

Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování

Bc. Iveta Tomšejová

Diplomová práce
2018



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Iveta Tomšejová**
Osobní číslo: **M16511**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte teoretické poznatky z oblasti oceňování podniku se zaměřením na výnosové metody oceňování.

II. Praktická část

- Na základě provedené strategické a finanční analýzy zpracujte finanční plán vybraného podniku.
- Pomocí výnosových metod oceňování stanovte hodnotu vybraného podniku.
- Na základě provedeného projektu zhodnoťte jeho přínos.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken: John Wiley, 2010, 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. Principles of corporate finance. Twelfth edition. New York: McGraw-Hill Education, 2017, 896 s. ISBN 978-1-259-25333-1.

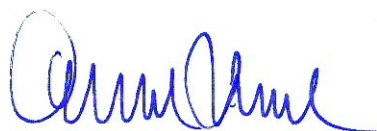
KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

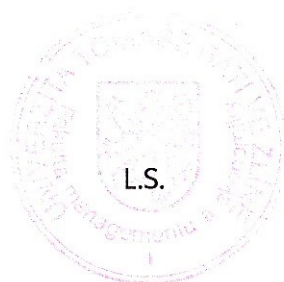
MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. David Homola**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **15. prosince 2017**
Termín odevzdání diplomové práce: **17. dubna 2018**

Ve Zlíně dne 15. prosince 2017



doc. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitelka ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

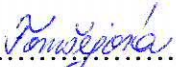
- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová práce 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 užít 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 pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně dne 10. 4. 2018

Jméno a příjmení: Iveta Tomšejová


.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování.

Práce se skládá ze dvou celků, a to teoretické a praktické části. V teoretické části byly zpracovány literární zdroje, které se této problematice týkají. V praktické části byla nejprve vypracována část analytická, ve které byl zhodnocen výnosový potenciál a finanční zdraví vybraného podniku. Toto hodnocení vytvořilo podklad pro projektovou část, v rámci které byl sestaven strategický finanční plán a stanovena hodnota podniku vybranými výnosovými metodami. Na závěr byly výsledné hodnoty doplněny o citlivostní analýzu.

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

ABSTRACT

The aim of this master thesis is to determine the value of the chosen company by using yield valuation methods.

The thesis consists of two sections, the theoretical and the practical part. In the theoretical part there were the literary sources related to this issue worked. In the practical part there was firstly worked with an analytical part in which the revenue potential and financial health of the chosen company was evaluated. This evaluation formed the basis for the project part in which a strategic financial plan was drawn up and the value of the company was determined by selected yield valuation methods. In conclusion, the final results were supplemented by a sensitivity analysis.

Keywords: strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, valuation, company value, yield valuation methods

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucímu mé diplomové práce Ing. Davidu Homolovi za možnost pracovat pod jeho vedením a za jeho čas a cenné rady při zpracovávání této diplomové práce.

Velké díky patří také mé rodině za neustálou podporu a pomoc během celého studia.

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU	13
1.1 DEFINICE PODNIKU	13
1.2 DŮVODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.3 HODNOTA PODNIKU.....	13
1.3.1 Kategorie hodnoty podniku.....	14
2 FAKTOR RIZIKA A ČASU, DISKONTNÍ MÍRA	18
2.1 FAKTOR RIZIKA	18
2.2 FAKTOR ČASU.....	19
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	19
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	22
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	22
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	23
3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu – analýza a prognóza relevantního trhu	24
3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurence podniku.....	24
3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku	25
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	25
3.3.1 Ukazatele finanční analýzy	26
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	27
3.5 SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU	28
3.5.1 Plán rozvahy.....	28
3.5.2 Plán výkazu zisku a ztráty.....	29
3.6 VÝBĚR VHODNÉ METODY PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU.....	29
4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	30
4.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ (DCF).....	30
4.1.1 Diskontní míra pro metodu DCF.....	31
4.1.2 Metoda DCF entity.....	33
4.1.3 Metoda DCF equity.....	36
4.1.4 Metoda DCF APV	37
4.1.5 Metoda DDM	37
4.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ (KČV)	37
4.3 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY (EVA).....	39
4.4 KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY	41
4.5 CITLIVOSTNÍ ANALÝZA.....	41
II PRAKTICKÁ ČÁST	42
5 CHARAKTERISTIKA VYBRANÉHO PODNIKU	43

5.1	ZÁKLADNÍ INFORMACE.....	43
5.2	OBOR PODNIKÁNÍ	43
5.3	STRATEGIE A CÍLE	43
5.4	DŮVOD OCENĚNÍ	43
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	44
6.1	ANALÝZA A PROGNÓZA RELEVANTNÍHO TRHU	44
6.1.1	Velikost relevantního trhu.....	44
6.1.2	Analýza atraktivity trhu.....	44
6.1.3	Prognóza vývoje trhu	46
6.2	ANALÝZA MAKROEKONOMICKÉHO PROSTŘEDÍ.....	47
6.2.1	Politické a legislativní faktory	48
6.2.2	Ekonomické faktory	48
6.2.3	Technologické faktory	50
6.2.4	Sociální faktory	50
6.3	ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ A KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU	51
6.3.1	Stanovení tržního podílu vybraného podniku	51
6.3.2	Identifikace hlavních konkurentů.....	52
6.3.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly.....	54
6.4	PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU	55
6.5	SWOT ANALÝZA	56
6.6	SHRNUTÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY	56
7	FINANČNÍ ANALÝZA	57
7.1	ANALÝZA MAJETKOVÉ STRUKTURY	57
7.2	FINANČNÍ STRUKTURA SPOLEČNOSTI.....	59
7.3	ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ	61
7.4	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	64
7.5	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	64
7.5.1	Ukazatele zadluženosti.....	64
7.5.2	Ukazatele likvidity	66
7.5.3	Ukazatele rentability	67
7.5.4	Ukazatele aktivity.....	67
7.6	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ	68
7.7	ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU	70
8	PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÉHO PODNIKU.....	73
8.1	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN	73
8.1.1	Plánovaná rozvaha	73
8.1.2	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	75
8.2	VYMEZENÍ NOA (C) A KPVH	77
8.2.1	Vymezení NOA (C)	78
8.2.2	Vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření	81
8.3	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	81
8.3.1	Náklady na cizí kapitál.....	81
8.3.2	Náklady na vlastní kapitál.....	82
8.3.3	Vážené průměrné náklady na kapitál	84

8.4	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU	85
8.4.1	Odhad tempa růstu g	85
8.4.2	Ocenění metodou DCF entity.....	86
8.4.3	Ocenění metodou EVA	88
8.4.4	Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů	90
8.5	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ	92
8.6	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA ZMĚNY PARAMETRŮ NA HODNOTU VLASTNÍHO KAPITÁLU	93
8.7	ZHODNOCENÍ PŘÍNOSU STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÉHO PODNIKU	94
	ZÁVĚR	95
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	97
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	100
	SEZNAM OBRÁZKŮ	102
	SEZNAM TABULEK.....	103
	SEZNAM PŘÍLOH.....	106

ÚVOD

Oceňování podniku je proces, který má mezi významnými ekonomickými disciplínami nezastupitelné místo. Tržní hodnota podniku a její růst totiž patří k hlavním cílům podniku.

Jelikož podnik sám o sobě žádnou objektivně danou, prokazatelnou hodnotu nemá, neexistuje ani jeho univerzální ocenění. Proces ocenění je tedy možné označit za individuální a jeho výsledek je závislý jak na účelu ocenění, kvalitě shromážděných vstupních informací, tak právě i na zkušenostech odhadce. Navíc je důležité myslet na to, že výsledek ocenění má omezenou platnost, protože vnější i vnitřní podmínky, které hodnotu podniku ovlivňují, se časem mění. Proto se stanovení této hodnoty provádí k určitému datu.

Pro stanovení hodnoty podniku lze vybrat z několika metod a postupů. Správnou metodu je však potřeba volit vzhledem k subjektu, pro který se oceňování provádí a hlavně v souladu s účelem ocenění. V praxi je možné se setkat s mnoha různými situacemi, kdy je nutné hodnotu podniku znát. Důvod může plynout buď přímo ze zákona (např. při fúzi nebo rozdělení společnosti) nebo z jiných potřeb (např. při prodeji společnosti nebo při stanovování odměn managementu).

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty vybraného podniku k 1. 1. 2017. Práce bude rozdělena celkem na dvě části - teoretickou a praktickou. V teoretické části budou zpracovány literární zdroje, díky kterým bude dosaženo poznatků k danému tématu, na základě kterých pak bude možné lépe a kvalitněji stanovit hodnotu vybraného podniku. Zpracované poznatky se budou týkat zejména pojmů podnik, hodnota podniku a jednotlivými výnosovými metodami ocenění. Na začátku praktické části bude krátce představen vybraný podnik. Po té bude následovat provedení jeho strategické a finanční analýzy, které poslouží ke zjištění jeho výnosového potenciálu a finančního zdraví, díky čemuž bude získána určitá představa o perspektivnosti podniku a o jeho budoucím vývoji. Po té bude následovat stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod oceňování, konkrétně pomocí metody diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů. Nakonec bude výsledné ocenění doplněno o citlivostní analýzu.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu vybraného podniku k 1. 1. 2017 pomocí vybraných výnosových metod oceňování. K dosažení tohoto hlavního cíle je nutné stanovit cíle dílčí, jejichž popis a použité metody jsou uvedeny v následujících třech bodech.

1. Vypracování teoretické části pomocí dostupné odborné literatury – tuzemské i zahraniční, týkající se dané problematiky, díky které budou získány poznatky pro vyhotovení daného projektu.
2. Vypracování analytické části skládající se z charakteristiky vybraného podniku a jeho strategické a finanční analýzy. Strategická analýza bude sestavena na základě analýzy makroprostředí, ke které bude využita PEST analýza, a dále na základě analýzy relevantního trhu a konkurenční síly podniku. Na základě získaných údajů budou pomocí regresní analýzy, provedené v programu MS Excel, predikovány tržby budoucího období. Po strategické analýze bude následovat finanční analýza, která poslouží ke zhodnocení finančního zdraví vybraného podniku za poslední tři roky. Tato finanční analýza se bude skládat z horizontální a vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty, a dále z analýzy rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Poslední částí analytického oddílu bude SWOT analýza.
3. Vypracování projektové části skládající se ze strategického finančního plánu a samotného stanovení hodnoty vybraného podniku. Sestavení strategického finančního plánu bude vycházet z predikovaných tržeb strategické analýzy, finanční analýzy a z budoucích očekávání managementu podniku. Před samotným stanovením hodnoty bude ještě nutné vyčíslit čistá operativní aktiva a stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál. Hodnota podniku bude určena pomocí tří výnosových metod oceňování, a to metodou diskontovaných peněžních toků, metodou ekonomické přidané hodnoty a metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Nakonec bude provedena analýza citlivosti výsledné hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu o 1 %.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

Před samotným začátkem oceňování podniku je důležité si uvědomit, co je pod pojmem podnik chápáno (co je tedy oceňováno) a také proč (co by mělo být výsledkem snažení).

1.1 Definice podniku

Definice podniku je v literatuře vymezována jednotlivými autory různě.

Do konce roku 2013 měla pro oceňovatele největší význam definice uvedená v § 5 Obchodního zákoníku, který uváděl, že podnikem se rozumí „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit*“ (Československo, 1991).

V současné době je tento pojem v podmínkách České republiky definován v § 502 Nového občanského zákoníku, který vymezuje podnik (obchodní závod) následovně: „*Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*“ (Česko, 2012).

Kislingerová (2001, str. 8 - 10) upřesňuje, že podnik tedy netvoří jen majetek hmotný, ale i majetek nehmotný, včetně pracovních sil se všemi jejich znalostmi a zkušenostmi. Jedná se tak o ucelený komplex, na který se musí pohlížet v celé jeho celistvosti.

1.2 Důvody oceňování podniku

Mezi typické důvody potřeby stanovení hodnoty podniku patří zejména tyto případy: koupe nebo prodej podniku, splynutí, sloučení nebo rozdělení podniku, změna právní formy podniku, uvádění podniku na kapitálový trh, přijetí úvěru, pojištění podniku nebo například rozhodování o jeho sanaci či likvidaci (Kislingerová, 2001, str. 11).

1.3 Hodnota podniku

Mařík et al. (2011, str. 20 - 21) uvádí, že hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy, které plynou vlastníkům, popř. i věřitelům, převedenými na jejich současnou hodnotu. Dále uvádí, že hodnota podniku není objektivní a je závislá na různých faktorech,

jako je účel ocenění nebo subjekt, pro něhož je ocenění prováděno. Oceňovatel pouze sděluje svůj názor a hodnotu podniku odhaduje.

Hodnota podniku je tedy ekonomický pojem, který označuje odhad pravděpodobné ceny, na které by se kupující a prodávající dohodli (Mařík et al., 2011, str. 21). Důležité je si uvědomit, že hodnota podniku není totožná s cenou - tyto dva pojmy se v tomto případě ztotožňují jen výjimečně (Kislingerová, 2001, str. 11).

Podle autorů Váchala a Vochozky (2013, str. 131) je možné oceňovat podnik na různých hladinách:

- **hodnota brutto** – jedná se o hodnotu podniku jako celku, obsahuje hodnotu pro vlastníky i věřitele podniku,
- **hodnota netto** – jedná se o hodnotu vlastního kapitálu podniku, obsahuje pouze hodnotu na úrovni vlastníků.

1.3.1 Kategorie hodnoty podniku

Mařík et al. (2011, str. 21) rozlišuje 4 základní kategorie hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tyto kategorie si liší v závislosti na tom, kolik je za podnik ochoten na trhu zaplatit běžný zájemce, kolik konkrétní kupující a jaká hodnota je pravděpodobně nejméně sporná (Mařík et al., 2011, str. 21).

Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards, 2005) vyzdvihují jako hlavní kategorii tržní hodnotu. Dále se pak zaměřují na netržní přístupy k hodnotě, zejména na hodnotu investiční.

Tržní hodnota

Definice tržní hodnoty je spjata s první, výše uvedenou, otázkou, tj. Kolik je za podnik ochoten na trhu zaplatit běžný zájemce? Důležitou definicí tržní hodnoty je definice Mezinárodního výboru (IVSC), která je považována za jádro mezinárodních oceňovacích standardů: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostat-*

nými a nezávislymi partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozuměně a bez nátlaku“ (International Valuation Standards, 2005, str. 82).

Předmětem odhadu tržní hodnoty je tržní cena, která vzniká za podmínek, kdy na trhu existuje jak více kupujících tak i více prodávajících a dochází kdy tak ke střetu nabídky a poptávky. Na základě toho vznikají podmínky pro vznik rovnovážné ceny. Je to nejvíce pravděpodobná cena, která je rozumně dostupná pro obě zúčastněné strany. Z toho tedy vyplývá, že tržní hodnota by měla být odhadem rovnovážné ceny. Jelikož se jedná o odhad, reálně je velmi těžké stanovit jedno číslo, proto se vyjadřuje odhad intervalový (Mařík et al., 2011, str. 22 - 25)

Podle Krabce (2009, str. 116) bývá tato koncepce využívána nejčastěji. Nicméně upozorňuje, že je vždy potřeba si uvědomit, že tržní koncepci hodnocení podniku je nutné odlišovat s metodami oceňování z tržních dat.

Podle Kramné (2011, str. 12 - 13) se ocenění podniku tržní hodnotou používá zejména při uvádění podniku na burzu, při prodeji podniku anebo v případě, kdy není znám konkrétní kupující.

Subjektivní (investiční) hodnota

Definice subjektivní hodnoty je spjata s druhou, výše uvedenou, otázkou, tj. Kolik je za podnik ochoten zaplatit konkrétní kupující? Mezinárodní oceňovací standardy nazývají subjektivní hodnotu jako hodnotu investiční a definují ji následovně: *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku“ (International Valuation Standards, 2005, str. 94).*

V případě stanovení subjektivní hodnoty podniku je nejdůležitější individuální názor kupujícího. Hodnota pak vyplývá z očekávaných užitků z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího nebo například současného vlastníka. Základními charakteristikami této hodnoty je, že budoucí peněžní toky jsou odhadnuty pouze z představ manažerů nebo investora oceňovaného podniku (tedy na základě podkladů poskytnutých samotným podnikem bez otestování jejich přiměřenosti) a diskontní míra je určena na základě alternativ-

ních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska se podnik oceňuje (Mařík et al., 2011, str. 26 - 27).

Podle Kramné (2011, str. 13 - 14) se ocenění podniku subjektivní hodnotou používá zejména při rozhodování o koupi nebo prodeji podniku, kdy je potřeba zjistit, zda je transakce pro subjekt výhodná nebo při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

Objektivizovaná hodnota

Definice objektivizované hodnoty je spjata s třetí, výše uvedenou, otázkou, tj. Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou (obecně přijatelnou)? Definice objektivizované hodnoty podle německých oceňovacích standardů IDW S 1 (2007) 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.*“

Jak uvádí Mařík et al. (2011, str. 27 - 34), objektivizovaná hodnota by měla být co nejvíce založena na všeobecně uznávaných datech, zásadách a požadavcích. Objektivizací tak lze chápat postup založený na datech, která nejsou ovlivněna konkrétním znalcem nebo investorem, ale tato data jsou založena na zřejmých faktech a na současnosti. Vzhledem k tomu, jak autor dodává, se objektivizované ocenění používá zejména tehdy, kdy je při stanovení hodnoty důležitá prokazatelnost a současný stav (např. při poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku). Objektivizovanou hodnotu lze považovat za jistý protiklad hodnoty subjektivní. Autor dále uvádí, že zatímco subjektivní hodnotu si často dokáže finančně vzdělanější vlastník či investor vypočítat sám, objektivizovanou hodnotu je schopen určit pouze profesionál.

Kolínská škola

Kolínská škola spojuje předchozí tři kategorie, ze kterých čerpá to nejdůležitější a nejlepší. Vzhledem k nízké transparentnosti trhu však upřednostňuje spíše subjektivní hodnotu před tou tržní (Vochozka, Mulač, 2012, str. 121).

Kolínská škola je tedy založena spíše na subjektivním postoji prodávajícího, kupujícího i oceňovatele, a hodnota je stanovena na základě obecných funkcí, kterými jsou:

- **funkce poradenská** – nejdůležitější funkce, jejímž cílem je poskytnout kupním stranám podklady a informace o maximální a minimální ceně, tedy o hraniční hodnotě kupujícího, kterou ještě může zaplatit a o hraniční hodnotě prodávajícího, kterou ještě může přijmout,
- **funkce rozhodčí** – cílem je pomocí nezávislého oceňovatele (rozhodčího) odhadnout hraniční hodnoty kupujícího a prodávajícího a v rámci tohoto odhadnutého rozpětí určit spravedlivou hodnotu, která by vyvažovala hodnotové pohledy i zájmy kupujícího a prodávajícího,
- **funkce argumentační** – cílem je pomocí oceňovatele najít argumenty a zlepšit tak pozici dané strany při jednání,
- **funkce komunikační** – cílem je poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, zejména s investory a bankami,
- **funkce daňová** – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely (Vochozka, Mulač, 2012, str. 121 - 122).

2 FAKTOR RIZIKA A ČASU, DISKONTNÍ MÍRA

Diskontní míru lze charakterizovat jako nástroj, pomocí kterého je možné do hodnoty podniku promítnout faktor času a faktor rizika.

2.1 Faktor rizika

Riziko je nedílnou součástí každého podnikání. Při oceňování podniku hraje beze sporu jednu z nejpodstatnějších rolí a jeho analýza má na správné ocenění podniku velmi významný vliv.

Černohorský a Teplý (2011, str. 149) obecně vysvětlují riziko jako matematickou pravděpodobnost, že se výsledná situace od předpokládané situace bude lišit. Marek (2006, str. 75) definuje toto riziko jako nebezpečí a dodává, že případný rozdíl může být jak negativní, tak ale i pozitivní. Kislíngrová (2001, str. 104) zase charakterizuje riziko jako vyjádření stupně nejistoty, která je spojená s očekávaným výnosem.

Riziko ovlivňují následující faktory:

- **faktory vnější** (objektivní) – tyto faktory nevznikají rozhodnutím v podniku (např. kolísání cen vstupů, živelné pohromy, politické události),
- **faktory vnitřní** (subjektivní) – tyto faktory vznikají rozhodnutím v podniku (např. dopady reorganizace podniku, spotřebitelské reakce na nový produkt, nespokojenost zaměstnanců s novými pracovními podmínkami) (Marek, 2006, str. 75).

K identifikování, měření a kontrole rizik by měl být v podniku zaveden risk management, který by měl být schopen většinu nebezpečí ohrožující existenci, majetek a případně příjmy společnosti analyzovat (Artikis, 2015, str. 16 - 19).

Riziko je možné klasifikovat z mnoha různých hledisek. U většiny autorů se setkáme se základním dělením rizik na rizika systematická a nesystematická. Toto dělení je ve vztahu k účelu, ke kterému má dané ocenění a diskontní míra sloužit a jak dodává Kislíngrová (2001, str. 105) z pohledu oceňování podniku je tato klasifikace velmi podstatná.

- **Rizika systematická (tržní)** – rizika spojená s vnějším ekonomickým prostředím, ve kterém podnik funguje. Tato rizika jsou tak mimo jeho kontrolu a podnik tato rizika nemůže nijak eliminovat. Pro to, aby byl podnik schopný v měnících se podmínkách obstát, musí se snažit pružně reagovat. Tato rizika vyplývají z celkového

vývoje ekonomiky a patří mezi ně např. riziko změny úrokových sazeb nebo inflační riziko (Kislingarová, 2001, str. 105 – 107).

- **Rizika nesystematická (jedinečná, specifická)** – rizika spojená s fungováním samotného podniku, vyplývají tedy přímo z jeho činnosti a jeho hospodaření. Často se vyjadřují jako rizika provozní a rizika finanční (Kislingarová, 2001, str. 105 – 106). Jak dodává Nývltová a Marinič (2010, str. 48), podnik může tato rizika alespoň částečně minimalizovat.

2.2 Faktor času

Čas je velmi významný faktor, u kterého je potřeba přepočítat budoucí příjmy k datu oceňování a zjistit tak jejich současnou hodnotu. Ke stanovení této současné hodnoty se používá časová hodnota peněz, která vyjadřuje skutečnost, že peníze, které máme dnes, mají jinou hodnotu než peníze, které obdržíme v budoucnu (Dluhošová, 2010, str. 29).

Gallagher a Andrew (2003, str. 190 - 193) považují za základní prvek, pro pochopení faktoru času, úrokovou míru. Tito autoři ve své knize uvádí, že objem peněz získaných dnes má pro držitele větší hodnotu než stejný objem peněz získaný v budoucnu, protože peníze mohou být investovány - nabídnuty jinému subjektu, který bude ochotný za dané peníze uhradit úrok.

Pratt (2011, str. 697) zmiňuje dva faktory, kterými je časová hodnota peněz určována, a to:

- **cenou peněz** (velikostí úroku) – čím vyšší je úroková sazba, tím vyšší je i význam faktoru času,
- **délkou časové periody** – čím delší je časové období, tím vyšší je časová hodnota peněz.

Jak uvádí Dluhošová (2010, str. 29), faktor času se uplatňuje především při rozhodování o investicích, posuzování výhodnosti jednotlivých forem financování majetku a při oceňování majetku.

2.3 Diskontní míra

Hlavním úkolem diskontní míry je převedení budoucích výnosů na současnost, vyjádření očekávané výnosnosti investice v čase a zároveň i zohlednění míry rizika spojené s konkrétní investicí. Jak již bylo uvedeno výše, v diskontní míře se odráží jak faktor času, tak i faktor

rizika, které je s konkrétní investicí spojeno. Jak je obecně známo, platí, že čím vyšší je míra rizika, tím vyšší je výnos požadovaný investorem (Kislingerová, 2001, str. 174).

Základními předpoklady pro stanovení diskontní míry je volba vhodné metody, zohlednění vlivu inflace a určení bezrizikové úrokové míry. I přes to, že obecně platí, že žádná zcela bezriziková aktiva neexistují, jako bezriziková úroková míra je brána míra, kterou by v případě investice přinesly státní dluhopisy. Doporučuje se, aby se používaly prostředky s podobnou délkou životnosti. Pro účely ocenění podniku se doporučuje, aby byla využita výnosnost desetiletých státních dluhopisů (Vochozka, Mulač, 2012, str. 152).

Vztahem diskontní míry a rizika se zabývá Mařík et al. (2011, str. 49 – 50), který uvádí následující možnosti ocenění rizika:

- pracovat s rizikovou přírůžkou k bezrizikové úrokové míře;
- použít jistotní ekvivalent výnosů.

V prvním případě se vychází z bezrizikové úrokové míry, která se dále upraví o jistou úroveň odpovídající míře rizika. Ve druhém případě je potřeba omezit očekávanou výnosovou míru pouze na její bezrizikovou část a následně vyloučit riziko z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy jsou dále nahrazeny jejich jistotním ekvivalentem. Při tom je důležité dbát na dodržení principu ekvivalence, při kterém by diskontní míra měla být zatížena stejným rizikem jako příjmy použité pro výpočet ocenění (Mařík et al., 2011, str. 49 – 50).

Volba metody pro výpočet diskontní míry by se měla podle Maříka et al. (2011, str. 50 – 51) odvíjet od kategorie hodnoty, která má být zjištěna, a typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění prováděno:

- **kategorie hodnoty, která má být zjištěna:**
 - tržní hodnota – výpočet dle tržních dat a tomu odpovídajících metod,
 - investiční hodnota – výpočet dle konkrétní situace investora, zejména z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu,
 - objektivizovaná hodnota – odhad diskontní míry, který je co nejvíce podložený dostupnými daty nebo vycházející z obecně přijímaných zvyklostí;
- **typy potenciálního investora, pro kterého je ocenění prováděno:**
 - veřejná společnost – akcie společnosti jsou obchodovány na kapitálovém trhu a investoři jsou akcionáři, kteří mohou tvořit portfolio cenných papírů, omezujeme se zde jen na systematické riziko,

- soukromá společnost – akcie společnosti nejsou obchodovány nebo se nejedná o akciovou společnost, investoři tak nemohou diverzifikací svých vlastnických podílů snížit riziko, počítáme tedy se systematickým i specifickým rizikem.

Lasák (2012, str. 66) upozorňuje na významnost dodržování zásady stálosti, kdy je důležité ponechávat stále oceňovací techniky, díky kterým tak zaručíme správnou srovnatelnost dat.

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Postup při oceňování podniku je nutné upravovat a přizpůsobovat podle různých situací – např. podle zvolených metod, účelu ocenění, dostupných dat apod. Mařík et al. (2011, str. 53) doporučuje následující obecný postup, který se skládá ze 4 základních bodů:

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
 - a. Strategická analýza
 - b. Finanční analýza
 - c. Vymezení provozně nutných a nenutných aktiv podniku
 - d. Analýza a prognóza generátorů hodnoty
3. Sestavení strategického finančního plánu
4. Ocenění
 - a. Volba metod
 - b. Ocenění podle zvolených metod
 - c. Souhrnné ocenění

Autor k těmto uvedeným základním bodům dodává, že v praxi mají tyto kroky různou podobu, hloubku a váhu, a to v závislosti na tom, jaké konkrétní metody se při ocenění použijí.

Kislingerová (2001, str. 25 - 26) navíc zdůrazňuje, že velmi důležitým krokem na samém začátku práce je vymezení účelu, pro který se ocenění provádí. Cíl práce se tak stává jakýmsi vodítkem pro výběr vhodných modelů, se kterými se bude pracovat. Na oceňování podniku pracuje tým, složený z několika lidí - odborníků, specialistů a asistentů, kteří řeší úkoly zadané vedoucím týmu. V tomto týmu nesmí chybět také účast zástupců top managementu.

3.1 Sběr vstupních dat

Pro provedení kvalitního ocenění je nezbytné získat informace nejen o samotném podniku, ale také informace o prostředí, ve kterém podnik funguje (tj. o makroprostředí) a o odvětví, do kterého podnik patří (tj. o mikroprostředí).

Mařík et al. (2011, str. 54 - 56) dělí tyto informace do následujících skupin:

- **základní data o podniku** – např. název, právní forma, IČ, předmět podnikání,
- **ekonomická data** – např. účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány,
- **relevantní trh** – např. vymezení a vývoj trhu, ve kterém podnik funguje, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu,
- **konkurenční struktura relevantního trhu** – např. data o hlavní přímé konkurenci, možné substituty produktů podniku, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil podniku k dodavatelům a odběratelům,
- **odbyt a marketing** – např. data o struktuře odbytu z hlediska produktů, odběratelů a územní struktury, hodnocení hlavních produktů a jejich srovnání s konkurencí, ceny a cenová politika ve srovnání s konkurencí, odbytové cesty, reklama,
- **výroba a dodavatelé** – např. řízení a certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku a investice, struktura dodávek a dodavatelů a závislost podniku na nich,
- **pracovníci** – např. struktura pracovníků a jejich kvalifikace, situace na trhu práce, fluktuace pracovníků, nálada na pracovišti, produktivita práce, personální náklady.

Marek (2006, str. 528) navíc řadí mezi důležité informační zdroje i analýzu smluvních závazků, jako jsou licenční, nájemní a leasingové smlouvy, platební morálku, vlastnická práva apod.

3.2 Strategická analýza

Hlavní úlohou strategické analýzy je podle Maříka et al. (2011, str. 56) vymezení celkového výnosového potenciálu podniku.

Sedláčková a Buchta (2006, str. 10) rozdělují strategickou analýzu na:

- **analýzu okolí podniku (vnější potenciál),**
- **analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku (vnitřní potenciál).**

Mařík et al. (2011, str. 56) souhlasí, že celkový výnosový potenciál podniku opravdu závisí jak na vnitřním, tak i vnějším potenciálu, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál definuje jako šance a rizika prostředí, ve kterém se podnik nachází (odvětví, relevantní trh). Vnitřní potenciál zase definuje jako silné a slabé stránky podniku. Analýzou vnitřního potenciálu se tak zjišťuje, jak moc je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a jak

moc je schopen čelit jeho rizikům, s důrazem na konkurenční výhody společnosti. Postup strategické analýzy je možno shrnout do tří níže uvedených kroků.

3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu – analýza a prognóza relevantního trhu

Vymezení relevantního trhu příslušného pro oceňovaný podnik by mělo být výchozím krokem strategické analýzy. Díky volbě relevantního trhu bychom měli získat základní data o tomto trhu, o jeho atraktivitě a následně získat prognózu jeho dalšího vývoje. Relevantní trh by měl být vymezen z hlediska věcného (produktu), území, zákazníků a z hlediska konkurentů. Mezi základní data o tomto trhu, která bychom měli zjistit, tak patří jak odhad velikosti tohoto trhu (pomocí velikosti poptávky), tak i jeho vývoj v čase a jeho segmentace (Mařík et al., 2011, str. 59).

Sedláčková a Buchta (2006, str. 10) dodávají, že k analýze makro prostředí lze využít dvě metody. Jedná se o SLEPT analýzu (jejíž výsledky přináší podklady pro SWOT analýzu) a o metodu 4C. Růčková (2011, str. 92) pro zkoumání tohoto prostředí upřednostňuje využití SLEPT analýzy, která klade důraz na podstatné a reálné hrozby a příležitosti, které se mohou v bezprostřední blízkosti podniku nacházet. SLEPT analýza se zaměřuje na 5 základních oblastí a to na oblast: sociální, legislativní, ekonomickou, politickou a technologickou.

Již výše zmíněná SWOT analýza je analýza, která se skládá z analýzy interní, kterou představují silné a slabé stránky podniku, tedy to, co podnik může ovlivnit, a z analýzy externí, kterou představují příležitosti a hrozby trhu, tedy to, co podnik nemůže přímo ovlivnit, ale čemu se může přizpůsobit (Jakubíková, 2008, str. 103).

3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurence podniku

Další částí strategické analýzy je odhad budoucího vývoje tržních podílů oceňovaného podniku. První krok obsahuje určení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku (ve fyzických nebo v korunových jednotkách, popř. z odhadu produkce hlavních konkurentů) a identifikace hlavních konkurentů, např. pomocí spider analýzy. Dalšími kroky je analýza vnitřního potenciálu a hlavních činitelů konkurenční síly podniku, jejíž výsledky se projeví v posouzení o perspektivnosti, odhadu vývoje tržního podílu a diskontní míře podniku. Součástí analýzy je také odhad fáze životního cyklu podniku a definování přímých a nepřímých faktorů ovlivňující tržní podíl (Mařík et al., 2011, str. 74 – 92).

Výše zmíněná spider analýza dovoluje rychlé a zároveň přehledné vyhodnocení postavení určitého podniku v řadě ukazatelů ve srovnání s oborem nebo konkurenčním podnikem. Tyto ukazatele tvoří soustavu čtyř skupin a to rentability, likvidity, finanční a majetkové struktury (Synek, Kopkáně, Kubálková, 2009, str. 192).

3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognóza tržeb by měla být vyvozena z výsledků předchozích dvou bodů, tj. z analýzy a prognózy relevantního trhu a z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, a navíc také z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňovaného podniku za minulé roky. Výchozím bodem pro odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku je součin růstu trhu (získaného z analýzy a prognózy trhu) a růstem tržního podílu (získaného z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku). Zároveň by měla být provedena také analýza dosavadního růstu tržeb oceňovaného podniku, díky čemuž by byl zjištěn průměrný růst za minulé roky a chování těchto tržeb v čase. Vlastní prognóza růstu tržeb by po té měla být porovnána s růstem tržeb za předchozí roky, čímž by byla testována reálnost celé prognózy (Mařík et al., 2011, str. 93 - 94).

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza je pro oceňování podniku nezbytným nástrojem. Provádí se za účelem komplexního zhodnocení finanční situace podniku, kdy výsledky analýzy podávají informace o tom, jestli je podnik dostatečně ziskový, jaká je jeho kapitálová struktura, jestli řídí svá aktiva efektivně a upozorňuje na slabá místa v procesu efektivního řízení. Znalost finanční situace podniku je důležitá jak ve vztahu k minulosti, tak také pro poskytnutí cených informací o budoucím vývoji, což je při oceňování podniku potřebné (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 17). Kislíngrová (2011, str. 39) navíc dodává, že finanční analýza je, spolu s dalšími informacemi, podkladem pro objevení možných rizik, především provozních a finančních, což je potřeba pro správné stanovení diskontní míry.

Dále finanční analýza slouží jako základ pro sestavení finančního plánu, který by měl být při oceňování podniku pomocí výnosových metod sestaven vždy. Oceňovatel musí být schopen z finanční analýzy vyvodit takové závěry, které se dále do ocenění promítnou, a měl by být chopen sdělit předběžný výrok o perspektivnosti podniku (Mařík et al., 2011, str. 96 – 97, 149).

Základním zdrojem pro sestavení finanční analýzy je účetní závěrka, která je tvořena těmito účetními výkazy: rozvahou, výkazem zisku a ztráty, výkazem cash flow a přílohou k účetní závěrce. Dalším zdrojem jsou také výroční zprávy podniku a oficiální ekonomické statistiky (Vochozka, 2011, str. 14).

Po zhodnocení různých stránek finančního zdraví podniku, bývá zjištěno, že podnik má v některých oblastech lepší hodnoty a v jiných oblastech zase horší. Nicméně závěr finanční analýzy by měl být pro potřeby ocenění jednoznačný. Mělo by být tedy jednoznačně řečeno, jestli je podnik zdravý a jestli lze počítat s jeho dlouhodobou existencí nebo ne. Mařík et al. (2011, str. 109) uvádí, že aby bylo možné využít výnosových metod oceňování podniku, musí být splněna jedna důležitá podmínka a to ta, že závěr finanční analýzy by měl označit podnik jako zdravý s vyhlídkami na jeho další budoucí rozvoj a tím pádem i na jeho dlouhodobou existenci. V opačném případě by bylo potřeba ocenění podniku zúžit na zjištění likvidační hodnoty podniku.

3.3.1 Ukazatele finanční analýzy

Analýza rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů představuje nejčastěji používané rozborové postupy finanční analýzy. Výpočet těchto ukazatelů je stanoven určitým vypovídacím vztahem účetních položek. Přestože vycházejí primárně z údajů rozvahy a výkazu zisků a ztrát, je možné je rozšířit o ukazatele kapitálového trhu a ukazatele vycházející z cash flow (Růčková, 2011, str. 47).

Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele se využívají především k analýze vývojových tendencí a k procentnímu rozboru výkazů. K analýze vývoje bilanční sumy a struktury aktiv a pasiv slouží vertikální a horizontální analýza. Vertikální analýza se zaměřuje na procentuální podíl jednotlivých složek výkazu ke zvolené základně, za kterou mohou být považovány celková aktiva, pasiva, výnosy a náklady. Horizontální analýza podává přehled o vývoji vybraných položek výkazů v čase (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 67 - 68).

Rozdílové ukazatele

Mezi základní rozdílové ukazatele patří čistý pracovní kapitál (ČPK), který se vypočítá podle vztahu $ČPK = Oběžný\ majetek - Krátkodobé\ cizí\ zdroje$. ČPK představuje tu část oběžných aktiv, která je kryta dlouhodobým kapitálem. Doporučená hodnota podílu ČPK na oběžných aktivech je podle Knápkové, Pavelkové a Šteker (2013, str. 92) 30 – 50 %.

Poměrové ukazatele

Mezi poměrové ukazatele se řadí například ukazatele zadluženosti, likvidity rentability, a aktivity. Mezi hlavní ukazatele zadluženosti patří celková zadluženost, míra zadluženosti, úrokové krytí, krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem anebo například krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji. Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky a dělí se na likviditu běžnou, pohotovou a hotovostní. Mezi ukazatele rentability, která představuje výnosnost vloženého kapitálu, patří rentabilita tržeb, celkového kapitálu, vlastního kapitálu a investovaného kapitálu. Aktivitu vyjadřuje obrat aktiv, obrat dlouhodobého majetku, doba obratu zásob a doba obratu pohledávek a závazků.

Souhrnné ukazatele

Mezi souhrnné ukazatele se řadí například bankrotní modely Z-skóre a indexy IN, které mají za cíl identifikovat, jestli v blízké době hrozí podniku bankrot.

3.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Podnik potřebuje pro podnikání aktiva v určité struktuře a velikosti. Pokud je to možné, měla by být tato aktiva při oceňování podniku rozdělena na provozně nutná a nenutná. Ta aktiva, která jsou pro základní podnikání potřebná, jsou označována jako provozně nutná, a všechna ostatní aktiva jsou brána jako nepotřebná, tedy provozně nenutná. Současně by měly být vyřazeny také ty náklady a výnosy, které s těmito nepotřebnými aktivy souvisí (Petřík, 2009, str. 327).

Krabec (2009, str. 224) definuje provozně nenutná aktiva jako aktiva, která je možné odprodat, aniž by tím byla ovlivněna hlavní činnost podniku

Existují tři hlavní důvody pro toto rozčleňování aktiv:

- část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něho žádné, nebo jen malé, příjmy,
- aktiva nesouvisejí s provozem a příjmy z nich plynoucí jsou odlišná od rizik hlavního provozu,
- provozně nepotřebný majetek je oceňován samostatně jinými oceňovacími metodami (Mařík, 2011, str. 119).

S provozně nutnými a nenutnými aktivy souvisí také pojem korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH), pro jehož stanovení je nutné vycházet pouze z aktiv provozně nut-

ných. KPVH by totiž neměl obsahovat náklady ani výnosy, které souvisí s provozně nutným majetkem a rovněž by měl být očištěn o mimořádné položky (Pavelková, Knápková, 2012, str. 60 – 62).

3.5 Sestavení strategického finančního plánu

Podle Maříka et al. (2011, str. 149) by mělo být sestavení kompletního strategického finančního plánu provedeno při ocenění podniku výnosovými metodami vždy. Tento plán by se měl skládat především z rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Pro správně sestavený finanční plán je důležité, aby vycházel z dlouhodobé koncepce podniku, z jeho vize a strategie. Plán podniku je tvořen skupinou vzájemně vyvážených plánů, mezi které se řadí např. plán prodeje, plán produkce, plán kapacit, plán pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření apod.

Marinič (2008, str. 163) definuje strategický finanční plán jako výsledek dynamického procesu, který vymezuje úkoly finančního managementu, které vyplývají z celkové koncepce podniku. Komplexní strategický finanční plán podle něj pomáhá k identifikaci reálnosti strategických cílů podniku, k identifikaci vzájemných vztahů mezi jednotlivými prvky podniku tvořící hodnotový řetězec, k identifikaci možností financování podnikových aktivit, apod.

Pavelková a Knápková (2012, str. 210 - 211) uvádí, že finanční plán má charakter strategických a operativních plánů. Odrážejí se v něm vize a cíle podniku a také strategie k dosažení těchto cílů. Pomocí plánu je možné získat odhad budoucího vývoje podniku, který je ovlivněný především managementem a vnějšími podmínkami makroekonomického vývoje.

Brealey, Myers a Allen (2017, s. 761) považují za cíl finančního plánování především pozorování a analýzu všeho, co by se mohlo v budoucnu zhoršit. Jak dodávají, snadnější je totiž reagovat na signály již očekávaných nebezpečných situací, při kterém je možné rychleji řešit vzniklé problémy.

3.5.1 Plán rozvahy

Plán rozvahy zahrnuje plánování potřebných aktiv a jejich zdrojů financování, zejména financování nových aktiv pro plánovaný růst tržeb (Synek, 2011, s. 372).

3.5.2 Plán výkazu zisku a ztráty

Plán výkazu zisku a ztráty vychází z odhadu budoucího vývoje jednotlivých položek výnosů a nákladů. Největší pozornost by se přitom měla věnovat položkám, které jsou generátory hodnoty (tedy tržbám, obchodní marži, přidané hodnotě a osobním nákladům) (Mařík et al., 2011, str. 153 - 154).

3.6 Výběr vhodné metody pro stanovení hodnoty podniku

Při volbě vhodné metody hraje významnou roli účel a funkce ocenění, kategorie hodnoty, anebo charakteristika oceňovaného podniku, jako je například fáze rozvoje podniku, postavení podniku na trhu a vývoj podniku do budoucna (Kislingerová, 2001, str. 367).

Během procesu oceňování je zpravidla použito více metod. Ty však obvykle poskytují různé výsledky. Mařík et al. (2011, str. 424) doporučuje, aby oceňovatel použil minimálně dvě metody oceňování, a následně zdůrazňuje, že nedoporučuje jako výsledek použít průměr výsledků jednotlivých metod. Naopak je velmi důležité zvážit různé aspekty (např. vlastnosti jednotlivých metod, kvalitu vstupních dat nebo situaci oceňovaného podniku) a přiřadit jednotlivým použitým metodám určitou váhu.

4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Dluhošová et al. (2010, str. 172 - 175) definuje výnosové metody jako metody, které jsou založeny na stanovení hodnoty kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků, při čemž se vychází z předpokladu, že hodnota statků je pro jeho držitele určena očekávaným užitekem - v případě podniku tedy očekávanými výnosy ve formě zisku, dividend, ekonomické přidané hodnoty nebo volných peněžních toků. Podle Maříka et al. (2011, str. 163) je teoreticky nejsprávnější považovat za tyto očekávané výnosy konkrétně peněžní příjmy, které z oceňovaného statku jeho držiteli plynou. Nicméně je možné požit i jinak chápané výnosy. Podle toho, jaká veličina bude pod těmito výnosy konkrétně chápána, rozlišujeme jednotlivé výnosové metody.

Pro oceňování podniku na základě analýzy výnosů existují tyto 4 metody:

- 1) metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- 2) metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- 3) metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV),
- 4) metody kombinované (korigované), které kombinují výnosové metody s metodami majetkovými (Mařík et al., 2011, str. 163).

4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Mařík et al. (2011, str. 164), nebo například i Kislingerová (2001, str. 157), tvrdí, že metoda DCF je základní a v praxi nejvíce využívanou výnosovou metodou. Kislingerová (2001, str. 157) dále uvádí, že podstatou oceňování na bázi metody DCF je, že hodnota aktiv je odvozena od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Z toho plyne, že základem je tedy současná hodnota budoucích výnosů.

Pro výpočet výnosové hodnoty (tedy hodnoty čistého obchodního majetku, nebo-li vlastního kapitálu) pomocí metody DCF rozlišujeme podle Allmana (2010, str. 2) tři základní techniky:

- metoda DCF entity,
- metoda DCF equity,
- metoda DCF APV.

Dluhošová et al. (2010, str. 176) uvádí ještě čtvrtou techniku a to metodu DDM (dividendový diskontní model).

4.1.1 Diskontní míra pro metodu DCF

Při používání metod diskontovaných peněžních toků se logicky neobejdeme bez diskontní míry. Volba diskontní míry závisí na tom, jaká metoda DCF bude zvolena. Mařík et al. (2011, str. 206) nebo také například Kislingerová (2001, str. 160) uvádí, že při použití metody DCF entity, kdy se vychází z peněžních toků pro vlastníky i věřitele, je potřeba určit diskontní míru na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Při použití metody DCF equity, kdy se vychází z peněžních toků pouze pro vlastníky, je zase potřeba určit diskontní míru na úrovni nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení. S WACC bude počítáno také při použití metody na základě ekonomické přidané hodnoty.

Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)

Vážené průměrné náklady na kapitál se určí jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úplatného kapitálu, a podle Maříka et al. (2011, str. 207) se vypočítají dle následujícího vztahu:

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

kde:

CK	tržní hodnota úročeného cizího kapitálu
VK	tržní hodnota vlastního kapitálu
n_{CK}	náklady na cizí kapitál (N_{CK})
$n_{VK(Z)}$	náklady na vlastní kapitál (N_{VK})
d	sazba daně z příjmu

Pavelková a Knápková (2012, str. 64) uvádí, že i když třeba výpočet nákladů na kapitál není úplně přesný, je pro podnik velmi důležité si uvědomit, že kapitál něco stojí, že není zadarmo a je tedy nutné s těmito náklady počítat.

Podle Maříka et al. (2011, str. 207) je potřeba nejdříve určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, poté stanovit náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál a následně do výše uvedené rovnice hodnoty dosadit a vypočíst tak průměrné náklady na kapitál.

Nákladem cizího kapitálu (N_{CK}) je úrok, který podnik platí věřiteli, snížený o tzv. daňový štít. N_{CK} je možné zjistit jako vážený průměr úrokových sazeb, které podnik platí z různých

forem cizího kapitálu svým věřitelům (obvykle se jedná o krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry, dluhopisy a další finanční výpomoci) (Pavelková, Knápková, 2012, str. 166).

Náklady vlastního kapitálu (N_{VK}) jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Požadovaný výnos investorů je určený výnosem, který by investor získal, kdyby investoval do jiného aktiva, které nese stejné riziko (Pavelková, Knápková, 2012, str. 168). Tyto náklady je o něco složitější vyčíslit. Pro jejich stanovení lze použít různé modely, mezi které patří například model CAPM, stavebnicový model, model založený na průměrné rentabilitě v odvětví anebo model odvození od nákladů cizího kapitálu

Při modelu CAPM se vychází z rozdělení celkového rizika, které je spojeno s investicí do akcií, na systematické a nesystematické riziko. K odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu podle tohoto modelu je důležité pouze riziko systematické (Mařík et al., 2011).

N_{VK} se vypočítají pomocí následujícího vztahu:

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

kde:

r_f	bezriziková úroková míra
β	koeficient vyjadřující relativní rizikovost
$r_m - r_f$	riziková prémie kapitálového trhu

Bezriziková úroková míra (r_f) je většinou shodná s úrokovou mírou desetiletých státních dluhopisů. Rizikovou premií ($r_m - r_f$) je možné zjistit pomocí globálního akciového indexu, který udává, jaká byla průměrná výnosnost celého akciového trhu, popřípadě pomocí ratingu země. Koeficient β měří systematické riziko, které ukazuje, k jaké procentuální změně dojde v případě, že na trhu dojde ke změně o 1 %. Koeficient β se dá zjistit na základě obdobných podniků, které jsou obchodovány, popřípadě lze využít β pro celé odvětví (Pavelková, Knápková). Koeficient β lze určit podle vztahu:

$$\beta_z = \beta_N * \left(1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right)$$

kde:

β_z	β vlastního kapitálu u zadluženého podniku
β_N	β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
T	sazba daně z příjmů

CK	cizí kapitál
VK	vlastní kapitál

Druhou metodou pro zjištění N_{VK} je pomocí stavebnicového modelu, který je založen na principu, kdy se k bezrizikové míře (r_f) přičítají další jednotlivé přírážky za rizika. Stavebnicový model, na rozdíl od metody CAPM, tedy počítá i s nesystematickým rizikem. Rizikové přírážky je možné získat z internetových stránek ministerstva průmyslu a obchodu (MPO) ČR. Dle MPO se používá tento vzorec:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab} + r_{finstr}$$

kde:

r_e	N_{VK}
r_f	bezriziková sazba
r_{LA}	přírážka za velikost podniku
$r_{podnikatelské}$	přírážka za produkční sílu
$r_{finstab}$	přírážka za finanční stabilitu
r_{finstr}	přírážka za riziko dělení produkční síly

4.1.2 Metoda DCF entity

U metody DCF je výchozím bodem vždy volný peněžní tok (FCF). V případě metody DCF entity se vychází z peněžních toků, které mají k dispozici vlastníci (akcionáři - ve formě dividend) a věřitelé (ve formě splátek úvěrů a úroků). Diskontováním těchto peněžních toků se získá hodnota podniku jako celku (hodnotu brutto). Od této hodnoty se odečítá výše cizího kapitálu, která je evidována k datu ocenění. Výsledkem je hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto) (Mařík et al., 2011, str. 165 - 170).

Tabulka 1: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF entity (Mařík et al., 2011, str. 170)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním (KPVH _D)
2.	– Upravená daň z příjmů (= KPVH _D * daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	– Investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu
8.	– Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
9.	= Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)

Jak je patrné z tabulky č. 1, pro výpočet FCF je potřeba stanovit korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH). Tento KPVH by měl podle Maříka et al. (2011, str. 171) splňovat tyto obecné zásady: měl by obsahovat náklady na cizí kapitál (aby byl zjištěn zisk a cash flow, které je k dispozici jak vlastníkům, tak i věřitelům), neměl by obsahovat žádné jednorázové položky (aby nebyly ve výsledku hospodaření zahrnuty ty výjimečné, protože hodnotu podniku tvoří pouze výsledky hospodaření trvalého charakteru) a neměl by obsahovat výnosy a náklady související s provozně nenutným majetkem.

Hodnotu podniku jako celku (H_b) lze vypočítat pomocí následujícího obecného vzorce (Mařík et al., 2011, str. 178):

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

kde:

FCFF_t volné peněžní prostředky pro vlastníky i věřitele v roce „t“

i_k kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)

n počet let předpokládané existence podniku

Dvoufázová metoda

Jak již bylo zmíněno výše, podle Maříka (2011, str. 178, 183) je pro oceňování podniku výnosovými metoda základním předpokladem trvalá existence podniku (nekonečně dlouho). Pro tak dlouhé období však není možné peněžní toky naplánovat. V praxi se k odstranění tohoto problému využívá dvoufázová metoda, založená na principu rozdělení budoucího období na dvě fáze. Jako první fázi bereme v úvahu období, pro které jsme schopni vypracovat prognózu FCF

pro jednotlivá léta (obvykle se pohybuje v rozpětí 4 až 14 let). Jakou druhou fází bereme v úvahu zbytek období, tedy období od konce první fáze do nekonečna. Během této druhé fáze se hodnota podniku označuje jako tzv. pokračující hodnota.

Hodnota podniku (H_b) se podle dvoufázové metody vypočítá podle následujícího vzorce (Mařík et al., 2011, str. 178):

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

kde:

FCFF _t	volné peněžní prostředky pro vlastníky i věřitele v roce „t“
i_k	kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu)
T	délka trvání první fáze v letech
PH	pokračující hodnota

Pokračující hodnotu (PH) lze zjistit pomocí **Gordonova vzorce**, který je dán tímto vztahem (Mařík et al., 2011, str. 183):

$$PH \text{ v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde musí platit podmínka $i_k > g$ a kde:

FCFF	volný peněžní tok do firmy
T	poslední rok prognózovaného období
i_k	kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu)
g	předpokládané tempo růstu FCF během celé druhé fáze

Další možností pro výpočet pokračující hodnoty (PH) je použití **parametrického vzorce**, který pracuje se dvěma základními generátory hodnoty a to s tempem růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění a očekávanou rentabilitou čistých investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (Mařík et al., 2011, str. 186). Pro parametrický vzorec je pak platí vztah:

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

kde:

KPVH _{T+1}	KPVH v prvním roce po uplynutí prognózy
---------------------	---

r_i	rentabilita čistých investic
g/r_i	míra investic
i_k	kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu)

Pomocí kroků uvedených výše lze zjistit provozní hodnotu podniku brutto, pro kterou platí, že se jedná o celkovou hodnotu podniku, nicméně zachycuje pouze provozní část podniku. Pro získání konečné výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku je potřeba provést závěrečný výpočet, který je znázorněn v tabulce č. 2.

Tabulka 2: Schéma výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Mařík et al., 2011, str. 201)

1.	Hodnota brutto ("provozní")
2.	– Hodnota úročeného cizího kapitálu (k datu ocenění)
3.	= Hodnota vlastního kapitálu ("provozní")
4.	+ Hodnota provozně nutných aktiv (k datu ocenění)
5.	= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

4.1.3 Metoda DCF equity

Další metodou pro výpočet hodnoty podniku je metoda DCF equity. Od výše uvedené metody DCF entity se liší zejména způsobem výpočtu FCF, použitou diskontní mírou a také získaným výsledkem (Mařík et al., 2011, str. 205). Při této metodě se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Diskontováním těchto peněžních toků získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (Mařík et al., 2011, str. 165).

Schéma výpočtu volného peněžního toku je znázorněno v tabulce 3.

Tabulka 3: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF equity (Mařík et al., 2011, str. 205)

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění (KPVH)
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatní náklady, které nejsou v daném období výdaji
4.	– Investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu
5.	– Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
6.	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
7.	– Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít (= úrok * (1 - daňová sazba))
8.	– Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	= Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)

FCFE se pak diskontují pomocí diskontní míry, která je stanovena pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu odpovídajících míře zadlužení oceňovaného podniku. Výsledkem diskontování FCFE je pak výnosová hodnota vlastního kapitálu (Mařík et al., 2011, str. 206).

Pokračující hodnota se vypočítá pomocí Gordonova vzorce, který byl popsán již výše, u metody DCF entity.

Hodnota podniku (H_n) se zjistí podle následujícího vzorce (Mařík et al., 2011, str. 206):

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

kde:

FCFE volný peněžní tok v roce „t“

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku

g předpokládané tempo růstu FCFE během druhé fáze

4.1.4 Metoda DCF APV

Při této metodě se výpočet provádí ve dvou krocích. Nejprve je nutné zjistit hodnotu podniku jako celku a to pomocí sečtení dvou položek, kterými jsou hodnota podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Od tohoto výsledku se poté odečítá výše cizího kapitálu, díky čemuž se získá hodnota vlastního kapitálu (Mařík et al., 2011, str. 165);

4.1.5 Metoda DDM

Dluhošová et al. (2010, str. 176) uvádí ještě čtvrtou techniku, kterou je dividendový diskontní model, ve kterém je oceňován vlastní kapitál, kdy peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy. Jedná se o modifikaci metody DCF, kdy je ale místo volných peněžních toků použita dividendy, a proto je možné model využít pouze v podniku, který dosahuje zisk a stabilně dividendy vyplácí.

4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

Podle Kislingerové (2001, str. 153) je tato metoda nejjednodušším a základním způsobem, pomocí kterého lze přímo určit hodnotu podniku. Tato metoda je založena na výkonnosti podniku v minulosti, tedy na historické úrovni zisku. Základní úvahou této metody je od-

vodit hodnotu podniku z hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Mezi základní předpoklady použití tohoto modelu patří předpoklad nekonečně dlouhé existence podniku a znalost minulých výsledků firmy (minimálně za období 3 - 5 let). Hodnota podniku netto je počítána jako podíl trvale dosažitelného zisku odvozeného z minulých let a míry kapitalizace.

Petřík (2009, str. 365) řadí tuto metodu mezi metody tzv. reziduálního zisku (zisku, který zůstane v podniku po odečtení ceny kapitálu). Podle autora je tato metoda konzervativní, vycházející z oficiálních a dostupných, auditorsky ověřených účetních výsledků hospodaření.

Jak Kislingerová (2001, str. 154) dále dodává, trvale udržitelný zisk získaný z analýzy výkazu zisku a ztráty je nejprve nutné jej opět upravit o určité položky, jako je například vyloučení mimořádných výnosů anebo vyloučení výnosů, které nesouvisí s hlavním předmětem podnikání podniku.

Mařík et al. (2011, str. 257 - 258) poznamenává, že tato metoda je metodou „netto“, výnosovou hodnotu tedy počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu. Dále dodává, že v závislosti na tom, jak jsou chápány čisté výnosy, rozlišují se dvě základní varianty této metody kapitalizovaných čistých výnosů. První variantu je možné ztotožnit s metodou DCF equity. Pracuje se totiž s čistými výnosy, které jsou určeny na základě peněžních toků (tedy rozdílu mezi příjmy a výdaji). Druhá varianta vychází z toho, že čisté výnosy jsou odvozeny z upravených výsledků hospodaření (tedy z rozdílu mezi účetně chápanými a zároveň upravenými výnosy a náklady).

U této metody je možné využít těchto dvou postupů:

- **Analytická metoda** – Princip této metody je podobný principu metody DCF, nevychází však z peněžních toků, ale vychází z upravených budoucích výsledků hospodaření. Pro výpočet platí vztah:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

kde:

ČV odnímatelný čistý výnos

TČV trvale odnímatelný čistý výnos

i_k úroková míra

T počet let

- **Paušální metoda** – Princip této metody vychází ze dvou hlavních předpokladů a to těch, že podnik bude i nadále dosahovat obdobných výnosů jako dosud a nebude tedy vykazovat výrazně vyšší růstové tendence. Při stanovování úrokové míry je navíc nutné její očištění o inflaci, neboť se při této metodě kalkuluje se stálými cenami. Netto hodnota podniku (H_n) je dána vztahem:

$$H_n = \frac{TČV}{i_k}$$

kde:

$TČV$ trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = úroková míra (Mařík et al., 2011, str. 272)

4.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Jak uvádí Pavelková a Knápková (2012, str. 52), ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA) je možné využít v různých směrech - například při oceňování podniků, hodnocení investičních projektů, měření výkonnosti podniku nebo také jako měřítko pro odměňování manažerů.

Ukazatel EVA podle Kislingerové (2001, str. 224) představuje průlom v pohledu na výkonnost a měření hodnoty podniku. Mařík et al. (2011, str. 282 - 283) tento pojem vysvětluje jako ukazatel výnosnosti, který odstraňuje nedostatky ukazatelů, které se dosud pro měření výnosnosti používaly (např. ukazatele rentability). Autor uvádí, že ukazatel EVA odstraňuje například nedostatek možnosti ovlivňovat výši vykázaného zisku prostřednictvím legálních účetních postupů a nezohledňování časové hodnoty peněz a rizika investorů. Základní princip EVA vidí v ekonomickém zisku, kterého podnik dosahuje tehdy, jestliže jsou uhrazeny jak běžné náklady, tak i náklady na kapitál (včetně nákladů na kapitál vlastní).

Pavelková a Knápková (2012, str. 52) definují EVA jako ukazatel, který vyjadřuje, do jaké míry podnik přispěl svými aktivitami k růstu (nebo poklesu) hodnoty pro vlastníky. Mařík et al. (2011, str. 284) zase definuje ukazatel EVA jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížený o náklady kapitálu (cizího i vlastního). Základní vzorec pro výpočet EVA je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde:

NOPAT	zisk z hlavní činnosti po zdanění
C	nebo-li NOA, kapitál vázaný v aktivech, která jsou potřebná k hlavní činnosti podniku
WACC	průměrné vážené náklady na kapitál

Východiskem pro výpočet C (NOA) je rozvaha. Tu je však nutné před samotným výpočtem upravit. Mezi tyto úpravy patří vyčlenění neoperativních aktiv z celkových aktiv, snížení aktiv o neúročený cizí kapitál, vyloučení mimořádných položek, převedení účetních aktiv na „skutečná“ aktiva. Do NOA by tedy měla být zahrnuta také aktiva, která podnik využívá, ale která nejsou v účetnictví evidována. Důležité je dát si při těchto úpravách pozor na to, že při úpravě aktiv je potřeba provést také úpravu pasiv (Mařík et al., 2011, str. 286 - 287).

Dále je nutné provést úpravu výsledovky, což povede k určení NOPAT (čistého operativního zisku po zdanění). Zde je potřeba se zaměřit na výsledek hospodaření z běžné činnosti, ze kterého je nutné odečíst placené úroky z finančních nákladů, které jsou obsaženy již ve WACC, a tím zamezit jejich duplicitnímu výskytu při výpočtu EVA. Další důležitou zásadou je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud tedy byla určitá aktiva zařazena do NOA, je nutné vyčíslit i výši nákladů a výnosů do NOPAT (a samozřejmě i naopak) (Mařík et al. 2011, str. 289).

Stejně jako u metody DCF má i metoda ocenění pomocí EVA různé varianty výpočtu. Obdobně se jedná o metody entity, equity a APV. V této diplomové práci se zaměřím pouze na metodu EVA entity, protože je v praxi nejvíce využívána. V tomto přístupu ocenění má významnou úlohu tržní přidaná hodnota (MVA), kterou je možno definovat jako současnou hodnotu budoucích EVA (Mařík et al., 2011, str. 295).

Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku (H_n) platí následující vzorec (Mařík et al., 2011, str. 297):

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

kde:

NOA_0	čistá operativní aktiva k datu ocenění
EVA_t	ekonomická přidaná hodnota v roce t

T	počet let první fáze
WACC	průměrné vážené náklady na kapitál
D_0	hodnota úročených dluhů k datu ocenění
A_0	neoperační aktiva k datu ocenění

Stejně jako u metody DCF, i zde je zvolena dvoufázová metoda, jelikož zisk nelze na dlouhou dobu reálně předpovědět (Mařík et al., 2011, str. 297). Jak již bylo uvedeno v předchozích kapitolách, pro převedení EVA na současnou hodnotu se používá jako diskontní míra WACC (Pavelková, Knápková, 2012).

4.4 Kombinované výnosové metody

Jedná se o metody, které kombinují ocenění výnosové a majetkové. Často jsou tyto metody nazývány jako korigované. Mezi kombinované výnosové metody patří metoda střední hodnoty a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

4.5 Citlivostní analýza

Výslednou hodnotu oceněného podniku by měla doprovázet citlivostní analýza. Tato analýza napomáhá ke snadnějšímu zobrazení výsledků při změně jedné nebo dvou proměnných. Citlivostní analýza odhaluje, jak se změna na straně vstupu projeví na výsledku (Barrilla, 2010, str. 182).

V případě oceňování podniku se konkrétně jedná o citlivostní analýzu změn parametrů na hodnotu vlastního kapitálu, kde je těmito parametry myšlena diskontní míra a tempo růstu, obvykle se tato změna sleduje pro +/- jeden procentní bod.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA VYBRANÉHO PODNIKU

5.1 Základní informace

Vybraný podnik pro tuto diplomovou práci je česká akciová společnost, která vznikla zhruba před 20 lety. Za dobu své existence prošla tato společnost značným vývojem a obrovskou expanzí. Se svojí rozsáhlou sítí poboček v České republice a na Slovensku se v oblasti topení, plyn, voda, inženýrské sítě a sanita dlouhodobě řadí mezi největší velkoobchody na trhu.

Nabídka společnosti zahrnuje úplný sortiment z oblasti topení, plyn, voda, sanity a inženýrských sítí. Skladem nabízí přes 250 000 produktů od více než 600 renomovaných českých a zahraničních výrobců a dodavatelů. Její velkou konkurenční výhodou jsou rozsáhlé skladové zásoby. Kromě výše uvedeného úplného sortimentu nabízí také služby s tím spojené (např. zpracování aktuálních informací o nabídce zboží, poradenství v oboru, rozvoz zboží dle požadavků, apod.). Součástí obchodní sítě společnosti jsou i samoobslužné prodejny, které umožňují rychlé a operativní vyřízení především drobnějších zakázek. Společnost má tedy co nabídnout jak investorům, velkým stavebním firmám, developerům, topenářům či instalatérům, tak i konečným uživatelům (Interní materiály podniku).

5.2 Obor podnikání

Hlavním oborem podnikání společnosti je podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE Velkoobchod se železářským zbožím a instalatérskými a topenářskými potřebami (Ministerstvo financí ČR, © 2017).

5.3 Strategie a cíle

Snahou vybrané společnosti je pokrytí České a Slovenské republiky sítí svých poboček a zachování si tak ve svém oboru pozici mezi největšími velkoobchody na trhu.

Mezi hlavní cíle společnosti tak patří spokojenost svých zákazníků, kterou získává pomocí nabídek širokého, vysoce kvalitního sortimentu a odborných služeb v síti poboček, která se stále rozšiřuje (Interní materiály podniku).

5.4 Důvod ocenění

Ocenění vybraného podniku má informativní charakter pro interní potřeby managementu. Cílem tohoto ocenění je stanovení tržní hodnoty vybraného podniku k datu 1. 1. 2017.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Ve strategické analýze se bude nejprve zaměřeno na průzkum a prognózu trhu, na kterém vybraný podnik působí. Po té bude následovat průzkum vnějšího a vnitřního prostředí. Na závěr bude provedena prognóza tržeb a celkové shrnutí ve formě SWOT analýzy.

6.1 Analýza a prognóza relevantního trhu

Jak už bylo výše zmíněno, vybraný podnik působí jak v České republice, tak i na Slovensku, kde ale vystupuje jeho sesterská společnost. Za relevantní trh vybraného podniku je tedy z územního hlediska považován trh tuzemský. Struktura zákazníků je tvořena zejména zákazníky z odvětví stavebnictví. Z pohledu konkurence tvoří trh všechny podniky, které působí v oblasti topení, plynu, vody, inženýrských sítí anebo sanity.

6.1.1 Velikost relevantního trhu

Velikost tuzemského trhu je možné určit na základě informací o prodejkách v odvětví, do kterého vybraný podnik spadá. Podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE se společnost řadí do sekce G – Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, konkrétně do podsekce G 46 - Velkoobchod, kromě motorových vozidel. Velikost tržeb vybraného odvětví je uvedena v následující tabulce 4. Jak je možné vidět, tržby relevantního trhu v posledních letech spíše klesaly.

Tabulka 4: Celkové tržby odvětví (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	759 058 150	815 276 730	801 942 824	759 016 889
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	35 958 074	37 309 467	39 796 195	34 420 824
TRŽBY	795 016 224	852 586 197	841 739 019	793 437 713
TEMPO RŮSTU	-	7,24%	-1,27%	-5,74%

6.1.2 Analýza atraktivity trhu

Při analýze atraktivity trhu je důležité sledovat faktory, které mohou být významné z hlediska poptávky a prodeje. Mezi tyto základní faktory patří následující:

Růst trhu – Díky tabulce 5 je možné přehledně vidět, že tuzemský trh daného odvětví vykazoval v roce 2014 růst tržeb ve výši více než 7 %. Nicméně v posledních dvou letech

vykazoval tento trh klesající tendenci tempa růstu tržeb. Když růst trhu klesá, existuje méně příležitostí pro podnikový růst.

Tabulka 5: Tempo růstu tržeb odvětví (vlastní zpracování)

Tempo růstu	13/14	14/15	15/16
Tržby za prodej zboží	7,41%	-1,64%	-5,35%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3,76%	6,67%	-13,51%
TRŽBY	7,24%	-1,27%	-5,74%

Velikost trhu – Jak lze vyčíst z tabulky 6, na základě výpočtů pomocí celkových tržeb, dosahuje odvětví G 46 na tuzemském trhu podíl na celkovém odvětví G více než 50 %. Tento podíl však meziročně klesá.

Tabulka 6: Vybrané podíly odvětví G 46 na celkovém odvětví G (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
Počet podniků - G 46	209	209	198
Počet podniků - G	307	307	299
Podíl	68,08%	68,08%	66,22%
Tržby (v tis. Kč) - G 46	852 586 197	841 739 019	793 437 713
Tržby (v tis. Kč) - G	1 502 989 746	1 532 983 220	1 507 550 247
Podíl	56,73%	54,91%	52,63%

Přímá konkurence – Za konkurenční výhodu v tomto odvětví je možné považovat široký sortiment produktů a služeb, což nepředstavuje tak velkou závislost pouze na malém počtu odběratelů, jako je tomu u jiných odvětví.

Průměrná rentabilita, substituty a bariéry vstupu – O daném trhu, na kterém vybraný podnik působí, se dá říci, že je atraktivní a lze na něm získat dostatečně vysoké výnosnosti. S touto skutečností však úzce souvisí i vyšší bariéry vstupu do odvětví a na druhou stranu nižší možnosti substituce. Rentabilita vlastního kapitálu daného odvětví dosahuje hodnot okolo 15 %. Vypočtené hodnoty za roky 2013 – 2016 jsou uvedeny v tabulce 7.

Tabulka 7: Rentabilita vlastního kapitálu odvětví (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015	2016
Rentabilita VK odvětví	13,45%	16,74%	15,56%	16,28%

Citlivost na konjunkturu – Citlivost na konjunkturu lze odvodit ze skutečnosti, že dané odvětví je závislé na odvětví stavebnictví, kde je v období poklesu ekonomiky možné předpokládat snížení poptávky po daných výrobcích. Vzhledem k tomu je možné trh odvětví označit jako citlivý na konjunkturu, což snižuje atraktivitu trhu.

Struktura zákazníků – Struktura zákazníků daného odvětví je velmi široká. Může se jednat jak o maloobchody, společnosti, živnostníky, tak i koncové spotřebitele. Toto široké rozpětí zákazníků lze hodnotit velmi pozitivně.

Zhodnocení analýzy atraktivity trhu

Tabulka 8: Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení							váha*body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				X				9
Velikost trhu	3					X			12
Intenzita konkurence	3			X					6
Průměrná rentabilita	2						X		10
Bariéry vstupu	1					X			4
Možnost substituce	2					X			8
Citlivost na konjunkturu	2			X					4
Struktura zákazníků	2						X		10
Vlivy prostředí	1			X					2
Celkem	19								65

Maximální počet bodů = $19 * 6 = 114$

Dosažené hodnocení = $65 / 114 = 0,5702 = \underline{57,02\%}$

Z dosažených výsledků je atraktivita analyzovaného trhu hodnocena jako mírně nadprůměrná.

6.1.3 Prognóza vývoje trhu

Jedním z dalších kroků strategické analýzy je prognóza vývoje trhu. Vývoj tržeb relevantního trhu je nezbytný pro prognózu tržeb vybraného podniku.

K prognóze trhu bylo využito jednoduché regresní analýzy, prostřednictvím které je možné modelovat vztah mezi velikostí tržeb relevantního trhu a jakýmkoliv dalším faktorem. Za tento faktor byl zvolen hrubý domácí produkt v běžných cenách (HDP, b. c.).

Vývoj HDP byl získán z makroekonomické predikce ministerstva financí ČR. Predikce vývoje HDP v dalších letech byl dosažen pomocí funkce Lintrend v programu MS Excel.

Predikce tržeb relevantního trhu byla provedena na základě již výše zmíněné jednoduché regresní analýzy pro lineární funkci (pomocí funkce Linregrese), také provedené v programu MS Excel, kde údaje relevantního trhu byly zadány jako vysvětlovaná (závislá) proměnná, a hodnoty HDP v běžných cenách byly zadány jako vysvětlující (nezávislá) proměnná. Získaná rovnice, která byla použita pro prognózu vývoje relevantního trhu, vypadala následovně:

$$\text{Trh} = 837\,781,276657708 + (-0,003843763 * \text{HDP}).$$

Díky rovnici získané z regresní analýzy je možné vidět, že se očekává mírné klesání tržeb relevantního trhu. Vývoj relevantního trhu v minulosti i v budoucnosti je uveden v tabulce 9.

Tabulka 9: Vývoj tržeb relevantního trhu (vlastní zpracování)

	Rok	HDP ČR, b. c. (v mil. Kč)	Relevantní trh (tržby v mil. Kč)	Tempo růstu
Skutečnost	2013	4 098 000	795 016	-
	2014	4 314 000	852 586	7,24%
	2015	4 596 000	841 739	-1,27%
	2016	4 773 000	793 438	-5,74%
Predikce	2017	5 022 000	818 478	3,16%
	2018	5 252 700	817 591	-0,11%
	2019	5 483 400	816 704	-0,11%
	2020	5 714 100	815 818	-0,11%
Průměrné tempo růstu za období 2013 - 2016				0,08%
Průměrné tempo růstu za období 2017 - 2020				0,71%

6.2 Analýza makroekonomického prostředí

K analýze makroekonomického prostředí bude použita PESTE analýza. Jak už bylo zmíněno, tato analýza se zaměřuje na 5 základních oblastí a to na oblast: sociální, legislativní,

ekonomickou, politickou a technologickou, jejichž faktory by mohly mít vliv na vývoj podniku.

6.2.1 Politické a legislativní faktory

Důležitými zákony jsou v České republice zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb. a nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb. Dalšími důležitými zákony je zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb., a zákon o dani z přidané hodnoty č. 235/2004 Sb., který stanovuje základní sazbu pro DPH ve výši 21 %, první sníženou sazbu ve výši 15 % a druhou sníženou sazbu ve výši 10 %. Podniky se musí řídit také zákonem České národní rady o daních z příjmů č. 586/1992 Sb., na základě kterého musí odvádět daň z příjmu právnických osob ve výši 19 % (MFČR, © 2005 – 2013a).

Důležitými novinkami od roku 2016 je povinnost plátců DPH podávat elektronické kontrolní hlášení k DPH a elektronická evidence tržeb, které by měly více hlídat daňové úniky (MFČR, © 2005 – 2013a). Pro vybraný podnik, který je plátcem DPH, to znamenalo vynaložení nákladů na úpravy softwaru a zaškolení zaměstnanců, a v případě pozdě plněných nebo chybně podaných povinností, které z těchto novinek vyplývají, také vynaložení nákladů ve formě pokut.

Od roku 2016 také nabylo účinnosti rozhodnutí vlády o zvýšení minimální mzdy a to o 700 Kč. Minimální mzda pro rok 2016 tak tedy představuje 9 900 Kč. Pro vybraný podnik to představovalo nárůst osobních nákladů.

6.2.2 Ekonomické faktory

Dále je v rámci strategické analýzy nutné sledovat hlavní ekonomické ukazatele, mezi které patří zejména hrubý domácí produkt, inflace, mzdy a vývoj kurzu měny.

Vývoj **hrubého domácího produktu (HDP)** je možné vidět v tabulce 10. HDP je zde uvedeno v běžných cenách (b. c), je tedy očištěno o cenové a sezónní vlivy. Tento ukazatel meziročně rostl a podle Ministerstva financí ČR bude v tomto trendu pokračovat i v nejbližších letech. Rozvoj a růst HDP byl podpořen zejména měnovou politikou, výraznými vládními investicemi a také čerpáním peněz z evropských fondů. Ke kladnému vývoji dále pomohl pokles cen pohonných hmot, růst mezd a vyšší spotřeba domácností (MFČR, © 2005 – 2013b).

Tabulka 10: Vývoj HDP ČR 2012 – 2017 (vlastní zpracování dle MFČR, © 2005-2013)

(v mld. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HDP v b. c.	4 060	4 098	4 314	4 596	4 773	5 042
Růst HDP	-	0,94%	5,27%	6,54%	3,85%	5,64%

Průměrná míra inflace, jak můžeme vidět v tabulce 11, od roku 2012 klesá, zvýšení je zaznamenáno až v roce 2016. Její meziroční hodnota se tak pohybuje kolem 0,5 % a dlouhodobě se tak pohybuje na velmi nízké úrovni. Nízká inflace má na ekonomický vývoj pozitivní vliv.

Jak dále můžeme vidět na obrázku 1, nejvyšší inflace bylo dosahováno v roce 2008, kdy růst cen dosahoval přibližně 7,5 %. Tato skutečnost byla způsobena ekonomickou krizí, která se v daném roce výrazně projevila. Česká národní banka (ČNB) se pomocí měnové politiky snaží dosáhnout inflačního cíle ve výši zhruba 2 %. V roce 2013 se míra inflace začala toleranci přibližovat, nicméně v dalších letech došlo k výraznému poklesu. Příčinou tohoto poklesu bylo zejména snížení cen pohonných hmot a potravin. Díky intervenci ČNB v roce 2015 začala míra inflace růst a v letech 2017 a 2018 již přibližně dosahovala cílové hodnoty 2 %.

Tabulka 11: Vývoj inflace ČR 2012 – 2017 (vlastní zpracování dle MFČR, © 2005-2013)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Průměrná míra inflace	3,30%	1,40%	0,40%	0,30%	0,70%	2,50%



Obrázek 1: Vývoj průměrné míry inflace ČR (Trading Economics, ©2018)

Průměrná mzda za poslední uvedené roky vykazuje rostoucí trend, viz tabulka 12. Meziroční růst se navíc od roku 2013 zvyšuje. Pokud podnik nebude na zvyšování mezd nijak reagovat, může se stát, že zaměstnanci nebudou dostatečně motivováni a odejdou ke konkurenci. Díky pozitivnímu vývoji ekonomiky se v posledních letech snižovala míra nezaměstnanosti. Zvýšení mezd však pro podnik znamená zvýšení osobních nákladů. Stejně tak tomu je i v případě minimální mzdy, která se od roku 2012 až do roku 2017 zvýšila o více než 1/3. Minimální mzda v roce 2017 činila 11 000 Kč.

Tabulka 12: Vývoj mzdy a míry nezaměstnanosti ČR 2012 – 2017 (vlastní zpracování dle MFČR, ©2005-2013 a MPSV, ©2018)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Minimální mzda (Kč)	8 000	8 500	8 500	9 200	9 900	11 000
Průměrná mzda (Kč)	25 109	25 128	25 686	26 467	27 589	29 504
Růst průměrné mzdy	3,25%	0,08%	2,22%	3,04%	4,24%	6,94%
Míra nezaměstnanosti	7,00%	7,00%	6,10%	5,10%	4,00%	2,90%

Tabulka 13 znázorňuje vývoj **kurzu CZK/EUR**. ČNB v roce 2013 oslabila českou korunu a toto oslabení udržovala až do roku 2017. Tato skutečnost se pozitivně projevuje zvýšením cen výrobků exportovaných do zahraničí a naopak negativně se projevuje zvýšením cen vstupů dovážených ze zahraničí. Kolísavost kurzu navíc pro podniky představuje zisk nebo ztrátu v podobě kurzového rozdílu.

Tabulka 13: Vývoj směnného kurzu CZK/EUR (MFČR, © 2005-2013)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Směnný kurz CZK/EUR	25,10	26,00	27,50	27,30	27,00	26,30

6.2.3 Technologické faktory

V dnešní době rostou požadavky zákazníků, kteří poptávají vysokou míru kvalitních, ekologicky šetrných produktů a komplexních odborných služeb. Kromě neustálé modernizace zařízení, softwarů apod., se může podnik zdokonalovat také například pomocí investic na podporu výzkumu a vývoje.

6.2.4 Sociální faktory

V současnosti se lidé dožívají vyššího věku než dříve a věkové hranice odchodu do důchodu se posunuje výše. Počet obyvatel v České republice navíc každým rokem mírně roste.

Podle statistických údajů tvoří největší podíl obyvatelstva lidé v produktivním věku od 15 do 64 let, nicméně tato skupina se neustále snižuje, zatímco počet obyvatel od 65 let se zvyšuje. Stárnutí populace má negativní vliv na sociální systém státu, který je kvůli tomu nadměrně zatěžován výdaji, především výdaji právě na starobní důchody. Z toho vyplývá, že ke zvýšení příjmové stránky rozpočtu, je potřeba neustálého zvyšování sazeb daní a sociálního pojištění (MFČR, © 2005 – 2013).

Rozpočtovou stránku státu ovlivňují také větší možnost studia a zároveň možnosti studia na bezplatných veřejných školách. Díky tomu se totiž zvyšuje počet absolventů vysokých škol, což má sice za následek vyšší úroveň dosaženého vzdělání, ale také posouvá status studenta, protože lidé nastupují do práce poprvé až kolem 25 roku, čímž se mění počet produktivních obyvatel (MFČR, © 2005 – 2013).

S růstem životní úrovně obyvatelstva zvyšují lidé poptávku po luxusním zboží a vyžadují zvýšení mezd. S rostoucí životní úrovní se navíc mění i osobní priority. Zaměstnanci se orientují na kvalitně strávený čas a poptávka roste zejména po ekologicky nezávadných výrobcích.

V dnešní době může pro vybraný podnik představovat hrozbu odchod mladých lidí do zahraničí, a tím související nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Jako příležitost lze využít zavedení vyšších požadavků na výuku a znalost cizích jazyků, díky čemu by bylo možné rozšířit kontakty a spolupráci se zahraničními podniky.

6.3 Analýza mikroprostředí a konkurenční síly podniku

Analýza mikroprostředí vybraného podniku se zabývá zejména jeho vnitřním potenciálem, tedy vnitřních schopností podniku se zaměřením na konkurenceschopnost. Výchozím bodem pro tuto analýzu je určení a predikce tržního podílu podniku.

6.3.1 Stanovení tržního podílu vybraného podniku

Tržní podíl vybraného podniku byl vyjádřen jako podíl celkových tržeb vybraného podniku na celkových tržbách odvětví, na kterém vybraný podnik působí. Tento podíl se ve všech letech pohybuje pod úrovní 1 % a tak je možné ho označit jako malý. Nicméně má tento tržní podíl rostoucí tendenci, jejíž tempo růstu se meziročně zvyšuje, což lze hodnotit velmi pozitivně.

Tabulka 14: Tržní podíl vybraného podniku na relevantním trhu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Tržby vybraného podniku	4 210 169	4 566 861	4 951 275	5 385 342
Tržby relevantního trhu (NACE G-46)	795 016 224	852 586 197	841 739 019	793 437 713
Tržní podíl	0,53%	0,54%	0,59%	0,68%

6.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

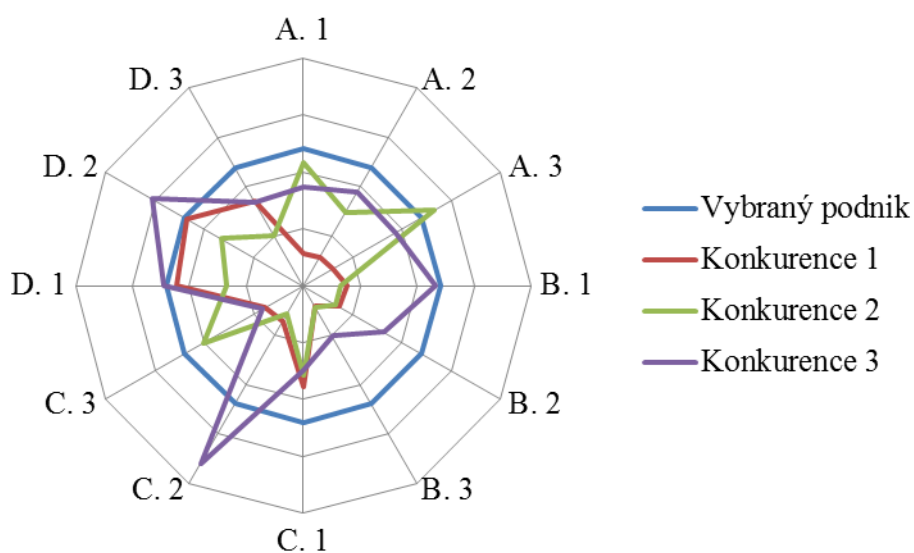
Díky určení hlavních konkurentů a výpočtu základních finančních ukazatelů je možné jejich porovnání s vybraným podnikem. K přehlednému zobrazení, zda vybraný podnik dosahuje lepších či horších výsledků než konkurence, byla zpracována tzv. spider analýza, kterou je možné vidět na obrázku 2. Spider analýza obsahuje čtyři základní skupiny ukazatelů – rentabilitu, likviditu, zadluženost a aktivitu, vypočtené pro rok 2016. Jednotlivé vypočtené hodnoty je navíc možné vidět v tabulce 15.

Hlavní konkurenti byli vybráni podle obdobné struktury sortimentu a zákazníků. Při výpočtech byly za tržby dosazovány tržby celkové, tedy tržby za prodej zboží, vlastních výrobků i služeb.

Obrázek 2 tedy vyjadřuje hodnoty ukazatelů u tří zkoumaných konkurenčních podniků v porovnání s vybraným oceňovaným podnikem, který představuje výchozí bod na úrovni 100 %. Obecně lze říci, že hodnoty ukazatelů, které se nachází nad touto hranicí, znamenají oblasti, ve kterých jsou konkurenční podniky lepší, naopak hodnoty pod touto hranicí vyjadřují převahu vybraného podniku. Jak je z obrázku 2 na první pohled patrné, vybraný podnik dosahuje poměrně lepších hodnot, než je tomu u ostatních podniků. Zejména co se týče rentability, vybraný podnik dosahuje vyšších hodnot a vyniká tak nad svými hlavními konkurenty. Lepších hodnot dosahuje také u ukazatele likvidit. Zde je ovšem nutné si dát na jejich výši pozor, protože je vhodné u nich dosahovat hodnot přibližujícím se doporučeným hodnotám, tedy ani příliš vysokým, ani příliš nízkým. V případě vybraného podniku jsou dosahované hodnoty poměrně vysoké, což může signalizovat neefektivní vázání finančních prostředků. Z ukazatelů zadluženosti lze vyčíst, že u vybraného podniku, stejně jako u konkurenčního podniku č. 4, se jedná o konzervativní strategii financování. Schopnost vybraného podniku splácet úroky je beze sporu nejvyšší. V případě aktivity dosahuje vybraný podnik obdobných výsledků jako její konkurence.

Tabulka 15: Spider analýza vybraného podniku a konkurenčních podniků pro rok 2016 (vlastní zpracování)

	Ozn.	Ukazatel	Vybraná společnost	Konkurence 1	Konkurence 2	Konkurence 3
Rentabilita	A. 1	Rentabilita VK	0,16	0,01	0,14	0,10
	A. 2	Rentabilita aktiv	0,12	0,01	0,06	0,09
	A. 3	Rentabilita tržeb	0,06	0,01	0,06	0,04
Likvidita	B. 1	Běžná likvidita	6,48	1,17	0,83	6,23
	B. 2	Pohotová likvidita	3,91	0,65	0,50	2,42
	B. 3	Hotovostní likvidita	0,74	0,01	0,01	0,23
Zadluženost	C. 1	Vlastní kapitál / Aktiva	0,56	0,39	0,33	0,31
	C. 2	Krytí DM dl. zdroji	8,42	1,39	0,76	13,51
	C. 3	Úrokové krytí	9,96	1,81	8,09	2,08
Obratovost	D. 1	Obratovost aktiv	2,15	1,95	1,02	2,19
	D. 2	Obratovost pohledávek	4,92	4,82	3,09	6,56
	D. 3	Obratovost závazků	4,95	3,22	1,52	3,18



Obrázek 2: Spider analýza vybraného podniku a konkurenčních podniků pro rok 2016 (vlastní zpracování)

6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Díky analýze vnitřního potenciálu je možné posoudit vnitřní vývojové schopnosti a zjistit schopnost podniku využívat příležitostí nabízených trhem a schopnost čelit různým hrozbám a konkurenci.

Faktory ovlivňující tržní podíl podniku jsou v tabulce 16 rozděleny na faktory přímé (přímo vnímané zákazníkem – v tabulce kritéria 1 - 10) a faktory nepřímé (podpůrné, vytvářející určité zázemí – v tabulce kritéria 11 – 15).

Tabulka 16: Zhodnocení konkurenční síly podniku (vlastní zpracování)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení								váha*body	
		Negativní		Průměr			Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1. Cenová úroveň	3				X					9
	2. Šíře sortimentu	3						X			15
	3. Hloubka sortimentu	3					X				12
	4. Kvalita zboží	3						X			15
	5. Běžná dostupnost	1				X					3
	6. Rychlost obsluhy	2					X				8
	7. Kvalita obsluhy	2						X			10
	8. Úroveň prodejen	2				X					6
	9. Účinnost reklamy	2					X				8
	10. Image firmy	1						X			5
Nepřímé faktory	11. Kvalita managementu	3					X				12
	12. Výkonný personál	2					X				8
	13. Systém řízení zboží	3						X			15
	14. Majetek a investice	2				X					6
	15. Finanční situace	2						X			10
Celkem	34									142	

Maximální počet bodů = $6 * 34 = 204$

Hodnocení = $142 / 204 = 0,6961 = \underline{69,61\%}$

Vzhledem k tomu, že vybraný podnik dosáhl hodnocení $> 60\%$, je možné předpokládat jeho i nadále rostoucí vývoj tempa růstu tržeb

6.4 Prognóza tržeb podniku

Při hodnocení perspektivnosti podniku je potřeba vycházet jak z analýzy vnitřního potenciálu podniku (tedy konkurenční síly, kterou se podnik vyznačuje), tak i z analýzy atraktivity trhu, na kterém podnik působí. Vybraný podnik disponuje konkurenční silou 69,61 %, která působí na trhu vyznačujícím se atraktivitou na úrovni 57,02 %, a řadí se tak mezi podniky s dobrou perspektivou. Díky tomuto poznatku je možné sestavit prognózu tržeb vybraného podniku.

Díky analýzám, z nichž jsme získali hodnocení o perspektivnosti podniku, která se jeví jako dobrá, tedy víme, že u vybraného podniku se do budoucna předpokládá získávání tržní pozice. Tempo růstu tržeb bylo vypočítáno dle následujícího vztahu:

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

Výsledky jsou zobrazeny v následující tabulce 17.

Tabulka 17: Prognóza tržeb vybraného podniku (vlastní zpracování)

	Rok	Tržby relevantního trhu		Tržní podíl	Tržby vybraného podniku	
		v mil. Kč	tempo růstu		v mil. Kč	tempo růstu
Skutečnost	2013	795 016	-	0,53%	4 210	-
	2014	852 586	7,24%	0,54%	4 567	8,47%
	2015	841 739	-1,27%	0,59%	4 951	8,42%
	2016	793 438	-5,74%	0,68%	5 385	8,77%
Predikce	2017	818 478	3,16%	0,71%	5 801	7,71%
	2018	817 591	-0,11%	0,76%	6 202	6,92%
	2019	816 704	-0,11%	0,81%	6 603	6,46%
	2020	815 818	-0,11%	0,86%	7 003	6,06%
Prům. tempo růstu tržeb podniku za období 2013 - 2016						8,55%
Prům. tempo růstu tržeb podniku za období 2017 - 2020						6,79%

Jak je možné v tabulce 17 vidět, tempo růstu tržeb relevantního trhu je spíše klesající. Dáleko optimističtější je tempo růstu tržeb podniku, které dosahovalo kladných hodnot. Předpokládá se, že kladného tempa růstu bude podnik dosahovat i v budoucnu, i když jeho výše bude meziročně mírně klesat.

6.5 SWOT analýza

Na základě analýzy vnějšího a vnitřního prostředí vybraného podniku, včetně analýzy konkurenceschopnosti, byla sestavena SWOT analýza, která je znázorněna v následující tabulce 18.

Tabulka 18: SWOT analýza podniku (vlastní zpracování)

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> • Dlouhá existence a dobrá pověst • Zastoupení po celé České republice • Stále se rozšiřující síť poboček a růst tržního podílu • Široká nabídka produktů a komplexní služby • Vysoká kvalita produktů • Vysoká odbornost zaměstnanců při poskytování služeb • Účast na různých veletrzích po České republice • Odborné školení a prezentace pro zákazníky 	<ul style="list-style-type: none"> • Absence působení na zahraničních trzích • Nízká znalost zaměstnanců cizích jazyků • Nedostačující výhody pro své věrné zákazníky
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> • Průnik na nové zahraniční trhy • Posílení tržního podílu • Získání nových zákazníků • Možnost rozšíření nabídky produktů a služeb • Soustavné vzdělávání zaměstnanců 	<ul style="list-style-type: none"> • Vstup nových konkurentů do odvětví • Nesolventnost odběratelů • Ztráta klíčových odběratelů či dodavatelů • Odchod zkušených zaměstnanců ke konkurenci • Legislativní změny • Růst mezd

6.6 Shrnutí strategické analýzy

Jako první byla na začátku strategické analýzy provedena prostřednictvím PESTE analýzy analýza makroprostředí, která zkoumala politické, ekonomické, sociální a technologické vlivy působící na vybraný podnik. Po té byla provedena analýza tržního prostředí, kde byl vymezen relevantní trh, což je v našem případě odvětví. Vybraný podnik spadá podle CZ - NACE do odvětví G 46 - Velkoobchod, kromě motorových vozidel. Dále následovala analýza atraktivity relevantního trhu, díky které bylo zjištěno, že se trh vyznačuje mírně nadprůměrnou atraktivitou. Podle vývoje HDP v běžných cenách byl prostřednictvím regresní analýzy stanoven jeho očekávaný vývoj tržeb, u něhož se do budoucna očekává nepatrný pokles. Na základě analýzy vnějšího a vnitřního prostředí, včetně konkurenční síly vybraného podniku se předpokládá, že vybraný podnik bude i nadále získávat pozici na trhu. Podle této skutečnosti byla určena predikce vývoje tržeb podniku, jejíž průměrné tempo růstu dosahuje úrovně 6,79 %. Na závěr byly výsledky strategické analýzy shrnuty ve formě SWOT analýzy.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza se zaměřuje na rozbor informací účetních závěrek vybraného podniku za roky 2014 - 2016. Veškeré níže uvedené tabulky a grafy byly zpracovány na základě interních údajů vybraného podniku, které jsou dostupné ve sbírce listin veřejného rejstříku.

Nejprve byla provedena vertikální a horizontální analýza vybraného podniku. Za základnu u vertikální analýzy byly považovány celková aktiva, pasiva, výnosy a náklady. Po té byly vypočteny a popsány některé základní finanční ukazatele.

7.1 Analýza majetkové struktury

V následujících tabulkách 19 a 20 je znázorněna majetková struktura podniku.

Z tabulek můžeme vyčíst, že největší podíl podniku, pohybující se okolo 90 % celkových aktiv, je zastoupen v oběžných aktivech. Zhruba 50 % celkových aktiv je zastoupeno krátkodobými pohledávkami, konkrétně zejména pohledávkami z obchodních vztahů, které se v roce 2015 výrazně snížily. Za zmínku zde stojí i položky Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba, a v letech 2014 a 2015 položka Pohledávky za společníky, které také tvoří nemalou část. Více než 30 % celkových aktiv je zastoupeno zásobami, které jsou téměř ze 100 % tvořeny zbožím, což je pro obchodní společnost typické.

Co se týče dlouhodobých aktiv podniku, ta tvoří ve sledovaných letech 4 – 10 % celkových aktiv. Největší podíl zde tvoří hmotný majetek, konkrétně samostatné movité věci a stavby. Finanční majetek je tvořen zejména ostatními cennými papíry a podíly, v roce 2015 z velké části také zápůjčkami a úvěry poskytnutými ovládané nebo ovládající osobě. U nehmotného majetku došlo v roce 2015 k jeho významnému navýšení, kdy došlo k investování podniku do nákupu nového softwaru.

Tabulka 19: Majetková struktura vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
AKTIVA	2 529 446	2 352 208	2 509 687
Dlouhodobý majetek	110 763	152 610	256 312
DNM	160	5 143	5 484
DHM	96 375	109 934	144 361
DFM	14 228	37 533	106 467
Oběžná aktiva	2 404 094	2 183 229	2 237 562
Zásoby	779 052	817 024	886 293
Pohledávky	1 417 761	1 079 741	1 094 816
- Krátkodobé pohledávky	1 417 761	1 079 741	1 094 816
KFM	207 281	286 465	256 452
Časové rozlišení aktiv	14 589	16 369	15 813

Tabulka 20: Vertikální a horizontální analýza majetkové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)

	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
AKTIVA	100,0%	100,0%	100,0%	5,5%	-7,0%	6,7%
Dlouhodobý majetek	4,4%	6,5%	10,2%	8,3%	37,8%	68,0%
DNM	0,0%	0,2%	0,2%	-37,7%	3106,6%	6,6%
DHM	3,8%	4,7%	5,8%	17,5%	14,1%	31,3%
DFM	0,6%	1,6%	4,2%	-28,8%	163,8%	183,7%
Oběžná aktiva	95,0%	92,8%	89,2%	5,3%	-9,2%	2,5%
Zásoby	30,8%	34,7%	35,3%	5,5%	4,9%	8,5%
Pohledávky	56,1%	45,9%	43,6%	3,9%	-23,8%	1,4%
- Krátkodobé pohledávky	100,0%	100,0%	100,0%	3,9%	-23,8%	1,4%
KFM	8,2%	12,2%	10,2%	14,6%	38,2%	-10,5%
Časové rozlišení aktiv	0,6%	0,7%	0,6%	22,1%	12,2%	-3,4%

Ve srovnání s odvětvím (viz tabulka 21) má společnost velmi rozdílný poměr dlouhodobého a oběžného majetku. V odvětví činí dlouhodobý majetek 1/3 a oběžný majetek zbylé 2/3 celkových aktiv. Vzhledem k nízké hodnotě dlouhodobého majetku společnosti – staveb a pozemků, lze odhadnout, že společnost nemá vlastní dlouhodobý majetek, ale je v nájmu. Toto tvrzení podporuje i položka služby ve výkazu zisku a ztráty, která vykazuje nemalé hodnoty.

Tabulka 21: Vertikální a horizontální analýza odvětví (vlastní zpracování)

	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
AKTIVA	100,0%	100,0%	100,0%	-8,1%	-3,5%	-0,6%
Dlouhodobý majetek	33,2%	32,7%	34,7%	-8,0%	-5,0%	5,4%
DNM + DHM	14,0%	14,2%	14,6%	-3,7%	-2,1%	2,2%
DFM	19,2%	18,5%	20,1%	-10,8%	-7,1%	7,9%
Oběžná aktiva	65,9%	66,8%	64,8%	-7,4%	-2,2%	-3,5%
Zásoby	19,1%	20,4%	18,8%	-7,1%	2,9%	-8,4%
Pohledávky	38,2%	35,9%	36,3%	-8,1%	-9,4%	0,5%
KFM	8,6%	10,5%	9,7%	-4,7%	17,9%	-8,0%
Časové rozlišení aktiv	0,9%	0,5%	0,5%	-44,3%	-43,6%	1,2%

7.2 Finanční struktura společnosti

V následujících tabulkách 22 a 23 je znázorněna finanční struktura společnosti.

Poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů podniku byl v jednotlivých letech mírně rozdílný. Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech se meziročně zvyšoval. Toto zvyšování bylo způsobeno kladnými hospodářskými výsledky, u nichž byl vykázán meziroční růst. Základní kapitál podniku se nezměnil. Cizí zdroje jsou z největší části tvořeny dlouhodobými závazky ke společníkům a následně krátkodobými závazky. Tyto krátkodobé závazky jsou zejména závazky z obchodních vztahů, závazky k ovládané nebo ovládající osobě a závazky vůči státu. Co se týče bankovních úvěrů, společnost čerpá od roku 2014 krátkodobý bankovní úvěr, jehož čerpaná výše meziročně klesá. Dlouhodobé bankovní úvěry podnik ve sledovaných letech nevyužívá.

Tabulka 22: Finanční struktura vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
PASIVA	2 529 446	2 352 208	2 509 687
Vlastní kapitál	1 021 961	1 195 016	1 415 352
Základní kapitál	616 410	616 410	616 410
Kapitálové fondy	4 275	4 272	4 272
Fondy ze zisku	33 459	40 539	40 539
VH minulých let	226 231	360 737	533 796
VH účetního období	141 585	173 058	220 335
Cizí zdroje	1 505 275	1 155 748	1 088 491
Rezervy	0	0	0
Dlouhodobé závazky	901 167	711 361	743 032
Krátkodobé závazky	557 081	398 532	323 606
Bankovní úvěry	47 027	45 855	21 853
- Dlouhodobé bankovní úvěry	0	0	0
- Krátkodobé bankovní úvěry	47 027	45 855	21 853
Časové rozlišení pasiv	2 210	1 445	5 844

Tabulka 23: Vertikální a horizontální analýza finanční struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)

	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
PASIVA	100,0%	100,0%	100,0%	5,5%	-7,0%	6,7%
Vlastní kapitál	40,4%	50,8%	56,4%	16,1%	16,9%	18,4%
Základní kapitál	24,4%	26,2%	24,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Kapitálové fondy	0,2%	0,2%	0,2%	-1,3%	-0,1%	0,0%
Rezervní fondy	1,3%	1,7%	1,6%	25,0%	21,2%	0,0%
VH minulých let	8,9%	15,3%	21,3%	128,5%	59,5%	48,0%
VH účetního období	5,6%	7,4%	8,8%	5,7%	22,2%	27,3%
Cizí zdroje	59,5%	49,1%	43,4%	-0,7%	-23,2%	-5,8%
Rezervy	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
Dlouhodobé závazky	35,6%	30,2%	29,6%	0,1%	-21,1%	4,5%
Krátkodobé závazky	22,0%	16,9%	12,9%	-9,5%	-28,5%	-18,8%
Bankovní úvěry	1,9%	1,9%	0,9%	-	-2,5%	-52,3%
- Dlouhodobé bank. úvěry	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
- Krátkodobé bank. úvěry	1,9%	0,0%	0,0%	-	-2,5%	-52,3%
Časové rozlišení pasiv	0,1%	0,1%	0,2%	41,3%	-34,6%	304,4%

Ve srovnání s odvětvím (viz tabulka 24) je poměr vlastního a cizího kapitálu na celkové struktuře pasiv velmi podobný jako u vybraného podniku. V obou případech docházelo ve

sledovaných letech k meziročnímu snižování cizích zdrojů a zvyšování vlastního kapitálu. Nicméně je možné vidět, že podnik vykazuje vyšší podíl dlouhodobých a nižší podíl krátkodobých závazků a mnohem méně čerpá bankovní úvěry než je tomu u odvětví. Podnik také vykazuje mnohem lepší vývoj hospodářského výsledku než odvětví.

Tabulka 24: Vertikální a horizontální analýza odvětví (vlastní zpracování)

	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
PASIVA	100,0%	100,0%	100,0%	-8,1%	-3,5%	-0,6%
Vlastní kapitál	43,9%	46,6%	48,6%	-3,5%	2,4%	3,7%
Základní kapitál	12,0%	11,8%	12,4%	-26,3%	-5,4%	5,0%
Nerozdělený VH + ostatní fondy	26,7%	29,7%	30,2%	7,5%	7,5%	1,1%
VH běžného období	5,2%	5,1%	6,0%	18,9%	-5,4%	15,8%
Cizí zdroje	55,2%	52,5%	50,2%	-11,3%	-8,3%	-4,8%
Rezervy	1,0%	1,2%	1,2%	-10,2%	17,5%	-2,5%
Dlouhodobé závazky	7,8%	6,1%	5,8%	-8,8%	-24,5%	-4,3%
Krátkodobé závazky	34,6%	34,0%	33,0%	-13,5%	-5,4%	-3,4%
Bankovní úvěry a výpomoci	11,8%	11,2%	10,2%	-5,9%	-8,2%	-9,4%
- Bankovní úvěry dlouhodobé	12,9%	10,8%	18,8%	-27,9%	-22,9%	57,2%
- Bankovní úvěry krátkodobé	87,1%	89,2%	81,2%	-1,4%	-6,0%	-17,5%
Časové rozlišení pasiv	0,9%	0,9%	1,1%	-18,3%	1,5%	20,9%

7.3 Analýza výnosů a nákladů

V následujících tabulkách 25 a 26 jsou uvedeny výnosy a náklady vybraného podniku.

Ze struktury výnosů podniku je na první pohled patrné, že se jedná o obchodní společnost, protože tržby za prodej zboží tvoří 96 – 97 % celkových výnosů. Zbýlá procenta jsou zastoupena zejména v ostatních provozních výnosech.

Náklady podniku jsou logicky z největší části tvořeny náklady na prodané zboží (zhruba 80 %). Zbylé náklady byly vynaloženy zejména na nájemné, služby spojené s prodejem zboží a na osobní náklady. U osobních nákladů je možné vidět jejich meziroční růst, který byl způsoben zvyšováním počtu zaměstnanců a také mezd. Tento průměrný přepočtený stav byl v jednotlivých letech 887, 964 a 1 051 zaměstnanců.

Tabulka 25: Struktura výnosů vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	4 530 387	4 902 172	5 335 925
Výkony	37 318	49 941	50 295
- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	36 474	49 103	49 416
- Změna stavu zásob	0	0	0
- Aktivace	843	838	878
Tržby z prodeje DM a mat.	1 079	814	3 281
Ostatní provozní výnosy	88 082	83 858	74 920
Tržby z prodeje CP a podílů	0	0	0
Výnosy z DFM	0	0	0
Výnosové úroky	11 522	10 263	5 640
Ostatní finanční výnosy	15 972	4 952	497
Mimořádné výnosy	0	0	0
VÝNOSY	4 684 359	5 051 999	5 470 558

Tabulka 26: Vertikální a horizontální analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)

	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
Tržby za prodej zboží	96,7%	97,0%	97,5%	8,4%	8,2%	8,8%
Výkony	0,8%	1,0%	0,9%	12,5%	33,8%	0,7%
- Tržby za vl. vyr. a služby	97,7%	98,3%	98,3%	13,2%	34,6%	0,6%
- Změna stavu zásob	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
- Aktivace	2,3%	1,7%	1,7%	-12,7%	-0,6%	4,7%
Tržby z prodeje DM a mat.	0,0%	0,0%	0,1%	271,0%	-24,5%	303,0%
Ostatní provozní výnosy	1,9%	1,7%	1,4%	-5,8%	-4,8%	-10,7%
Tržby z prodeje CP	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	-	-
Výnosy z DFM	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
Výnosové úroky	0,2%	0,2%	0,1%	2,0%	-10,9%	-45,0%
Ostatní finanční výnosy	0,3%	0,1%	0,0%	-32,1%	-69,0%	-90,0%
Mimořádné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
VÝNOSY	100,0%	100,0%	100,0%	7,9%	7,8%	8,3%

Tabulka 27: Struktura nákladů vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Náklady na zboží	3 614 516	3 904 304	4 170 572
Výkonová spotřeba	378 057	407 289	446 079
- Spotřeba materiálu a energie	79 997	83 502	98 649
- Služby	298 060	323 787	347 430
Osobní náklady	366 399	410 425	461 738
Daně a poplatky	2 502	2 559	3 588
Odpisy DHM a DNM	17 539	23 562	31 584
ZC prodaného DM a mat.	932	346	1 740
Změna stavu rezerv, opr. položek, ... (provozní)	14 107	7 208	-9 457
Ostatní provozní náklady	77 861	65 493	58 424
Prodané CP	0	0	0
Náklady z přecenění CP	0	0	0
Změna stavu rezerv, opravných položek, ... (finanční)	5 687	-5 687	0
Nákladové úroky	22 188	16 325	30 359
Ostatní finanční náklady	5 981	9 995	4 056
Daň z příjmu	37 006	37 123	51 539
Mimořádné náklady	0	0	0
NÁKLADY	4 542 774	4 878 941	5 250 222

Tabulka 28: Vertikální a horizontální analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)

	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
Náklady na zboží	79,6%	80,0%	79,4%	9,0%	8,0%	6,8%
Výkonová spotřeba	8,3%	8,3%	8,5%	3,6%	7,7%	9,5%
- Spotřeba materiálu a energie	21,2%	20,5%	22,1%	-2,9%	4,4%	18,1%
- Služby	78,8%	79,5%	77,9%	5,5%	8,6%	7,3%
Osobní náklady	8,1%	8,4%	8,8%	10,4%	12,0%	12,5%
Daně a poplatky	0,1%	0,1%	0,1%	28,8%	2,3%	40,2%
Odpisy DHM a DNM	0,4%	0,5%	0,6%	8,8%	34,3%	34,0%
ZC prodaného DM a mat.	0,0%	0,0%	0,0%	28650,0%	-62,9%	403,0%
Změna stavu rezerv, ... (provoz.)	0,3%	0,1%	-0,2%	169,2%	-48,9%	-231,2%
Ostatní provozní náklady	1,7%	1,3%	1,1%	-19,9%	-15,9%	-10,8%
Prodané CP	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	-	-
Změna stavu rezerv, ... (finanční)	0,1%	-0,1%	0,0%	-	-200,0%	-100,0%
Nákladové úroky	0,5%	0,3%	0,6%	-21,6%	-26,4%	86,0%
Ostatní finanční náklady	0,1%	0,2%	0,1%	-51,6%	67,1%	-59,4%
Daň z příjmu	0,8%	0,8%	1,0%	11,7%	0,3%	38,8%
NÁKLADY	100,0%	100,0%	100,0%	8,0%	7,4%	7,6%

Ve srovnání s tržbami daného odvětví (viz. tabulka 29) lze konstatovat, že se vybranému podniku dařilo lépe. Podnik vykázal ve všech uvedených letech meziroční růst tržeb, zatímco v odvětví byl naopak mezi roky 2014, 2015 a 2016 zaznamenán pokles.

Tabulka 29: Horizontální analýza vybraných položek výnosů a nákladů odvětví (vlastní zpracování)

	13/14	14/15	15/16
Tržby za prodej zboží	7,4%	-1,6%	-5,4%
Náklady vynaložené na prodej zboží	7,6%	-1,7%	-5,7%

7.4 Analýza rozdílových ukazatelů

Mezi základní rozdílové ukazatele patří čistý pracovní kapitál (ČPK). V tabulce 30 je vidět, že ČPK je ve všech uvedených letech kladný, a to jak podniku, tak i odvětví. Kladný výsledek říká, že hodnota krátkodobého majetku je vyšší než hodnota krátkodobých závazků a že tak existuje tzv. finanční polštář. Z tabulky je také vidět, že vybraný podnik má více než 2x větší podíl ČPK na oběžných aktivech než odvětví. Takto vysoká hodnota al na druhou stranu překračuje doporučenou hodnotu, která je podle Knápkové, Pavelkové a Šteker (2013, str. 92) 30 – 50 %.

Tabulka 30: ČPK vybraného podniku a odvětví (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2 014	2 015	2 016
Vybraný podnik			
ČPK	1 799 986	1 738 842	1 892 103
ČPK / oběžná aktiva	74,87%	79,65%	84,56%
Odvětví			
ČPK	78 997 990	82 850 337	84 825 509
ČPK / oběžná aktiva	31,86%	34,18%	36,28%

7.5 Analýza poměrových ukazatelů

V analýze poměrových ukazatelů vybraného podniku jsou obsaženy ukazatele zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity za sledované období 2014 – 2016.

7.5.1 Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost se vypočítá jako $Cizí\ zdroje / Aktiva$ a její doporučená hodnota je 30 – 60 % (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, str. 85). Celková zadluženost podniku se

v roce 2014 pohybovala na horní hranici doporučených hodnot. Nicméně v roce 2015 podnik dokázal toto číslo o celých 11 % snížit a to zejména díky snížení dlouhodobých závazků ke společníkům, kterým uhradil více než 150 mil. Kč. Celková zadluženost odvětví se ve všech uvedených letech pohybovala pod doporučenou hranicí.

Míra zadluženosti se vypočítá jako *Cizí zdroje / Vlastní kapitál* a je využíván zejména bankou, když společnosti žádají o nový úvěr. Vybraný podnik dosahuje o něco vyšších hodnot než odvětví, nicméně se stále pohybuje kolem doporučené hodnoty 1,5. Důležitý je zde zejména časový vývoj. V případě zkoumaného podniku lze vidět meziroční snižování míry zadlužení.

Díky výpočtu poměru *Dlouhodobé cizí zdroje / Cizí zdroje* je možné přehledně vyčíst strukturu zdrojů z hlediska splatnosti. V případě podniku bylo získáno hodnoty pohybující se ve všech třech zkoumaných letech kolem 60 %, což znamená, že disponuje zejména dlouhodobými cizími zdroji a tento trend se každoročně zvyšuje. Naopak odvětví využívá dlouhodobé cizí zdroje pouze ze zhruba 20 %. Dlouhodobé zdroje jsou sice méně rizikové, nicméně je za ně zaplácena vyšší cena. V případě vybraného podniku tvoří tyto dlouhodobé zdroje téměř ze 100 % závazky ke společníkům, tedy neúročené cizí zdroje.

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem se vypočítá jako *Vlastní kapitál / Dlouhodobý majetek*. Ve všech třech letech vyšla hodnota větší než 1, což znamená, že vlastní kapitál pokrývá jak dlouhodobá, tak i oběžná aktiva. Hodnoty podniku převyšují hodnoty odvětví dokonce několikanásobně. To je způsobeno zejména tím, že podnik nemá díky pronajímání prostor tolik dlouhodobého majetku. Podobných hodnot je dosahováno i při výpočtu výše krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji, který se vypočítá jako *Dlouhodobé zdroje / Dlouhodobý majetek*.

Úrokové krytí bylo získáno výpočtem podílu *EBIT / Nákladové úroky*. Tento ukazatel vyjadřuje kolikrát je společnost schopna uhradit úroky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je hodnota vyšší než 5, což splňují všechny tři zkoumané roky daného podniku, hodnota dokonce meziročně roste. Jelikož je tedy hodnota větší než 1, znamená to, že podnik vytvořil zisk, který dokáže pokrýt nejen splacení úroků věřitelům, ale také daně státu a čistý zisk pro vlastníka.

Tabulka 31: Poměrové ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku a odvětví (vlastní zpracování)

Ukazatel	Vybraný podnik			Odvětví		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Celková zadluženost	60%	49%	43%	55%	52%	50%
Míra zadluženosti	1,47	0,97	0,77	1,26	1,13	1,03
Dl. cizí zdroje / Cizí zdroje	60%	62%	68%	17%	14%	15%
Krytí dl. majetku vl. kapitálem	9,23	7,83	5,52	1,32	1,42	1,40
Krytí dl. majetku dl. zdroji	17,36	12,49	8,42	1,60	1,65	1,62
Úrokové krytí	9,05	13,88	9,96	12,30	10,51	18,20

7.5.2 Ukazatele likvidity

V tabulce 32 jsou uvedeny jednotlivé stupně likvidity. Tabulka obsahuje také doporučené hodnoty podle Knápkové, Pavelkové a Štekera (2013, str. 91 – 92).

Ukazatel likvidity vyjadřuje, jak je podnik schopen hradit své závazky. Hodnoty běžné likvidity získané z výpočtu *Oběžná aktiva / Krátkodobé cizí zdroje* udávají, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé cizí zdroje podniku. Je patrné, že odvětví se k doporučeným hodnotám přibližuje více než vybraný podnik. Vzhledem k tomu, že každé oběžné aktivum je jinak likvidní, větší vypovídací schopnost než běžná likvidita, má pohotová likvidita, která je očištěna o zásoby a špatně vymahatelné pohledávky. Vypočítá se jako *(Krátkodobé pohledávky + Krátkodobý finanční majetek) / Krátkodobé cizí zdroje*. Kvůli tomu, že není znám podíl krátkodobých a dlouhodobých pohledávek odvětví, jsou vypočítány pouze hodnoty pro daný podnik. Tyto hodnoty jsou opět až dvojnásobně vyšší než doporučená hodnota. Jelikož je výsledek pohotovosti likvidity oproti běžné likviditě výrazně nižší, je patrné, že podnik disponuje vysokými zásobami. Nejvíce se doporučeným hodnotám přibližuje hotovostní likvidita, kterou získáme podílem *Krátkodobý finanční majetek / Krátkodobé cizí zdroje*.

Dlouhodobě vysoká hodnota ukazatele likvidity, jak můžeme u vybraného podniku spatřit, poukazuje na neefektivní vázání finančních prostředků. Může se tak stát, že takto vysoká likvidita bude nakonec snižovat nebezpečí platební neschopnosti a snižovat výkonnost a tím pádem i snižovat výnosnost podniku.

Tabulka 32: Ukazatele likvidity podniku a odvětví (vlastní zpracování)

Ukazatel	Vybraný podnik			Odvětví		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Běžná likvidita (III. stupně) 1,5-2,5	3,98	4,91	6,48	1,47	1,52	1,57
Pohotová likvidita (II. stupně) 1,0-1,5	2,69	3,07	3,91	-	-	-
Hotovostní likvidita (I. stupně) 0,2-0,5	0,34	0,64	0,74	0,19	0,24	0,24

7.5.3 Ukazatele rentability

To, jak je podnik schopen vytvářet nové zdroje, lze zjistit pomocí rentability. Rentabilita je ukazatel, který měří výnosnost vloženého kapitálu. Do čitatele vzorce byl za zisk většinou dosazen EBIT, aby výsledky nebyly ovlivněny zadlužením a daňovým zatížením. Jednotlivé ukazatele rentability jsou uvedeny v tabulce 33.

Z tabulky je jasně vidět, že podnik dosahuje vyšších hodnot rentability, než dosahují obdobné podniky v odvětví, což lze hodnotit velmi kladně.

Tabulka 33: Ukazatele rentability podniku a odvětví (vlastní zpracování)

Ukazatel	Vybraný podnik			Odvětví		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Rentabilita tržeb (ROS)	4,40%	4,57%	5,61%	3,25%	3,13%	3,60%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	7,94%	9,63%	12,04%	7,36%	7,26%	7,92%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	13,85%	14,48%	15,57%	11,95%	11,09%	12,31%
Rentabilita investovaného kapitálu (ROI)	10,44%	11,88%	14,00%	13,83%	13,46%	14,04%

7.5.4 Ukazatele aktivity

Obrat aktiv se vypočítá jako $Tržby / Aktiva$. Za tržby (stejně jako v ostatních vzorcích této kapitoly) byly dosazeny pouze tržby za prodané zboží, aby byly výsledky co nejpřesnější. Obecně platí, že čím vyšší hodnota, tím lépe. Minimální doporučená hodnota tohoto ukazatele je 1, což splňují jak hodnoty podniku, tak i hodnoty odvětví. Kladně lze ohodnotit růst hodnot tohoto ukazatele.

Podobnou vypovídací schopnost jako ukazatel obratu aktiv má **obrat dlouhodobého majetku**, který se vypočítá jako $Tržby / Dlouhodobý majetek$. Nicméně jak je možné v tabulce 34 vidět, hodnoty podniku jsou velmi vysoké, což je způsobeno malým podílem dlouhodobého majetku na celkových aktivech.

Dobu obratu zásob se vypočítá ze vztahu $(Zásoby / Tržby) * 360$. Tento ukazatel vyjadřuje průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby nebo v našem případě do doby jejich prodeje. Obecně se dá říci, že čím více se doba obratu zásob snižuje, tím lépe. Snižování bylo zaznamenáno za poslední tři zkoumané roky jak u vybraného podniku, tak i u odvětví. Nicméně jak je možné z tabulky 34 vyčíst, doba obratu zásob podniku je téměř 2x větší, což je způsobeno zejména jeho vysokými zásobami.

Podobně jako dobu obratu zásob je možné zhodnotit i **dobu obratu pohledávek**, která se získá výpočtem podle vzorce $(Pohledávky / Tržby) * 360$. Doba obratu pohledávek vyjadřuje dobu od prodeje na obchodní úvěr, po kterou musí podnik v průměru čekat, než obdrží peníze od svých odběratelů.

Doba obratu závazků je vypočítána jako $(Krátkodobé závazky / Tržby) * 360$ a vyjadřuje dobu od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Tento ukazatel by měl dosahovat minimálně hodnoty doby obratu pohledávek. V našem případě je to přesně naopak. Doba obratu pohledávek je více než 2x delší. Ani odvětví nesplňuje toto pravidlo, nicméně zde není mezi danými obraty pohledávek a závazků tak markantní rozdíl.

Tabulka 34: Ukazatele aktivity podniku a odvětví (vlastní zpracování)

Ukazatel	Vybraný podnik			Odvětví		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Obrat aktiv	1,79	2,08	2,13	2,17	2,21	2,10
Obrat dl. majetku	40,90	32,12	20,82	6,52	6,75	6,06
Doba obratu zásob	61,91	60,00	59,80	31,81	33,28	32,21
Doba obratu pohledávek	112,66	79,29	73,86	63,42	58,44	62,06
Doba obratu závazků	48,00	32,63	23,31	74,61	71,63	70,67

7.6 Analýza souhrnných ukazatelů

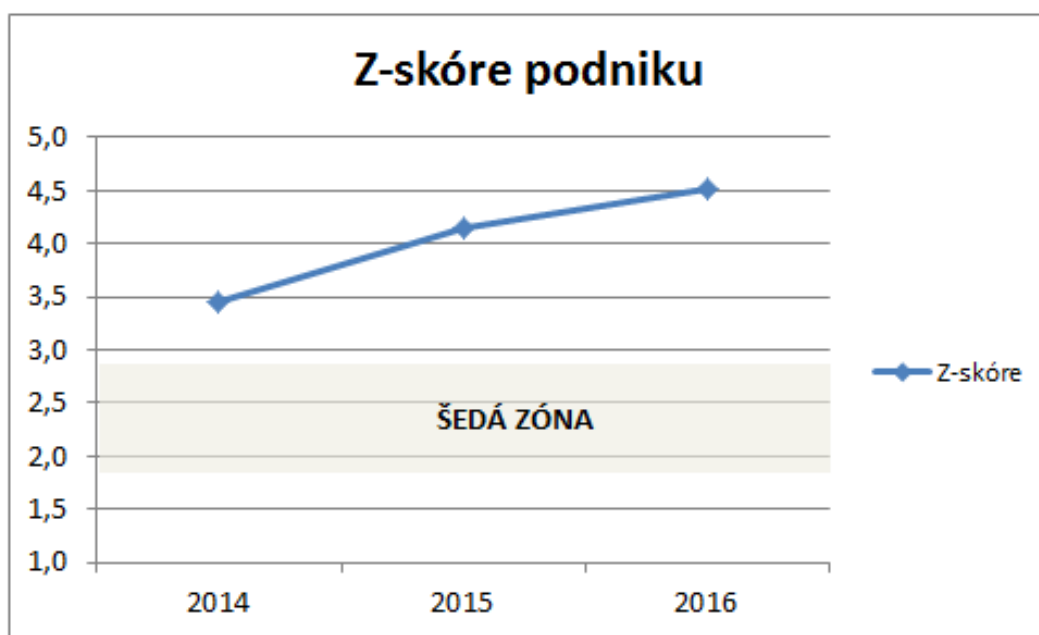
Pro vybraný podnik byly vypočítány celkem dva bankrotní modely, a to Z-skóre (Altmanův model) a indexy IN. Tyto modely mají za cíl identifikovat, jestli v blízké době hrozí podniku bankrot. Z-skóre (Altmanův model) vypovídá o finanční situaci podniku a při výpočtu bylo vycházeno ze známého vzorce:

$$Z\text{-skóre} = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 1,0 * X_5,$$

kde jednotlivé proměnné X_{1-5} jsou vysvětleny a následně vypočítány (včetně konečného Z-skóre) v tabulce 35.

Tabulka 35: Hodnoty Z-skóre podniku (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
X_1 = Pracovní kapitál / Aktiva	0,71	0,74	0,75
X_2 = Nerozdělené zisky / Aktiva	0,09	0,15	0,21
X_3 = EBIT / Aktiva	0,08	0,10	0,12
X_4 = Vlastní kapitál / Cizí zdroje	0,68	1,03	1,30
X_5 = Tržby / Aktiva	1,81	2,10	2,15
Výsledná hodnota Z-skóre	3,454	4,145	4,526



Graf 1: Z-skóre podniku (vlastní zpracování)

Z vypočtených hodnot je krásně vidět, že podnik dosahuje velmi uspokojivých výsledků, které dosahují vyšší hodnoty než 2,99, což znamená, že má dobrou finanční situaci. Díky vypočteným hodnotám za poslední tři roky je možné vidět rostoucí, tedy kladný vývoj tohoto ukazatele.

Pro zhodnocení, zda podnik tvoří hodnotu, bylo použito dalšího souhrnného ukazatele a to Indexu IN, konkrétně **Index IN05**. Pokud vypočtené hodnoty dosahují $IN05 > 1,6$, znamená to, že podnik tvoří hodnotu. Opačná situace, že podnik hodnotu netvoří, ale ničí, by nastala v případě $IN05 < 0,9$. V případě, že by se IN05 pohyboval mezi hodnotami 0,9 – 1,6, jednalo by se o tzv. šedou zónu.

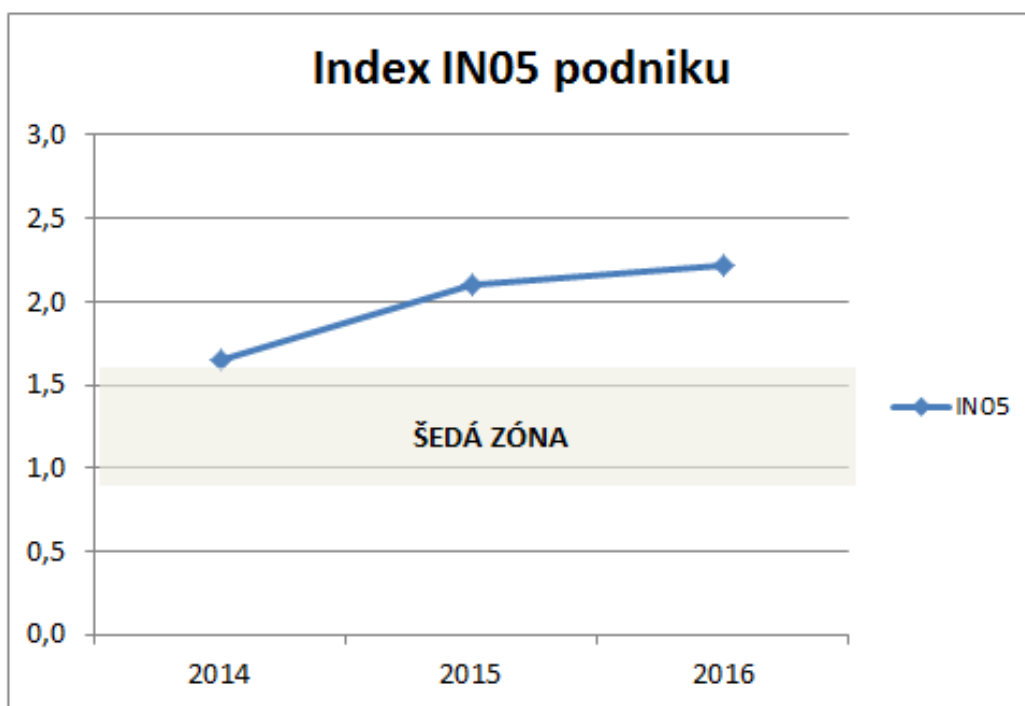
Index IN05 se vypočítá z následujícího vztahu:

$$IN05 = 0,13 * X_1 + 0,04 * X_2 + 3,97 * X_3 + 0,21 * X_4 + 0,09 * X_5,$$

kde jednotlivé proměnné X_{1-5} jsou vysvětleny a následně vypočítány (včetně konečného Indexu IN05) v tabulce 36.

Tabulka 36: Hodnoty Z-skóre podniku (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
$X_1 = \text{Aktiva} / \text{Cizí zdroje}$	1,68	2,04	2,31
$X_2 = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$	9,05	13,88	9,96
$X_3 = \text{EBIT} / \text{Aktiva}$	0,08	0,10	0,12
$X_4 = \text{Výnosy} / \text{Aktiva}$	1,85	2,15	2,18
$X_5 = \text{Oběžná aktiva} / \text{Kr. cizí zdroje}$	3,98	4,91	6,48
Výsledná hodnota IN05	1,643	2,095	2,217



Graf 2: Index IN05 podniku (vlastní zpracování)

Index IN05 se v roce 2015 houpal na horní hranici šedé zóny, poté meziročně rostl. Vypočítaná hodnota byla vyšší než 1,6, tudíž vybraný podnik dle tohoto ukazatele tvořil hodnotu. Podnik dosahoval ekonomického zisku a je tedy možné říci, že disponoval dobrým finančním zdravím.

7.7 Zhodnocení finančního zdraví podniku

Rozbor účetních výkazů - rozvahy a výkazu zisku a ztráty za roky 2014 – 2016 byl vypracován prostřednictvím finanční analýzy – pomocí vertikální a horizontální analýzy a výpo-

čtu některých finančních ukazatelů, jako je např. likvidita, rentabilita nebo zadluženost. Takto zpracovaná účetní data jsou významným zdrojem informací, které mohou včas upozornit na nežádoucí vývoj ekonomické situace podniku. Navíc byly hodnoty získané finanční analýzou podniku porovnány s hodnotami odvětví.

Majetková struktura podniku je kryta přibližně stejným poměrem vlastního a cizího kapitálu, nicméně díky meziročnímu růstu hospodářského výsledku se podíl vlastního kapitálu zvyšuje. Podíl cizích zdrojů je tvořen zejména dlouhodobými a krátkodobými závazky. Podnik využívá pouze krátkodobých bankovních úvěrů a to ve výši 2 % celkových pasiv, více využívá úročených půjček ovládající společnosti. Pomocí horizontální analýzy byl zjištěn rostoucí trend tržeb za zboží, který meziročně činil přibližně 8 %. Úměrně těmto tržbám rostly i náklady s nimi související.

Díky analýze rozdílového ukazatele čistého pracovního kapitálu bylo zjištěno, že hodnota krátkodobého majetku je vyšší než hodnota krátkodobých závazků a že tak podnik disponuje tzv. finančním polštářem. Podnik využívá konzervativní strategie financování.

Díky analýze ukazatelů zadluženosti, bylo zjištěno, že celková zadluženost podniku se pohybuje na úrovni přibližně 40 – 50 %, tedy v rozmezí doporučených hodnot. Míra zadluženosti má klesající meziroční tendenci.

Ukazatele likvidity, které vyjadřují, jak je podnik schopen hradit své závazky, dlouhodobě dosahují vysokých hodnot, což poukazuje na neefektivní vázání finančních prostředků. Může se tak stát, že takto vysoká likvidita bude nakonec snižovat jak nebezpečí platební neschopnosti, tak i výkonnost a tím pádem i snižovat výnosnost podniku. Nicméně vysoké hodnoty jsou způsobeny zejména vysokými zásobami, díky kterým si vybraný podnik udržuje hlavní výhodu nad konkurencí.

Co se týče ukazatelů rentability, jejich hodnota se meziročně zvyšovala a ve srovnání s odvětvím dosahovala vyšších hodnot, což lze hodnotit velmi kladně. Hodnota obratovosti dosahovala vyšších hodnot než 1, které i nadále meziročně rostly, což je pro podnik také velmi pozitivní.

Doba obratu zásob se za poslední zkoumaná léta snižovala. Doba obratu pohledávek je však více než 2x delší než doba obratu závazků, což by mělo platit přesně naopak.

Výpočet souhrnných ukazatelů Z-skóre a Index IN05 potvrdily zařazení zkoumaného podniku mezi podniky s dobrou finanční situací.

Na základě provedené finanční analýzy je možné říci, že vybraný podnik je dlouhodobě stabilní, trvale ziskový, a že jeho předpoklad budoucího pokračování podnikatelské činnosti není ohrožen.

8 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÉHO PODNIKU

V této poslední části mé diplomové práce bude stanovena hodnota vybraného podniku k 1. 1. 2017 a to pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Z výsledků získaných díky strategické a finanční analýze je známo, že vybraný podnik je zařazen do skupiny podniků s dobrou perspektivou a že tak splňuje podmínku předpokladu neomezeného trvání a že tak mohou být použity výnosové metody oceňování.

Projekt se dělí na dvě části. První část se zabývá stanovením základních parametrů, které jsou potřebné pro ocenění podniku potřebné. Patří mezi ně např. vyčíslení provozně nutných a nenutných aktiv, stanovení čistého operativního výsledku hospodaření a určení vážených průměrných nákladů na kapitál. Druhá část se zabývá přímo stanovením hodnoty podniku pomocí výnosových metod ocenění.

8.1 Strategický finanční plán

Vyhotovení strategického finančního plánu je prvním krokem projektové části této diplomové práce. Jeho sestavení je nezbytným podkladem pro stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod oceňování. Skládá se z plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty za období 2017 - 2020. Finanční plány byly sestaveny na základě minulého vývoje a budoucího očekávání vybraného podniku. Položky, které nebyly v podniku v minulých letech evidovány, nebyly plánovány ani pro budoucí období.

8.1.1 Plánovaná rozvaha

První část plánované rozvahy je uvedena v tabulce 37.

Plán dlouhodobého majetku vychází z investičního plánu. Podnik plánuje v budoucích letech investovat do dlouhodobého nehmotného majetku ve formě softwaru. Vzhledem k tomu, že do tohoto majetku investoval nemalé částky již v roce 2015, nyní se jedná pouze o technické zhodnocení a o prodlužování licencí. Dále podnik hodlá investovat do dlouhodobého hmotného majetku ve formě nového vybavení do prodejen. Nákup staveb ani pozemků v nejbližších 4 letech v plánu nemá. Dlouhodobý finanční majetek je tvořen především zápůjčkami ovládané nebo ovládající osobě a jejich výši jsem ponechala do plánovaných let konstantní podle poslední známé výše roku 2016.

Zásoby byly naplánovány na základě doby obratu zásob minulých let. Dlouhodobé pohledávky jsou na základě minulých let vykázány v nulové výši. Krátkodobé pohledávky byly

opět naplánovány na základě doby obratu pohledávek minulých let. Rostoucí trend položek pohledávek i zásob je vzhledem k plánovanému zvyšování odbytu reálný. Vzhledem k plánovaným ziskům v budoucích predikovaných letech a malým, téměř nevýznamným investovaným částkám, lze předpokládat i růst krátkodobého finančního majetku.

Výše aktivního časového rozlišení byla ponechána v konstantní hodnotě roku 2016.

Tabulka 37: Plánovaná rozvaha – aktiva (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
AKTIVA	2 509 687	2 974 326	3 183 870	3 386 126	3 603 146
Dlouhodobý majetek	256 312	269 861	285 072	293 357	316 768
DNM	5 484	5 544	5 612	5 685	5 747
DHM	144 361	157 850	172 993	181 205	204 554
DFM	106 467	106 467	106 467	106 467	106 467
Oběžná aktiva	2 237 562	2 688 652	2 882 986	3 076 957	3 270 565
Zásoby	886 293	966 077	1 032 555	1 098 886	1 165 069
Pohledávky	1 094 816	1 413 307	1 510 559	1 607 596	1 704 418
- Krátkodobé pohledávky	1 094 816	1 413 307	1 510 559	1 607 596	1 704 418
KFM	256 452	309 268	339 871	370 475	401 079
Časové rozlišení aktiv	15 813	15 813	15 813	15 813	15 813

Druhá část plánované rozvahy je uvedena v tabulce 38. Z obecně známého principu bilanční kontinuity je patrné, že stejně jako celková suma aktiv poroste i celková suma pasiv. V posledních třech plánovaných letech by mělo docházet k růstu podílu vlastního kapitálu a naopak poklesu podílu cizích zdrojů na celkových pasivech. Základní kapitál zůstane stejně jako v předchozích letech neměnný, a i fondy ze zisku zůstanou ve stejné výši jako v letech 2015 a 2016. Výsledek hospodaření běžného období by měl být ve všech plánovaných letech kladný a stejně jako v posledních dvou letech 2015 a 2016 se plánuje celý převést do položky nerozděleného zisku minulých let. Dlouhodobé závazky, které jsou tvořeny zejména závazky ke společníkům, byly stanoveny na základě trendu minulých let. Krátkodobé závazky, které jsou tvořeny zejména závazky z obchodních vztahů, by se měly v následujících letech zvyšovat. Tato predikce je odvozena podle doby obratu závazků v minulých letech. Krátkodobé bankovní úvěry byly predikovány pomocí průměrného tempa růstu za minulé roky. Časové rozlišení pasivní je plánováno ve stejné výši, jako v roce 2016.

Tabulka 38: Plánovaná rozvaha – pasiva (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
PASIVA	2 509 687	2 974 326	3 183 870	3 386 126	3 603 146
Vlastní kapitál	1 415 352	1 613 889	1 837 329	2 091 457	2 381 798
Základní kapitál	616 410	616 410	616 410	616 410	616 410
Kapitálové fondy	4 272	4 272	4 272	4 272	4 272
Fondy ze zisku	40 539	40 539	40 539	40 539	40 539
VH minulých let	533 796	754 131	952 668	1 176 108	1 430 236
VH účetního období	220 335	198 537	223 440	254 128	290 341
Cizí zdroje	1 088 491	1 354 592	1 340 697	1 288 825	1 215 504
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	743 032	779 310	728 542	644 064	534 716
Krátkodobé závazky	323 606	552 664	590 694	628 640	666 501
Bankovní úvěry	21 853	22 618	21 461	16 121	14 287
- Dlouhodobé bank. úvěry	0	0	0	0	0
- Krátkodobé bank. úvěry	21 853	22 618	21 461	16 121	14 287
Časové rozlišení pasiv	5 844	5 844	5 844	5 844	5 844

8.1.2 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

V tabulce 40 jsou zachyceny základní položky plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Prognóza tržeb za zboží a prognóza tržeb za vlastní výrobky a služby vychází ze získaných výsledků strategické analýzy, ve které byla odhadnuta hodnota celkových budoucích tržeb. Tyto dvě položky tržeb byly rozplánovány pomocí regresní analýzy. Jak můžeme vidět v tabulce 35, předpokládá se, že se tržby budou meziročně zvyšovat, i když tempo růstu bude každým rokem mírně klesat. Průměrné tempo růstu tržeb za zboží se předpokládá ve výši 6,74 % a tržeb za vlastní výrobky a služby ve výši 12,14 %.

Prognóza nákladů na prodané zboží byla počítána pomocí obchodní marže, která byla za minulé období stanovena jako rozdíl mezi tržbami za prodané zboží a náklady na prodané zboží. Pro plánované roky byla tato obchodní marže určena funkcí Lintrend v MS Excel. Samotná prognóza nákladů na prodané zboží byla vypočtena jako rozdíl mezi tržbami za prodané zboží a obchodní marží.

Tabulka 39: Podíl obchodní marže na tržbách podniku (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Podíl obchodní marže na tržbách	20,22%	20,36%	21,84%	22,43%	23,24%	24,05%	24,86%

Výkonová spotřeba byla naplánována pomocí průměrného podílu výkonových spotřeb k výkonům za období 2013 – 2016, kdy byl tento podíl následně vynásoben plánovanými výkony daného roku. Jednotlivé položky výkonové spotřeby byly naplánovány obdobně, tedy průměrným podílem z minulých let 2013 – 2016 k celkové výkonové spotřebě, vynásobeným výkonovou spotřebou daného roku. Položka spotřeba materiálu a energie tvořila v průměru 21,59 % a položka služby zbylých 78,41 % výkonové spotřeby. Průměrné tempo růstu výkonové spotřeby v plánovaných letech činí 14,34 %.

Položka aktivace byla naplánována na základě minulého vývoje za období 2013 – 2016 pomocí funkce Lintrend v MS Excel.

Osobní náklady mají v predikovaných letech, tak jako v těch minulých, rostoucí charakter a v největší míře je tvoří mzdové náklady. Podnik kalkuluje se stálým meziročním růstem a to ze dvou důvodů - zvyšování mezd a nabírání nových pracovníků. Položka byla vypočítána pomocí trendové funkce Lintrend v MS Excel.

Do položky úprav hodnot v provozní oblasti spadají zejména odpisy, které tvoří největší část. Tyto odpisy byly stanoveny na základě plánovaných investic, a jelikož má podnik pro následující predikovaná léta naplánován nákup dlouhodobého majetku, výše odpisů se bude v následujících letech zvyšovat.

Do ostatních provozních výnosů patří tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jiné provozní výnosy. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu vznikají především prodejem již nepotřebného majetku, což za minulé roky tvořilo v průměru necelé 2 % ostatních provozních výnosů. Jelikož tyto tržby není možné nijak přesně naplánovat, bylo využito průměrné hodnoty za období 2013 - 2016, která je v uvedeném plánu uvedena v konstantní výši 1 366 tis. Kč. Zbylá část ostatních provozních výnosů bude pravděpodobně pokračovat v trendu minulých let, bude tedy klesat. Jejich výše byla vypočítána pomocí funkce Lintrend v MS Excel.

Do ostatních provozních nákladů zase patří zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, daně a poplatky a jiné provozní náklady. Zůstatková cena byla vypočítána stejným způsobem jako tržby z prodeje tohoto majetku a materiálu a v plánovaných

letech byla uvedena v konstantní výši 755 tis. Kč. Zbylé položky byly opět vypočítány na základě minulých let pomocí funkce Lintrend v MS Excel.

Jak můžeme vidět v tabulce 40, finanční výsledek hospodaření bude stále záporný a výše se bude i nadále snižovat. Jeho výše je odhadnuta na základě minulých let. Následný výsledek hospodaření před zdaněním bude v budoucích letech pravděpodobně kladný a ve všech plánovaných letech, až na rok 2014, poroste, což lze hodnotit velmi pozitivně. Sazba daně z příjmů byla jako v minulých letech stanovena ve výši 19 %.

Tabulka 40: Plán výkazu zisku a ztráty podniku za 2017 – 2020 (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodej zboží	5 335 925	5 742 187	6 137 318	6 531 574	6 924 954
Výkony	50 295	59 242	65 748	72 239	78 716
- Tržby za prodej vl. vyr. a služeb	49 416	58 428	64 960	71 478	77 982
- Změna stavu zásob	0	0	0	0	0
- Aktivace	878	814	788	761	734
Náklady na prodané zboží	4 170 572	4 454 361	4 711 052	4 960 663	5 203 215
Výkonová spotřeba	446 079	565 026	627 075	688 987	750 760
- Spotřeba materiálu a energie	98 649	121 989	135 386	148 752	162 089
- Služby	347 430	443 037	491 690	540 234	588 671
Osobní náklady	461 738	500 939	544 256	587 573	630 890
Úpravy hodnot v provozní oblasti	22 127	29 345	36 791	43 422	49 539
Ostatní provozní výnosy	78 201	71 458	65 458	59 457	53 457
Ostatní provozní náklady	63 752	47 238	34 878	22 517	10 157
Provozní výsledek hospodaření	300 153	275 978	314 472	360 109	412 567
Finanční výsledek hospodaření	-28 278	-30 870	-38 620	-46 371	-54 121
Výsledek hospodaření před zdaněním	271 875	245 108	275 852	313 738	358 446
Daň z příjmů za běžnou činnost	51 539	46 571	52 412	59 610	68 105
Výsledek hospodaření po zdanění	220 335	198 537	223 440	254 128	290 341

8.2 Vymezení NOA (C) a KPVH

Prvním nezbytným krokem je úprava účetních výkazů. Jelikož účetní výkazy neodráží vždy reálnou ekonomickou situaci, je nutné provést úpravy účetních výkazů. Mezi úpravy rozvahy patří především aktivace chybějících položek a vyčlenění neoperativních aktiv a neúročeného cizího kapitálu. V návaznosti na tyto úpravy je důležité upravit i výkaz zisku a ztrát, což vede ke stanovení čistého operativního zisku. Výkazy byly upraveny pro období 2016 – 2020.

8.2.1 Vymezení NOA (C)

Aktivace položek

Vybraný podnik ve své podrozvahové evidenci vykazoval majetek, který byl pořízený formou leasingu. Poslední splátka však byla v roce 2015 uhrazena a majetek byl již do účetnictví zařazen. Co se týče leasingu, nebylo tedy nutné provádět žádné úpravy. Dlouhodobý majetek nebylo nutné upravovat ani o výši oceňovacího rozdílu, protože vybraný podnik žádný takový rozdíl nezaznamenal a ceny tak reálně odpovídají cenám skutečným. Do výpočtu není uvažována ani položka goodwill, protože nebyla u vybraného podniku identifikována. Dále není počítáno ani s tichými, úmyslně vytvořenými, rezervami, protože podnik žádné takové rezervy netvoří. Jelikož podnik neuskutečnil žádné aktivity ani v oblasti výzkumu a vývoje, nejsou žádné takové náklady s tím spojené brány v potaz.

Neoperativní aktiva

Realitu o finanční situaci a výkonnosti hlavní činnosti podniku mohou dále zkreslit tzv. neoperativní aktiva, která jsou ve výkazech obsažena, nicméně se nepodílejí přímo na hlavní činnosti podniku nebo se nepodílí na tvorbě výsledků hospodaření v současné době.

Vybraný podnik od roku 2016 neeviduje žádný nedokončený dlouhodobý majetek ani zálohy na pořízení majetku. Eviduje však dlouhodobý finanční majetek v podobě podílů a zápůjček vůči ovládané nebo ovládající osobě, ze kterých mu neplynou žádné zisky, a proto byl tento majetek z rozvahy vyčleněn. Jeho výše je v jednotlivých letech 89 334 tis. Kč.

Mezi provozně nutná aktiva patří také upravený pracovní kapitál, který se skládá ze zásob, krátkodobých pohledávek a časového rozlišení, které byly převedeny ze strategického finančního plánu. Další součástí čistého pracovního kapitálu je krátkodobý finanční majetek. Pro stanovení provozně nutného krátkodobého finančního majetku bylo využito ukazatele hotovostní likvidity, jejíž doporučená horní výše se podle Pavelková a Knápková (2012) pohybuje na hodnotě 0,5. Jak je patrné z tabulky 41, tato hranice nebyla splněna ani v jednom z uvedených let, protože hodnota je vyšší než horní hranice doporučené hodnoty. To znamená, že podnik disponoval vyšším krátkodobým finančním majetkem, než je z hlediska provozu nutné, a proto jsou následující roky podle tohoto ukazatele upraveny. Získané hodnoty jsou uvedeny v tabulce 41.

Tabulka 41: Výpočet neoperativních aktiv – KFM (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Hotovostní likvidita	0,7424	0,5376	0,5552	0,5746	0,5891
Hodnota KFM v rozvaze	256 452	309 268	339 871	370 475	401 079
Hodnota KFM při likviditě 0,5	172 729	287 641	306 077	322 380	340 394
Rozdíl	83 723	21 626	33 794	48 095	60 685

Neúročený cizí kapitál

Poslední důležitou úpravou je snížení aktiv o pasiva, která nejsou úročena. Jak lze vidět v tabulce 42, tyto neúročené závazky jsou tvořeny z rezerv, neúročených dlouhodobých a krátkodobých závazků a časového rozlišení pasiv.

Tabulka 42: Výpočet neúročeného cizího kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky neúročené	740 254	776 531	725 764	641 286	531 938
Krátkodobé závazky neúročené	149 372	378 431	416 461	454 406	492 268
Časové rozlišení pasivní	5 844	5 844	5 844	5 844	5 844
Neúročený cizí kapitál	895 470	1 160 806	1 148 069	1 101 536	1 030 050

Výpočet NOA

Nyní jsou k dispozici veškeré podklady pro výpočet čistých operativních aktiv (NOA), které jsou shrnuty v tabulce 43. Výsledná hodnota čistých operativních aktiv je získána součtem dlouhodobého majetku a upraveného čistého pracovního kapitálu.

Tabulka 43: Shrnutí výpočtu NOA (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Aktiva	2 509 687	2 974 326	3 183 870	3 386 126	3 603 146
(+) Aktivace položek	0	0	0	0	0
(-) Vyčlenění neoperativních aktiv	173 057	110 961	123 128	137 429	150 019
(-) Neúročený cizí kapitál	895 470	1 160 806	1 148 069	1 101 536	1 030 050
NOA	1 441 159	1 702 559	1 912 674	2 147 161	2 423 077

Tabulka 44: Vymezení NOA – aktivní část rozvahy (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobý majetek	166 978	180 527	195 738	204 023	227 434
DNM	5 484	5 544	5 612	5 685	5 747
DHM	144 361	157 850	172 993	181 205	204 554
DFM	17 133	17 133	17 133	17 133	17 133
Upravený ČPK	1 274 181	1 522 032	1 716 936	1 943 138	2 195 643
Zásoby	886 293	966 077	1 032 555	1 098 886	1 165 069
Pohledávky	1 094 816	1 413 307	1 510 559	1 607 596	1 704 418
KFM	172 729	287 641	306 077	322 380	340 394
Časové rozlišení aktiv	15 813	15 813	15 813	15 813	15 813
Neúročené závazky (-)	895 470	1 160 806	1 148 069	1 101 536	1 030 050
NOA	1 441 159	1 702 559	1 912 674	2 147 161	2 423 077

Po provedených úpravách aktivní části rozvahy je nutné upravit i část pasivní.

Nejprve byly vyloučeny neúročené cizí zdroje, jejichž výše je již známa z úpravy k získání NOA. Žádné další úpravy cizího kapitálu u vybraného podniku potřeba nebyly.

Vlastní kapitál je položka, která s provozní činností podniku souvisí, proto se jeho hodnota neupravuje. Vyrovnávací položkou je položka ekvivalenty vlastního kapitálu, která zajišťují mezi čistými operativními aktivy (NOA) a provozně nutným investovaným kapitálem (C) rovnost. Konečné úpravy jsou zobrazeny v tabulce 45.

Tabulka 45: Vymezení C – pasivní část rozvahy (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Vlastní kapitál	1 242 295	1 502 929	1 714 201	1 954 028	2 231 779
Základní kapitál	616 410	616 410	616 410	616 410	616 410
Kapitálové fondy	4 272	4 272	4 272	4 272	4 272
Fondy ze zisku	40 539	40 539	40 539	40 539	40 539
VH minulých let	533 796	754 131	952 668	1 176 108	1 430 236
VH účetního období	220 335	198 537	223 440	254 128	290 341
Ekvivalenty VK	-173 057	-110 960	-123 128	-137 429	-150 019
Cizí zdroje	198 865	199 630	198 473	193 133	191 299
Bankovní úvěry	21 853	22 618	21 461	16 121	14 287
Závazky - ovl. osoba	177 012	177 012	177 012	177 012	177 012
C	1 441 159	1 702 559	1 912 674	2 147 161	2 423 077

8.2.2 Vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření

Po úpravách rozvahy je nutné ještě upravit provozní výsledek hospodaření na korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH). Výchozím bodem při jeho výpočtu je provozní hospodářský výsledek převzatý z výkazu zisku a ztráty, který se dále upravuje vyloučením nákladů a výnosů, které jsou pouze nahodilé a nesouvisí s hlavní činností podniku. V rámci vybraného podniku byl vyloučen zisk z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Takto upravený korigovaný provozní výsledek hospodaření byl dále upraven o daň z příjmů, která byla vypočítána sazbou ve výši 19 %.

Tabulka 46: Výpočet KPVH (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Provozní výsledek hospodaření	300 153	275 978	314 472	360 109	412 567
Tržby z prodeje DM a mat.	3 281	1 366	1 366	1 366	1 366
ZC prodaného DM a mat.	1 740	755	755	755	755
KPVH před daní	298 612	275 367	313 861	359 498	411 956
Úprava daně	56 736	52 320	59 634	68 305	78 272
KPVH po dani	241 876	223 048	254 228	291 193	333 684

8.3 Stanovení diskontní míry

V předchozí kapitole byla vymezena kapitálová struktura a korigovaný provozní výsledek hospodaření vybraného podniku. Dále je potřeba jednotlivým druhům kapitálu přidělit odpovídající náklady. Diskontní míra bude vyjádřena na úrovni celého podniku, kdy ji představují vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). K jejich výpočtu je nutné zjistit náklady na cizí a náklady na vlastní kapitál.

8.3.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se vypočítají jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb. Tyto náklady mají podobu úroku, který podnik za využívání různých forem cizího platí. Vybraný podnik v minulých letech využíval úročených závazků vůči ovládané nebo ovládané osobě, bankovních úvěrů a leasingu. Poslední splátka leasingu však byla v roce 2015 splacena a v nejbližších plánovaných letech nehodlá vybraný podnik žádný nový leasing využívat, proto o něm nebude uvažováno.

Jak již bylo uvedeno, vybraný podnik tedy k financování využívá bankovní úvěry a jiné úročené závazky. Kvůli nedostatku informací byla úroková sazba vypočítána jako průměr

podílů stavu úvěrů a nákladových úroků za období 2013 - 2016. Hodnoty tak mohou být o něco zkreslené. Náklady na cizí kapitál pro bankovní úvěry jsou vypočítány ve výši 0,80 % a pro závazky vůči ovládaným nebo ovládajícím osobám ve výši 6,53 %.

8.3.2 Náklady na vlastní kapitál

Určení nákladů na vlastní kapitál je těžší než vypočtení nákladů na cizí kapitál. K získání co nejvíce objektivní výsledné hodnoty bude použito více metod., konkrétně metoda oceňování kapitálových aktiv (CAPM), metoda průměrné rentability v odvětví a metoda stavebnicového modelu. Nakonec bude míra nákladů vlastního kapitálu vypočítána jejich zprůměrováním.

Model CAPM - Model oceňování kapitálových aktiv

Metoda CAPM je obecně brána jako základní model, pomocí kterého je možné určit náklady na vlastní kapitál (N_{VK}) a to pomocí následujícího vzorce:

$$N_{VK(CAPM)} = r_f + \beta_z * (\text{riziková prémie})$$

K dosazení do výše uvedeného vzorce je potřeba znát hodnotu bezrizikové úrokové míry (r_f), koeficientu beta (β_z) a také hodnotu rizikové prémie. Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě výnosnosti desetiletých státních dluhopisů a byla zjištěna z webových stránek MPO, kde byla pro rok 2016 uvedena ve výši 0,48 %. Koeficient β_z vyjadřuje citlivost investic vůči trhu a určuje tržní (systematické) riziko. Tento koeficient β_z vychází z koeficientu beta nezadluženého (β_n) podobných podniků. Koeficient β_n , stejně jako riziková prémie, která vychází z ratingového ohodnocení ČR, byl zjištěn z webových stránek profesora Damodarana (©2018). Vybraný podnik byl zařazen do odpovídajícího odvětví obchodu, pro nějž je evidován koeficient β_n ve výši 0,75 a riziková prémie ve výši 6,69 %. Výpočet zadluženého koeficientu β_z byl proveden pomocí následujícího vzorce:

$$\beta_z = \beta_n * (1 + (1 - T) * (CK/VK))$$

$$\underline{\underline{\beta_z}} = 0,75 * (1 + (1 - 0,19) * (198\,865/1\,242\,295)) = \underline{\underline{0,85}}$$

Výsledný výpočet nákladů na vlastní kapitál je uveden v následující tabulce 47. Výsledek tohoto modelu byly náklady na vlastní kapitál pro rok 2016 získány ve výši 6,17 %.

Tabulka 47: Výpočet N_{VK} – metoda CAPM (vlastní zpracování)

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	
Bezriziková úroková míra (r_f)	0,48%
Beta - nezadlužená (β_n)	0,75
Beta - zadlužená (β_z)	0,85
Rizikové prémie	6,69%
Náklady na vlastní kapitál (N_{VK})	6,17%

Stavebnicový model

Stavebnicový model, který je sestavený podle metodiky výpočtu MPO, je založen na principu přičítání jednotlivých rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Jedná se o přírážku za likvidnost akcie, obchodní riziko, finanční strukturu a stabilitu. Veškeré tyto potřebné údaje pro dané odvětví je možné získat ze statistik MPO (©2005-2018).

Vzorec pro stavebnicový model je následující:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr}$$

V tabulce 48 jsou uvedeny hodnoty rizikových přírážek, které jsou pro stanovení hodnoty nákladů vlastního kapitálu potřebné. Podle stavebnicového modelu byly tyto náklady pro rok 2016 získány ve výši 10,29 %.

Tabulka 48: Výpočet N_{VK} – Stavebnicový model (vlastní zpracování)

Stavebnicový model	
Bezriziková sazba (r_f)	0,48%
Riziková přírážka za velikost (r_{LA})	1,25%
Riziková přírážka za podnikatelské riziko ($r_{podnikatelské}$)	2,75%
Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{finstab}$)	2,22%
Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{finstr})	3,59%
Alternativní náklad na vlastní kapitál ($r_e = N_{VK}$)	10,29%

Průměrná rentabilita v odvětví

Tato metoda se řadí mezi nejjednodušší metody pro stanovení nákladů na vlastní kapitál. Údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu daného odvětví lze opět získat z finančních analýz prováděných MPO (©2005-2018). V roce 2016 byly tyto náklady ve výši 12,31 %.

Odvození nákladů vlastního kapitálu od nákladů cizího kapitálu

Jednou z dalších možností, jak stanovit náklady na vlastní kapitál, je jejich odvození od nákladů na cizí kapitál. Ty v případě vybraného podniku činily 0,80 % pro formu bankovních úvěrů a 6,53 % pro závazky vůči ovládaným nebo ovládajícím osobám. Vzhledem k tomu, že vlastní kapitál je považován za dražší, byla k sazbě nákladů na cizí kapitál přičtena zvolená přírážka ve výši 5 %. Přírážka bude přičtena sazbě 6,53%, protože tvoří 90 % celkových úročených závazků. Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál je tedy pro rok 2016 11,53 %.

Výpočet nákladů na vlastní kapitál

V tabulce 49 je možné přehledně vidět hodnoty o nákladech na vlastní kapitál získaných pomocí různých metod. Těmto metodám byly podle jejich vypovídací schopnosti přiděleny váhy. Nejvyšší váhu má metoda CAPM, protože alespoň částečně zohledňuje situaci podniku. Zbylé metody mají menší váhy, protože mají spíše obecný charakter. Hodnota nákladů vlastního kapitálu, se kterou bude dále počítáno, je ve výši 8,99 %.

Tabulka 49: Výpočet průměrných nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

Metoda	Váha	N_{VK}	Přepočtené N_{VK}
CAPM	3	6,17%	18,51%
Stavebnicový model	2	10,29%	20,58%
Průměrná rentabilita v odvětví	1	12,31%	12,31%
Odvození od nákladů cizího kapitálu	1	11,53%	11,53%
Celkem	7		62,93%
Průměrné náklady na vlastní kapitál (N_{VK})			8,99%

8.3.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Po zjištění nákladů na vlastní a cizí kapitál je možné již dosadit do níže uvedeného vzorce a vypočítat vážené průměrné náklady na kapitál (WACC). V tabulce 50 jsou uvedeny všechny potřebné údaje pro jejich výpočet.

$$WACC = (N_{CK} * (1 - T) * (CK/K)) + (N_{VK} * (VK/K))$$

Výsledná hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál vybraného podniku je ve výši 8,41 %.

Tabulka 50: Výpočet WACC (vlastní zpracování)

Položka	Hodnota
Náklady na cizí kapitál - bankovní úvěry ($N_{CKBÚ}$)	0,80%
Náklady na cizí kapitál - ovl. osoba (N_{CKOO})	6,53%
Náklady na vlastní kapitál (N_{VK})	8,99%
Cizí kapitál - bankovní úvěry ($CK_{BÚ}$)	21 853
Cizí kapitál - ovl. osoba (CK_{OO})	177 012
Vlastní kapitál (VK)	1 242 295
Kapitál celkem (K)	1 441 159
Daňový štít (1 - T)	0,81
Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)	8,41%

8.4 Stanovení hodnoty podniku

Druhá část projektové části této diplomové práce je věnována stanovení tržní hodnoty vybraného podniku, a to k datu 1. 1. 2017. Při výpočtu bude použita dvoufázová metoda, která dělí budoucí období vybraného podniku právě na dvě fáze. První fáze byla stanovena na základě délky zpracování podnikových plánů, které byly v případě vybraného podniku sestaveny pro období 2017 – 2020. Druhá fáze v sobě zahrnuje odhad tempa růstu (g), které je pro vyčíslení této fáze pomocí Gordonova a parametrického vzorce klíčové. Pro ocenění společnosti budou použity tyto 3 následující metody:

- metoda diskontovaného cash flow (DCF entity),
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).

8.4.1 Odhad tempa růstu g

Před tím než se přistoupí k samotnému výpočtu jednotlivých metod, je nutné odhadnout tempo růstu g . Tempo růstu je možné určit několika způsoby. Například lze vycházet údajů vývoje HDP ve stálých cenách, které dle MPO v roce 2016 rostlo o 2,6 % a v predikci pro další tři roky se očekává průměrný růst ve výši 3,4 %. Další možností stanovení tempa růstu je jeho odvození z průměrného tempa růstu tržeb podniku zahrnující minulé i budoucí plánované období, které činilo 7,54 %. Navíc je vhodné vzít v úvahu i fázi životního cyklu podniku, který můžeme zařadit mezi zralé podniky, u kterých je předpoklad rychlejšího vývoje v první fázi a ustálení tempa růstu na nižší úrovni v druhé fázi. Po zohlednění všech faktorů a principu opatrnosti bylo odhadnuto tempo růstu g ve výši 3,5 %.

8.4.2 Ocenění metodou DCF entity

U ocenění podniku metodou diskontovaného cash flow (DCF) byla konkrétně zvolena varianta entity. Tato metoda vychází z přeměny korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) na peněžní toky do firmy (FCFF). Při této přeměně se vychází z KPVH po zdanění, od kterého jsou odečteny odpisy, díky čemuž je získán předběžný peněžní tok z provozní činnosti podniku. Dále je potřeba odečíst investice do provozně nutného dlouhodobého majetku, které byly určeny jako rozdíl mezi hodnotou dlouhodobého majetku mezi jednotlivými lety navýšený o odpisy. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu byly také určeny jako změna výše hodnoty pracovního kapitálu mezi jednotlivými lety. Díky těmto úpravám bylo dosaženo hodnoty peněžních toků za období plánu, tedy za období 2017 – 2020, pro vlastníky i věřitele, které bylo potřeba pomocí diskontní míry převést na současnou hodnotu. Tato diskontní míra byla na úrovni WACC, tedy ve výši 8,41 %. Jak je možné vidět v tabulce 51, po sečtení všech diskontovaných peněžních toků bylo dosaženo současné hodnoty první fáze.

Tabulka 51: DCF entity – Hodnota 1. fáze (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
KPVH před zdaněním	275 367	313 861	359 498	411 956
(-) Upravená daň	52 320	59 634	68 305	78 272
KPVH po zdanění	223 048	254 228	291 193	333 684
(+) Odpisy	35 305	40 547	45 789	51 031
Předběžný peněžní tok z provozu	258 353	294 775	336 983	384 715
(-) Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	48 854	55 758	54 074	74 443
(-) Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	247 851	194 904	226 202	252 505
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	-38 352	44 113	56 706	57 768
Diskontované FCFF	-35 377	37 534	44 506	41 822
Hodnota 1. fáze	88 486			

Hodnota druhé fáze byla určena prostřednictvím Gordonova a parametrického vzorce. Jako hodnota tempa růstu g byla dosazována odhadnutá hodnota ve výši 3,5 %.

Gordonův vzorec

Ke zjištění pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce je potřeba stanovit hodnotu KPVH, netto investic a volného cash flow, a to pro první rok po uplynutí doby prognózy, tedy pro rok 2021. Následně byly tyto získané hodnoty dosazeny do vzorce, díky čemuž

byla vypočítána pokračující hodnota (PH) ve výši 5 306 624,134 tis. Kč. Jednotlivé vzorce včetně vypočítaných hodnot jsou uvedeny níže.

$$KPVH_{2021} = KPVH_{2020} * (1 + g) = 333\,684 * (1 + 0,035) = 345\,362,94 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{\text{netto}(2021)} = C_{2020} * g = 2\,423\,077 * 0,035 = 84\,807,695 \text{ tis. Kč}$$

$$FCFF_{2021} = KPVH_{2021} - I_{\text{netto}(2021)} = 345\,362,94 - 84\,807,695 = 260\,555,245 \text{ tis. Kč}$$

$$\underline{PH} = FCFF_{2021} / (i_K - g) = 260\,555,245 / (0,0841 - 0,035) = \underline{5\,306\,624,134 \text{ tis. Kč}}$$

Parametrický vzorec

Ke zjištění pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce je potřeba navíc stanovit hodnotu očekávané rentability nových investic (r_I) a hodnotu míry investic m_I .

$$m_I = I_{\text{netto}(2021)} / KPVH_{2021} = 84\,807,695 / 345\,362,94 = 0,2455610755 = 24,56 \%$$

$$r_I = g / m_I = 0,035 / 0,2456 = 0,1425307326 = 14,25 \%$$

$$\begin{aligned} \underline{PH} &= (KPVH_{2021} * (1 - (g / r_I))) / (i_K - g) \\ &= (345\,362,94 * (1 - (0,035 / 0,1425))) / (0,0841 - 0,035) = \underline{5\,306\,624,134 \text{ tis. Kč}} \end{aligned}$$

Pokračující hodnota je dle Gordonova i parametrického vzorce stejná, je tedy možné pokračovat ve výpočtu současné hodnoty pokračující hodnoty, která byla vypočítána diskontováním právě získané pokračující hodnoty a její výše činí 3 841 855 tis. Kč.

Tabulka 52: DCF entity – Hodnota 2. fáze (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Hodnota
Pokračující hodnota (PH)	5 306 624
Diskontovaná PH (Hodnota 2. fáze)	3 841 855

Tabulka 53 shrnuje veškeré potřebné údaje pro vypočtení výsledné hodnoty vlastního kapitálu ke stanovenému datu 1. 1. 2017 podle metody DCF entity. Brutto hodnota podniku byla získána součtem současné hodnoty první a druhé fáze. Netto hodnota podniku byla získána odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění od brutto hodnoty. Na závěr byla přičtena hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění, díky čemuž byla získána výsledná hodnota podniku, která činí 3 904 533 tis. Kč.

Tabulka 53: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF entity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Hodnota
(+) Současná hodnota 1. fáze	88 486
(+) Současná hodnota 2. fáze	3 841 855
Hodnota brutto	3 930 341
(-) Úročený cizí kapitál k datu ocenění	198 865
Hodnota netto	3 731 476
(+) Neprovozní majetek k datu ocenění	173 057
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF entity	3 904 533

8.4.3 Ocenění metodou EVA

Využití ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA) má několik možností a jednou z nich je právě využití jako nástroj ke stanovení hodnoty podniku. EVA vyjadřuje čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady na cizí a vlastní kapitál. Výsledná hodnota ocenění metodou EVA by měl být shodný s výsledkem získaným metodou DCF entity.

Postup, včetně přehledu vstupních dat, pro výpočet současné hodnoty první fáze přehledně zobrazuje tabulka 54. Za zisk z hlavního provozu podniku po zdanění (NOPAT) byl použit korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění. Současná hodnota první fáze byla vypočítána jako suma diskontovaných EVA pro období plánu 2017 – 2020. Samotný výpočet EVA byl proveden podle následujícího vzorce:

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t * C_{t-1})$$

Tabulka 54: EVA – Hodnota 1. fáze

(v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
NOPAT _t	223 048	254 228	291 193	333 684
C _{t-1}	1 441 159	1 702 559	1 912 674	2 147 161
WACC _t	8,41%	8,41%	8,41%	8,41%
EVA	101 846	111 042	130 338	153 108
Diskontovaná EVA	93 945	94 482	102 297	110 846
Hodnota 1. fáze	401 570			

Pro stanovení pokračující hodnoty bylo nejdříve potřeba vypočítat čistý operativní zisk pro rok 2021 a následně ekonomickou přidanou hodnotu pro rok 2021. Po té mohlo být dosaženo do vzorce, ze kterého bylo dosaženo pokračující hodnoty ve výši 2 883 547,134 tis. Kč.

$$\text{NOPAT}_{2021} = \text{NOPAT}_{2020} * (1 + g) = 333\,684 * (1 + 0,035) = 345\,362,94 \text{ tis. Kč}$$

$$\begin{aligned} \text{EVA}_{2021} &= \text{NOPAT}_{2021} - (C_{2020} * \text{WACC}) = \\ &= 345\,362,94 - (2\,423\,077 * 0,0841) = 141\,582,1643 \text{ tis. Kč} \end{aligned}$$

$$\underline{\text{PH}} = \text{EVA}_{2021} / (\text{WACC} - g) = 141\,582,1643 / (0,0841 - 0,035) = \underline{2\,883\,547,134 \text{ tis. Kč}}$$

Diskontováním pokračující hodnoty byla dosažena současná hodnota druhé fáze, jejíž výše činí 2 087 611 tis. Kč.

Tabulka 55: EVA – Hodnota 2. fáze (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Hodnota
Pokračující hodnota (PH)	2 883 547
Diskontovaná PH (Hodnota 2. fáze)	2 087 611

Sečtením současné hodnoty první a druhé fáze byla získána hodnota přidaná trhem (MVA). Po přičtení NOA k datu ocenění k MVA byla dosažena brutto hodnota podniku a následně po odečtení úročeného cizího kapitálu k datu ocenění od brutto hodnoty byla získána netto hodnota vlastního kapitálu. Stejně jako u předchozí metody bylo nutné přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění, čímž bylo dosaženo výsledné hodnoty vlastního kapitálu podle metody EVA ve výši 3 904 533 tis. Kč.

Jak si můžeme zkontrolovat, výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA opravdu vyšla ve stejné výši jako při metodě DCF entity. Metoda EVA však oproti metodě DCF podává navíc informaci o tom, že z provozní hodnoty brutto je 1 441 159 tis. Kč v podniku již vytvořeno a 2 489 182 tis. Kč je hodnota, která bude teprve vytvořena v budoucnosti.

Tabulka 56: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Hodnota
(+) Současná hodnota 1. fáze	401 570
(+) Současná hodnota 2. fáze	2 087 611
MVA	2 489 182
(+) NOA k datu ocenění	1 441 159
Hodnota brutto	3 930 341
(-) Úročený cizí kapitál k datu ocenění	198 865
Hodnota netto	3 731 476
(+) Neprovozní majetek k datu ocenění	173 057
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF entity	3 904 533

8.4.4 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Při oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) byla použita metoda paušální. Tato metoda je založena na analýze minulých hospodářských výsledků. Nejprve je potřeba vyčíslit upravený hospodářský výsledek upravený o inflaci. Výchozím bodem pro jeho úpravu je hospodářský výsledek před zdaněním (EBT), ke kterému jsou přičteny odpisy. Dále je nutné od tohoto výsledku odečíst mimořádné položky včetně zisku z prodaného DM a finančních výnosů (výnosových úroků a výnosů z DFM), které nesouvisí s provozní činností podniku. Díky těmto úpravám byl získán upravený hospodářský výsledek před odpisy, u něhož bylo dále nutné zohlednit vliv inflace a to pomocí bazického indexu. Údaje o inflaci byly zjištěny na internetových stránkách Českého statistického úřadu (ČSÚ, 2018). Následně byly upravenému hospodářskému výsledku o inflaci přiděleny jednotlivé váhy, kdy největší váhu bude mít nejbližší rok k datu ocenění. Všechny potřebné údaje a postup výpočtu zobrazuje tabulka 57.

Tabulka 57: Výpočet upraveného VH o inflaci i váhy (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
VH před zdaněním (EBT)	167 057	178 590	210 181	271 875
Odpisy	16 118	17 539	23 562	31 584
Tržby z prodeje DM a materiálu	291	1 079	814	3 281
Zůstatková cena prodaného DM a mat.	3	932	346	1 740
Finanční výnosy	11 293	11 522	10 263	5 640
Upravený VH před odpisy	171 594	184 460	223 012	296 278
Cenový index řetětový	1,014	1,004	1,003	1,007
Cenový index bazický	0,986	0,990	0,993	1,000
Upravený VH o inflaci	174 031	186 323	224 585	296 278
Váha	1	2	3	4
Upravený VH o inflaci * Váha	174 031	372 646	673 754	1 185 111

Sečtením upraveného výsledku hospodaření o inflaci a vynásobeného vahami z výše uvedených let 2013 – 2016 a jeho následným vydělením celkovou hodnotou vah, byl získán trvale odnímatelný výnos. Následné úpravy se týkaly odečtení odpisů za poslední rok a zdanění daní z příjmů ve výši 19 %. Kalkulovaná úroková je stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál, tedy opět ve výši 8,99 %, nicméně musí být upravena o výši předpokládané dlouhodobé inflace, která podle ČNB bude dosahovat úrovně okolo 2%. Provozní hodnota vlastního kapitálu byla vypočítána jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu a úrokové míry. Finálním krokem bylo opět přičtení neprovozního majetku, čímž bylo dosaženo konečného výsledku hodnoty vlastního kapitálu podle metody ČKV.

Celý výpočet je znázorněn v tabulce 58. Výsledná hodnota vlastního kapitálu při použití paušální metody KČV je ve výši 2 594 605 tis. Kč. Důležité je však si uvědomit, že tuto hodnotu je vhodné brát spíše jako dolní odhad výnosové hodnoty vybraného podniku. Tato metoda ocenění totiž nebere v úvahu příležitosti budoucího růstu podniku

Tabulka 58: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podle metody ČKV (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	240 554
Odpis	31 584
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech	208 971
Daň 19 %	39 704
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	169 266
Úroková míra (N_{VK} - inflace)	6,99%
Provozní hodnota vlastního kapitálu	2 421 548
Neprovozní majetek k datu ocenění	173 057
Hodnota vlastního kapitálu podle metody ČKV	2 594 605

8.5 Shrnutí výsledků použitých metod oceňování

Pro stanovení hodnoty vybraného podniku k datu 1. 1. 2017 byly použity celkem tři výnosové metody. Tyto metody, včetně jejich srovnání a výsledných hodnot, jsou uvedeny v tabulce 59.

Tabulka 59: Srovnání výsledků výnosových metod ocenění (vlastní zpracování)

Výnosová metoda ocenění	Hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2017 (v tis. Kč)
1.) DCF entity	3 904 533
2.) Ekonomická přidaná hodnota	3 904 533
3.) Kapitalizované čisté výnosy	2 594 605

Podle výsledků strategické a finanční analýzy byl vybraný podnik zařazen mezi podniky s dobrou perspektivou, na základě čehož byla za základní metodu pro stanovení výsledné hodnoty podniku zvolena metoda diskontovaného cash flow a metoda ekonomické přidané hodnoty, konkrétně varianta entity. U obou metod bylo počítáno se stejnými vstupními daty, proto obě metody přináší shodné výsledné hodnoty, díky čemuž je i možné provést jakousi kontrolu. Jak už bylo výše uvedeno, metoda ekonomické přidané hodnoty navíc podává informaci o tom, jaká hodnota již byla v podniku vytvořena a jaká hodnota bude teprve vytvořena v budoucnu.

Jako doplňující metoda byla zvolena metoda kapitalizovaných čistých výnosů, konkrétně metoda paušální. Tato paušální metoda bývá používána především v případech, kdy nelze odhadnout budoucí vývoj podniku, nicméně je velmi často používána právě také jako doplňující metoda k metodě DCF, protože ji doplňuje o informaci o dolním limitu výnosového ocenění vybraného podniku.

Jak lze z tabulky 59 vyčíst, výsledná hodnota podle metody čistých kapitalizovaných výnosů je oproti ostatním metodám nižší. Tento rozdíl je způsoben právě tím, že je tato metoda založena na analýze účetních dat a nebere v potaz růstové příležitosti daného podniku.

Výsledná hodnota vybraného podniku je tedy k datu 1. 1. 2017 určena na úrovni metod diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty ve výši 3 904 533 tis. Kč. Dolní limit výnosového ocenění podle metody čistých kapitalizovaných výnosů je ve výši 2 594 605 tis. Kč. Rozdíl mezi jednotlivými metodami ve výši 1,310 mi. Kč je považován za ocenění hodnoty budoucích růstových příležitostí, kterými vybraný podnik disponuje.

8.6 Citlivostní analýza změny parametrů na hodnotu vlastního kapitálu

Citlivostní analýza je vhodným nástrojem, který by měl doprovázet ocenění podniku. Konkrétně se jedná o citlivostní analýzu změn parametrů na hodnotu vlastního kapitálu, kde těmito parametry uvažujeme diskontní míru a tempo růstu (o +/- 1 procentní bod). Pro zjednodušení bude předpokládáno, že ke změně parametrů nedochází současně, ale že dochází ke změně vždy pouze jednoho parametru.

Jak je možné vidět v tabulce 60, vybraný podnik je na změnu diskontní míry poměrně dost citlivý. Hodnota kapitálu stanovená metodami DCF a EVA by se snížením diskontní míry o 1 % zvýšila o necelých 30 %, a naopak zvýšením diskontní míry o 1 % by došlo k jejímu snížení téměř o 20 %. Změna tempa růstu není tak citlivá jako v případě diskontní míry. Zvýšením tempa růstu o 1 % by bylo dosaženo zvýšení hodnoty kapitálu o zhruba 15 %, naopak jeho snížením by bylo dosaženo snížení hodnoty kapitálu o zhruba 10 %.

V případě metody čistých kapitalizovaných výnosů není zjištěná citlivost tak výrazná jako u metod DCF a EVA. Změna diskontní míry o 1 % nahoru by vyvolala snížení hodnoty kapitálu o 11,68 % a naopak její snížení o 1 % by volalo zvýšení hodnoty kapitálu o 15,58 %.

Citlivostní analýza potvrdila, že oba parametry významně ovlivňují výslednou hodnotu podniku, proto je důležité dbát na správnou volbu výše obou parametrů. Pokud by se ovšem parametry změnilы zároveň, míra citlivosti by byla vyšší.

Tabulka 60: Citlivostní analýza (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Diskontní míra			Tempo růstu (g)		
	-1,00%	původní	+1,00%	-1,00%	původní	+1,00%
Diskontní míra	7,41%	8,41%	9,41%	2,50%	3,50%	4,50%
DCF (EVA)	5 072 501	3 904 533	3 136 295	3 510 423	3 904 533	4 500 234
Změna v %	29,91%		-19,68%	-10,09%		15,26%
Diskontní míra	5,99%	6,99%	7,99%			
KČV	2 998 870	2 594 605	2 291 533			
Změna v %	15,58%		-11,68%			

8.7 Zhodnocení přínosu stanovení hodnoty vybraného podniku

Ocenění vybraného podniku bylo provedeno z důvodu interní potřeby managementu. Věřím, že získané výsledky této práce poskytnou vedení užitečné informace, a že bude pro vybraný podnik přínosem. Především podnik díky této výsledné hodnotě získal bližší reálný pohled na jeho čistý obchodní majetek. U této hodnoty je totiž díky úpravě účetních výkazů o všechny skutečnosti eliminována možnost cíleného ovlivňování dosažených výsledků. Podniku se dále díky znalosti této hodnoty rozšiřují možnosti pro srovnávání s jinými podniky navzájem. Tuto výslednou hodnotu je možné použít například i při žádosti o získání cizího kapitálu ve formě úvěru nebo je možné se od této hodnoty odvíjet při rozhodování v různých fázích života podniku nebo při vyjednávání v případě úvah o jeho prodeji, splnutí nebo sloučení, apod.

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu vybraného podniku k 1. 1. 2017 pomocí výnosových metod oceňování.

Ke správnému ocenění však bylo nejdříve nutné získat určité množství informací a to jak o samotném podniku, tak i o prostředí, ve kterém vybraný podnik působí. Proto tedy byla nejprve provedena strategická analýza, ve které byl vymezen a analyzován relevantní trh a ke které byla sestavena prognóza jeho budoucího vývoje. Atraktivita tohoto relevantního trhu byl shledána jako mírně nadprůměrná. Následovně byl zkoumán vnitřní potenciál vybraného podniku a jeho konkurenční síly. Podle provedené analýzy vnitřního potenciálu bylo zjištěno, že podnik disponuje konkurenční silou na úrovni 69,61 %. Díky výsledkům strategické analýzy bylo možné konstatovat, že se jedná o podnik s dobrou perspektivou. Dále byla provedena finanční analýza, která měla za úkol zhodnotit finanční zdraví podniku. Podnik se jeví jako ziskový bez výrazných problémů. Díky analýze se tedy ukázalo, že se jedná o finančně zdravý a stabilní podnik bez hrozby bankrotu. Tím byla potvrzena hlavní podmínka pro použití výnosových metod oceňování, která předpokládá neomezené trvání podniku.

Pro samotné zjištění hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování bylo ještě nejdříve nutné sestavit strategický finanční plán, který vycházel z údajů získaných ve strategické a finanční analýze. Klíčovou položkou plánů byly tržby vypočtené na základě vývoje relevantního trhu. Plán se odvíjel především od tržeb, které byly shledány jako významný generátor hodnoty, a od očekávání managementu podniku. V následujícím kroku bylo nezbytné stanovit diskontní míru, která byla potřebná pro další výpočty, protože pomocí ní jsou do hodnoty podniku promítnuty faktory rizika a času. Volba diskontní míry byla vypočtena jako vážené náklady na kapitál, ke kterému bylo potřeba nejprve vyjádřit náklady na cizí a vlastní kapitál. Diskontní míra byla zjištěna ve výši 8,41 %. Na základě principu opatrnosti, vzhledem k různým faktorům, bylo také stanoveno tempo růstu g a to ve výši 3,5 %.

Ke zjištění hodnoty vybraného podniku byly využity nejvíce používané výnosové metody oceňování - metoda diskontovaných peněžních toků, metoda ekonomické přidané hodnoty a nakonec metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Vzhledem k tomu, že první dvě metody kalkulovaly se stejnými vstupními údaji, byly výsledné hodnoty podniku totožné, což zároveň splnilo i kontrolní funkci. Hodnota vybraného podniku byla stanovena na úrovni

jednotného výsledku prvních dvou zmíněných metod, tedy ve výši 3,905 mld. Kč, zatímco pomocí doplňkové metody kapitalizovaných čistých výnosů byla stanovena dolní hranice výnosového ocenění, která činí 2,595 mld. Kč. Na závěr byla provedena analýza citlivosti výsledné hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu g o 1 %. Ukázalo, že je hodnota podniku poměrně dost citlivá na jejich změnu.

Cíl mé diplomové práce byl splněn. Jelikož bylo toto ocenění provedeno z důvodu interní potřeby managementu, věřím, že získané výsledky této práce poskytnou vedení vybraného podniku užitečné informace, a že bude pro vybraný podnik přínosem.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ALLMAN, Keith A., 2010. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken: John Wiley, xi, 275 s. Wiley finance. ISBN 978-0-470-48179-0.

ARTIKIS, Constantinos a Panagiotis ARTIKIS, 2015. *Probability Distributions in Risk Management Operations*. New York, NY: Springer, 316 s. ISBN 978-3-319-14255-5.

BARILLA, Jiří, 2010. *Microsoft Office: podrobná uživatelská příručka*. Brno: Computer Press, s. 490. ISBN 978-80-251-3222-7.

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN, 2017. *Principles of corporate finance*. Twelfth edition. New York: McGraw-Hill Education, xxvii, 896 stran. ISBN 978-1-259-25333-1.

ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ, 2011. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3669-3.

ČESKO, 2012. *Zákon č. 89/2012, Občanský zákoník*. [online]. [cit. 2018-03-01]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>.

ČESKOSLOVENSKO, 1991. *Zákon č. 513/1991, Obchodní zákoník*. [online]. [cit. 2018-03-01]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>.

Český statistický úřad: *Inflace - druhy, definice, tabulky*, 2018. [online]. [cit. 2018-04-02]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace.

Český statistický úřad: *Registr ekonomických subjektů - informace o subjektu*, ©2013. [online]. [cit. 2018-03-10]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/irsw/>.

DAMODARAN ONLINE: *Archives Data - Discount Rate Estimation*, ©2018, [online]. [cit. 2018-03-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html.

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

GALLAGHER, Timothy J. a Joseph D. ANDREW, 2003. *Financial management: principles and practice*. 3rd ed. Upper Saddle River, N.J: Prentice Hall. ISBN 01-31768-82-4.

IDW Standard S1, 2007. *Standardy německého institutu auditorů IDW - Institut der Wirtschaftsprüfer*, 2007.

IVS: *International Valuation Standards*, 2005. 7. vydání. London: International Valuation Standards Committee.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar, 2008. *Strategický marketing*. Praha: Grada, 269 s. Expert. ISBN 978-80-247-2690-8.

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

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

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

LASÁK, Jan, 2012. *Zákon o nabídkách převzetí: komentář*. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika. Komentáře (Wolters Kluwer ČR). ISBN 978-80-7357-888-6.

MAREK, Petr, 2006. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, 624 s. ISBN 80-86119-37-8.

MARINIČ, Pavel, 2008. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada, 232 s. Expert. ISBN 978-80-247-2432-4.

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

Ministerstvo financí ČR: *Daně*, © 2005 – 2013a. [online]. [cit. 2018-03-14]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/dane>.

Ministerstvo financí ČR: *Makroekonomická predikce - leden 2018*, © 2005 – 2013b. [online]. [cit. 2018-03-14]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>.

Ministerstvo práce a sociálních věcí ČR: *Přehled o vývoji částek minimální mzdy*, 2018, [online]. [cit. 2018-03-25]. Dostupné z: <https://www.mpsv.cz/cs/871>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR: *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016*, ©2005–2018. [online]. [cit. 2018-03-14]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>.

- NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.
- PETŘÍK, Tomáš, 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- PRATT, Jamie, 2011. *Financial Accounting in an Economic Context*. 8th ed. Hoboken, NJ: Wiley, 825 s. ISBN 978-0470-63529-2.
- RŮČKOVÁ, Petra, 2011. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck. C. H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9367-1.
- SYNEK, Miloslav, 2011. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada. Expert (Grada), 470 s.. ISBN 978-80-247-3494-1.
- SYNEK, Miloslav, Heřman KOPKÁNĚ a Markéta KUBÁLKOVÁ, 2009. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. V Praze: C.H. Beck, xviii, 301 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-154-3.
- Trading Economics: *Czech Republic Inflation Rate*. *Trading Economics*, ©2018, [online]. [cit. 2018-03-25]. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/czech-republic/inflation-cpi>.
- VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, 2013. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 685 s. ISBN 978-80-247-4642-5.
- VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.
- VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

β	Koeficient vyjadřující relativní rizikovost
β_Z	β vlastního kapitálu u zadluženého podniku
β_N	β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow (peněžní tok)
CK	Cizí kapitál
CP	Cenné papíry
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované peněžní toky
DDM	Dividendový diskontní model
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
g	Tempo růstu
H_b	Brutto hodnota podniku
H_n	Netto hodnota podniku
HDP b. c.	Hrubý domácí produkt v běžných cenách

i	Diskontní míra
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění
MF	Ministerstvo financí
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Zisk z hlavní činnosti podniku po zdanění
N _{CK}	Náklady cizího kapitálu
N _{VK}	Náklady vlastního kapitálu
PH	Pokračující hodnota
r _e	Náklady vlastního kapitálu
r _f	Bezriziková úroková míra
r _{finstab}	Přirážka za finanční stabilitu
r _{finstr}	Přirážka za riziko finanční strukturu
r _{LA}	Přirážka za velikost podniku
r _m	Průměrná výnosnost kapitálového trhu
r _m - r _f	Riziková přirážka
r _{podnikatelské}	Přirážka za produkční sílu
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu
ZC	Zůstatková cena

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obrázek 1: Vývoj průměrné míry inflace ČR (Trading Economics, ©2018)</i>	49
<i>Obrázek 2: Spider analýza vybraného podniku a konkurenčních podniků pro rok 2016 (vlastní zpracování)</i>	53

SEZNAM TABULEK

<i>Tabulka 1: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF entity (Mařík et al., 2011, str. 170)</i>	34
<i>Tabulka 2: Schéma výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Mařík et al., 2011, str. 201)</i>	36
<i>Tabulka 3: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF equity (Mařík et al., 2011, str. 205)</i>	36
<i>Tabulka 4: Celkové tržby odvětví (vlastní zpracování)</i>	44
<i>Tabulka 5: Tempo růstu tržeb odvětví (vlastní zpracování)</i>	45
<i>Tabulka 6: Vybrané podíly odvětví G 46 na celkovém odvětví G (vlastní zpracování)</i>	45
<i>Tabulka 7: Rentabilita vlastního kapitálu odvětví (vlastní zpracování)</i>	45
<i>Tabulka 8: Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování)</i>	46
<i>Tabulka 9: Vývoj tržeb relevantního trhu (vlastní zpracování)</i>	47
<i>Tabulka 10: Vývoj HDP ČR 2012 – 2017 (vlastní zpracování dle MFČR, © 2005-2013)</i>	49
<i>Tabulka 11: Vývoj inflace ČR 2012 – 2017 (vlastní zpracování dle MFČR, © 2005-2013)</i>	49
<i>Tabulka 12: Vývoj mzdy a míry nezaměstnanosti ČR 2012 – 2017 (vlastní zpracování dle MFČR, ©2005-2013 a MPSV, ©2018)</i>	50
<i>Tabulka 13: Vývoj směnného kurzu CZK/EUR (MFČR, © 2005-2013)</i>	50
<i>Tabulka 14: Tržní podíl vybraného podniku na relevantním trhu (vlastní zpracování)</i>	52
<i>Tabulka 15: Spider analýza vybraného podniku a konkurenčních podniků pro rok 2016 (vlastní zpracování)</i>	53
<i>Tabulka 16: Zhodnocení konkurenční síly podniku (vlastní zpracování)</i>	54
<i>Tabulka 17: Prognóza tržeb vybraného podniku (vlastní zpracování)</i>	55
<i>Tabulka 18: SWOT analýza podniku (vlastní zpracování)</i>	56
<i>Tabulka 19: Majetková struktura vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)</i>	58
<i>Tabulka 20: Vertikální a horizontální analýza majetkové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)</i>	58
<i>Tabulka 21: Vertikální a horizontální analýza odvětví (vlastní zpracování)</i>	59
<i>Tabulka 22: Finanční struktura vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)</i>	60

<i>Tabulka 23: Vertikální a horizontální analýza finanční struktury vybraného podniku (vlastní zpracování)</i>	60
<i>Tabulka 24: Vertikální a horizontální analýza odvětví (vlastní zpracování)</i>	61
<i>Tabulka 25: Struktura výnosů vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)</i>	62
<i>Tabulka 26: Vertikální a horizontální analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)</i>	62
<i>Tabulka 27: Struktura nákladů vybraného podniku (vlastní zpracování dle interních dat společnosti z let 2014 - 2016)</i>	63
<i>Tabulka 28: Vertikální a horizontální analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)</i>	63
<i>Tabulka 29: Horizontální analýza vybraných položek výnosů a nákladů odvětví (vlastní zpracování)</i>	64
<i>Tabulka 30: ČPK vybraného podniku a odvětví (vlastní zpracování)</i>	64
<i>Tabulka 31: Poměrové ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku a odvětví (vlastní zpracování)</i>	66
<i>Tabulka 32: Ukazatele likvidity podniku a odvětví (vlastní zpracování)</i>	67
<i>Tabulka 33: Ukazatele rentability podniku a odvětví (vlastní zpracování)</i>	67
<i>Tabulka 34: Ukazatele aktivity podniku a odvětví (vlastní zpracování)</i>	68
<i>Tabulka 35: Hodnoty Z-skóre podniku (vlastní zpracování)</i>	69
<i>Tabulka 36: Hodnoty Z-skóre podniku (vlastní zpracování)</i>	70
<i>Tabulka 37: Plánovaná rozvaha – aktiva (vlastní zpracování)</i>	74
<i>Tabulka 38: Plánovaná rozvaha – pasiva (vlastní zpracování)</i>	75
<i>Tabulka 39: Podíl obchodní marže na tržbách podniku (vlastní zpracování)</i>	76
<i>Tabulka 40: Plán výkazu zisku a ztráty podniku za 2017 – 2020 (vlastní zpracování)</i>	77
<i>Tabulka 41: Výpočet neoperativních aktiv – KFM (vlastní zpracování)</i>	79
<i>Tabulka 42: Výpočet neúročeného cizího kapitálu (vlastní zpracování)</i>	79
<i>Tabulka 43: Shrnutí výpočtu NOA (vlastní zpracování)</i>	79
<i>Tabulka 44: Vymezení NOA – aktivní část rozvahy (vlastní zpracování)</i>	80
<i>Tabulka 45: Vymezení C – pasivní část rozvahy (vlastní zpracování)</i>	80
<i>Tabulka 46: Výpočet KPVH (vlastní zpracování)</i>	81
<i>Tabulka 47: Výpočet N_{VK} – metoda CAPM (vlastní zpracování)</i>	83
<i>Tabulka 48: Výpočet N_{VK} – Stavebnicový model (vlastní zpracování)</i>	83

<i>Tabulka 49: Výpočet průměrných nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)</i>	84
<i>Tabulka 50: Výpočet WACC (vlastní zpracování).....</i>	85
<i>Tabulka 51: DCF entity – Hodnota 1. fáze (vlastní zpracování).....</i>	86
<i>Tabulka 52: DCF entity – Hodnota 2. fáze (vlastní zpracování).....</i>	87
<i>Tabulka 53: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF entity (vlastní zpracování)</i>	88
<i>Tabulka 54: EVA – Hodnota 1. fáze</i>	88
<i>Tabulka 55: EVA – Hodnota 2. fáze (vlastní zpracování)</i>	89
<i>Tabulka 56: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA (vlastní zpracování).....</i>	90
<i>Tabulka 57: Výpočet upraveného VH o inflaci i váhy (vlastní zpracování).....</i>	91
<i>Tabulka 58: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podle metody ČKV (vlastní zpracování).....</i>	92
<i>Tabulka 59: Srovnání výsledků výnosových metod ocenění (vlastní zpracování)</i>	92
<i>Tabulka 60: Citlivostní analýza (vlastní zpracování).....</i>	94

SEZNAM PŘÍLOH

P I Rozvaha za 2013 – 2016

P II Výkaz zisku a ztráty za 2013 - 2016

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA ZA 2013 – 2016

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
AKTIVA	2 397 909	2 529 446	2 352 208	2 509 687
Dlouhodobý majetek	102 260	110 763	152 610	256 312
DNM	258	160	5 143	5 484
DHM	82 033	96 375	109 934	144 361
DFM	19 970	14 228	37 533	106 467
Oběžná aktiva	2 283 702	2 404 094	2 183 229	2 237 562
Zásoby	738 368	779 052	817 024	886 293
Pohledávky	1 364 499	1 417 761	1 079 741	1 094 816
- <i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>1 364 499</i>	<i>1 417 761</i>	<i>1 079 741</i>	<i>1 094 816</i>
KFM	180 835	207 281	286 465	256 452
Časové rozlišení aktiv	11 947	14 589	16 369	15 813
PASIVA	2 397 909	2 529 446	2 352 208	2 509 687
Vlastní kapitál	880 431	1 021 961	1 195 016	1 415 352
Základní kapitál	616 410	616 410	616 410	616 410
Kapitálové fondy	4 330	4 275	4 272	4 272
Fondy ze zisku	26 762	33 459	40 539	40 539
VH minulých let	98 991	226 231	360 737	533 796
VH účetního období	133 938	141 585	173 058	220 335
Cizí zdroje	1 515 913	1 505 275	1 155 748	1 088 491
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	900 454	901 167	711 361	743 032
Krátkodobé závazky	615 459	557 081	398 532	323 606
Bankovní úvěry	0	47 027	45 855	21 853
- <i>Dlouhodobé bankovní úvěry</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
- <i>Krátkodobé bankovní úvěry</i>	<i>0</i>	<i>47 027</i>	<i>45 855</i>	<i>21 853</i>
Časové rozlišení pasiv	1 565	2 210	1 445	5 844

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY ZA 2013 – 2016

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	4 177 951	4 530 387	4 902 172	5 335 925
Náklady na prodané zboží	3 314 701	3 614 516	3 904 304	4 170 572
Obchodní marže	863 250	915 871	997 868	1 165 353
Výkony	33 184	37 318	49 941	50 295
- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	32 219	36 474	49 103	49 416
- Změna stavu zásob	0	0	0	0
- Aktivace	966	843	838	878
Výkonová spotřeba	364 847	378 057	407 289	446 079
- Spotřeba materiálu a energie	82 395	79 997	83 502	98 649
- Služby	282 453	298 060	323 787	347 430
Přidaná hodnota	531 587	575 132	640 520	769 569
Osobní náklady	332 023	366 399	410 425	461 738
Daně a poplatky	1 943	2 502	2 559	3 588
Odpisy DHM a DNM	16 118	17 539	23 562	31 584
Tržby z prodeje DM a mat.	291	1 079	814	3 281
ZC prodaného DM a mat.	3	932	346	1 740
Změna stavu rezerv, opr. položek, ... (provozní)	5 241	8 420	12 895	-9 457
Ostatní provozní výnosy	93 514	88 082	83 858	74 920
Ostatní provozní náklady	97 166	77 861	65 493	58 424
Provozní výsledek hospodaření	172 897	190 639	209 913	300 153
Tržby z prodeje CP a podílů	81	0	0	0
Prodané CP	81	0	0	0
Výnosové úroky	11 293	11 522	10 263	5 640
Nákladové úroky	28 288	22 188	16 325	30 359
Ostatní finanční výnosy	23 522	15 972	4 952	497
Ostatní finanční náklady	12 368	5 981	9 995	4 056
Finanční výsledek hospodaření	-5 840	-675	-11 106	-28 278
Výsledek hospodaření před zdaněním	167 057	189 964	198 807	271 875
Daň z příjmu	33 119	37 006	37 123	51 539
Výsledek hospodaření po zdanění	133 938	141 585	173 058	220 335