozlišují se tři techniky:

- DCF entity – pomocí FCFF – Free Cash-Flow to Firm
- DCF equity – pomocí FCFE – Free Cash-Flow to Equity
- DCF APV – adjusted present value (Mařík et. al., 2007, s. 164,165)

4.1.1 Metoda DCF entity

Vychází se z peněžních toků, které byly k dispozici jak pro vlastníky, tak věřitele. Tyto peněžní toky se zdiskontují a v druhé fázi se od nich odečte cizí kapitál ke dni ocenění, čímž získáme hodnotu netto. (Mařík, 2011, s. 18-21)

1. Vymezení peněžních toků metody DCFF

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani z příjmů (KPVH)	
+	Odpisy
+	Ostatní náklady, které nejsou výdaji
-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
-	Investice do provozně dlouhodobého majetku
=	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)

2. Diskontní míra

Diskontní míra je na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC), které v sobě zahrnují jak náklady na vlastní, tak i na cizí kapitál, neboť je v počítané hodnotě cizí kapitál zahrnut. Vzorec pro výpočet WACC zní:

$$WACC = n_{vk} * \frac{VK}{C} + \left[n_{ck} * (1 - t) * \frac{CZ}{C} \right] \quad 1$$

3. Ocenění

Obecně by se hodnota podniku stanovila jako diskontované budoucí FCFF. V praxi ale bývá tato část označována pouze za první fázi ocenění, neboť se předpokládá, že podnik splní podmínku going concern a bude existovat neomezeně dlouho – druhá fáze. Pro tak dlouhé období je ale nemožné určit peněžní toky v jednotlivých letech. Proto se využívá pro ocenění druhé fáze vyčíslení tzv. pokračující hodnoty podle **Gordonova vzorce**.

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad 2$$

Pokračující hodnotu lze vypočítat rovněž podle tzv. **parametrického vzorce**. V tomto vzorci se využívá faktorů či parametrů jako je rentabilita investic (r_i), která se určí pomocí míry investic (m_i). Míra investic představuje podíl čistých investic a KPVH.

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{i_k - g} \quad 3$$

První fáze může být shodná s životním cyklem podniku či s přesvědčením, že po tuto dobu má podnik konkurenční výhodu a je tedy schopen tvořit novou hodnotu, s podnikovými plány (3-5 let). Stanovení hodnoty druhé fáze bývá pro ocenění rozhodující, neboť tvoří kolem 80 % celkového ocenění podniku. U třífázové metody je členění budoucnosti ještě podrobnější – fáze rychlého růstu, přechodná fáze a fáze stability. (Mařík et. al., 2007, s. 170-200)

Výsledná hodnota brutto je součtem hodnoty první fáze a diskontované hodnoty druhé fáze oceňovaného podniku (viz vzorec č. 4).

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{PH}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)} \quad 4$$

4. Zjištění výsledné hodnoty

- Hodnota brutto
- Hodnota úročeného cizího kapitálu
- + Hodnota provozně nutných aktiv
- = **Výsledná hodnota netto**

4.1.2 Metoda DCF equity

Vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze pro věřitele. Jejich zdiskontováním dostaneme přímo hodnotu netto. (Mařík, 2011, s. 21-23)

1. Vymezení peněžních toků metody DCFE

- Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani z příjmů (KPVH)
- + Odpisy
- + Ostatní náklady, které nejsou výdaji
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do provozně dlouhodobého majetku
- = **Volný peněžní tok na úrovni entity**
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
- Splátky úročeného cizího kapitálu

$$\begin{aligned}
 &+ \quad \text{Nově přijatý úročený cizí kapitál} \\
 &= \quad \text{Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)}
 \end{aligned}$$

2. Diskontní míra

Diskontní míra je pouze na úrovni nákladů na vlastní kapitál, neboť počítaná hodnota cizí kapitál nezahrnuje. Tyto náklady lze vyčíslit pomocí metody CAPM (Capital asset pricing model), která vychází z toho, že podnik čelí pouze systematickému riziku:

$$CAPM = \text{bezriziková úroková míra} + \text{prémie za tržní riziko} * \beta \quad 5$$

β je faktor, který vyjadřuje, zda firma nese větší či menší systematické riziko, než je průměr trhu.

3. Ocenění

Zjištění hodnoty netto se provede podobně jako u předchozí metody. V tomto případě však dochází k diskontování volných peněžních toků pro věřitele (FCFE).

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{vk(z)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{vk(z)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{vk(z)i})} \quad 6$$

4. Zjištění výsledné hodnoty

Metoda equity vyčísluje přímo hodnotu netto, čili není potřeba dalších úprav.

4.1.3 Metoda DCF APV

Vychází z hodnoty podniku jako celku, která je dána součtem hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z nákladových úroků. Zvlášť se tedy počítá výnosová hodnota peněžních toků diskontovaných náklady vlastního kapitálu a zvlášť hodnota pro vlastníky plynoucí z daňového štítu nákladových úroků v případě, že má podnik cizí zdroje. Sečtením se zjistí hodnota brutto. (Mařík et. al., 2007, s. 165)

Diskontní míra

Při metodě APV se využívá diskontní míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál při nulovém zadlužení. Daňové úspory pak diskontujeme na úrovni nákladů na cizí kapitál.

4.2 Metody založené na EVA

Pojem EVA (ang. Economic value added – ekonomická přidaná hodnota) je v posledních letech stále více oblíbená hlavně v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Je to v podstatě ukazatel výnosnosti, který ale pokrývá nedostatky běžných ukazatelů výnosnosti, a to faktor času a rizika a nevyhází z účetního zisku (který zahrnuje jen náklady na cizí kapitál), ale z ekonomického (který zahrnuje navíc náklady na vlastní kapitál).

Kislingerová (2001, s. 224) dodává, že ukazatel EVA byl vyvinut z toho důvodu, aby investorům odkrýval ty podniky, které by mohly investorům zhodnocovat jejich investice.

$$EVA = NOPAT - NOA * WACC \quad 7$$

NOPAT je ekonomický pohled na provozní výsledek hospodaření po odpočtu daní. NOA je kapitál, vázaný v aktivech, který je třeba pro hlavní činnost podniku, neboli provozně nutný investovaný kapitál. Ze vzorce je patrné, že diskontní míra je vykazována na úrovni WACC. (Mařík, Maříková, 2001, s. 11,13)

4.2.1 Propočet NOA

Vychází se z celkových aktiv, ze kterých se vyloučí aktiva provozně nenutná, neúročený cizí kapitál a mimořádné položky. Je však nutné převést data účetní na data ekonomická. Měla by být připočtena všechna aktiva, která podnik využívá, a nejsou zachycena v účetnictví. Jsou jimi například:

- Goodwill
- Leasing – finanční i operativní
- Přecenění majetku – účetní stavy neodpovídají stavům skutečným
- Náklady, které se projeví v dalších účetních obdobích – náklady na reklamu, kvalifikace pracovníků atd. (Mařík, Maříková, 2001, s. 23-25)

4.2.2 Propočet NOPAT

Musí existovat soulad mezi ukazateli NOA a NOPAT. Pokud upravíme nějakým způsobem aktiva ve výpočtu NOA, musíme stejně upravit i náklady či výnosy ve výpočtu NOPAT.

NOA mohou připomínat provozně nutný investovaný kapitál u metody DCF, NOPAT pak korigovaný výsledek hospodaření. Na obě veličiny však musíme pohlížet z ekonomického hlediska. (Mařík, Maříková, 2001, s. 40)

4.2.3 Ocenění na základě metody EVA

	Čistá operační aktiva (NOA)
+	Tržní přidaná hodnota (MVA)
=	Tržní hodnota provozně nutných aktiv
+	Tržní hodnota provozně nenutných aktiv
-	Tržní hodnota úročených závazků
=	Tržní hodnota netto

Tržní přidaná hodnota je pak současná hodnota budoucích EVA. Odráží to, jak trh vnímá budoucí potenciál sledovaného podniku. Samotný vzorec pro výpočet hodnoty podniku na základě modelu EVA vypadá takto:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad 8$$

Kde: D_0 hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 aktiva provozně nenutná

(Mařík, Maříková, 2001, s. 52-58)

4.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Dle Kislingerové (2001, s. 153) jedna z nejjednodušších výnosových metod, která se vztahuje na minulé účetní výsledky hospodaření podniku, nikoliv na peněžní toky jako u předchozí metody. Hodnotu podniku pak lze odvodit od tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Trvale udržitelný zisk se pak dělí mírou kapitalizace, která rovněž počítá s nekonečnými, stabilními výnosy (perpetuitou). Jedná se o tzv. věčnou rentu. Předpokladem pak je, aby firma měla nepřetržité trvání (předmět námitek) a investice jsou uvažovány maximálně do výše odpisů. Vzorec zní:

$$H_p = \frac{\text{trvale dosažitelný zisk}}{\text{míra kapitalizace}} \quad 9$$

V praxi tato metoda počítá spíše s výnosy ve stálých cenách a s reálnou diskontní sazbou.

Mařík (et. al., 2007, s. 257) vysvětluje, že tato metoda počítá hodnotu podniku na úrovni netto – pro věřitele.

5 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ PODNIKU

Díky užití různých metod ocenění podniku je velmi pravděpodobné, že se oceňovatel do počítá různých výsledků hodnot. Je tedy nutné z uvedených výsledků vytvořit určitou syntézou výsledek souhrnný.

Dle Maříka (et. al., 2007, s. 423-426) je v současné praxi běžné zjišťovat hodnotu podniku pomocí minimálně dvou metod. Nedoporučuje se provést syntézu výsledků provedením obyčejného aritmetického průměru. Výjimkou může být, pokud rozdíly mezi výsledky jednotlivých metod nepřesahují 5 %. Nejvhodnějším postupem je, aby oceňovatel zvážil jednotlivé metody, které využil, současně s posouzením situace samotného podniku. Na základě toho by měl jednotlivým variantám ocenění přisoudit určitou váhu v rámci výsledného ocenění a určit, která je pro daný subjekt nejvhodnější. Ostatní metody by měly být pro oceňovatele pouze doplňující.

5.1 Citlivostní analýza

U jednotlivých metod je vhodné provést citlivostní analýzu, která oceňovatele informuje, jak se změní výsledná hodnota podniku, pokud by se změnil některý z hlavních vstupních údajů o určité procento. (Mařík et. al., 2007, s. 426)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 PŘEDSTAVENÍ FIRMY XY

Firma, na které budou uplatněny uvedené teoretické poznatky, je firma, jejímž předmětem podnikání je dle výpisu z obchodního rejstříku výroba, obchod a služby neuvedené v přílo-
hách 1 až 3 živnostenského zákona. Je to společnost s ručením omezeným. Papírna XY se
nachází v Olomouckém kraji, kde je stoletá tradice výroby papíru. Papírna XY vyrábí papír
a papírenské produkty určené většinou pro balení, přepravu a uchování potravin a průmys-
lových výrobků, což je hlavní činností firmy. Firma XY se zaměřuje hlavně na export, kte-
rý činí 2/3 celkové produkce.

6.1 Historie firmy

Firma funguje poměrně krátce. Vznikla začátkem roku 2013, kdy došlo ke krachu před-
chozího majitele, a firma od něj odkoupila majetek. Výroba papíru je v této oblasti tradič-
ní. Mateřská společnost firmy XY je zároveň jejím hlavním dodavatelem a poskytuje jí
půjčky v podobě bezplatných dodavatelských úvěrů.

6.2 Motto firmy

Pro firmu jsou důležité 3 základní pilíře, na kterých staví svou politiku. Jsou to tři hesla:
„Spolehlivost, respekt, zodpovědnost“. Spolehlivost je myšlena vůči zákazníkům, obchod-
ním partnerům a zaměstnancům. Respekt k práci předchozích generací v oblasti papíren-
ství, na kterou se snaží navázat a rozvíjet ji, ale i respekt ke konkurenci a v neposlední řadě
zodpovědnost vůči přírodě a jejím zdrojům.

6.3 Produkty firmy

Firma rozčleňuje své portfolio výrobků do tří skupin. První skupinou je prodej **papíru**
v **rolích** tří druhů:

- celulózových (bílé papíry)
- recyklovaných (hnědé papíry)
- celulózových se zanáškou recyklovaných vláken

Firma XY nejčastěji prodává tyto výrobky svým zákazníkům k dalšímu zpracování. Hoto-
vé výrobky pak nejčastěji slouží k balení potravin či průmyslové produkce. Jedná se napří-
klad o gačované papíry, protiskluzové papíry, bariérové papíry, voskované papíry, úklido-

vé papíry, laminace papírů s hliníkovou či polyethylenovou fólií ad. Tato skupina výrobků tvoří cca 75 % celé produkce firmy XY.

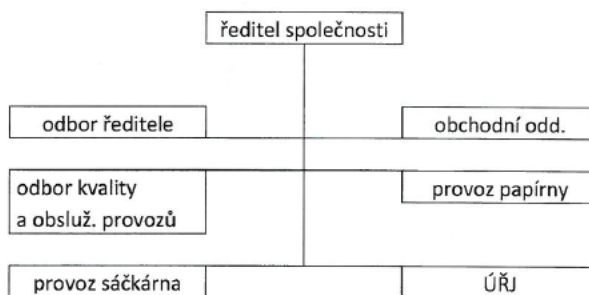
Druhou skupinou jsou **potištěné papíry**, k jejichž potisku dochází na dvou flexografických tiskárnách, které tisknou čtyřmi barvami, jenž musí být bezpečné i k balení potravin. Sem patří i řeznický papír, který má na sobě speciální fólii, a je tak umožněno balení vlhkých či mastných potravin.

Třetí skupinou jsou pak **sáčky**. Široký výběr sáčků zahrnuje ploché sáčky s bočním záhybem (s průhledným okénkem či bez), bez bočního záhybu, sáčky s obdélníkovým dnem, s křížovým dnem ad. Sáčky jsou určeny pro balení potravin (mouky, cukru, rýže, pečiva, fast foodu), ale i pro bankovní sektor k balení mincí a bankovek, a do lékárenského prostředí – k balení léků, RTG snímků, sterilizační sáčky ad. Fotky výrobků jsou uvedeny v příloze PI.

V praxi dochází ke kombinacím uvedených výrobků dle přání zákazníka (př. potištěné sáčky). Výroba je tak z 98 % zakázková. Ačkoliv je firma XY malým výrobcem, její konkurenční výhoda tkví ve specializaci výroby tenkých papírů s nižší gramáží a výrobě vysoce kvalitních recyklovaných papírů. (Webové stránky firmy XY)

6.4 Vedení a zaměstnanci

Firma je vedena ředitelem společnosti a výkonným manažerem pro prodej a marketing. Oba jsou pak jednateli firmy a představují statutární orgán. Organizační struktura vyňatá z přílohy účetní závěrky je zobrazena níže. Stav zaměstnanců se během let nikterak razantně nemění. V roce 2013 firma měla průměrně 230 zaměstnanců, v roce 2014 měla 238 zaměstnanců a 242 zaměstnanců v roce 2015. Od roku 2014 firma najímá i agenturní zaměstnance, kteří vykrývají aktuální potřeby firmy.



Obr. 1. Organizační struktura firmy XY

(příloha účetní závěrky firmy XY)

7 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategickou analýzou začíná analytická část práce. Je klíčovou částí, neboť se od ní odvíjí další stanovení důležitých parametrů pro stanovení hodnoty podniku. Hlavním cílem strategické analýzy je rozhodnout, zdali má firma XY za určitých vnějších a vnitřních podmínek potenciál dlouhodobého fungování. Strategická analýza je rozčleněna na tři části. První část se věnuje analýze vnějšího prostředí firmy, vymezení relevantního trhu a tržního podílu, druhá část se věnuje analýze vnitřního prostředí firmy a stanovení konkurenčních sil. Třetí část prognózuje tržby firmy v dalších letech.

7.1 Analýza vnějšího prostředí firmy XY

7.1.1 PESTE analýza

Politicko-právní faktory

Pro jakoukoliv firmu je velmi důležitá stabilita politického, právního a daňového systému. Největším zatížením pro firmy z hlediska daňového je daň z příjmů. Ta už je po několik let (od roku 2010) ve výši 19 %. Tato sazba je přitom nejnižší v historii ČR. Při srovnání korporátní daně s ostatními státy Evropské unie patří české zdanění k jednomu z nejnižších. V této oblasti jsou tedy pro české firmy nastaveny výhodné podmínky.

Pro firmu XY, jejíž hospodářství je exportně orientováno, jsou rovněž důležité zahraniční obchodní vztahy. Celkově v ČR od vstupu do EU převládá vývoz nad dovozem. Proto jsou obchodní vztahy ČR a EU velmi důležité. V současné době Evropská unie vyjednává s USA o tzv. Transatlantické obchodní a investiční dohodě (TTIP), která by uvolnila a zjednodušila obchod Evropy a USA. Rovněž březnová návštěva prezidenta Čínské lidové republiky byla příslibem posílení česko-čínských ekonomických a politických vztahů. (MFCR, ©2016)

V České republice existuje Asociace českého papírenského průmyslu (AČPP), která sdružuje právnické a fyzické osoby podnikající v oblasti papírenského průmyslu. Asociace reprezentuje své členy při jednání se státními orgány, odborovými a mezinárodními organizacemi. Podobnou institucí je rovněž Svaz průmyslu papíru a celulózy. V evropském měřítku pak existuje Konfederace evropských papírenských průmyslů (CEPI). Všechny tyto instituce se podílejí na legislativním rámci, který upravuje papírenský průmysl. (ACPP, ©2008)

Ekonomické faktory

Díky provázanosti trhů má smysl sledovat ukazatele na celostátní úrovni, neboť ty se projevují i na hospodaření sledovaného podniku. Predikce vybraných makroekonomických ukazatelů může pomoci při určování dalšího vývoje sledované firmy.

Tab. 1. Vývoj a predikce vybraných ekonomických ukazatelů

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015	predikce		
						2016	2017	2018
Růst HDP (%)	2	-0,9	-0,5	2	4,3	2,7	2,6	2,5
Nezaměstnanost (%)	6,7	7	7	6,1	5,1	4,7	4,6	4,5
Inflace (%)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,5	1,6	1,9
Dlouh. úrokové sazby (%)	3,7	2,8	2,1	1,6	0,6	0,7	1,2	1,8
Kurz CZK/EUR	24,6	25,1	26	27,5	27,3	27	26,7	26,5

Zdroj: Ministerstvo financí ČR, ©2016; vlastní zpracování

Hrubý domácí produkt podává základní obraz o hospodaření státu. Představuje výkonnost dané ekonomiky. Z tabulky je patrné, že propad HDP v letech 2012 a 2013 měl vliv i na celkovou nezaměstnanost republiky, která se zvýšila na 7 %. Za tímto propadem stálo zhoršení ekonomiky Německa, na které je český trh závislý a celková krize v eurozóně. Konkrétně firma XY leží v Olomouckém kraji, který patří ke krajům s nejvyšší nezaměstnaností. Okres Šumperk je pak se svou průměrnou nezaměstnaností okolo 9 % horším průměrem. Dle prognóz ČNB, bude nezaměstnanost nadále mírně klesat.

Velký růst HDP v roce 2015 byl ovlivněn výrazným propadem ceny ropy, která spadla z cca 110 USD za barel na v průměru 50 USD za barel. Což je propad o více než 50 % za pouhý rok. Zlevnění cen ropy má za následek zlevnění cen benzínu a dalších komodit, které se z ropy produkují, což znamená pro české firmy snížení nákladů a možnost dalších investic. V roce 2016 došlo k prohloubení poklesu cen ropy pod 30 USD za barel a minimálně do konce roku 2016 se růst cen nepředpokládá. Dle Ministerstva financí ČR byly dalšími podněty pro růst HDP čerpání prostředků z fondů EU, které bylo možno čerpat jen do konce roku 2015, a přesunutí výnosu spotřební daně z roku 2014 do 2015 dle aktuálního principu.

Díky snížení cen ropy došlo také k 60% snížení cen plynu a 40% snížení cen elektřiny v posledních dvou letech. I nadále se dá očekávat jejich pokles. Ceny vstupů mají vysokou volatilitu. Má smysl sledovat vývoj cen energií a surovin, neboť ty tvoří největší podíl nákladů společnosti XY.

Ceny ropy mají vliv i na ostatní makroekonomické ukazatele. Díky ropné krizi je inflace nižší i přes snahy ČNB udržet ji kolem 2 %. V roce 2015 je druhou nejnižší hodnotou od vzniku samostatné ČR. Avšak dle predikce ČNB by měla inflace svého cíle v roce 2017 dosáhnout.

Z tabulky je patrné oslabování koruny do roku 2014, což bylo cíleno intervencí ČNB koncem roku 2013. Důsledkem mělo být uvolnění měnové politiky a zvýšení inflace po poklesu české ekonomiky v letech 2012 a 2013. Pro společnost XY, která je závislá na exportu, je vývoj koruny velmi důležitý. Oslabení kurzu zvýhodnilo český export. ČNB ve svém prohlášení konstatovala, že neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017, avšak šance na jeho využití se snížila. Od roku 2014 je patrné opětovné posilování koruny.

Dlouhodobé úrokové sazby se pohybují na svých minimech. ČNB se tak snaží rozdmýchat českou ekonomiku, neboť peníze jsou levné a firmy si tak mohou půjčovat prostředky od bank a dále investovat. Dle prohlášení ČNB by úrokové sazby na svých minimech měly dále zůstat. Diskutuje se dokonce o minusových sazbách.

Nepříznivým faktorem, který se v roce 2015 stal více zřetelným, je migrační krize způsobená konflikty na Blízkém východě. Nejvíce je touto krizí zasažena ekonomika Německa, se kterou je úzce spjata i ekonomika ČR. Díky provázanosti obou ekonomik a silným zastoupením automobilového průmyslu v české ekonomice by dalším negativním rizikem mohla být kauza výše emisí některých motorů koncernu Volkswagen. Dalším problémem je stále zpomalování růstu čínské ekonomiky v důsledku turbulencí na čínských burzách, které trvá od poloviny roku 2015, což představuje velké riziko pro světový obchod. (MFCR, ©2016; ČNB, ©2013-2016)

Socio-kulturní faktory

Dle přehledů Českého statistického úřadu počet obyvatel ve vesnici, kde firma XY leží, je od roku 2005 přibližně konstantní – kolem 900 obyvatel. Struktura obyvatel okresu Šumperk, ve kterém firma XY leží, má největší zastoupení v produktivním obyvatelstvu (15-64 let) 67 %, avšak v průběhu let dochází k jistému zvyšování skupiny seniorů nad 65 let. Dokazuje to stárnutí populace. (ČSÚ, ©2016)

Příležitostí pro firmu XY jsou absolventi oboru Obalové techniky na Střední škole polygrafické v Olomouci. Vhodnými kandidáty jsou rovněž absolventi průmyslové školy v Šumperku, či absolventi Pardubické univerzity oboru chemie a technologie papíru a celulózo-

vých materiálů. V blízkosti firmy XY leží však velká montovna automobilů, která firmě přebírá zaměstnance.

Výrobky firmy XY jsou využívány v řadě oblastí jako je potravinářství – sáčky a papíry k balení potravin, v tabákovém průmyslu – papír k balení krabiček cigaret, či ve zdravotnictví sterilizační sáčky. Jedná se o perspektivní oblasti.

Management společnosti může zjišťovat novinky a statistiky také v časopise Papír a celulóza, který se věnuje papírenskému průmyslu a vychází i ve formátu PDF na internetu.

Technologické faktory

Zpracovatelský průmysl v oblasti výroby papíru a výrobků z něj je technologicky velmi náročný. Výroba papíru prochází mnoha kroky. Vstupním materiálem je celulóza či sběrný papír (firma XY jej nakupuje od dodavatelů, nevyrábí si je sama), které nejprve rozvlákní stroj zvaný rozvlákňovač (sběrný papír se navíc musí protřídít v separátoru), poté se vlákna namelou v mlecí lince a tato směs putuje do papírenského stroje, kde se nejprve smíchá s vodou (firma XY leží na jednom rameni řeky Moravy, z níž čerpá vodu, kterou si ale čističkou recykluje). Tento roztok, který tvoří z téměř 99 % voda a zbytek papír, prochází výrobou tak, aby se složení a struktura změnila na 95 % papíru a 5 % vody. Tomu napomáhá síto, které zachytí drobné kousky papíru, které se pak slisují, a takto vzniklý papír se přes sušicí válec, kde se pomocí páry odpaří zbytek vody, navíjí do role. Role papíru se poté převíjí na různé šíře a průměry. Když je produkt připraven k distribuci, prochází baličím strojem.

Pro tisk na papíry je nutná speciální tiskárna tzv. flexografická, která je schopná tisknout čtyřmi barvami, které musí být bezpečné i pro potravinářský průmysl. Díky flexografii se dá tisknout z výšky velký formát měkkého materiálu.

Ekologické faktory

Zpracování papíru si také klade velký důraz na vytvoření ekologické politiky firmy. Firma XY se na základě smlouvy s autorizovanou obalovou společností zavázala zajišťovat zpětný odběr a využití odpadu z obalů. Díky recyklaci tak firma ušetří jak životní prostředí, tak i náklady na koupi nových surovin. V rámci životního prostředí firma XY také na svých stránkách deklaruje, že produkované obaly jsou v souladu se zákonem č. 477/2001 Sb. o obalech. Obsah nebezpečných látek a těžkých kovů je dle zákona vyloučen. (webové stránky firmy XY)

Přísné mezinárodní a národní předpisy, jako např. nařízení EU 1831/2003 a ekvivalentní požadavky úřadu pro kontrolu potravin a léčiv FDA ve Spojených státech mají za cíl zajistit, aby se do potravin nepřenášely nežádoucí látky. Tyto normy se přijímají po celém světě s cílem zajistit integritu materiálů, které jsou ve styku s potravinami, jako např. potravinářské obaly. Evropská unie také nařizuje, že se při výrobě papíru musí použít ze 66 % sběrový papír. (ACPP, ©2008)

Trendem poslední doby je návrat k balení potravin do papíru hlavně na západě Evropy i v USA. Je tomu tak hlavně díky snadnější a ekologičtější recyklaci papíru. Například v Itálii od 1. 1. 2011 zakázali obchodníkům nabízet igelitové tašky v obchodech.

7.1.2 Vymezení relevantního trhu

Vymezení trhu je důležitým krokem, který souvisí s vnější analýzou podniku. Hlavní činností firmy XY je produkce papíru a výrobků z papíru, konkrétně obalových papírů. Tato činnost spadá dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE a klasifikace produkce CZ-CPA do sekce C Zpracovatelského průmyslu. Tuto sekci je možné dělit dále na oddíly číslo 10 až 33. Pro vypracování strategické analýzy je brán jako srovnatelný trh oddíl č. 17, tedy výroba papíru a výrobků z papíru. Tento oddíl se dále dělí na dvě skupiny. První skupinou je (17.1) výroba buničiny, papíru a lepenky a druhou skupinou je (17.2) výroba výrobků z papíru a lepenky. Produkce firmy XY pak spadá do podskupin (17.12) výroba papíru a lepenky a (17.21) výroba vlnitého papíru a lepenky, papírových a lepenkových obalů. Má tedy zastoupení v obou skupinách.

Výroba papíru patří k malým, ale významným odvětvím zpracovatelského průmyslu. Jeho výrobky nacházejí uplatnění v ostatních sektorech zpracovatelského průmyslu, nejvíce jako obalové materiály. (MPO, ©2015)

Tabulka níže vyjadřuje relevantní trh v hmotných jednotkách (tuny) produkce **obalových materiálů papíru a lepenky** v České republice.

Tab. 2. Produkce relevantního trhu

Rok	ČR	
	Produkce (t)	Tempo růstu
2011	514 341	x
2012	539 426	4%
2013	496 260	-9%
2014	577 913	17%

Zdroj: Eurostat, ©2015; vlastní zpracování

Další tabulka již vyjadřuje peněžní vyjádření relevantního trhu. V tabulce jsou uvedeny tržby oddílu 17 – Výroba papíru a výrobků z papíru a tržby oddílu 17.1., do kterého spadá 75% část produkce firmy XY. Jedná se tedy o relevantní trh.

Tab. 3. Tržby relevantního trhu

Rok	Tržby (mil. Kč)		Tempo růstu
	Oddíl 17	Oddíl 17.1.	
2008	55 046	20 092	X
2009	48 222	17 601	-12,40%
2010	53 937	19 687	11,83%
2011	55 467	20 245	2,86%
2012	56 360	20 571	1,61%
2013	57 512	20 992	1,51%
2014	63 563	23 200	11,10%
2015	61 112	22 306	-3,85%

Zdroj: MPO ©2015, vlastní zpracování

7.1.3 Analýza atraktivity trhu

Po kvantitativním vyjádření trhu je na řadě analýza a vyjádření kvalitativní. Kvalitativně trh vyjádříme pomocí analýzy atraktivity trhu. Hodnotí se faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možnosti prodeje.

Trh zpracování papíru je velký, neboť jejich produkce se z ČR exportuje do EU, potažmo do celého světa. Trh dosahuje v dlouhodobějším měřítku růstu. Napomáhá tomu jistě trend využívání ekologičtějších papírových obalů namísto plastových. Díky tomu, že trh roste, intenzita konkurence není tak silná. To potvrzují stránky Obalového portálu, kde se píše, že na českém trhu chybí kapacity na zpracování sběrového papíru. Výroba papíru pokrývá pouze polovinu spotřeby. Panorama zpracovatelského průmyslu uvádí, že v ČR se nachází pouze 3 velké firmy (nad 250 zaměstnanců), které spadají do oddílu 17.1. Převažují mikro a malé podniky, tedy rodinné firmy. (Volek, 2015)

Navíc tento sektor není atraktivní pro velké hráče, neboť firmy v tomto odvětví neprodukují velké objemy tržeb a zisku ve srovnání s ostatními odvětvími zpracovatelského průmyslu. Rovněž rentabilita vlastního kapitálu v odvětví nepatří k největším. Toto tvrzení dokazuje tabulka níže, která porovnává ROE oddílu výroby papíru a papírenských výrobků (17) s oddílem výroby pryžových a plastových výrobků (22) a s oddílem výroby nábytku (31).

Tab. 4. Srovnání ROE odvětví zpracovatelského průmyslu (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
17	8,74	8,90	10,08	8,06	9,88	7,64	9,68
22	12,16	14,87	18,22	18,51	19,41	21,02	24,39
31	13,23	7,7	8,74	9,5	11,16	11,14	15,16

Zdroj: MPO ©2015, vlastní zpracování

Bariéry vstupu na trh jsou značné, vstup vyžaduje vysoké investice do zařízení, které je třeba k výrobě papíru a výrobků z něj (papírenský stroj, sádkový stroj, rozvlákňovač, mlýn, atd.), což lze hodnotit kladně, neboť další potencionální konkurenti mají ztížené podmínky. Substituty papíru jsou plasty a hliník. Papír je ale z těchto surovin nejekologičtější a nejlépe recyklovatelný.

Regresní a korelační analýzou se podařilo prokázat 85% korelaci HDP a tržeb relevantního trhu, což se dá hodnotit kladně, neboť v dalších letech se předpokládá rostoucí trend HDP.

Zákazníci trhu jsou hlavně firmy, jež tvoří další články ve výrobě papírenských produktů, které zpracovávají z papíru. Menší podíl zákazníků tvoří maloobchod či velkoobchod, do kterých se papír dodává jako obalový materiál k balení potravin či průmyslové produkce. Struktura zákazníků je tvořena větším množstvím menších zákazníků, což je dobré pro diverzifikaci rizika nesplácení pohledávek.

Tab. 5. Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria aktivity							Váha x body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3						X		15
Velikost trhu	2						X		10
Intenzita konkurence	3					X			12
Průměrná rentabilita	2			X					4
Bariéry vstupu	1							X	6
Možnosti substituce	1				X				3
Citlivost na konjunkturu	1						X		5
Struktura zákazníků	2						X		10
Vlivy prostředí	1				X				3
Celkem	16								68

Zdroj: Mařík et. al., 2007, s. 66; vlastní zpracování

Dosažené hodnocení $68/96 = 0,7083 = 70,83\%$

Dle analýzy se atraktivita trhu pohybuje nad průměrem.

7.1.4 Prognóza vývoje trhu

Při zjišťování tržní hodnoty oceňovaného podniku se musí prognóza dalšího vývoje trhu opírat o data a výhledy, která zastává odborná veřejnost. Dle stránek Ministerstva obchodu a průmyslu má papírenská výroba optimistické výhledy do dalších let. Je tomu tak proto, že vychází z tuzemských obnovitelných surovin a rovněž si sama může recyklovat svou produkci.

Vývoj tržeb relevantního trhu – trhu (17.1.) výroba buničiny, papíru a lepenky je podkladem pro určení dalšího vývoje tržeb firmy XY. Pro prognózu vývoje trhu je třeba najít určitou souvislost s některým z národních ukazatelů, například s HDP. Pomocí programu XL Statistics se podařilo prokázat 85% korelaci mezi HDP a tržbami relevantního trhu. Predikce HDP je převzata z predikce Ministerstva financí ČR.

Tab. 6. Prognóza vývoje relevantního trhu

	Rok	HDP (b.c.)		Průměrné tempo růstu	Tržby oddílu 17.1.	
		Mil. Kč	Tempo růstu		Mil. Kč	Tempo růstu
Skutečnost	2010	3 954 000	x	2,52%	19 687	x
	2011	4 023 000	2,0%		20 245	2,9%
	2012	4 041 900	0,6%		20 571	1,6%
	2013	4 077 300	1,0%		20 992	1,5%
	2014	4 261 100	4,4%		23 200	11,1%
	2015	4 467 100	4,6%		22 306	-3,9%
Predikce	2016	4 657 000	4,0%	3,83%	22 996	3,1%
	2017	4 831 000	3,7%		23 867	3,8%
	2018	5 002 000	3,8%		24 722	3,6%

Zdroj: Predikce MF ČR, vlastní zpracování

Prognóza tržeb relevantního trhu byla dopočítána na základě funkce, která byla určena programem XL Statistics:

$$Trh = 0,005 * HDP - 288,279$$

10

7.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly firmy XY

Tato analýza by měla zodpovědět otázku, do jaké míry je podnik schopen využít rozvíjející se trh a příležitosti okolního prostředí, a jak je schopen čelit konkurenci a hrozbám. Tím pádem, zda podnik svoji pozici na trhu v budoucnu udrží, ztratí či posune dál.

7.2.1 Stanovení tržního podílu firmy XY

Tržní podíl firmy XY byl určen jako podíl jejich tržeb na tržbách relevantního trhu 17.1. Oceňovaná firma XY je malým výrobcem papíru, její podíl na trhu se však v jednotlivých letech fungování zvyšuje.

Tab. 7. Tržní podíl firmy XY

Rok	Tržby v mil Kč		Tržní podíl firmy XY
	Oddíl 17.1.	Firma XY	
2008	20 092	x	x
2009	17 601	x	x
2010	19 687	x	x
2011	20 245	x	x
2012	20 571	x	x
2013	20 992	191,294	0,91%
2014	23 200	501,835	2,16%
2015	22 306	532,336	2,38%

Zdroj: vlastní zpracování

7.2.2 Identifikace hlavních konkurentů firmy XY

Ačkoliv v okolí firmy XY jsou další tři papírny, firmy si kromě vzájemného přebírání zaměstnanců nijak nekonkurují. Všechny tři papírny se totiž specializují na jiné druhy výrobků z papíru. Na státní úrovni má firma XY konkurenci ve firmě JIP – Papírny Větrní, a.s. a ve firmě Mondi Štětí, a.s. Firma XY má konkurenci také v Evropě, jsou jí firmy, které se zaměřují na výrobu obalových produktů z papíru stejně jako firma XY.

- Francie - Papeterie de Raon
- Německo - Grünwald Papier
- Itálie - Cartiera Lucchese (ta se navíc zaměřuje na výrobu hygienického papíru)
- Nizozemí - Papierfabriek Doetinchem

7.2.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly firmy XY

Vnitřní prostředí firmy XY je analyzováno pomocí tabulek po vzoru knihy Maříka (2007, s. 82-91). Nejprve je třeba si uvědomit, že oceňovaná firma XY se nachází ve vývojové fázi života podniku v období rozvoje.

Konkurenční síla firmy XY je posouzena dle tabulek, které hodnotí buď přímé či nepřímé faktory, které ovlivňují rozdělení tržních podílů. Výsledné zhodnocení by mělo jasně určit,

zda je firma XY ve sledovaných faktorech silná či ne, a tedy jaký podíl pro ni připadá do budoucna.

a) Management firmy XY

Tab. 8. Hodnocení kvality managementu

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Schopnost tvořit vize	Žádné					X			Jasná vize
Schopnost tvořit strategie	Žádná					X			Jasná strategie
Schopnost prognózovat	Špatná					X			Mimořádná
Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické						X		Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné				X				Pravidelné, obsáhlé
Styl vedení, hodnoty	Přetížené vedení				X				Jasná kompetence
Osobní kvalifikace	Nedostatečná						X		Vysoce kvalifikovaný
Schopnost se učit	Tíhnutí ke starému				X				Zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost						X		Rychlé rozhodování
Vyváženost tech. a eko. hledisek	Jednostrannost				X				Ovládá obě oblasti
Četnost bodů					4	3	3		39
Body * četnost					12	12	15		

Zdroj: Mařík, 2007, s. 82, vlastní zpracování

Průměrný počet bodů = $39/10 = 3,9$. Management podniku lze hodnotit jako lehce nadprůměrný.

b) Personál firmy XY

Tab. 9. Hodnocení personální oblasti

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Kvalifikace a fluktuace									
Závislost na klíčových odbornostech	Vysoká závislost				X				Nízká závislost
Kvalifikace personálu	Není kvalifikovaný				X				Potřebně kvalifikovaný
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace						X		Nízká fluktuace
Klima v podniku									

Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra					X			Spokojenost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota				X				Iniciativa, vstřícnost
Osobní náklady									
Relativní vývoj osobních nákladů	Rostou rychleji jako produktivita práce					X			Vývoj přiměřený
Náklady na školení	Minimální				X				Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů					4	2	1		25
Body * četnost					12	8	5		

Zdroj: Mařík, 2007, s. 87; vlastní zpracování

Průměrný počet bodů: $25/7 = 3,6$. Personál lze hodnotit jako průměrný

c) Dlouhodobý majetek a investice firmy XY

Tab. 10. Hodnocení DM a investic

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Přiměřenost kapacit	Nedostatečné příliš nevyužité						X		Optimální
Technická úroveň DM	Velmi zastaralá			X					Modernější
Stav údržby	Zanedbanost				X				Pečlivá údržba
Fundovanost posuzování investic	Posouzení „od oka“						X		Standardní kritéria
Investiční controlling	Žádný		X						Průběžná kontrola a hodnocení
Přiměřenost investic	Nedostatečná				X				Přiměřená rozvoji
Četnost bodů			1	1	2		2		19
Body * četnost			1	2	6		10		

Zdroj: Mařík, 2007, s. 88; vlastní zpracování

Průměrný počet bodů: $19/6 = 3,2$. Stav dlouhodobého majetku a investic lze hodnotit jako průměrný.

d) Přímé faktory a souhrnné vyhodnocení konkurenční síly

V následující tabulce jsou zahrnuté dosud zhodnocené nepřímé faktory a zhodnocené přímé faktory, které přímo vnímá zákazník firmy XY.

Tab. 11. Hodnocení přímých faktorů

Kritérium	Hodnocení						
	Konkurence			Průměr		Podnik	
	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 firmy		X					
Servis a služby							X
Nepřímé faktory							
Kvalita managementu					X		
Výkonný personál				X			
Majetek a investice				X			
Finanční situace				X			
Četnost bodů		1	1	5	1	2	2
Body * četnost		1	2	15	4	10	12

Zdroj: Mařík, 2007, s. 89,90; vlastní zpracování

Autor Mařík (2007, s. 80) vysvětluje, pokud se konkurenční síla pohybuje mezi 40-60 %, podnik si svou pozici na trhu udrží.

Podnik XY dosáhl v provedené analýze 44 bodů z celkových 72 bodů, což je 61 %. Z toho vyplývá, že si podnik svůj podíl na trhu v budoucnu nejen obhájí, ba co víc, měl by svůj podíl na trhu lehce zvyšovat, čemuž napovídá i fakt, že jde o firmu v životní fázi růstu.

Konkurenční síla a výhoda firmy XY tkví jednoznačně v samotných produktech, které je schopna firma nabízet zákazníkům přesně podle jejich představ. Servis, služby a samotné výrobky jsou velmi flexibilní. Výrobky jsou ve srovnání s konkurencí také kvalitní (recykláty). Výhodná je rovněž poloha firmy.

Firma by se naopak měla snažit více prosazovat v oblasti marketingu, zvláště když je na trhu novou, vzrůstající firmou. Rovněž by se měla více zaměřit na oblast controllingu a investic. Měla by také zlepšit motivační program pro své zaměstnance, aby již blízká montovna automotive nebyla pro firmu XY konkurencí v přebírání zaměstnanců.

Když k uvedenému připočítáme fakt, že firma je v životní fázi rozvoje, ve které dochází k růstu, lze předpokládat, že podíl firmy bude v následujících letech mírně růst.

Tab. 12. Dosavadní vývoj a predikce tržního podílu firmy XY

Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržní podíl	0,91%	2,16%	2,38%	2,45%	2,50%	2,55%	2,6%

Zdroj: vlastní zpracování

7.3 Prognóza tržeb firmy XY

Na základě předchozí analýzy bylo zjištěno, že trh, v němž podnik XY funguje, je nadprůměrně atraktivní (70,83%). Konkurenční síla je mírně nad průměrem konkurentů (61 %) a do budoucna by si měl podnik minimálně svou pozici na trhu udržet. Podle „bostonské“ matice (Mařík, 2007, s. 93) spadá analyzovaný podnik XY do sektoru 4 – 5, Podniky s přijatelnou až dobrou perspektivou. Byla tedy splněna podmínka dlouhodobé existence podniku - going concern.

Prognóza tržeb je odvozena z prognózy relevantního trhu a předpokládaného růstu tržního podílu firmy XY, který se odvíjí od analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly. Tempo růstu tržeb bylo zjištěno dle vzorce:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} * \text{Index změny tržního podílu}) - 1 \quad 11$$

Tab. 13. Prognóza tempa růstu tržeb firmy XY

	Rok	Oddíl 17.1.		Tržní podíl	Firma XY	
		Mil. Kč	Tempo růstu		Tempo růstu	Mil. Kč
Minulost	2013	20 992	1,51%	0,91%	x	201,487
	2014	23 200	11,10%	2,16%	262%	533,950
	2015	22 306	-3,85%	2,38%	6,08%	551,648
Predikce	2016	22 996	3,1%	2,45%	6,13%	585,464
	2017	23 867	3,8%	2,50%	5,91%	620,065
	2018	24 722	3,6%	2,55%	5,67%	655,223

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné tempo růstu tržeb firmy XY v letech 2013-2015 bylo 134 %. Průměrné tempo růstu tržeb firmy XY v letech 2016-2018 se předpokládá ve výši 5,9 %.

8 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza by měla ohodnotit finanční zdraví podniku a položit základ pro vytvoření finančního plánu společnosti. Zhodnocení finančního zdraví podniku by se rovněž mělo zpětně projevit ve výroku o perspektivnosti podniku. Rovněž by měla být podkladem pro stanovení rizika firmy XY. Finanční analýza je provedena za období 2013-2015.

8.1 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální a vertikální analýzu provedeme u výkazů rozvahy všech tří let. Zhodnotíme, jak se hlavní položky vyvíjely v čase a jak svou výší byly pro hodnocení finančního zdraví podniku podstatné.

8.1.1 Analýza rozvahy

Analýza rozvahy je rozdělena na dvě části – analýza aktiv a pasiv. Největší hodnotu dosahoval majetek firmy v roce 2014, kdy nastal i nejvyšší nárůst. U aktiv je na první pohled patrné, že ve všech letech převažují oběžná aktiva nad dlouhodobým majetkem, konkrétně tvoří kolem tří čtvrtin celkových aktiv, na dlouhodobý majetek připadá jedna čtvrtina. Hodnota dlouhodobého majetku se v letech díky odpisům ještě víc snižuje. Firma by měla do této části aktiv určitě směřovat své investice, neboť takový poměr není typický pro výrobní firmu, ale spíše pro firmy obchodní. V obou letech se tak stalo, firma investovala úměrně svým možnostem. V roce 2014 firma nakoupila software a rovněž investovala do vozového parku v hodnotě 620 tisíc. V roce 2015 zakoupila v hodnotě 3 milionů detekční rám pro detekci vad, čímž zvýšila kvalitu výrobků. Majetek společnosti je poměrně zastaralý, firma jej odepisuje zrychleně.

Z oběžných aktiv tvoří největší část zásoby a krátkodobé pohledávky. Zásoby tvořily v roce 2014 dokonce téměř 44 % celkových aktiv, na čemž se podílely hlavně zásoby materiálu, avšak v roce 2015 se jejich hodnota opět snížila. Stav zásob během roku velmi kolísá, což je způsobeno hlavně strategickými nákupy firmy v důsledku volatility cen surovin. Krátkodobé pohledávky se v jednotlivých letech zvyšují a představují cca třetinu celkových aktiv. Z 80 % jsou to pohledávky vůči odběratelům, zbytek tvoří daňové pohledávky. Krátkodobý finanční majetek také v letech roste, ale tvoří jen malou část celkových aktiv. Časové rozlišení tvoří hlavně náklady příštích období, které představují pojištění majetku a jsou účtovány do roku, se kterým věcně a časově souvisí.

Tab. 14. Zjednodušená rozvaha – aktiva firmy XY (tis. Kč)

	2013	2014	2015
Aktiva	130 646	170 948	162 920
DM	38 036	35 567	33 155
DNM	0	2 670	2 495
DHM	38 036	32 897	30 660
Oběžná aktiva	92 294	135 217	129 576
Zásoby	46 642	74 226	54 116
Krátkodobé pohledávky	45 167	58 424	71 059
Krátkodobý finanční majetek	485	2 567	4 401
Časové rozlišení	316	164	189

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 15. Horizontální a vertikální analýza aktiv firmy XY (%)

	2013	2014	2015	13/14	14/15
Aktiva	100	100	100	30,85	-4,70
DM	29,11	20,81	20,35	-6,49	-6,78
DNM	0	1,56	1,53	x	-6,55
DHM	29,11	19,24	18,82	-13,51	-6,80
Oběžná aktiva	70,64	79,10	79,53	45,51	-4,17
Zásoby	35,70	43,42	33,22	59,14	-27,09
Krátkodobé pohledávky	34,57	34,18	43,62	29,35	21,63
Krátkodobý finanční majetek	0,37	1,50	2,70	29,28	71,45
Časové rozlišení	0,24	0,10	0,12	-48,10	15,24

Zdroj: vlastní zpracování

Stejně jako v průběhu let rostla aktiva, rostla proporčně i pasiva společnosti, aby bylo zajištěno zlaté bilanční pravidlo. Při nahlédnutí do druhé části rozvahy, do struktury kapitálu, který kryje majetek, je patrné, že podíl vlastního kapitálu ku cizímu je ve všech sledovaných letech přibližně stejný, a to 10-15 % ku 90-85 %. Vlastní kapitál má rostoucí tendenci, a to díky realizovaným ziskům v posledních dvou letech a snižujícím se bankovním úvěrům. Základní kapitál společnosti je v hodnotě 30 milionů, který zůstává po analyzovaných letech v konstantní výši. Firma XY generovala zisk v letech 2014 a 2015 a ztrátu v prvním roce fungování, která byla způsobena hlavně rozjezdem výroby v závodě, kde byla přerušena výroba. Firma musela investovat značné obnosy do oprav strojů. Firma si tyto výsledky hospodaření ponechává na položce nerozdělených zisků či ztrát z minulých let a kumuluje je.

Z cizích zdrojů mají největší zastoupení krátkodobé závazky, které dokonce v roce 2014 měly téměř 50% nárůst. Tato skutečnost spolu s vývojem výsledku hospodaření svědčí

o tom, že v roce 2014 došlo k velkému množství zakázek. Naopak dlouhodobé závazky se podařilo za dva roky fungování firmy z 12 milionů snížit na nulu. Z krátkodobých závazků firma nejvíce dluží svým dodavatelům, hlavně mateřské společnosti, která je hlavním dodavatelem surovin. Jsou tu ale zastoupeny dluhy vůči svým zaměstnancům a státu ve formě daní z příjmů. Velké zastoupení v cizích zdrojích mají také bankovní úvěry a to převážně ty krátkodobé, které tvoří kontokorentní úvěr u České spořitelny, který slouží pro pokrývání provozních potřeb. Dlouhodobé úvěry se daří splácet a klesají tak. Rezervy společnost netvoří.

Tab. 16. Zjednodušená rozvaha – pasiva firmy XY (tis. Kč)

	2013	2014	2015
Pasiva	130 646	170 948	162 920
Vlastní kapitál	13 171	22 870	24 617
Základní kapitál	30 000	30 000	30 000
Výsledek hospodaření min. let	x	-16 829	-7 278
Výsledek hospodaření běžného období	-16 829	9 699	1 895
Cizí zdroje	116 019	147 617	137 934
Dlouhodobé závazky	11 419	57	0
Krátkodobé závazky	85 877	127 080	122 790
Bankovní úvěry a výpomoci	18 723	20 480	15 144
Bankovní úvěry dlouhodobé	6 838	903	1 669
Bankovní úvěry krátkodobé	11 885	19 577	13 475
Časové rozlišení	1 456	461	369

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 17. Horizontální a vertikální analýza pasiv firmy XY (%)

	2013	2014	2015	13/14	14/15
Pasiva	100	100	100	30,84	-4,7
Vlastní kapitál	10,08	13,38	15,11	73,64	7,64
Základní kapitál	22,96	17,55	18,41	0	0
Výsledek hospodaření min. let	x	-9,84	-4,47	x	56,75
Výsledek hospodaření běžného ob.	-12,88	5,67	1,16	158	-80,46
Cizí zdroje	88,80	86,35	84,66	27,24	-6,56
Dlouhodobé závazky	8,74	0,03	0	-99,5	-100
Krátkodobé závazky	65,73	74,34	75,37	47,98	-3,38
Bankovní úvěry a výpomoci	14,33	11,98	9,30	9,38	-26,04
Bankovní úvěry dlouhodobé	5,23	0,53	1,02	-86,79	84,83
Bankovní úvěry krátkodobé	9,10	11,45	8,27	64,72	-31,17
Časové rozlišení	1,11	0,27	0,23	-68,34	-19,96

Zdroj: vlastní zpracování

8.1.2 Analýza výkazu zisku a ztrát

Z výkazu zisku a ztrát je díky vysokým výkonům jasné, že se jedná o firmu výrobní, naproti tomu obchodní marže z prodeje zboží zastává jen malou část, která se však rok od roku zvyšuje. Zboží společnosti tvoří vyrobené papíry v rolích, které společnost prodává k externímu zpracování, následně jej zpětně odkoupí a prodá dále. Nejvyšší položkou jsou tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které v roce 2014 stouply dokonce o téměř trojnásobek. Všechny hodnoty, které souvisí s výrobou, jsou v roce 2014 zvýšené, což signalizuje, že firma XY měla v tomto roce opravdu velké množství zakázek. I aktivace vzrostla z roku 2013 na rok 2014 téměř čtyřikrát, ale její podíl na celkových výkonech je zanedbatelný. Velmi vysoká je položka změny stavu zásob vlastní činnosti v roce 2013, což bylo způsobeno snížením prodeje ke konci tohoto roku a nahromadění zásob na skladě. I díky tomu firma vykazovala tak vysokou ztrátu.

S rostoucí výrobou vzrostly o stejný poměr také náklady na energii, které zaujímají ve výkonové spotřebě téměř 90 %. Současně se jedná o největší nákladovou položku, neboť energie spotřebovaná při výrobě papíru je značná. Plyn se využívá při výrobě páry k sušení papíru, elektřinou se pohání veškerá mechanika včetně čerpadel na čištění vody. Zbytek z výkonové spotřeby tvoří náklady na služby, které firma platí hlavně za generální opravy a údržbu strojů, dále za distribuci svých výrobků přepravním společností, a také úhrady personálním agenturám za využívání jejich zaměstnanců.

Je logické, že podle uvedeného byl nejvyšší nárůst přidané hodnoty podnikem v roce 2014, a to čtyřnásobný, v tomto roce firma měla také nejvyšší nárůst podílu na trhu. Rok 2015 zaznamenal lehký pokles, což bylo způsobeno menším množstvím zakázek v tomto roce, což potvrzuje snížení tokové položky změna stavu zásob vlastní výroby.

Osobní náklady v jednotlivých letech rostly, ačkoliv stav zaměstnanců byl prakticky neměnný. Firma si v roce 2014 kvůli většímu počtu zakázek najala agenturní zaměstnance, jejichž mzdy však vstupují do nákladů za služby, nikoliv do mzdových nákladů. Nárůst mezd je způsoben hlavně díky tlaku zvyšování mezd na trhu. Položka odměny členům orgánů společnosti je nulová, neboť vedoucí pracovníci ve firmě pracují jako zaměstnanci.

Firma v uplynulých letech realizovala také prodej dlouhodobého majetku či materiálu, za čímž stojí vzájemná pomoc okolním papírnám. Ostatní provozní náklady tvoří pojistné a manka a škody způsobené reklamacemi výrobků od zákazníků.

Finanční výsledek byl záporný hlavně v roce 2013, a to kvůli položce kurzové ztráty, za čím stálo oslabení koruny vůči euru, díky měnové intervenci ČNB. Firma nakupuje i prodává v eurech, avšak závazky v tomto roce převažovali nad pohledávkami, tudíž firma realizovala kurzovou ztrátu.

Tab. 18. Zjednodušený výkaz zisku a ztrát firmy XY (tis. Kč)

	2013	2014	2015
Obchodní marže	692	1 386	1 859
Výkony	208 413	512 825	532 336
Výkonová spotřeba	187 273	428 779	454 469
Přidaná hodnota	21 832	85 432	79 726
Osobní náklady	29 241	64 386	69 683
Daně a poplatky	36	87	112
Odpisy DM	3 109	5 759	5 309
Tržby z prodeje DM a materiálu	540	687	1 643
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	443	533	1 240
Změna stavu rezerv a OP	1 615	3 111	0
Ostatní provozní náklady/výnosy	-619	-1 769	-2 688
Provozní výsledek hospodaření	-12 691	10 474	2 337
Finanční výsledek hospodaření	-4 138	-775	-443
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-16 829	9 699	1 894
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	1
Výsledek hospodaření před zdaněním	-16 829	9 699	1 895

Zdroj: vlastní zpracování

8.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů by měla ještě více přiblížit finanční situaci analyzované společnosti. Zaměřila jsem se na nejčastěji používané analýzy rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity.

8.2.1 Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost, je schopnost podniku zhodnocovat vložené prostředky. Analyzovala se rentabilita aktiv, vlastního kapitálu a tržeb.

Tab. 19. Vývoj ukazatele rentability firmy XY

	2013	2014	2015
Rentabilita aktiv ROA	-9,71%	6,13%	1,43%
Rentabilita vlastního kapitálu ROE	-127,77%	42,41%	7,70%
Rentabilita tržeb ROS	-8,80%	1,93%	0,36%

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita společnosti se vyvíjí podle dosahovaných zisků v jednotlivých letech. V roce 2013 tudíž rentabilita aktiv, vlastního kapitálu i tržeb dosahuje záporných hodnot. S nejvyšším ziskem, potažmo rentabilitou, se setkáváme v roce 2014. V roce 2015 se opět snížila, a to kvůli rostoucím osobním nákladům a vysokým nákladům z důvodu generálních oprav.

Rentabilita vlastního kapitálu dosahovala v roce 2014 dokonce 42 %, k čemu dopomohla hlavně vysoká přidaná hodnota společnosti výrobou svých výrobků. V posledních dvou letech lze považovat podnikání společnosti za úspěšné, majitelé zhodnotili svůj majetek ve společnosti. Takovýto výnos by jim přitom nenabídla žádná bankovní instituce.

Když se nezahrne ztrátový rok 2013, podle rentability tržeb lze usoudit, že společnost průměrně vyprodukovala ze 100 Kč tržeb 1 Kč zisku. Stejně tak z 1 Kč vložených aktiv se průměrně vyprodukovalo 3,78 Kč zisku.

Je patrné, že výnosnosti jednotlivých položek jsou velmi nevyrovnané, což je pro začínající firmu obvyklé. Tato nejistota z dalších let a kolísavost by se měla zohlednit do míry rizika při dalším oceňování společnosti. Ve strategické analýze bylo uvedeno, že rentabilita odvětví je spíše nižší ve srovnání s ostatními odvětvími. Firma XY také nemá svou vlastní výrobu celulózy (nižší DM), kterou musí nakupovat od dodavatelů (vyšší náklady, nižší výsledek hospodaření), což rentabilitu ještě snižuje.

8.2.2 Ukazatele likvidity

Likvidita je schopnost podniku splácet své závazky. Rozlišuje se likvidita tří stupňů - běžná, pohotová, hotovostní. Čistý pracovní kapitál je kapitál, který v podniku neustále pracuje a obíhá. Vyrovnává nesoulad v rámci zlatého pravidla financování, že dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji, krátkodobý majetek krátkodobými zdroji.

Tab. 20. Vývoj ukazatele likvidity firmy XY

	2013	2014	2015
Běžná likvidita – 1. Stupně	0,944	0,922	0,951
Pohotová likvidita – 2. Stupně	0,467	0,416	0,554
Hotovostní likvidita – 3. stupně	0,005	0,018	0,032
Čistý pracovní kapitál - ČPK	-5468	-11440	-6689

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud by se měla hodnotit likvidita společnosti podle hodnot uvedených v literatuře, ani jedna úroveň likvidity nedosahuje doporučených hodnot a pohybuje se hluboko pod nimi. Za nízké hodnoty mohou velmi vysoké hodnoty krátkodobých cizích závazků, což dokazuje snížení hodnoty běžné likvidity v roce 2014 a samozřejmě k poměru těmto hodnotám nízké hodnoty zásob, pohledávek či krátkodobého finančního majetku. Likvidita je ve svém vývoji v prvních dvou úrovních relativně konstantní. Alespoň hotovostní likvidita v čase roste. Firma měla na konci roku 2013 na svém bankovním účtu k dispozici 400 tisíc, v roce 2015 už přes čtyři miliony. Jako ve všech analýzách vychází rok 2014 opět jako rok s dalším „nej“. V tomto roce díky nejvyšším stavům krátkodobých závazků dochází k nejnížší likviditě ze sledovaných roků.

Je chvályhodné, že firma zbytečně neváže své peněžní prostředky na místech, kde je nemůže nijak zhodnocovat, avšak stojí za zvážení, zda by neměla, pro zajištění budoucích plateb za své závazky, přesunout část svých prostředků na likvidnější pozice. Mohlo by se stát, že by v případě potíží musela začít rozprodávat své nelikvidní položky.

Čistý pracovní kapitál by měl dosahovat hodnot kladných, neboť všechny povinnosti splatné do jednoho roku (krátkodobé závazky) by měly být kryty aktivy, které je podnik schopen během jednoho roku převést na peníze (oběžná aktiva). Firma XY má čistý pracovní kapitál ve vysokých záporných hodnotách, což ohrožuje finanční zdraví podniku, neboť firma nemá peníze na své fungování. Vzniká jí tak nekrytý dluh, což je ale pro podobné firmy jev typický.

8.2.3 Ukazatele zadluženosti

Zadluženost podniku analyzuje kapitálovou strukturu společnosti. Stav kapitálové struktury podniku vyjadřuje, zda je podnik ve finanční rovnováze či nikoliv.

Tab. 21. Vývoj ukazatele zadluženosti firmy XY

	2013	2014	2015
Celková zadluženost	88,80%	86,35%	84,66%
Koeficient samofinancování	11,2%	13,65%	15,34%
Míra zadluženosti	8,81	6,45	5,60
Úrokové krytí	-65,76	14,10	5,40
Krytí dlouhodobého majetku VK	0,35	0,64	0,74
Krytí dlouhodobého majetku dl. zdroji	0,83	0,67	0,79
Finanční páka	9,92	7,47	6,62

Zdroj: vlastní zpracování

Stavu zadluženosti jsme si všimli už u analýzy pasiv. Podnik je z 85 % zadlužený, což je vysoká hodnota s porovnáním s hodnotami z literatury, které doporučují maximální zadlužení ve výši 60 %. Je však nutné podotknout, že cizí zdroje tvoří především závazky vůči mateřské společnosti, která je hlavním dodavatelem firmy XY, což riziko snižuje. Rovněž je pozitivní, že celková zadluženost v průběhu let klesá s tím, jak se výsledek hospodaření dostal do kladných hodnot a daří se tak splácet bankovní úvěry a závazky, a tím vzrůstá vlastní kapitál. Analogicky koeficient samofinancování v čase roste. Proto klesá i míra zadluženosti. V roce 2015 si byla firma z vlastních zdrojů schopna financovat 15 % celkových aktiv. S využitím cizích zdrojů je rovněž využívána finanční páka, jejíž nůžky se však s klesající zadlužeností přivírají.

Ukazatel úrokového krytí ukazuje, že kromě roku 2013, kdy podnik generoval ztrátu, byla společnost schopna vygenerovat dostatečný zisk, který by případně pokryl úroky z úvěrů a ještě by část zůstala na další investici či úhradu dalších závazků. Ukazatel splňuje i literaturou doporučené hodnoty – vyšší než 5, kterou v roce 2014 dokonce téměř třikrát překročil.

Ukazatel krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji nedosahuje hodnoty 1. Firma tedy nesplňuje zlaté pravidlo financování a podnik je podkapitalizovaný. V praxi to znamená, že podnik musí část dlouhodobého majetku hradit i krátkodobými zdroji, což dokazuje i záporný čistý pracovní kapitál. Společnost má spíše agresivnější strategii financování.

8.2.4 Ukazatele aktivity

Aktivitou podniku se rozumí, zda je podnik svou činností (aktivitou) schopen efektivně zhodnotit své aktivní položky. Hodnotí se obrat položek, neboli kolikrát za rok se dané aktivum využilo a přineslo peníze a doba obratu vyjadřuje, jak dlouho to trvalo.

Tab. 22. Vývoj ukazatele aktivity firmy XY

	2013	2014	2015
Obrat aktiv	1,46	2,94	3,26
Obrat zásob	4,10	6,76	9,81
Doba obratu aktiv	249	124	112
Doba obratu pohledávek z obch. vztahů	70	32	41
Doba obratu závazků z obch. vztahů	153	85	78
Doba obratu zásob	89	54	37

Zdroj: vlastní zpracování

Z obratu aktiv a zásob je patrné, že podnik svá aktiva umí využívat dobře a efektivně. Každým rokem je obrat vyšší, což se hodnotí určitě pozitivně. Největší nárůsty hodnot jsou opět v roce 2014, kdy firma svou výrobu navýšila, což se projevilo poklesem likvidity a nárůstem rentability. Všeobecně doby obratu položek klesají, což je pozitivní u aktivních položek. Toto klesání je způsobeno nárůstem tržeb.

Doba obratu pohledávek a závazků by se také dala nazvat jako doba splatnosti těchto položek. U pohledávek je žádoucí, aby byla tato doba co nejkratší, firma totiž chce inkasovat peníze od svých odběratelů co nejdříve. V roce 2013 byla doba splatnosti pohledávek průměrně dvouměsíční, v dalším roce tento ukazatel spadl o polovinu dolů na měsíční dobu, což je pozitivní. Ve srovnání s ostatními podniky je na tom firma XY dobře, možná právě díky většímu množství menších zakázek. Portfolio odběratelů je tak větší a riziko nesplacení faktur se diverzifikuje. Lehce prodloužená doba splatnosti také může být strategie firmy v konkurenčním boji.

Doba obratu závazků je poměrně vysoká, pohybuje se okolo dvou a půl měsíce. Firma však kupuje od svých dodavatelů suroviny (celulózu či sběrný papír) ve velkém množství, doby splatnosti se tedy budou pohybovat v delších časových intervalech. Vývoj však ukazuje postupné snižování doby obratu, firma se tak snaží splácet včas. Pozitivní je na tom i to, že firma tak využívá bezúplatného úvěrování od svých dodavatelů, především od mateřské společnosti.

8.3 Souhrnné ukazatele

Souhrnné ukazatele rozlišují zdravé a nemocné podniky pomocí jednoho výpočtu. Tyto ukazatele jsou spíše doplňující informací k analýze sledovaného podniku.

8.3.1 Z-skóre

Tab. 23. Vývoj souhrnného ukazatele Z-skóre firmy XY

	2013	2014	2015
(ČPK/A) * 0,717	-0,03	-0,05	-0,03
(nerozdělený zisk/A) * 0,847	-0,11	0,05	0,01
(EBIT/A) * 3,107	-0,30	0,19	0,04
(VK/CZ) * 0,42	0,05	0,07	0,07
(T/A) * 0,998	1,46	2,93	3,25
Z-skóre	1,07	3,19	3,35

Zdroj: vlastní zpracování

$Z > 2,9$ - uspokojivá finanční situace

$1,2 < Z \leq 2,9$ - nevyhraněná, tzv. „šedá“ zóna

$Z \leq 1,2$ - vážné finanční problémy

Podnik dosahoval v roce 2013 podle tohoto ukazatele finančních problémů, což bylo způsobeno generovanou ztrátou. V letech 2014 a 2015 se ale společnost vyšvihla až do zóny uspokojivé finanční situace. Za tento růst mohou hlavně vysoké tržby v tomto období a snížení zadluženosti. Nejhorší výsledky vykazuje podíl čistého pracovního kapitálu na aktivech firmy.

8.3.2 Index IN05

Tab. 24. Vývoj souhrnného ukazatele IN05 firmy XY

	2013	2014	2015
(A/Závazky) * 0,13	0,146	0,151	0,154
(EBIT/nákladové úroky) * 0,04	-2,630	0,564	0,216
(EBIT/A) * 3,97	-0,386	0,243	0,057
(Výnosy/A) * 0,21	0,329	0,647	0,717
(OA/krátkodobé závazky + BÚ) * 0,09	0,085	0,083	0,086
Index IN05	-2,456	1,687	1,229

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledku lze vidět, že nad horní hranicí 1,6 se firma nacházela pouze v roce 2014. V roce 2015 se nachází v šedé zóně, v roce 2013 hluboko pod spodní hranicí 0,9.

8.4 Závěrečné zhodnocení finanční analýzy

Souhrnné ukazatele zhodnotily podnik XY v posledních dvou letech jako podnik s uspokojivou finanční situací. V roce 2013 byl podnik ve finančních potížích, hlavně kvůli vysoké ztrátě. Při bližší analýze finančního zdraví za pomoci poměrových ukazatelů vyšel podnik ze tří analyzovaných let nejlépe v roce 2014. V tomto roce měla firma nejvíce zakázek, o čemž svědčí nárůst výrobků na skladě, závazků z obchodních vztahů a tržeb za prodané výrobky a nejvyšší generovaný výsledek hospodaření.

Magický trojúhelník vysvětluje vzájemný vztah mezi likviditou, výnosem (rentabilitou) a rizikem (zadlužeností). Podle něj nelze dosáhnout zároveň všech tří veličin, vzájemně se tedy vylučují. Toto pravidlo právě rok 2014 potvrzuje. Podnik v tomto roce sice nejvíce zhodnotil své vložené prostředky, avšak bylo to rok s nejnižší likviditou. Rovněž míra zadlužení dosahovala vyšších hodnot než v roce následujícím.

Doporučením pro společnost je určitě okamžité uvolnění finančních prostředků na krytí krátkodobých závazků, aby se nedostala do neschopnosti je splácet, i když se jedná převážně o závazky vůči mateřské společnosti, kde je minimální riziko toho, že firma XY bude odstříhnuta od dodávek surovin. Současně bude důsledkem zvýšení likvidity a čistého pracovního kapitálu. Zadluženost firmy je také poměrně vysoká, ale v jednotlivých letech se snižuje. Pochvalou je určitě efektivní hospodaření s aktivy podniku.

Na závěr je nutné připomenout, že firma je v životní fázi růstu, tudíž má za sebou poměrně krátkou historii, která by se dala analyzovat. Výsledky jednotlivých let jsou rozkolísané a nestálé. Proto hodnotím finanční stránku podniku jako průměrnou. Firma má však dobrý potenciál svůj podíl na trhu zvyšovat a zlepšovat svou finanční situaci.

Výsledky finanční analýzy se musí zpětně projevit ve strategické analýze, neboť finanční stav podniku je součástí jeho vnitřní analýzy. Rovněž tyto výsledky slouží jako podklad pro stanovení výše diskontní míry.

9 ROZDĚLENÍ MAJETKU NA PROVOZNĚ NUTNÝ A NENUTNÝ

V dalším kroku se musí od aktiv oddělit ta, která nejsou pro hlavní činnost podniku, kterou je výroba papíru a výrobků z něj, nutná. Stejným postupem by se měly oddělit provozně nutné a nenutné náklady a výnosy z výkazu zisku a ztrát.

9.1 Investovaný provozně nutný kapitál

Podnik potřebuje ke své hlavní činnosti veškerá aktiva, která má uvedena v rozvaze. Nepřichází v úvahu ani odebrání části krátkodobého finančního majetku z důvodu vysokých částek, které by podnik ke svému fungování nepotřeboval. Díky předchozí analýze je jasné, že likvidita podniku je nízká. Dlouhodobý finanční majetek firma nevlastní a ani žádná jiná nepotřebná aktiva. Investovaný provozně nutný kapitál tedy vypadá následovně:

Tab. 25. Investovaný provozně nutný kapitál firmy XY (tis. Kč)

	2013	2014	2015
+ DNM	0	2 670	2 495
+ DHM	38 036	32 897	30 660
Dlouhodobý majetek provozně nutný	38 036	35 567	33 155
+ Zásoby	46 642	74 226	54 116
+ Pohledávky	45 167	58 424	71 059
+ Krátkodobý finanční majetek	485	2 567	4 401
+ Ostatní aktiva (ČRA)	316	164	189
- Neúročené závazky krátkodobé	85 877	127 080	122 790
- Ostatní pasiva (ČRP)	1 456	461	369
Pracovní kapitál provozně nutný	5 277	7 840	6 606
Investovaný kapitál provozně nutný	43 313	43 407	39 761

Zdroj: vlastní zpracování

9.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korekci, kterou je třeba provést, je vyloučení zisku z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, který firma nepotřebovala ke své hlavní činnosti. KPVH je následující:

Tab. 26. Korigovaný provozní výsledek hospodaření firmy XY (tis. Kč)

	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	-12 691	10 474	2 015
VH z prodeje DM a materiálu	97	154	403
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	-12 594	10 320	1 612

Zdroj: vlastní zpracování

10 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Vytvořením strategického finančního plánu začíná projektová část této práce. Strategický finanční plán je dalším důležitým krokem, který vychází z výsledků strategické a finanční analýzy a je podkladem pro samotné ocenění podniku. Nejdůležitější je detailně analyzovat a prognózovat generátory hodnoty, které nejvíce ovlivňují volné peněžní toky. Jsou jimi tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku.

Finanční plán bude sestaven na další tři roky, tedy na roky 2016-2018 a bude obsahovat plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovanou rozvahu a plánované cashflow.

10.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Podkladem pro stanovení výše dílčích tržeb v plánovaném výkazu zisku a ztrát bude prognóza vývoje celkových tržeb ve strategické analýze, které se získaly dopočítáním od předpokládaného vývoje relevantního trhu a vývoje tržního podílu. Celkové tržby mají v této prognóze rostoucí trend, který se však v čase snižuje. Rovněž tedy i tržby za prodej zboží budou v dalších letech růst. Poměrově zůstanou stejné jako v letech předchozích, tedy kolem 4 % z celkových tržeb. Obchodní marže, která v minulých letech činila 7-9 % ze získaných tržeb, se bude vyvíjet rovněž kolem tohoto intervalu.

Tab. 27. Plánované položky spojené s prodejem zboží (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	23 419	24 803	26 209
Náklady na prodané zboží	21 545	22 818	24 112
Obchodní marže	1 873	1 984	2 097

Zdroj: vlastní zpracování

U tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb se bude postupovat stejně jako u tržeb z prodeje zboží. Tato položka tvoří 96 % celkových tržeb, které byly zjištěny strategickou analýzou a tvoří tak největší položku celkových tržeb a celého výkazu. Dá se předpokládat, že aktivace na základě vývoje v předchozích letech poroste úměrně vývoji tržeb a zároveň bude tvořit kolem 0,2 % z nich. Položka změna stavu zásob není uvažována, neboť lze její vývoj těžko predikovat.

S růstem výroby a prodejem výrobků úzce souvisí také výkonová spotřeba. Ta tvořila v minulých letech průměrně 86 % výkonů společnosti. Každoročně pak tvoří 88 % z výkonové spotřeby náklady na spotřebu materiálu a energie. Zbylou část tvoří náklady na služby. Avšak v dalších letech očekáváme degresivní růst položky spotřeby materiálu a energie

k rostoucí výrobě, a to díky predikci snižování cen energií. Přidaná hodnota poroste úměrně tržbám, což dokládá i vývoj přidané hodnoty v tomto odvětví za posledních šest let (Panorama, 2014).

Tab. 28. Plánované položky související s výrobou výrobků (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Výkony	563 170	596 453	630 272
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	562 045	595 262	629 014
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0
Aktivace	1 124	1 191	1 258
Výkonová spotřeba	470 628	489 091	516 823
Spotřeba materiálu a energie	415 944	430 400	449 804
Služby	54 684	58 691	67 019
Přidaná hodnota	94 415	109 346	115 546

Zdroj: vlastní zpracování

Osobní náklady byly v posledních dvou sledovaných letech přibližně na stejné úrovni a tvořily 13 % z tržeb z prodeje vlastních výrobků. Další vývoj těchto nákladů bude růst progresivněji než produkce firmy, neboť se očekává navyšování průměrných mezd na trhu. Daně a poplatky tvoří silniční daň a daň z nemovitostí. Tato položka tvořila každoročně 0,02 % z tržeb společnosti. Ostatní provozní výnosy a náklady jsou plánovány na průměrné úrovni předchozích let, protože je lze jen stěží predikovat. S tvorbou rezerv a opravných položek firma pro další roky nepočítá. (Makroekonomická predikce MFCR, ©2016)

Plánované odpisy vychází z odpisových plánů firmy. Zároveň však odráží opotřebení dalšího dlouhodobého majetku, který firma zamýšlí nakoupit.

Finanční výsledek hospodaření je tvořen nákladovými úroky z úvěrového financování podniku a kurzovými náklady a výnosy. V dalších letech se předpokládá snižování kurzu koruny vůči euru, tedy posilování koruny, což pro exportně založenou firmu znamená vznik nákladových úroků. Nákladové úroky se budou v dalších letech vyvíjet v souladu s vývojem bankovních úvěrů, dlouhodobé úrokové sazby by měly růst jen mírně.

Mimořádné náklady a výnosy firma v dalších letech neuvažuje. I pro další roky je počítáno se sazbou 19 % z příjmů, neboť jak již bylo uvedeno v ekonomické části PESTE analýzy, nepředpokládá se změna sazby.

Tab. 29. Plánované ostatní položky výkazu zisku a ztrát (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Osobní náklady	72 203	78 884	83 572
Daně a poplatky	112	119	126
Odpisy DM	5 581	4 974	4 670
Ostatní provozní výsledek hospodaření	-1692	-1692	-1692
Provozní výsledek hospodaření	14 827	23 677	25 486
Finanční výsledek hospodaření	-1608	-1265	-1589
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	13 219	22 412	23 897
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0
Výsledek hospodaření před zdaněním	13 219	22 412	23 897
Daň	2512	4258	4540
Výsledek hospodaření po zdanění	10 707	18 153	19 357

Zdroj: vlastní zpracování

10.2 Plánovaná rozvaha

10.2.1 Plánování aktiv

Pro lepší orientaci potřebné výše dlouhodobého majetku je dobré provést předběžný odhad vývoje na základě výpočtu koeficientu investiční náročnosti. Koeficient investiční náročnosti se vypočítá jako poměr čisté hodnoty investic vynaložených v každém roce a přírůstek tržeb let minulých.

Tab. 30. Výpočet koeficientu investiční náročnosti (tis. Kč)

	2013	2014	2015
Nehmotný majetek	0	2 670	2 495
Čistá investice		2 670	-175
Investiční koeficient (%)	0,712		
Hmotný majetek	38 036	32 897	30 660
Čistá investice		-5 139	-2 237
Investiční koeficient (%)	-2,105		

Zdroj: vlastní zpracování

Investice pro další roky se potom zpětně vypočítají jako součin investičního koeficientu a přírůstků plánovaných tržeb. Investice se rozdělí rovnoměrně do plánovaných let. Takto zjistíme základní rozdělení investic do dlouhodobého majetku pro další roky dle dosavadního vývoje. U dlouhodobého nehmotného majetku bude firma uplatňovat obnovovací investice, tedy co odepíše, investuje. Pozemky i nadále budou ve stejné výši, neboť se neodepisují a firma neočekává další koupi. Rovněž položka staveb se nikterak nezmění, neboť firma neplánuje žádnou rekonstrukci či výstavbu. Dosavadní vývoj dlouhodobého majetku

ovlivní pouze plánovaná investice v roce 2017 ve výši 1 700 000 Kč, které firma investuje do strojního zařízení. Doba odepisování je stanovena na 10 let a již v tomto roce se odepíše 71 000. V roce 2018 firma plánuje investovat 1 200 000 Kč rovněž do strojního zařízení. Dlouhodobý finanční majetek firma v minulosti nevlastnila a do budoucna ani neuvažuje vlastnit.

Tab. 31. Plánovaný dlouhodobý majetek firmy XY (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 495	2 495	2 495
Dlouhodobý hmotný majetek	25 373	22 370	19 170
Pozemky	707	707	707
Stavby	10 935	10 125	9 346
Samostatné věci movité	13 731	11 538	9 117

Zdroj: vlastní zpracování

Jednotlivé položky oběžného majetku byly zjištěny za pomoci jejich průměrných dob obrátů za poslední dva sledované roky, zjištěné ve finanční analýze, a tržeb, zjištěných ve strategické analýze. Rok 2013 jsem do výpočtů průměrné doby obrátu nezahrnula, neboť by ji tato položka zkreslila. Krátkodobý finanční majetek byl stanoven z průměrně dosahované hotovostní likvidity minulých let. Nepředpokládá se markantní navýšení. Položky časového rozlišení necháme na úrovni roku 2015.

Tab. 32. Plánovaný oběžný majetek firmy XY (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Oběžná aktiva	130 376	138 081	145 910
Zásoby	72 180	76 446	80 781
Pohledávky	56 140	59 458	62 830
Krátkodobý finanční majetek	2 055	2 176	2 300
Časové rozlišení	189	189	189

Zdroj: vlastní zpracování

10.2.2 Plánování pasiv

Firma neočekává v budoucnosti změnu základního kapitálu, jeho výše bude tedy po další roky konstantní. Další položkou je výsledek hospodaření běžného období, který bude vycházet z plánovaného výkazu zisku a ztrát. Položka výsledku hospodaření minulých let se dostane do kladných hodnot již v roce 2017 a kladnými přebytky se sníží krátkodobé závazky firmy vůči dodavatelům. Firma tímto chce snížit své zadlužení. Výsledky hospodaření se budou v čase postupně zvyšovat. Krátkodobé závazky jsou zjištěny podobně jako

výše položek oběžného majetku pomocí dob obrátů závazků z minulých dvou let. Dlouhodobé závazky firma neuvažuje.

Časové rozlišení pasivní bylo ponecháno na úrovni roku 2015, jelikož tuto položku nelze přesněji naplánovat.

Tab. 33. Plánovaná pasiva firmy XY (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Pasiva	158 433	163 135	167 764
Vlastní kapitál	35 324	48 153	49 357
Základní kapitál	30 000	30 000	30 000
Výsledek hospodaření min. let	-5 383	0	0
Výsledek hospodaření běžného období	10 707	18 153	19 357
Cizí zdroje	122 740	114 613	118 038
Dlouhodobé závazky	0	0	0
Krátkodobé závazky	112 281	111 047	107 506
Bankovní úvěry a výpomoci	10 459	3 566	10 532
Bankovní úvěry dlouhodobé	1 669	1 894	5 855
Bankovní úvěry krátkodobé	8 790	1 672	4 677
Časové rozlišení	369	369	369

Zdroj: vlastní zpracování

10.3 Cashflow

Pro zjištění plánovaných peněžních toků bude využita nepřímá metoda. K plánovanému výsledku hospodaření účetního období se přičtou či odečtou položky související s provozní, investiční a finanční činností podle toho, zda jde o výdej či příjem. Vychází se z předešlých plánovaných výkazů.

Tab. 34. Plánované výkaz peněžních toků firmy XY (tis. Kč)

	2016	2017	2018
PS peněžních prostředků	4 401	2 055	2 176
1) Provozní činnost			
VH po zdanění	10 707	18 153	19 357
+ Odpisy DM	5 581	4 974	4 670
- Nákladové úroky	-294	-271	-269
+/- Změna závazků	-10 509	-1 234	-3 540
+/- Změna pohledávek	14 919	-3 318	-3 371
+/- Změna zásob	-18 064	-4 266	-4 335
Peněžní tok z provozní činnosti	2 339	14 038	12 511
2) Investiční činnost			
Investice do DM	0	-1700	-1200
Peněžní tok z investiční činnosti	0	-1700	-1200
3) Finanční činnost			
Změna stavu bankovních úvěrů	-4 685	-6 893	6 966
Dopady změn VK	0	-5 324	-18 153
Peněžní toky z finanční činnosti	-4 685	-12 217	-11 187
Celkové peněžní toky	-2 346	121	124
KS peněžních prostředků	2 055	2 176	2 300

Zdroj: vlastní zpracování

V prvním roce se očekává záporný celkový peněžní tok, a to hlavně díky poměrně nízkému peněžnímu toku z provozní činnosti. V ostatních letech bude provozní cashflow poměrně vysoké, což se hodnotí velmi pozitivně, neboť firma bude mít dostatek peněz na zajištění běžného provozu. Peněžní toky z investiční činnosti budou záporné v letech 2017 a 2018, kdy bude firma investovat do dlouhodobého majetku. Realizované investice se okamžitě zhodnotí a firma vykáže kladné celkové peněžní toky hlavně díky zvýšeným generovaným ziskům, kterými sníží závazky z obchodních vztahů, čili se z nich stanou výdaje firmy, které se projeví ve finanční oblasti.

10.4 Finanční analýza plánu

Tab. 35. Ukazatele finanční analýzy strategického plánu firmy XY

Ukazatele rentability	2016	2017	2018
Rentabilita aktiv (ROA)	9,36%	14,51%	15,19%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	30,31%	37,70%	39,22%
Rentabilita tržeb (ROS)	1,83%	2,93%	2,95%
Ukazatele likvidity	2016	2017	2018
Běžná likvidita	1,077	1,225	1,301
Pohotová likvidita	0,481	0,547	0,581
Hotovostní likvidita	0,017	0,019	0,020
Čistý pracovní kapitál	9 305	25 362	33 727
Ukazatele zadluženosti	2016	2017	2018
Celková zadluženost	0,77	0,70	0,70
Krytí DM vlastním kapitálem	1,27	1,94	2,28
Krytí DM dlouhodobými zdroji	1,33	2,01	2,55
Úrokové krytí	9,22	18,72	16,04
Ukazatele aktivity	2016	2017	2018
Obrat aktiv	3,70	3,80	3,91

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita dosahuje vysokých hodnot, za což může generování kladných výsledků hospodaření. Ukazatele běžné likvidity se na všech úrovních zvýšily, a to kvůli poklesu krátkodobých cizích zdrojů. Stále však nedosahují doporučených hodnot. Čistý pracovní kapitál však na rozdíl od minulých let dosahuje kladných hodnot, čili není ohroženo bezpečné fungování podniku. V letech 2017 a 2018 je jeho hodnota však zbytečně vysoká.

Zadluženost spadne o 15 % vlivem generování kladného výsledku hospodaření ve všech plánovaných letech a splácením krátkodobých závazků z obchodních vztahů, tedy splácení půjčky v podobě dodavatelského úvěru mateřské společnosti. Velmi se zlepšil také ukazatel krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem. V plánovaných letech přesahuje hodnotu 1, tudíž se firma stává stabilnější a kryje část oběžných aktiv vlastním kapitálem. V letech 2017 a 2018 je rovněž patrné, že firma kryje část oběžných aktiv dlouhodobými zdroji, což je poměrně drahý způsob financování a podnik je tak překapitalizovaný, což dokazuje také zvýšený čistý pracovní kapitál. Ukazatel úrokového krytí vykazuje hodnoty vysoko nad minimální hodnotou 5. Tudíž není splácení úvěrů firmou v nebezpečí.

Využívání plánovaných aktiv se firmou ještě vícelepší, neboť ukazatel obratu aktiv dosahuje vyšších hodnot než v předchozích letech. Mohou za to investice do dlouhodobého majetku, které zvyšují efektivnost jejich využívání. Firma tímto finančním plánem zlepšila veškerá doporučení, která byla nastolena v závěru finanční analýzy.

11 VÝNOSOVÉ METODY

Stěžejní část celé práce je určení hodnoty podniku XY k datu 1. 1. 2016 na základě předchozích analýz a prognóz. Výsledná hodnota bude mít pro podnik čistě informativní význam. K určení hodnoty budou využity výnosové metody oceňování jako:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity, equity),
- metoda založená na koncepci ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Prvním krokem je stanovení diskontní míry, jejíž výši ovlivňují předchozí analýzy. Diskontní míra značně ovlivňuje výslednou hodnotu firmy, tudíž je třeba ji věnovat pozornost a správně ji určit.

11.1 Stanovení diskontní míry

Diskontní míra je využívána při všech výnosových metodách oceňování podniku. Diskontní míra může být stanovena pouze na úrovni nákladů na vlastní kapitál nebo na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál, zahrnující tedy i náklady na cizí kapitál.

11.1.1 Náklady na vlastní kapitál

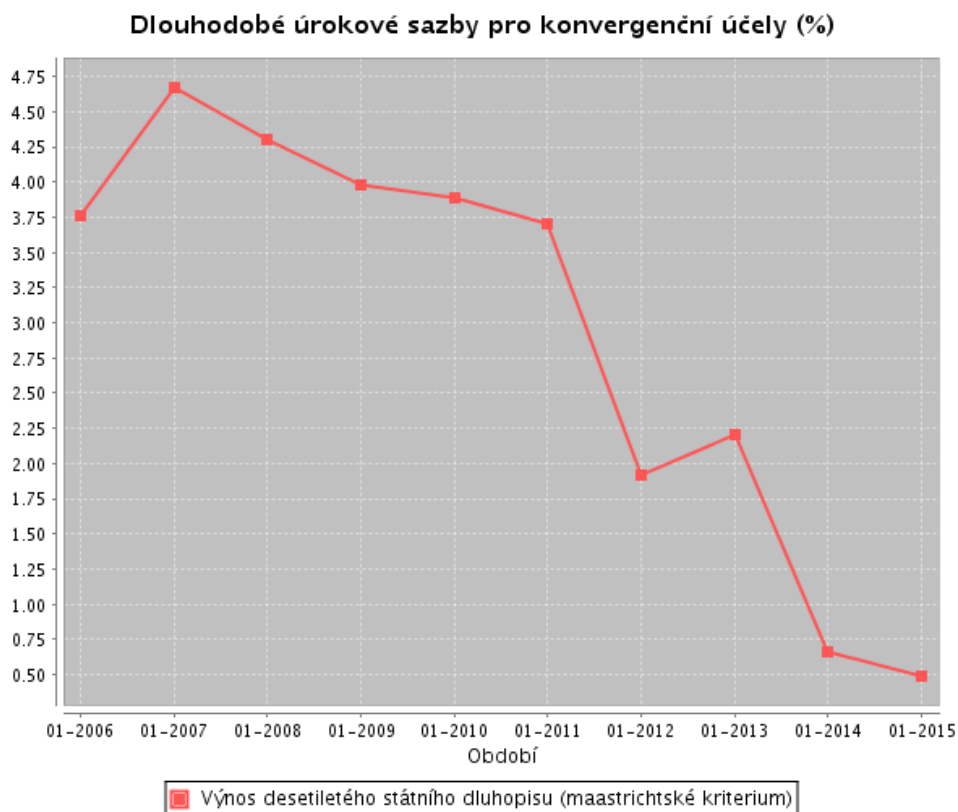
Náklady na vlastní kapitál budou zjištěny několika metodami, jejich syntézou a zprůměrováním budou zjištěny náklady na vlastní kapitál celkově.

Metoda CAPM

Základní metodou pro zjištění nákladů na vlastní kapitál je metoda oceňování kapitálových aktiv. Náklady na vlastní kapitál jsou určeny podle následujícího vzorce, kdy se vynásobí prémie za tržní riziko s koeficientem β , a to celé je přičteno k bezrizikové výnosnosti:

$$N_{VK} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad 12$$

Bezriziková výnosnost je obvykle stanovena na úrovni výnosnosti dlouhodobých, desetiletých státních dluhopisů. V grafu č. 2 je vidět vývoj výnosu dlouhodobých státních dluhopisů. Průměrná sazba za posledních 10 let tvoří **2,965 %**.



Obr. 2. Vývoj výnosu desetiletého státního dluhopisu (zdroj: ČNB; © 2016)

Koeficient β udává citlivost podniku vůči celkovému trhu. Jelikož se firma XY neobchoduje na kapitálových trzích, jsou pro zjištění koeficientu β použity náhradní odhady. Podle následujícího vzorce převedeme β nezadluženého podniku na β podniku zadluženého, jelikož firma využívala cizího kapitálu k financování své činnosti. Nezadlužená β podle stránek profesora Damodarana z ledna roku 2015 tvoří v průmyslu výroby papíru 0,81 a průmyslu obalových materiálů 0,8. Průměrná nezadlužená β je tedy 0,805.

$$\beta_Z = \beta_N \times \left[1 + \frac{CZ_{\dot{u}}}{VK} \times (1 - t) \right] \quad 13$$

Tab. 36. Výpočet koeficientu β zadluženého podniku

	2016	2017	2018
Koeficient β nezadluženého podniku (β_N)	0,805	0,805	0,805
Cizí kapitál úročený (tis. Kč)	10 459	3 566	10 532
Vlastní kapitál (tis. Kč)	35 324	48 153	49 357
Daň z příjmu (%)	19	19	19
Koeficient β zadluženého podniku (β_Z)	1,00	0,85	0,94

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2016 vyšel koeficient β roven jedné, to znamená, že podnik XY je ovlivněn systematickým rizikem stejně jako průměr celkového trhu. V dalších letech je koeficient β nižší než 1, čili podnik XY nese nižší jak průměrné systematické riziko, což je pozitivní fakt. Pohybuje se ale stále kolem průměru trhu.

Riziková prémie, která představuje rozdíl výnosnosti tržního portfolia zatíženého rizikem a bezrizikových aktiv, je také zjištěna ze stránek profesora Damodarana podle rozdělení zemí z ledna roku 2016. Česká republika spadá do východní Evropy a je ohodnocena ratingem A1.

Tab. 37. Určení nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM

	2016	2017	2018
r_f - bezriziková úroková míra (%)	2,965	2,965	2,965
β_z - koeficient β zadluženého podniku	1,00	0,85	0,94
$r_m - r_f$ riziková prémie (%)	7,05	7,05	7,05
n_{vk} - náklady na vlastní kapitál (%)	10,00	8,98	9,62

Zdroj: vlastní zpracování

Stanovení koeficientu β expertním odhadem

Pomocí programu Evalent byl stanoven koeficient β expertním odhadem. Podle kritérií, která jsou uvedena v tabulce, se hodnotí riziko podniku XY. Ohodnocení daných kritérií vychází ze strategické a finanční analýzy.

Již ve strategické analýze se podařilo prokázat značnou závislost trhu na vývoji HDP. Avšak firma XY vyrábí převážně obalové materiály, které směřuje do potravinářského průmyslu, který cyklický není. Ohodnocení je tedy střední. Díky vysokým závazkům mají převahu dodavatelé. Díky vyššímu počtu menších zákazníků má naopak firma převahu nad odběrateli. Jelikož se jedná o firmu výrobní, která potřebuje velké množství energie ke své činnosti, fixní náklady jsou značné. Míra zadlužení je vysoká, jak ukázala finanční analýza. Podnik se zařazuje do středních podniků, co se týče jeho velikosti. Díky exportnímu zaměření své produkce a vývozu takřka do celého světa lze hodnotit jeho územní diverzifikaci za značnou. Výrobní diverzifikace je střední.

Tab. 38. Stanovení koeficientu β expertním odhadem

Rizikové faktory	Hodnocení	Body
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	Vyvíjí se s cyklem	1
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	Převaha dodavatelů	1,5
Vyjednávací síla vůči odběratelům	Převaha podniku	0,5
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	Vysoký	1,5
Míra zadlužení	Větší jak 80 %	1,5
Velikost podniku	Střední	1
Diverzifikace územní	Značná	0,5
Diverzifikace výrobní	Střední	1
Odhad koeficientu β		1,0625

Zdroj: vlastní zpracování dle programu Evalent

Tab. 39. Expertní odhad nákladů na VK

r_f - bezriziková úroková míra (%)	2,965
Expertní odhad koef. β	1,0625
$r_m - r_f$ - riziková prémie (%)	7,05
n_{vk} - náklady na vlastní kapitál (%)	10,45

Zdroj: vlastní zpracování

Alternativní náklady na kapitál v odvětví

Ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu v dokumentu Panorama zpracovatelského průmyslu za rok 2014 lze najít informace o alternativních nákladech na kapitál za posledních 7 let, které jsou zobrazeny v následující tabulce. Po přidělení váhy jednotlivým roků, kdy nejvyšší váhu získala nejnovější informace, byl vypočítán vážený aritmetický průměr ve výši 8,41 %. Jelikož jde o metodu, která vychází z historických dat, bude mít menší váhu při výsledném zprůměrování všech metod.

Tab. 40. Průměrné alternativní náklady odvětví výroby papíru a výrobků z papíru

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Vážený průměr
r_e odvětví	8,97%	9,58%	7,37%	9,68%	7,54%	8,74%	8,05%	8,41%
Váha	1	2	3	4	5	6	7	

Zdroj: MPO, ©2015; vlastní zpracování

Komplexní stavebnicová metoda

Komplexní stavebnicová metoda pomocí programu Evalent hodnotí kritéria týkající obchodní a finanční oblasti firmy. Finanční oblasti jsem přidělila vyšší váhu, neboť z finanční analýzy vyšla rozkolísaná a nestabilní data, tudíž je finanční stránka podniku rizikovější. Hodnocená kritéria obchodní oblasti se týkají oboru a trhu, ve kterém firma působí, dále konkurence, managementu a výrobního procesu. Veškerá rizika jsou sestavována na základě informací získaných ze strategické analýzy a přičítají se k bezrizikové úrokové míře.

Tab. 41. Komplexní stavebnicová metoda (%)

r_f - bezriziková úroková míra	2,965
Riziková prémie	12,265
Finanční riziko	6,366
Obchodní riziko	5,899
n_{vk} - náklady na vlastní kapitál	15,23

Zdroj: vlastní zpracování pomocí programu Evalent

Výsledné stanovení nákladů na vlastní kapitál

V následující tabulce je přehled všech výsledků dosažených pomocí vybraných metod stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jednotlivým metodám jsou přiděleny váhy podle důležitosti. Nejvyšší váha byla udělena komplexní stavebnicové metodě, neboť ta se vztahuje k samotné firmě XY a zahrnuje v sobě rizika, která se jí bezprostředně týkají. Navíc její hodnoty jsou nejvyšší, a tím pádem nejpravděpodobnější. Druhou nejvyšší váhu mají metody CAPM a expertní odhad koeficientu beta, neboť se jedná o metody, jejichž data vychází z trhu, jsou tedy pro zjišťování tržní hodnoty nejvhodnější. V praxi se rovněž tyto metody využívají nejvíce. Naopak nejnižší váha, respektive žádná, byla přidělena metodě určení alternativních nákladů na vlastní kapitál z odvětví, které byly zjištěny na stránkách Ministerstva obchodu a průmyslu, opírají se o historická data a vykazují nejnižší hodnoty.

Tab. 42. Náklady na vlastní kapitál (%)

	2016	2017	2018
CAPM	10,00	8,98	9,62
Váha	2	2	2
Expertní odhad koeficientu	10,45	10,45	10,45
Váha	2	2	2
Komplexní stavebnicová metoda	15,23	15,23	15,23

Váha	3	3	3
Alternativní n_{vk} odvětví	8,41	8,41	8,41
Váha	0	0	0
n_{vk}	12,37	12,08	12,26

Zdroj: vlastní zpracování

11.1.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou dány úrokovou sazbou dlouhodobých a krátkodobých úvěrů. Krátkodobý úvěr má firma v podobě kontokorentního úvěru u České spořitelny se sazbou kolem 1,8 %. Avšak ten čerpá ke krytí aktuálních provozních potřeb. Náklady na cizí kapitál zjistíme jako podíl nákladových úroků a bankovních úvěrů z minulých let. Výsledná sazba 2,81 % vychází i pro plánované půjčky v dalších letech.

Tab. 43. Náklady na cizí kapitál

	2013	2014	2015
Bankovní úvěry (tis. Kč)	18 723	20 480	15 144
Nákladové úroky (tis. Kč)	193	743	433
n_{ck} (%)	1,03	3,63	2,86
Váha	1	2	3
Průměrné n_{ck} (%)	2,81		

Zdroj: vlastní zpracování

Je splněna také teorie, že jsou náklady na cizí kapitál nižší než náklady na vlastní kapitál, z důvodu vyššího rizika, které nese majitel než věřitel.

11.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) se zjistí podle rovnice č. 14. Její výpočet je v tabulce č. 44.

$$WACC = n_{vk} * \frac{VK}{C} + \left[n_{cz} * (1 - t) * \frac{CZ}{C} \right] \quad 14$$

Tab. 44. Vážené průměrné náklady na kapitál (%)

	2016	2017	2018
n_{vk}	12,37	12,08	12,26
VK/C	77,16	93,11	82,41
n_{cz}	2,81	2,81	2,81
CZ úročené /C	22,84	6,89	17,59
Sazba daně	19	19	19
WACC	9,67	11,28	10,20

Zdroj: vlastní zpracování

11.2 Metoda diskontovaných peněžních toků

Před samotným oceněním je nutné si nejdříve vymežit kapitál a majetek provozně potřebný pro výkon podniku. Tato sestava je základní veličinou metody DCF.

Tab. 45. Plánovaný investovaný kapitál provozně nutný (tis. Kč)

	2016	2017	2018
+ DNM	2 495	2 495	2 495
+ DHM	25 373	22 370	19 170
Dlouhodobý majetek provozně nutný	27 868	24 865	21 665
+ Zásoby	72 180	76 446	80 781
+ Pohledávky	56 140	59 458	62 830
+ Krátkodobý finanční majetek	2 055	2 176	2 300
+ Ostatní aktiva (ČRA)	189	189	189
- Neúročené závazky krátkodobé	112 281	111 047	107 506
- Ostatní pasiva (ČRP)	369	369	369
Pracovní kapitál provozně nutný	17 915	26 854	38 224
Investovaný kapitál provozně nutný	45 783	51 719	59 889

Zdroj: vlastní zpracování

Podobnou sestavu lze najít již v kapitole osmé, ta je však sestavena za minulé období. Investovaný kapitál provozně nutný je vyčíslen součtem dlouhodobého majetku provozně nutného s pracovním kapitálem provozně nutným. Dlouhodobý majetek je složen z dlouhodobého nehmotného a dlouhodobého hmotného majetku. Dlouhodobý finanční majetek firma nezamýšlí pořizovat.

Pracovní kapitál provozně nutný je zjištěn odečtením krátkodobých závazků a časového rozlišení pasivního od položek oběžného majetku. Veškeré položky jsou převzaty z plánované rozvahy předchozí kapitoly.

Tab. 46. Plánovaný investovaný kapitál provozně nutný (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Vlastní kapitál	35 324	48 153	49 357
Úročený cizí kapitál	10 459	3 566	10 532
Investovaný kapitál provozně nutný	45 783	51 719	59 889

Zdroj: vlastní zpracování

Kontrolou správného postupu výpočtu kapitálu může být i tabulka 46, ve které se sčítá vlastní kapitál s úročeným cizím kapitálem. Výslednou hodnotu tvoří investovaný kapitál provozně nutný, který vychází stejně jako v předchozí tabulce.

Jelikož plánovaná rozvaha neobsahuje žádné položky majetku, které by nebyly provozně potřebné, není třeba upravovat ani korigovaný provozní výsledek hospodaření o náklady a výnosy spojené s těmito aktivy. Do budoucna se ani neuvažuje prodej dlouhodobého majetku či materiálu.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je tedy převzat z plánového výkazu zisku a ztrát. Tento výsledek hospodaření upravený o daň z příjmů právnických osob je základem pro vytvoření ocenění metodou DCF.

11.2.1 Ocenění metodou DCF entity (FCFF)

První metoda, základní a nejvíce rozšířená, je ocenění společnosti XY na úrovni pro vlastníky a věřitele, tedy na úrovni brutto hodnoty. Diskontní míra je stanovena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Tato metoda pracuje s budoucím obdobím rozděleným na dvě fáze. První fáze je stanovena na tři následující roky. Druhá fáze je stanovena od konce první fáze do nekonečna, je to tzv. pokračující hodnota a začíná rokem 2019. V následující tabulce je uveden výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele první fáze.

Tab. 47. Výpočet hodnoty firmy XY v 1. fázi metodou DCF entity (tis. Kč)

	2016	2017	2018
Korigovaný provozní VH	14 827	23 677	25 486
- Upravená daň	2 817	4 499	4 842
Korigovaný provozní VH po daních	12 010	19 178	20 644
+ Odpisy	5 581	4 974	4 670
- Investice do upraveného pracovního kapitálu	-11 309	-8 939	-11 370
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku	-294	-1 971	-1 470
= Volný peněžní tok entity (FCFF)	5 988	13 242	12 474
WACC (%)	9,67	11,28	10,20
Odúročitel s WACC	0,9118	0,8075	0,7472
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	5 460	10 693	9 321
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016	25 474		

Zdroj: vlastní zpracování

Strategickou analýzou bylo dokázáno, že podnik má předpoklady k neomezeně dlouhému trvání, což je i hlavní cíl vedení podniku. Proto se musí vypočítat, jakou hodnotu bude podnik vlastníkům a věřitelům přinášet v budoucnu, ve druhé fázi, od roku 2019 dále. Pokračující hodnota se může vypočítat pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce.

Gordonův vzorec

Pro stanovení výše hodnoty druhé fáze musíme nejprve určit, jaké výše bude dosahovat tempo růstu podniku. Ve strategické analýze byl odhadnut průměrný růst tržeb ve výši 6 %. Postupem let lze ale vidět zpomalování tempa růstu, pro další roky lze tedy počítat s tempem růstu (g) na úrovni 5 %. Rovněž je potřeba vyčíslit volný peněžní tok do firmy pro rok 2019, který se získá odečtením investic pro rok 2019 od korigovaného provozního výsledku hospodaření pro rok 2019. Všechny pomocné výpočty jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 48. Pomocné výpočty Gordonova vzorce (tis. Kč)

	2019		2019
KPVH ₂₀₁₈	20 644	Investovaný kapitál provozně nutný ₂₀₁₈	59 889
Tempo růstu (%)	5	Tempo růstu (%)	5
KPVH ₂₀₁₉	21 676	Investice ₂₀₁₉	2 994
FCFF₂₀₁₉	18 683		

Zdroj: vlastní zpracování

Zjištěný peněžní tok se dosadí do Gordonova vzorce (vzorec č. 15) a vypočítá se pokračující hodnota. Úrokovou mírou budou průměrné náklady kapitálu WACC na úrovni konce roku 2018, neboť ty jsou ve stejné výši jako na začátku roku 2019.

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad 15$$

Výpočet předchozího vzorce je uveden v následující tabulce.

Tab. 49. Gordonův vzorec (tis. Kč)

	2. fáze
FCFF ₂₀₁₉	18 683
Tempo růstu (%)	5
WACC (%)	10,20
Gordonův vzorec	359 287

Zdroj: vlastní zpracování

Parametrický vzorec

V parametrickém vzorci (vzorec č. 16) se počítá navíc s očekávanou rentabilitou čistých investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Rentabilita se vypočítá podílem tempa růstu s mírou investic. Míra investic se vypočítá podílem investic s korigovaným provozním výsledkem hospodaření po daních.

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} \quad 16$$

Výpočet vzorce a jeho jednotlivých parametrů je uveden v následujících tabulkách.

Tab. 50. Pomocné výpočty parametrického vzorce (tis. Kč)

	2019
Investice ₂₀₁₉	2 994
KPVH ₂₀₁₉	21 676
Míra investic (%)	13,81
Tempo růstu (%)	5
Rentabilita investic (%)	36,21

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 51. Parametrický vzorec (tis. Kč)

	2. fáze
KPVH ₂₀₁₉	21 676
Tempo růstu (%)	5
WACC (%)	10,20
Rentabilita investic (%)	36,21
Parametrický vzorec	359 287

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočty hodnot druhých fází pomocí Gordonova a parametrického vzorce vyšly stejně. Nyní je potřeba tuto hodnotu převést na hodnotu k datu ocenění jejím diskontováním. Součtem hodnot první a druhé fáze zjistíme provozní hodnotu brutto. Odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění firmy získáme provozní hodnotu netto, neboť žádná neprovozní aktiva společnost nevlastní.

Tab. 52. Zjištění hodnoty pomocí metody DCFE (tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	25 474
Současná hodnota 2. fáze $(PH/1,1020)^4$	243 622
Provozní hodnota brutto	269 096
- Úročený cizí kapitál	15 144
+ Neprovozní aktiva	0
Provozní hodnota netto	253 952

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota netto firmy XY k 1. 1. 2016 podle metody DCFE je tedy 253 952 000 Kč.

11.2.2 Ocenění metodou DCF equity (FCFE)

Metoda DCF equity se od předchozí metody liší hlavně ve výpočtu volného peněžního toku (FCFE). V této metodě je totiž tento tok pouze na úrovni věřitelů. Rovněž diskontní sazba je pouze na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 53. Výpočet hodnoty firmy XY v 1. fázi metodou DCF equity (tis. Kč)

	2016	2017	2018
= Volný peněžní tok entity (FCFF)	8 805	13 242	12 474
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít	-238	-220	-218
+/- Změny úročeného cizího kapitálu	-4 685	-6 893	6 966
Volný peněžní tok equity (FCFE)	3 882	6 129	19 222
n_{vk} (%)	12,37	12,08	12,26
Odúročitel s n_{vk}	0,8899	0,7961	0,7068
Diskontované FCFE k 1. 1. 2016	9 894	16 634	17 648
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016	44 175		

Zdroj: vlastní zpracování

Pokračující hodnota je určena jako při předchozí metodě pomocí Gordonova vzorce a parametrického vzorce. Diskontní míra je na úrovni nákladů na vlastní kapitál roku 2018.

Tab. 54. Výpočet pokračující hodnoty dle Gordonova a parametrického vzorce (tis. Kč)

	2. fáze		2. fáze
FCFF ₂₀₁₉	18 681	KPVH ₂₀₁₉	18 683
Tempo růstu (%)	5	Tempo růstu (%)	5
n_{vk} (%)	12,26	n_{vk} (%)	12,26
Gordonův vzorec	257 341	Rentabilita investic (%)	36,21
		Parametrický vzorec	257 341

Zdroj: vlastní zpracování

Pro zjištění pokračující hodnoty k datu ocenění ji musíme zdiskontovat na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Výsledná hodnota vychází na úrovni netto, není tedy třeba dalších úprav.

Tab. 55. Zjištění hodnoty pomocí DCFE (tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	44 175
Současná hodnota 2. fáze $(PH/1,1226)^4$	162 035
Provozní hodnota netto	206 210
+ Neprovozní aktiva	0
Provozní hodnota netto	206 210

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota netto firmy XY k 1. 1. 2016 podle metody DCFE je tedy 206 210 000 Kč. Hodnota vychází rozdílně než u metody DCFF z důvodu nevytlačení kapitálové struktury.

11.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty spočívá ve stanovení budoucích ekonomických hodnot, které podnik tvoří, tzv. MVA. Ukazatel EVA je tvořen operativním výsledkem hospodaření (NOPAT), operativními aktivy (NOA) a průměrnými váženými náklady na kapitál (WACC). NOPAT je obdobou korigovaného provozního výsledku hospodaření, který byl využit v metodě diskontovaných peněžních toků. Stejně tak NOA odpovídá investovanému provozně nutnému kapitálu.

Tab. 56. Zjištění hodnoty 1. fáze metodou EVA (tis. Kč)

	2016	2017	2018
NOPAT	12 010	19 178	20 644
NOA	45 783	51 719	59 889
WACC (%)	9,67	11,28	10,20
WACC x NOA _{t-1}	3 845	5 164	5 275
EVA	8 165	14 014	15 369
Odúročitel s WACC	0,9118	0,8075	0,7472
Diskontovaná EVA	7 445	11 316	11 484
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016	30 245		

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že firma dle plánu bude vykazovat kladnou EVU ve všech plánovaných letech, což značí, že společnost bude dosahovat ekonomického zisku a bude tvořit hodnotu. Dále je třeba jako u předchozí metody určit pokračující hodnotu. Podobně jako u Gordonova vzorce je třeba vypočítat EVU pro rok 2019 dle následujícího vzorce:

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - WACC * NOA_{2018} \quad 17$$

NOPAT se vypočítá pronásobením NOPAT roku 2018 a předpokládaného růstu, který byl již u předchozí metody odhadnut na 5 %.

Tab. 57. Zjištění pokračující hodnoty 2. Fáze

	2. fáze
NOPAT ₂₀₁₈	20 644
Tempo růstu (%)	5
NOPAT ₂₀₁₉	21 676
WACC (%)	10,20
NOA ₂₀₁₈	59 889
EVA₂₀₁₉	15 567

Zdroj: vlastní zpracování

Zjištěná hodnota se dosadí do vzorce č. 18, pomocí kterého se vypočítá pokračující hodnota druhé fáze, která je následně pomocí diskontování přepočítána na současnou hodnotu (viz tabulka 58).

$$PH = \frac{EVA_{2019}}{WACC - g} = \frac{15\,567}{0,1020 - 0,05} = 299\,365 \text{ tis. Kč} \quad 18$$

Tab. 58. Zjištění hodnoty metodou EVA (tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	30 245
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,1020) ⁴	199 090
MVA	229 335
+ NOA k datu ocenění	39 761
Hodnota brutto	269 096
- Úročený cizí kapitál	15 144
Provozní hodnota netto	253 952

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota netto firmy XY k 1. 1. 2016 podle metody ekonomické přidané hodnoty je tedy 253 952 000 Kč.

11.4 Shrnutí výsledků

Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu firmy XY byly provedeny dvě metody ocenění. První metodou bylo ocenění na základě diskontovaných peněžních toků, a to na úrovni entity (DCFF) a na úrovni equity (DCFE). Druhou metodou bylo ocenění na základě ekonomické přidané hodnoty. Hodnota pomocí ocenění DCFF a ekonomické přidané hodnoty vyšla stejně, ve výši 253 952 000 Kč. Hodnota pomocí ocenění DCFE vyšla rozdílně od předchozích dvou metod, ve výši 206 210 000 Kč, z důvodu nevytlačení kapitálové struktury podniku. Základem pro stanovení souhrnné hodnoty podniku budou výsledky zjištěné metodami DCFF a EVA, jelikož hodnoty dosahují stejné výše.

Tab. 59. Výsledná hodnota firmy XY (tis. Kč)

Metoda	Hodnota	Váha	Výsledná hodnota
DCFF	253 952 000	2	507 904 000
DCFE	206 210 000	1	206 210 000
EVA	253 952 000	2	507 904 000
		5	244 403 600

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota firmy XY k 1. 1. 2016 je 244 403 600 Kč.

Diplomant má k dispozici od managementu firmy XY znalecký posudek srovnatelné firmy, která působí na stejném trhu a je stejně velká. Její hodnota vychází dle profesionálního znalce na 252 101 000 Kč, což je srovnatelné s výslednou hodnotou analyzované firmy XY.

11.5 Citlivostní analýza

Na samotný závěr je provedena citlivostní analýza, která zkoumá citlivost výsledků hodnot jednotlivých metod na změnu předpokládané diskontní míry a tempa růstu.

Následující tabulka ukazuje změnu vlastního kapitálu firmy v důsledku změny diskontní míry o jedno procento. V důsledku změny tempa růstu o 1 % se hodnota firmy mění až o 20 %. Například pokud se změní zadání a firma bude vykazovat tempo růstu na úrovni 6 % místo původních 5 %, hodnota firmy bude o 20 % vyšší.

Tab. 60. Citlivostní analýza hodnoty na tempu růstu (tis. Kč)

Metoda	Tempo růstu				
	4,00%		5,00%	6,00%	
DCF entity	218 933	-13,79%	253 952	305 599	20,34%
DCF equity	189 571	-8,07%	206 210	228 132	10,63%
EVA	218 933	-13,79%	253 952	305 599	20,34%

Zdroj: vlastní zpracování

Stejně tak lze provést citlivostní analýzu hodnoty na změně diskontní sazby o jedno procento. Z tabulky lze vidět, že změna diskontní sazby o 1 % povede ke změně sazby až necelých 30 %. Například pokud se bude uvažovat výše nákladů na vlastní kapitál na úrovni 11,26 % místo původních 12,26 %, vzroste hodnota firmy o 30 %.

Tab. 61. Citlivostní analýza hodnoty na diskontní sazbě (tis. Kč)

Metoda	Diskontní míra (WACC, n_{vk})				
	o 1% menší		Původně	o 1% větší	
DCF entity	323 631	27,44%	253 952	206 899	-18,53%
DCF equity	217 161	5,31%	206 210	158 891	-22,95%
EVA	323 631	27,44%	253 952	206 899	-18,53%

Zdroj: vlastní zpracování

Z uvedeného vyplývá, jak důležité je správné stanovení výše diskontní sazby a tempa růstu. Hodnota firmy více reaguje na změnu výše diskontní sazby, proto by měla být při jejím stanovení věnována velká pozornost.

ZÁVĚR

Hlavním cílem této práce bylo stanovit hodnotu společnosti XY k datu 1. 1. 2016 pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Společnost měla o ocenění zájem, a to z informativního důvodu. Jelikož hodnota bude sloužit pro potřeby firmy, bylo požadováno, aby byla zjištěna tržní hodnota s jistými subjektivními prvky, jelikož při plánování dalšího vývoje se vycházelo i z finančních předpokladů společnosti.

Nejprve bylo nutné podrobit sledovanou firmu strategické analýze, pomocí které bylo zjištěno, že relevantním trhem pro firmu XY je trh 17.1. výroba buničiny, papíru a lepenky. Strategickou analýzou bylo rovněž potvrzeno, že relevantní trh je nadprůměrně atraktivní (70,83 %) a podnik má mírnou převahu nad konkurencí (61 %), což ohodnotilo firmu jako firmu s přijatelnou až dobrou perspektivou. Z uvedeného vyplynulo, že do budoucna se prognózuje mírný nárůst tržního podílu, který by měl v následujících letech přesáhnout 2,5 % relevantního trhu a růst tržeb o téměř 6 %. Firma je navíc ve fázi růstu, což odpovídá vyššímu tempu růstu tržeb a tržního podílu.

Poté byla provedena finanční analýza, jejíž výsledky za sledované tři roky vyšly velmi rozkolísaně. První sledovaný rok, rok vzniku firmy, vyšel ve všech ohledech špatně, kvůli vykazované vysoké ztrátě. Situace se však v roce 2014 velmi zlepšila, jelikož firma realizovala velké množství zakázek, což se projevilo také generovaným ziskem. Hodnoty likvidity a čistého pracovního kapitálu dosahují velmi nízkých či záporných hodnot. Rovněž ukazatel zadluženosti je vysoký. Za uvedeným však stojí vysoké závazky firmy, a to především vůči své mateřské společnosti, která je jejím hlavním dodavatelem surovin, čili situace pro firmu XY není tak riziková a stále se zlepšuje.

Výsledkem provedených analýz bylo potvrzeno, že firma splňuje podmínku neomezeného trvání a mělo tudíž smysl přikročit k samotnému ocenění dle vybraných výnosových metod.

Ještě před tímto stěžejním krokem byl sestaven finanční plán na následující tři roky, který se opíral o velikost tržeb stanovených ve strategické analýze a o očekávání vývoje samotnou firmou. Po té byly stanoveny náklady na vlastní kapitál metodou CAPM, expertním odhadem koeficientu Beta, průměrnou rentabilitou odvětví a komplexní stavebnicovou metodou. Zprůměrováním uvedených metod vyšly náklady na vlastní kapitál ve výši zhruba 12 %. Náklady na cizí kapitál byly stanoveny ve výši téměř 3 %. Průměrné vážené náklady na kapitál byly tedy stanoveny ve výši cca 10 %.

Hodnota podniku byla vypočítána pomocí metody diskontovaných peněžních toků na úrovni entity a equity a metodou ekonomické přidané hodnoty. Metodou DCFE a metodou pomocí EVA se došlo ke stejnému výsledku - 253 952 000 Kč. Metodou DCFE se došlo k nižší hodnotě - 206 210 000 Kč. Hodnoty nevyšly stejně z důvodu nevytlačení kapitálové struktury. Výsledná hodnota byla stanovena ve výši 244 403 600 Kč. Výslednou hodnotu považuji za pravděpodobnou, neboť hodnota srovnatelného podniku dle expertního ocenění vyšla 252 101 000 Kč.

Na samotný závěr byla sestavena citlivostní analýza, která prokázala, že hodnota podniku je více citlivá na změnu diskontní míry než na změnu tempa růstu.

Cíl práce považuji za splněný a věřím, že bude tato práce pro firmu XY přínosem.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Knižní zdroje:

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. Finanční analýza a plánování podniku. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2008, 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.

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

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, xxiii, 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and manage the value of companies. Sixth edition. Hoboken: Wiley, 2015. ISBN 978-1-118-87370-0.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

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

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-36-X.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, xi, 121 s. ISBN 8071793671.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015, 152 stran. ISBN 978-80-247-5534-2.

Internetové zdroje:

Asociace českého papírenského průmyslu. Acpp.cz [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <http://www.acpp.cz/>

Annual detailed enterprise statistics for industry. *Eurostat* [online]. 16/02/16n. 1. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/SBS_NA_IND_R2

ČNB vydala Zprávu o inflaci I/2016. In: *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2016/20160212_zoi.html

Glossary. *International Valuation Standards Council* [online]. 2016 [cit. 2016-04-09]. Dostupné z: https://www.ivsc.org/standards/glossary#letter_m

HDP 2016, vývoj hdp v ČR. *Kurzycz* [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/>

Makroekonomická predikce - leden 2016. In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2016 [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-leden-2016-23826>

Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2014. In: *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2015 [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument161359.html>

Papír a celulóza [online]. 2015, 5(2) [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: http://storage.svettisku.cz/PC/2015/02/xsd234lok098/Papir_a_Celuloza_02_2015.pdf

Tržby z průmyslové činnosti. In: *Český statistický úřad: Veřejná databáze* [online]. 2015 [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup->

objekt&pvo=PRU02-

A&nahled=N&sp=N&skupId=1268&z=T&f=TABULKA&zo=N&verze=-

1&filtr=G~F_M~F_Z~F_R~F_P~_S~_null_null_&katalog=30835&pvo=PRU02-

A&str=v193&c=v3__RP2015

VOLEK, Vlado. Sběrový papír v číslech a faktech. In: *Obalový portál* [online]. 2015 [cit. 2016-03-13]. Dostupné z: <http://syba.cz/sberovy-papir-v-cislech-a-faktech>

Webové stránky firmy XY

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

AČPP	Asociace českého papírenského průmyslu
APV	Upravená současná hodnota
β	Koeficient Beta
BÚ	Bankovní úvěry
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CEPI	Konfederace evropských papírenských průmyslů
CK	Cizí kapitál
CZ-CPA	Česká klasifikace produkce
CZ-NAC	Česká klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČRA/P	Časové rozlišení aktivní, pasivní
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované cash-flow
DCF _E	Diskontované cash-flow equity
DCF _F	Diskontované cash-flow entity
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FDA	Úřad pro kontrolu potravin a léčiv
g	Tempo růstu
H _b	Hodnota brutto
H _n	Hodnota netto

HDP	Hrubý domácí produkt
i_k	Diskontní míra
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
m_i	Míra investic
MFČR	Ministerstvo finanční České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
n_{ck}	Náklady na cizí kapitál
n_{vk}	Náklady na vlastní kapitál
PESTE	Analýza vnějšího prostředí
PH	Pokračující hodnota
r_f	Bezriziková úroková míra
r_i	Rentabilita investic
r_m	Očekávaná úroková míra trhu
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
T	Celkové tržby
TTIP	Transatlantická obchodní a investiční dohoda
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1. Organizační struktura firmy XY</i>	37
<i>Obr. 2. Vývoj výnosu desetiletého státního dluhopisu (zdroj: ČNB; © 2016)</i>	71
<i>Obr. 3. Ploché sáčky s okénkem na balení pečiva</i>	95
<i>Obr. 4. Hygienické sáčky</i>	95
<i>Obr. 5. Sáčky s obdelníkovým dnem k balení potravin (zdroj: webové stránky firmy XY)</i>	95
<i>Obr. 8. Kupecké sáčky s křížovým dnem</i>	96
<i>Obr. 7. Ploché sáčky na fast food (zdroj:</i>	96
<i>Obr. 6. Sterilizační sáčky pro zdravotnické</i>	96

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1. Vývoj a predikce vybraných ekonomických ukazatelů.....</i>	39
<i>Tab. 2. Produkce relevantního trhu</i>	42
<i>Tab. 3. Tržby relevantního trhu</i>	43
<i>Tab. 4. Srovnání ROE odvětví zpracovatelského průmyslu (%).....</i>	44
<i>Tab. 5. Analýza atraktivity trhu</i>	44
<i>Tab. 6. Prognóza vývoje relevantního trhu.....</i>	45
<i>Tab. 7. Tržní podíl firmy XY</i>	46
<i>Tab. 8. Hodnocení kvality managementu.....</i>	47
<i>Tab. 9. Hodnocení personální oblasti.....</i>	47
<i>Tab. 10. Hodnocení DM a investic</i>	48
<i>Tab. 11. Hodnocení přímých faktorů</i>	49
<i>Tab. 12. Dosavadní vývoj a predikce tržního podílu firmy XY.....</i>	50
<i>Tab. 13. Prognóza tempa růstu tržeb firmy XY.....</i>	50
<i>Tab. 14. Zjednodušená rozvaha – aktiva firmy XY (tis. Kč)</i>	52
<i>Tab. 15. Horizontální a vertikální analýza aktiv firmy XY (%)</i>	52
<i>Tab. 16. Zjednodušená rozvaha – pasiva firmy XY (tis. Kč)</i>	53
<i>Tab. 17. Horizontální a vertikální analýza pasiv firmy XY (%)</i>	53
<i>Tab. 18. Zjednodušený výkaz zisku a ztrát firmy XY (tis. Kč).....</i>	55
<i>Tab. 19. Vývoj ukazatele rentability firmy XY</i>	56
<i>Tab. 20. Vývoj ukazatele likvidity firmy XY</i>	57
<i>Tab. 21. Vývoj ukazatele zadluženosti firmy XY</i>	58
<i>Tab. 22. Vývoj ukazatele aktivity firmy XY</i>	59
<i>Tab. 23. Vývoj souhrnného ukazatele Z-skóre firmy XY.....</i>	60
<i>Tab. 24. Vývoj souhrnného ukazatele IN05 firmy XY.....</i>	60
<i>Tab. 25. Investovaný provozně nutný kapitál firmy XY (tis. Kč)</i>	62
<i>Tab. 26. Korigovaný provozní výsledek hospodaření firmy XY (tis. Kč).....</i>	62
<i>Tab. 27. Plánované položky spojené s prodejem zboží (tis. Kč)</i>	63
<i>Tab. 28. Plánované položky související s výrobou výrobků (tis. Kč).....</i>	64
<i>Tab. 29. Plánované ostatní položky výkazu zisku a ztrát (tis. Kč)</i>	65
<i>Tab. 30. Výpočet koeficientu investiční náročnosti (tis. Kč)</i>	65
<i>Tab. 31. Plánovaný dlouhodobý majetek firmy XY (tis. Kč).....</i>	66
<i>Tab. 32. Plánovaný oběžný majetek firmy XY (tis. Kč).....</i>	66

Tab. 33. Plánovaná pasiva firmy XY (tis. Kč)	67
Tab. 34. Plánované výkaz peněžních toků firmy XY (tis. Kč)	68
Tab. 35. Ukazatele finanční analýzy strategického plánu firmy XY	69
Tab. 36. Výpočet koeficientu β zadluženého podniku	71
Tab. 37. Určení nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM.....	72
Tab. 38. Stanovení koeficientu β expertním odhadem	73
Tab. 39. Expertní odhad nákladů na VK	73
Tab. 40. Průměrné alternativní náklady odvětví výroby papíru a výrobků z papíru.....	73
Tab. 41. Komplexní stavebnicová metoda (%)	74
Tab. 42. Náklady na vlastní kapitál (%)	74
Tab. 43. Náklady na cizí kapitál	75
Tab. 44. Vážené průměrné náklady na kapitál (%)	75
Tab. 45. Plánovaný investovaný kapitál provozně nutný (tis. Kč).....	76
Tab. 46. Plánovaný investovaný kapitál provozně nutný (tis. Kč).....	76
Tab. 47. Výpočet hodnoty firmy XY v 1. fázi metodou DCF entity (tis. Kč)	77
Tab. 48. Pomocné výpočty Gordonova vzorce (tis. Kč).....	78
Tab. 49. Gordonův vzorec (tis. Kč).....	78
Tab. 50. Pomocné výpočty parametrického vzorce (tis. Kč)	79
Tab. 51. Parametrický vzorec (tis. Kč)	79
Tab. 52. Zjištění hodnoty pomocí metody DCFF (tis. Kč).....	79
Tab. 53. Výpočet hodnoty firmy XY v 1. fázi metodou DCF equity (tis. Kč)	80
Tab. 54. Výpočet pokračující hodnoty dle Gordonova a parametrického vzorce (tis. Kč)	80
Tab. 55. Zjištění hodnoty pomocí DCFE (tis. Kč)	80
Tab. 56. Zjištění hodnoty 1. fáze metodou EVA (tis. Kč)	81
Tab. 57. Zjištění pokračující hodnoty 2. Fáze	81
Tab. 58. Zjištění hodnoty metodou EVA (tis. Kč)	82
Tab. 59. Výsledná hodnota firmy XY (tis. Kč)	82
Tab. 60. Citlivostní analýza hodnoty na tempu růstu (tis. Kč)	83
Tab. 61. Citlivostní analýza hodnoty na diskontní sazbě (tis. Kč).....	83

SEZNAM PŘÍLOH

- PI Produkty firmy XY
- PII Rozvaha firmy XY
- PIII Výkaz zisku a ztrát firmy XY
- PIV Plánovaná rozvaha firmy XY
- PV Plánovaný výkaz zisku a ztrát firmy XY

PŘÍLOHA P I: PRODUKTY FIRMY XY



Obr. 3. Ploché sáčky s okénkem na balení pečiva

(zdroj: webové stránky firmy XY)



Obr. 4. Hygienické sáčky

(zdroj: webové stránky firmy XY)



Obr. 5. Sáčky s obdelníkovým dnem k balení potravin (zdroj: webové stránky firmy XY)



Obr. 6. *Kupecké sáčky s křížovým dnem*
(zdroj: *webové stránky firmy XY*)



Obr. 7. *Ploché sáčky na fast food* (zdroj:
webové stránky firmy XY)



Obr. 8. *Sterilizační sáčky pro zdravotnické
organizace a biologické laboratoře*
(zdroj: *webové stránky firmy XY*)

PŘÍLOHA PII: ROZVAHA FIRMY XY

Název položky	Období		
	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	130 646	170 948	162 920
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0
Dlouhodobý majetek	38 036	35 567	33 155
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	2 670	2 495
Software	0	814	543
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	1 856	1 952
Dlouhodobý hmotný majetek	38 036	32 897	30 660
Pozemky	707	707	707
Stavby	13 551	12 648	11 776
Samostatné věci movité	23 778	19 542	18 177
Oběžná aktiva	92 294	135 217	129 576
Zásoby	46 642	74 226	54 116
Materiál	18 822	42 099	23 715
Nedokončená výroba a polotovary	6 069	8 384	7 440
Výrobky	15 111	22 071	21 848
Zboží	6 640	1 672	1 113
Krátkodobé pohledávky	45 167	58 424	71 059
Pohledávky z obchodních vztahů	36 666	44 306	60 351
Stát - daňové pohledávky	8 145	13 753	10 577
Krátkodobé poskytnuté zálohy	158	167	131
Jiné pohledávky	198	198	0
Krátkodobý finanční majetek	485	2 567	4 401
Peníze	77	116	24
Účty v bankách	408	2 451	4 377
Časové rozlišení	316	164	189
Náklady příštích období	316	444	471
Příjmy příštích období	0	-280	-282

Název položky	Období		
	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	130 646	170 948	162 920
Vlastní kapitál	13 171	22 870	24 617
Základní kapitál	30 000	30 000	30 000
Základní kapitál	30 000	30 000	30 000
Výsledek hospodaření minulých let	0	-16 829	-7 278
Nerozdělený zisk minulých let	0	0	9 699
Neuhrazená ztráta minulých let	0	-16 829	-16 829
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	-148
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-16 829	9 699	1 895
Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku (-)	0	0	0
Cizí zdroje	116 019	147 617	137 934
Rezervy	0	0	0
Dlouhodobé závazky	11 419	57	0
Závazky ke společníkům	11 419	57	0
Krátkodobé závazky	85 877	127 080	122 790
Závazky z obchodních vztahů	80 185	117 297	113 923
Závazky k zaměstnancům	2 997	3 485	3 656
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 642	1 928	2 053
Stát - daňové závazky a dotace	205	2 163	2 316
Krátkodobé přijaté zálohy	795	434	659
Dohadné účty pasivní	11	1 728	122
Jiné závazky	42	45	61
Bankovní úvěry a výpomoci	18 723	20 480	15 144
Bankovní úvěry dlouhodobé	6 838	903	1 669
Krátkodobé bankovní úvěry	11 885	19 577	13 475
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0
Časové rozlišení	1 456	461	369
Výdaje příštích období	1 456	461	359
Výnosy příštích období	0	0	10

PŘÍLOHA PIII: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT FIRMY XY

Název položky	Období		
	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	10 193	21 125	20 632
Náklady vynaložené na prodané zboží	9 501	19 739	18 773
Obchodní marže	692	1 386	1 859
Výkony	208 413	512 825	532 336
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	191 294	501 835	531 016
Změna stavu zásob vlastní činnosti	16 815	9 850	-54
Aktivace	304	1 140	1 374
Výkonová spotřeba	187 273	428 779	454 469
Spotřeba materiálu a energie	166 767	378 330	401 740
Služby	20 506	50 449	52 729
Přidaná hodnota	21 832	85 432	79 726
Osobní náklady	29 241	64 386	69 683
Mzdové náklady	21 821	48 118	51 997
Odměny členům orgánů obchodní korporace	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	7 381	16 209	17 463
Sociální náklady	39	59	223
Daně a poplatky	36	87	112
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3 109	5 759	5 309
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	540	687	1 643
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku		91	463
Tržby z prodeje materiálu	540	596	1 180
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	443	533	1 240
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	114	245
Prodaný materiál	443	419	995
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	1 615	3 111	0
Ostatní provozní výnosy	70	311	-398
Ostatní provozní náklady	689	2 080	2 290
Provozní výsledek hospodaření	-12 691	10 474	2 337
Nákladové úroky	193	743	433
Ostatní finanční výnosy	2493	2 350	3 008
Ostatní finanční náklady	6438	2 382	3 018
Finanční výsledek hospodaření	-4 138	-775	-443
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-16 829	9 699	1 894
Mimořádné výnosy	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	-1
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	1
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-16 829	9 699	1 895

PŘÍLOHA PIV: PLÁNOVANÁ ROZVAHA FIRMY XY

Název položky	Období		
	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	158 433	163 135	167 764
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0
Dlouhodobý majetek	27 868	24 865	21 665
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 495	2 495	2 495
Software	272	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	2 223	2 495	2 495
Dlouhodobý hmotný majetek	25 373	22 370	19 170
Pozemky	707	707	707
Stavby	10 935	10 125	9 346
Samostatné věci movité	13 731	11 538	9 117
Oběžná aktiva	130 376	138 081	145 910
Zásoby	72 180	76 446	80 781
Materiál	31 631	33 501	35 400
Nedokončená výroba a polotovary	9 923	10 510	11 106
Výrobky	29 141	30 863	32 613
Zboží	1 485	1 572	1 661
Krátkodobé pohledávky	56 140	59 458	62 830
Pohledávky z obchodních vztahů	47 680	50 498	53 362
Stát - daňové pohledávky	8 356	8 850	9 352
Krátkodobé poskytnuté zálohy	104	110	116
Jiné pohledávky	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	2 055	2 176	2 300
Peníze	103	109	115
Účty v bankách	1 952	2 067	2 185
Časové rozlišení	189	189	189
Náklady příštích období	189	189	189

Název položky	Období		
	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	158 433	163 135	167 764
Vlastní kapitál	35 324	48 153	49 357
Základní kapitál	30 000	30 000	30 000
Základní kapitál	30 000	30 000	30 000
Výsledek hospodaření minulých let	-5 383	0	0
Nerozdělený zisk minulých let	0	0	0
Neuhrazená ztráta minulých let	-5 383	0	0
Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	10 707	18 153	19 357
Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku (-)	0	0	0
Cizí zdroje	122 740	114 613	118 038
Rezervy	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0
Závazky ke společníkům	0	0	0
Krátkodobé závazky	112 281	111 047	107 506
Závazky z obchodních vztahů	104 173	103 028	99 743
Závazky k zaměstnancům	3 343	3 306	3 201
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 877	1 857	1 797
Stát - daňové závazky a dotace	2 118	2 095	2 028
Krátkodobé přijaté zálohy	603	596	577
Dohadné účty pasivní	112	110	107
Jiné závazky	56	55	53
Bankovní úvěry a výpomoci	10 459	3 566	10 532
Bankovní úvěry dlouhodobé	1 669	1 894	5 855
Krátkodobé bankovní úvěry	8 790	1 672	4 677
Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0
Časové rozlišení	369	369	369
Výdaje příštích období	369	369	359
Výnosy příštích období	0	0	10

PŘÍLOHA PV: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT FIRMY XY

Název položky	Období		
	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	23 419	24 803	26 209
Náklady vynaložené na prodané zboží	21 545	22 819	24 112
Obchodní marže	1 874	1 984	2 097
Výkony	563 169	596 453	630 272
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	562 045	595 262	629 014
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0
Aktivace	1 124	1 191	1 258
Výkonová spotřeba	470 628	489 091	516 823
Spotřeba materiálu a energie	415 944	430 400	449 804
Služby	54 684	58 691	67 019
Přidaná hodnota	94 415	109 346	115 546
Osobní náklady	72 203	78 884	83 572
Mzdové náklady	53 881	58 953	62 361
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	18 225	19 859	20 944
Sociální náklady	96	72	267
Daně a poplatky	112	119	126
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 581	4 974	4 670
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	398	398	398
Ostatní provozní náklady	2 090	2 090	2 090
Převod provozních výnosů	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	14 827	23 677	25 486
Nákladové úroky	294	271	269
Ostatní finanční výnosy	1 889	2 398	2 264
Ostatní finanční náklady	3 203	3 392	3 584
Finanční výsledek hospodaření	1 794	-1 265	-1 589
Daň z příjmů za běžnou činnost	2 512	4 258	4 540
-splatná	2 512	4 258	4 540
-odložená	0	0	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	13 219	22 412	23 897
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	13 219	22 412	23 897
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	10 707	18 154	19 357