

Projekt stanovení hodnoty podniku ABC, a.s. využitím výnosových metod oceňování

Bc. Monika Truhlářová

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2012/2013

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Monika Truhlářová**
Osobní číslo: **M11421**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku ABC, a.s.
vyžitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Proveďte analýzu hospodaření firmy a analyzujte vývoj vnějších podmínek.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy trhu vypracujte strategický finanční plán společnosti.
- Pomocí vybraných výnosových metod stanovte hodnotu podniku.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
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.
MARÍK, Miloš a Pavla MARÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI: přepracované a rozšířené vydání. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009, 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Hana Žůrková
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 22. února 2013
Termín odevzdání diplomové práce: 2. května 2013

Ve Zlíně dne 22. února 2013

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

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

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

(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlédnutí veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.

(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

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

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

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

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

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

Prohlašuji, že:

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

Ve Zlíně 29. 4. 2013

Kubíčková

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

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

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti ABC s využitím vybraných výnosových metod oceňování. Teoretická část definuje podnik, typy hodnot, faktor času a rizika, stanovení diskontní míry, postup při oceňování a jednotlivé výnosové metody oceňování. Praktická část je zaměřena na ocenění podniku, kterému předchází finanční a strategická analýza. Na základě předchozích analýz je zpracován strategický finanční plán a stanovena hodnoty společnosti ABC.

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

ABSTRACT

The aim of this Master thesis is to determine the value of company ABC with using the selected yield methods of valuation. The theoretical part defines the company, types of values, the time and risk factors, the interest rate, the valuation process and individual yield methods of valuation. The practical part is focused on the valuation of the company, preceded by the financial and strategic analysis. Financial plan was draw up from a previous analysis and determined ABC value.

Keywords: enterprise valuation, company value, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, yield methods of valuation, cost of capital

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí mé diplomové práce Ing. Haně Žůrkové za odborné vedení, ochotu, cenné rady, které mi poskytla při zpracování diplomové práce.

V neposlední řadě děkuji mým nejbližším, kteří mi připravili ideální podmínky pro zpracování diplomového projektu.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ	13
1.1.1 Hladiny hodnoty podniku.....	13
1.1.2 Hodnota podniku	14
1.2 KATEGORIE HODNOTY	15
1.2.1 Tržní hodnota	15
1.2.2 Subjektivní hodnota	16
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	16
1.2.4 Kolínská škola	17
1.3 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ PODNIKŮ	18
1.4 DŮVODY OCENĚNÍ PODNIKU	18
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	20
2.1 FAKTOR ČASU.....	20
2.2 FAKTOR RIZIKA	20
2.2.1 Riziko obchodní a finanční	21
2.2.2 Riziko systematické a nesystematické	21
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	22
2.3.1 Diskontní míra a míra kapitalizace	22
2.3.2 Diskontní míra a riziko.....	22
2.3.3 Diskontní míra a účel ocenění.....	23
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	24
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	24
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	25
3.2.1 Účel strategické analýzy	25
3.2.2 Postup strategické analýzy	25
3.3 ANALÝZA FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU	26
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	27
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	27
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	28
3.7 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU	28
4 METODY OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	29
4.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	29
4.1.1 Investovaný kapitál	30
4.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity.....	30
4.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku	31
4.1.3.1 Dvoufázová metoda	32
4.1.3.2 Třífázová metoda	33
4.1.4 Metoda DCF equity.....	34
4.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	36
4.2.1 Úprava minulých výsledků hospodaření.....	36

4.2.2	Plán budoucích výsledků hospodaření	37
4.2.3	Odhad kalkulované úrokové míry	37
4.2.4	Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou	37
4.2.5	Propočet výnosové hodnoty paušální metodou	38
4.3	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	39
II	PRAKTICKÁ ČÁST	42
5	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	43
5.1	ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI	43
5.2	HISTORIE SPOLEČNOSTI	44
5.3	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	44
5.4	SWOT ANALÝZA	45
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	47
6.1	MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCE	47
6.2	VYMEZENÍ A ODHAD VELIKOSTI RELEVANTNÍHO TRHU	48
6.3	ANALÝZA ATRAKTIVNOSTI RELEVANTNÍHO TRHU	50
6.4	PROGNÓZA VÝVOJE TRHU VYUŽITÍM STATISTICKÝCH METOD.....	50
6.5	ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU	51
6.5.1	Stanovení tržního podílu	52
6.5.2	Identifikace hlavních konkurentů.....	52
6.5.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly.....	54
6.6	PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU	58
7	FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU	60
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	60
7.1.1	Analýza rozvahy.....	60
7.1.2	Analýza výkazu zisku a ztráty.....	62
7.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	63
7.2.1	Čistý pracovní kapitál	63
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	64
7.3.1	Analýza likvidity	64
7.3.2	Analýza rentability	65
7.3.3	Analýza aktivity	66
7.3.4	Analýza zadluženosti	66
7.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	67
7.4.1	Altmanova analýza.....	67
7.4.2	Analýza Index IN01	68
8	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN PODNIKU.....	69
8.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	69
8.2	PLÁN ROZVAHY	72
8.3	PLÁN VÝKAZU PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ	74
9	OCENĚNÍ VÝNOSOVÝMI METODAMI.....	78
9.1	VYMEZENÍ KATEGORIE HODNOTY, DATA A ÚČELU OCENĚNÍ.....	78
9.2	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	78
9.2.1	Náklady na cizí kapitál.....	78

9.2.2	Náklady na vlastní kapitál	78
9.3	METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ	82
9.4	OCENĚNÍ METODOU EVA	86
9.5	OCENĚNÍ PAUŠÁLNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	88
9.6	SOUHRNNÉ OCENĚNÍ	89
9.7	ANALÝZA CITLIVOSTI	90
	ZÁVĚR	92
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	94
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	97
	SEZNAM OBRÁZKŮ	99
	SEZNAM TABULEK	100
	SEZNAM PŘÍLOH	102

ÚVOD

V České republice existuje celá řada důvodů pro ocenění podniku lišící se podle potřeby zákazníka, který si tuto službu objednává. Vlastníky podniku zajímá, jakou hodnotu má kapitál, který do podniku vložili a naopak věřitelé chtějí vědět, jaká je návratnost jejich vložených investic.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku ABC, a.s. k 1. 1. 2013 zvolenými výnosovými metodami ocenění. Podnik nese název ABC z důvodu, že si nepřeje být jmenován.

Práce je rozdělena do dvou částí, a to na praktickou a teoretickou část. Praktická část se zabývá vymezením základních pojmů, které s oceněním souvisí, jako je definice podniku, typy jednotlivých hodnot, důvody pro ocenění podniku, nastínění doporučeného postupu při oceňování podniku a teoretické poznatky o metodách oceňování podniku s důrazem na výnosové metody oceňování.

Praktická část se dále dělí na analytickou a projektovou část. V rámci analytické části se nejprve provede detailní strategická analýza a poté bude posouzeno finanční zdraví podniku pomocí finanční analýzy. Na základě strategické a finanční analýzy bude zpracován strategický finanční plán na čtyřleté období 2013-2016.

Dále bude následovat samostatné stanovení tržní hodnoty podniku ABC, a.s. Nezbytnou součástí určení hodnoty podniku je stanovení diskontní míry nákladů na vlastní a cizí kapitál. Poté bude přistoupeno k ocenění pomocí výnosových metod za použití metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky, ekonomické přidané hodnoty a paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Projektovou část pak uzavře souhrnné ocenění a stanovení hodnoty podniku.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

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

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Podle Maříka (2011, s. 15) má pro oceňovatele největší význam definice podniku, která je uvedena v obchodním zákoníku v § 5 jako:

„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ (Obchodní zákoník, 2012)

Podnik je vlastně uspořádaný a řízený celek se vstupy a výstupy, který vznikl za účelem výkonu podnikatelské činnosti (zajištění výroby, prodeje výrobků nebo poskytování služeb). Z hlediska makroekonomického se podnik označuje jako základní článek ekonomiky daného státu, z hlediska mikroekonomického pak jako subjekt, který je založen za účelem výkonu podnikatelské činnosti. (Šiman, 2010, s. 6)

1.1.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik se oceňuje na různých hladinách:

- Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako celku. Je zde zahrnuta hodnota jak pro vlastníky, tak i pro věřitele.
- Hodnota netto – jedná se o hodnotu na úrovni vlastníků podniku. (Mařík, 2011, s. 16)

V obchodním zákoníku je hodnota brutto označena jako obchodní majetek a definována v § 6, odst. 1):

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“ (Obchodní zákoník, 2012)

V § 6, odst. 2) je definován pojem obchodní jmění:

„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen „jmění“). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“ (Obchodní zákoník, 2012)

Hodnota netto je v obchodním zákoníku uvedena v § 6, odst. 3), kde je vymezen pojem čistý obchodní majetek:

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“ (Obchodní zákoník, 2012)

Hodnota netto je dále uvedena také v § 6, odst. 4), kde je vymezen pojem vlastní kapitál:

„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“ (Obchodní zákoník, 2012)

1.1.2 Hodnota podniku

Je důležité rozlišovat pojmy cena a hodnota. Cenou se rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a na daném místě. Cenu ovlivňuje celá řada faktorů (poptávka, nabídka, fáze vývoje ekonomiky, strategie vyjednávání, psychologické faktory). Hodnota podniku je částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Hodnota vyjadřuje částku, kolem které by se měla cena pohybovat. (Dluhošová, 2006, s. 146)

Krabec (2009, s. 211) definuje hodnotu podniku následovně: *„Za předpokladu sledování čistě finančních cílů je hodnota podniku dána současnou hodnotou čistých příjmů, plynoucích vlastníkům na základě vlastnictví podniku (čisté příjmy vlastníků jako saldo výplat, popřípadě výběrů, splátek kapitálu a vkladů). Ke zjištění současné hodnoty těchto příjmů se používá kapitalizační úroková sazba, která odpovídá návratnosti ze srovnatelné alternativní investice. Podle toho je hodnota podniku dána pouze jeho schopností nahospodařit pro své vlastníky volné finanční prostředky.“*

Hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- užitnou hodnotu – je schopnost uspokojovat lidské potřeby. Užitná hodnota je závislá na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu. Pro každého vlastníka existuje jiná užitná hodnota.

- směnnou hodnotu – v případě, že má statek užitnou hodnotu a je k dispozici v omezeném množství, tak může být prostředkem směny a má tedy směnnou hodnotu. Směnná hodnota je vyjádřena v penězích a vede k tržní ceně. (Mařík, 2011, s. 20)

1.2 Kategorie hodnoty

Existuje několik základních kategorií hodnoty podniku. Tyto základní přístupy k oceňování podniku (tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota, Kolínská škola) vychází z následujících otázek:

- a) Kolik je běžný zájemce ochoten zaplatit za podnik?
- b) Jaká je hodnota podniku pro konkrétního kupujícího?
- c) Jakou hodnotu můžeme považovat za nespornou? (Mařík, 2011, s. 21)

1.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota podniku se používá v případě, kdy hodnota není závislá na konkrétním subjektu. Tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, které se může rychle měnit. Předmětem odhadu je potenciální tržní cena, která se označuje jako tržní hodnota. (Mařík, 2011, s. 22)

Podle Kislingerové (2001, s. 14) je tržní hodnota cena, za kterou by mohl být podíl na majetku prodán, a to na základě smlouvy ke dni ocenění za předpokladu:

1. ochotného prodávajícího,
2. rozumného období, ve kterém probíhalo jednání o prodeji a při vzetí v úvahu druhu majetku a podmínek na trhu,
3. hodnota se nemění během tohoto období,
4. majetek bude volně vystaven na trhu a bude mu učiněna rozumná publicita,
5. nebude brán ohled na dodatečnou nabídku ze strany zvláštního kupujícího.

Tržní hodnota se používá zejména při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji podniku, v případě že není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik prodat. (Mařík, 2011, s. 34)

1.2.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota je hodnota pro konkrétní subjekt. Tato hodnota je založena převážně na budoucnosti, do které se mají promítnout individuální očekávání daného subjektu. (Mařík, 2011, s. 34)

Východiskem subjektivního přístupu ocenění jsou tyto tři principy:

- princip subjektivity
- princip vztahu k budoucnosti
- princip oceňování podniku jako celku

Každý vlastník má své individuální preference a cíle, jiné finanční možnosti, jiné možnosti synergií a také jiné vyjednávací schopnosti a ekonomickou moc. Z toho vyplývá, že podnik má hodnotu vždy jen pro subjekt ocenění. (Krabec, 2009, s. 114)

Subjektivní přístup se používá například při koupi a prodeji podniku nebo při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. (Mařík, 2011, s. 34)

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Protože subjektivní ocenění neposkytuje profesionálním odhadcům mnoho prostoru k výkonu jejich povolání, je pro odhadce výhodnější vycházet z představy objektivní. Němečtí odborníci se shodli, že objektivní hodnota neexistuje, že hodnota není objektivní vlastností podniku. Proto začali odhadci používat pojem „objektivizovaná“ hodnota. Tato hodnota má být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu se mají dodržovat určité zásady a požadavky. (Mařík, 2011, s. 27)

Hodnota může být objektivizovaná podle následujících zásad: udržení substance (z podniku může být vybíráno jenom tolik peněz, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata), volný zisk (ocenění je založeno na volném zisku), nepotřebný majetek (výnosové ocenění se týká té části majetku, která je provozně potřebná, ostatní majetek je oceňován samostatně), možnosti změn v podniku (při ocenění se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění), metoda (jasná a jednoznačná, jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými nebo podobnými výsledky), management (předpoklad přetrvání dosavadního managementu), zdanění (zohlednit i daně na úrovni vlastníka). (Pavelková, 2012)

Objektivizovaná hodnota se používá tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav, například při poskytování úvěru, při zjišťování současné bonity podniku. (Mařík, 2011, s. 34)

1.2.4 Kolínská škola

V sedmdesátých letech minulého století překonala funkční teorie hodnoty spor mezi subjektivní a objektivizovanou hodnotou a vznikla Kolínská škola. Funkční hodnota teorie zastává názor, že oceňování podniku může sloužit mnoha účelům. (Zinch, 2008, s. 12)

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji, zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích.

Kolínská škola rozeznává pět funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

- a) funkci poradenskou – tato funkce se považuje za nejdůležitější a její smysl je velice jednoduchý, a to poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální ceně (hraniční hodnota kupujícího) a minimální ceně (hraniční hodnota prodávajícího). Maximální cena je cena, za kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal. Minimální cena je cena, kterou může ještě prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.
- b) funkci rozhodčí – jedná se o výkon funkce nezávislého oceňovatele, tzv. rozhodčího. Oceňovatel má za úkol odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí.
- c) funkci argumentační – oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání.
- d) funkci komunikační – poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností. Je to v podstatě funkce odvozená.
- e) funkci daňovou – cílem je poskytnout údaje pro daňové účely. (Mařík, 2011, s. 30-31)

Tento typ hodnoty má význam tam, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran, patří sem například prodej podniku. (Mařík, 2011, s. 35)

1.3 Právní úprava oceňování podniků

V současné době v České republice neexistuje žádný závazný zákon nebo předpis pro oceňování podniku. Existují ale určité předpisy, kterými se oceňovatel může řídit při oceňování.

Mezi nejdůležitější předpisy podle Maříka (2011, s. 18-19) patří České předpisy, a to Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR a Metodický pokyn České národní banky, který byl dříve označován ZNAL a pokyn je určen pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance. Dále Mařík doporučuje Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy, Americké oceňovací standardy US PAP a Německý standard IDW S1.

1.4 Důvody ocenění podniku

Oceňování podniku je služba, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší užitek, který může mít různou povahu podle potřeb zákazníka a jeho cílů. Důvody k ocenění mohou být velmi rozdílné, např. při koupi a prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti, při fúzích a přeměnách podniku. Důvody ocenění podniku se mohou rozlišovat podle toho, jestli ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku či nikoliv. (Mařík, 2011, s. 35)

Ocenění, které souvisí se změnou vlastnictví (Mařík, 2011, s. 35):

- koupě a prodej podniku dle § 476 OZ,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 OZ,
- ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů dle § 183a OZ,
- ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů dle § 183a a následující OZ,
- ocenění v souvislosti s fúzí dle § 73 až 75 Zákona č. 104/2008 Sb.,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle § 253 a následujících Zákona č. 104/2008 Sb.

Ocenění, které nesouvisí se změnou vlastnictví (Mařík, 2011, s. 35-36):

- změna právní formy společnosti dle Zákona o přeměnách obchodních společností a družstev § 367,

- zastavení obchodního podílu dle Obchodního zákoníku § 177a,
- ocenění z důvodu poskytování úvěru,
- ocenění z důvodu sanace podniku.

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Faktor času a faktor rizika se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry.

2.1 Faktor času

Hodnota aktiva je vymezena jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Oceňovatel bude podle této definice postupovat jak při ocenění výnosovými metodami tak při majetkovém ocenění, pokud bude výnosově oceňovat některé majetkové položky podniku. Ne všechny budoucí příjmy, které tvoří hodnotu podniku nebo majetkové položky, však mají pro svého příjemce rovnocenný význam. Důležité je, ve kterém okamžiku držitel aktiva příjem získá, jde o tzv. časovou hodnotu peněz. Příjem, který příjemce získá dříve, má větší význam než příjem získaný později, protože příjemce může získané prostředky investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. Při ocenění podniku se tedy nesmí všechny budoucí příjmy přímo sečíst, ale musí se nejprve přepočítat k datu ocenění, tzn. zjistit jejich současnou hodnotu. Pro přepočet peněžních částek k určitému časovému okamžiku se používají různé techniky, například jednotlivou částku, anuitu nebo perpetuitu. (Mařík, 2011, s. 39)

2.2 Faktor rizika

Riziko lze obecně definovat jako nebezpečí, že se skutečné výsledky budou odchylovat od výsledků, které se očekávaly. Mohou se lišit buď v negativním směru, nebo v pozitivním směru. (Marek, 2009, s. 75)

Zdrojem rizika může být:

- kvalita managementu,
- intenzita konkurence,
- stupeň diverzifikace,
- provozní páka,
- finanční páka aj. (Mařík, 2011, s. 41)

Podle Maříka (2011, s. 40) se riziko může členit na obchodní a finanční nebo na riziko systematické a nesystematické.

2.2.1 Riziko obchodní a finanční

Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů. Proměnlivost čistých výnosů je způsobena proměnlivostí prodeje (prodejní riziko) a úrovní fixních provozních nákladů (provozní riziko). Prodejní riziko představuje možnost, že očekávaný zisk nebude dosažen (nebo bude překročen) v důsledku vývoje situace na trhu. Prodejní riziko lze měřit pomocí variability čistých tržeb, které závisí na variabilitě poptávky v jednotlivých segmentech trhu, na diverzifikaci podnikových aktivit a na intenzitě konkurence. Provozní riziko je ovlivněno provozní pákou. Míra provozního rizika se určuje jako stupeň provozní páky, která vyjadřuje poměr změny provozního zisku k procentní změně celkových výkonů. Celkové obchodní riziko se měří pomocí variačního koeficientu provozních výsledků hospodaření. (Mařík, 2011, s. 42-43)

$$\text{Obchodní riziko} = \frac{\text{Směrodatná odchylka provozních VH}}{\text{Střední hodnota provozních VH}} \quad (1)$$

Finanční riziko vyjadřuje míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Náklad, který podniky platí věřiteli za poskytnutí úvěru, je úrok. Úrok je pro firmu fixním nákladem a má vliv na konečný výsledek hospodaření a tím i na základ pro výpočet daně z příjmů. V souvislosti s užitím cizích zdrojů vzniká tzv. úrokový daňový štít, který zvyšuje výnos pro akcionáře, ale na druhou stranu zvyšuje i finanční riziko. (Kislingerová, 2001, s. 123)

$$\text{Finanční riziko} = \frac{\text{Procentní změna VH z běžné činnosti}}{\text{Procentní změna provozního VH}} \quad (2)$$

2.2.2 Riziko systematické a nesystematické

Riziko systematické neboli tržní je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí. Představuje exogenní veličinu, na kterou podnik musí pružně reagoval. (Kislingerová, 2001, s. 105)

Tržní riziko postihuje celý kapitálový trh. K faktorům tohoto rizika patří vývoj hrubého domácího produktu, tržních úrokových měr, cenové hladiny atd. (Mařík, 2011, s. 46)

Nesystematické riziko je riziko, které se může potlačit vytvářením portfolia. Je vyvoláváno příčinami, které jsou jedinečné pro určitý podnik, např. chyby vedení, uplatňování nových a neověřených poznatků v podniku apod. (Mařík, 2011, s. 46)

2.3 Diskontní míra

Pomocí diskontní míry se promítá do hodnoty podniku faktor času a faktor rizika. V německé literatuře se používá spíše termín kalkulovaná úroková míra. Diskontní míra je míra výnosnosti, která se používá pro přepočet peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu, a která je očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko. (Mařík, 2011, s. 47)

Podle Kislingerové (2001, s. 174) je hlavní úlohou diskontní míry převést budoucí výnosy na současnost a vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí.

2.3.1 Diskontní míra a míra kapitalizace

Je důležité od sebe odlišovat diskontní míru a míru kapitalizace. Diskontní míra se určuje na základě výnosnosti, kterou investor očekává s přihlédnutím k riziku. Míra kapitalizace je diskontní sazba snížena o očekávanou míru dlouhodobého růstu. (Mařík, 2011, s. 49)

Mezi diskontní a kapitalizační mírou tedy platí tento vztah:

$$\text{Kapitalizační míra} = \text{Diskontní míra} - \text{Očekávané tempo růstu} \quad (3)$$

Diskontní míra a míra kapitalizace se budou rovnat jen v případě, pokud se očekává do nekonečna stabilní roční výnos bez jakéhokoli růstu. (Mařík, 2011, s. 49)

Pokud se počítá s řadou konkrétních ročních výnosů, tak se diskontují jednotlivé výnosy pomocí diskontní míry, pokud odhad ročního výnosu, který má trvat do nekonečna, tak se použije míra kapitalizace. (Pavelková, 2012)

2.3.2 Diskontní míra a riziko

Riziko se může ocenit pomocí:

- a) rizikové přírážky – vychází z bezrizikové úrokové míry, která se upraví o jistou úroveň, která odpovídá míře rizika. Očekávané příjmy jsou zatíženy určitým rizikem a tomu odpovídá výše kalkulované úrokové míry.
- b) jistotního ekvivalentu výnosů – vychází z omezení očekávané výnosové míry jen na její bezrizikovou část. Pak se vyloučí riziko i z očekávaných příjmů a očekávané výnosy nahradíme jejich jistotním ekvivalentem. (Mařík, 2011, s. 49-50)



Obr. 1 Základní členění postupů pro stanovení diskontní míry vzhledem k riziku (Mařík, 2011, s. 50)

2.3.3 Diskontní míra a účel ocenění

Důležité je odlišovat pro jaké ocenění, tedy pro jakou kategorii hledané hodnoty, se bude kalkulovat diskontní míra.

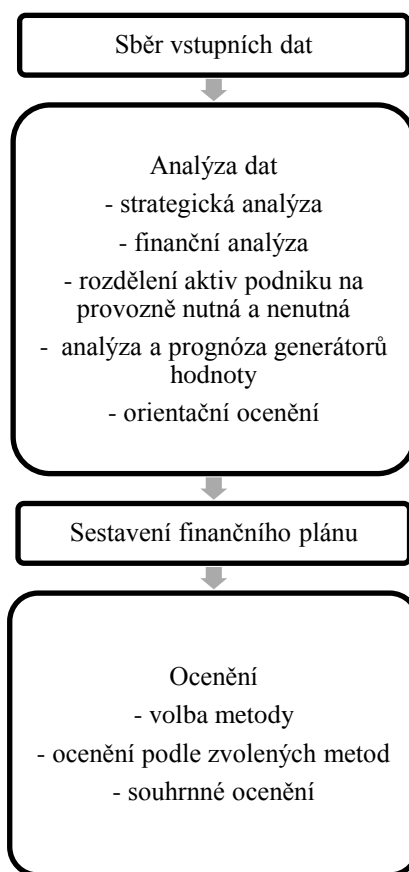
Pro tržní hodnotu je třeba se opřít kalkulaci o data a metody. Diskontní míra se odvodí z kapitálového trhu pomocí metody CAPM nebo z trhu s podniky, z projekce budoucích peněžních toků souborů podniků se dopočítá skutečná dosahovaná výnosnost na trhu z podniku.

Při investiční hodnotě se vychází z alternativní možnosti využití kapitálu investora.

Pro objektivizované ocenění je odhad diskontní míry podložen běžně dostupnými daty (bezriziková úroková míra zvýšená o rizikovou přírážku, která se opírá o uzance, třídy rizika a expertní názor oceňovatele). (Pavelková, 2012; Mařík, 2011, s. 50-51)

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Postup ocenění záleží na konkrétních podmínkách, konkrétním podnětu k ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvolených metodách aj. V této části se práce zaměří nejprve na sběr vstupních dat, poté na strategickou analýzu, analýzu finančního zdraví podniku, rozdělení aktiv, analýzu a prognózu generátorů hodnoty a na závěr na sestavení finančního plánu.



Obr. 2 Postup při ocenění podniku (Mařík, 2011, s. 53)

3.1 Sběr vstupních dat

Pro potřeby oceňování podniku je potřeba znát informace o podniku, ale také o jeho okolí.

- základní data o podniku – název, právní forma, předmět podnikání, historie podniku,
- ekonomická data – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů,
- relevantní trh – vymezení trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu,

- konkurenční struktura relevantního trhu – přímí konkurenti, možné substituty, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil podniku k dodavatelům a odběratelům,
- odbyt a marketing – struktura výrobků, struktura odběratelů, územní struktury, hodnocení hlavních produktů, cenová politika, odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj,
- výroba a dodavatelé – řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity, stav dlouhodobého majetku (modernizace, obnova, rozšíření), dodavatelé (struktura dodávek a dodavatelů, míra závislosti na dodavatelích, logistika, stav a struktura zásob),
- pracovníci – struktura, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace, produktivita práce, personální náklady. (Mařík, 2011, s. 54-56)

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je souborem rozličných analytických technik, které lze využít i k identifikaci vztahů mezi okolím podniku (makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh, konkurenti) a zdrojovým potenciálem podniku. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 8)

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, který je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. Vnější potenciál představuje šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se podnik pohybuje. Analýzou vnitřního potenciálu podniku je možné zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit rizikům. (Mařík, 2011, s. 56)

3.2.1 Účel strategické analýzy

Strategická analýza je velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění, proto je potřebné, aby měla konkrétní výsledky. Výsledkem by pak měly být odpovědi na tři základní otázky. Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska? Jaký vývoj trhu, konkurence a vývoj tržeb lze očekávat v souvislosti s odpovědí na první otázku? Jaká rizika jsou s podnikem spojena? (Mařík, 2011, s. 57)

3.2.2 Postup strategické analýzy

Postup strategické analýzy se skládá ze tří kroků. Prvním krokem je vymezení relevantního trhu, který je příslušný pro oceňovaný podnik. Volba relevantního trhu by měla být taková, aby bylo možné získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby poté

bylo možné zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu. Mezi základní data patří odhad velikosti relevantního trhu, vývoj trhu v čase a případná segmentace trhu. Analýza vnějšího potenciálu obsahuje souhrnné hodnocení atraktivity trhu, stručnou prognózu jeho vývoje v kvalitativní a kvantitativní podobě. Prognóza tempa růstu trhu je prvním rámcem pro stanovení tržeb oceňovaného podniku. (Mařík, 2011, s. 59-69)

Druhým krokem je analýza konkurenční síly oceňovaného podniku. Cílem je odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Důležité je stanovit dosavadní tržní podíly, identifikovat konkurenty, analyzovat vnitřní potenciál podniku a hlavní faktory konkurenční síly a prognózovat tržní podíly. Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly se promítnou do posouzení perspektivnosti podniku, odhadu vývoje tržního podílu podniku a diskontní míry. (Mařík, 2011, s. 74-77)

Posledním krokem strategické analýzy je prognóza tržeb. Prognóza tržeb se vyvodí z výsledků předchozích kroků (analýza a prognóza relevantního trhu, analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku) a z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňovaného podniku za minulost a jejich extrapolace. (Mařík, 2011, s. 93)

3.3 Analýza finančního zdraví podniku

Nezbytnou součástí prací při oceňování podniku je finanční analýza. Finanční analýza poskytuje informace o finančním zdraví podniku (v jakém stavu se nachází v okamžiku ocenění a co lze očekávat v budoucnosti). (Kislingerová, 2001, s. 39)

Finanční analýza by měla dát odpověď na otázku, jestli je budoucnost podniku nějakým způsobem ohrožena problémy jeho finančního fungování. Pokud tomu tak je, tak je problematické pracovat s předpokladem going concern. (Oceňování, 2012)

Mezi základní účetní výkazy patří zejména rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků.

Rozvaha je účetním výkazem zachycující bilanční formou stav dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku a zdrojů financování k určitému datu. V analýze rozvahy je sledován stav a vývoj bilanční sumy, struktura aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek, struktura pasiv, její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů, relace mezi složkami aktiv a pasiv. (Růčková, 2011, s. 22-23)

Výkaz zisku a ztráty udává přehled o výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité období. Pomocí této analýzy se zjišťuje, jak jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty

ovlivňovaly výsledek hospodaření. Tyto informace jsou významným podkladem pro hodnocení firemní ziskovosti. (Růčková, 2011, s. 31-32)

Výkaz peněžních toků je účetní výkaz, který srovnává bilanční formou zdroje tvorby peněžních prostředků s jejich užitím za určité období. Výkaz peněžních toků předkládá informace o peněžních tocích v průběhu účetního období. Tento výkaz poskytuje informace o struktuře finančních zdrojů, které podnik získá, o finančně-hospodářské politice podniku, poskytuje informace o struktuře užití finančních prostředků a o vztahu finančních zdrojů z vlastní podnikové činnosti k ostatním finančním zdrojům. (Růčková, 2011, s. 33-36)

Závěr finanční analýzy odpovídá na otázku, zda je podnik v podstatě zdravý a lze počítat s jeho dlouhodobou existencí. Pokud jsou vyhlídky dobré, tak se využije výnosových metod, pokud není perspektiva dlouhodobější existence, tak se využije likvidační metoda. (Pavelková, 2012)

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Důležité pro ocenění podniku je rozdělit správně aktiva na provozně potřebná a provozně nepotřebná. Aktiva potřebná neboli provozně nutná jsou nezbytná pro podnik, všechna ostatní aktiva jsou nepotřebná neboli provozně nenutná. Vyřadit se také musí i náklady a výnosy, které souvisí s těmito aktivy. (Mařík, 2011, s. 118)

Důvody pro rozdělení majetku:

- majetek není využíván a neplynou z něj žádné nebo velmi nízké příjmy,
- majetek nesouvisí s provozem,
- aktivum, které neslouží k hlavnímu provozu podniku, se oceňuje samostatně s předpokladem, že by vlastník mohl toto aktivum prodat nebo zlikvidovat. (Mařík, 2011, s. 119)

Mezi nejčastější příklady položek, které je nutno z provozního výsledku hospodaření vyloučit patří: tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu předmětu činnosti. (Mařík, 2011, s. 123)

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou souborem několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Nejčastěji se vyvozují v návaznosti

na konkrétní přístup k ocenění podniku, nejčastěji metodou diskontovaných peněžních toků.

Mezi generátory patří:

- tržby a jejich růst,
- marže korigovaného provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba, po kterou se předpokládá generování pozitivního peněžního toku. (Mařík, 2011, s. 125-126)

3.6 Sestavení finančního plánu

Finanční plán se skládá z výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků.

Finanční plán by měl mít podle časopisu Oceňování (2012) tyto základní rysy:

- rozčlenění majetku na provozní a neprovozní,
- finanční plán pro ocenění bývá zpracováván na 5 až 10 let (obvyklý finanční plán na 1 až 3 roky),
- finanční plán by měl být méně podrobný než běžné finanční plány, měl by tedy pracovat s agregovanějšími položkami,
- finanční plán je především potřeba, aby byly správně naplánovány peněžní toky.

3.7 Stanovení hodnoty podniku

Hodnotu podniku lze stanovit podle různých metod ocenění.

1. Metody, které se opírají o předpokládané výnosy.
2. Metody, založené na analýze aktuálních cen na trhu.
3. Metody založené na ocenění vynaložených nákladů na pořízení majetku. (Mařík, 1996, s. 32)

Protože v praktické části bude podnik oceňován pomocí výnosových metod, tak i teoretická část je zaměřena na tento typ metod.

4 METODY OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

U těchto metod se vychází z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem (zisk, dividendy, finanční toky) pro jeho držitele. Hodnota u těchto metod je závislá především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. (Dluhošová, 2006, s. 148)

Mezi výnosové metody patří metoda diskontovaného čistého cash flow, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kombinované výnosové metody a metoda ekonomické přidané hodnoty.

Kategorie hledané hodnoty:

- Při hledání tržní hodnoty se zjišťují výnosy u oceňovaného podniku, které očekává příslušný trh. Tyto obecně očekávané výnosy se diskontují diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem (průměrným investorem).
- U subjektivního oceňování se zjišťuje, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt. Tyto výnosy se diskontují požadovanou výnosností tohoto konkrétního investora.
- Při objektivizovaném ocenění se zjišťují výnosy, které budou dosaženy z dnešního hlediska s vysokou pravděpodobností. (Mařík, 2011, str. 163)

Způsob kalkulace cen:

- Budoucí výnosy se kalkulují ve stálých cenách, a to diskontní mírou očištěnou o inflaci (reálnou mírou).
- Budoucí výnosy se kalkulují v běžných cenách, a to diskontní mírou včetně inflace (nominální mírou). (Mařík, 2011, s. 163-164)

Způsob kalkulace daní:

- nekalkuluje s žádnými daněmi z příjmů,
- kalkuluje se zdaněním na úrovni příjmů oceňovaného podniku,
- kalkuluje se jak zdanění na úrovni podniku, tak subjektu, pro který je ocenění určeno. (Mařík, 2011, s. 164)

4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Tato metoda je založena na odhadech budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Jedním z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku je

právě budoucí peněžní tok, protože s rostoucím peněžním příjmem roste i hodnota dané firmy. (Dluhošová, 2006, s. 148)

Podstatou oceňování pomocí modelů diskontovaných peněžních toků je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Využívání těchto modelů je založeno na těchto předpokladech: kapitálové trhy jsou efektivní, kapitálová struktura podniku je tvořena vlastním kapitálem a dluhem, existuje pouze daň z příjmů, podnik musí trvale investovat do výše odpisů. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Existují tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou diskontovaných peněžních toků:

- metoda „entity“ – volné CF pro vlastníky i věřitele, výsledkem je celkový kapitál,
- metoda „equity“ – volné CF pro vlastníky, výsledkem je pouze vlastní kapitál,
- metoda „APV“ – výsledkem je celkový kapitál a vypočítá se jako součet hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. (Mařík, 2011, s. 164-165)

4.1.1 Investovaný kapitál

Pro výpočet investovaného kapitálu je nutné upravit rozvahu, a to ve dvou směrech: určení nákladů na tento investovaný kapitál a rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná. (Mařík, 2011, s. 166)

Bere se v úvahu jen kapitál, který nese náklady, tzn. vlastní kapitál a úročený cizí kapitál. Z pohledu majetku to je dlouhodobý majetek a upravený ČPK. Rezervy mohou mít charakter buď vlastního kapitálu nebo neúročených závazků. V dalším kroku se rozdělí aktiva na provozně nutná a nenutná. Provozně nutný investovaný kapitál se skládá z provozně nutných dlouhodobých aktiv a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu. (Pavelková, 2012)

4.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity

Pro potřeby oceňování je třeba určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je produkce peněz v podniku, tedy provozní peněžní tok. Dále se odečtou investice a výsledkem je tzv. volné cash flow, v případě DCF entity peněžní tok do firmy (FCFF = free cash flow to firm) – peněžní toky pro vlastníky a věřitele. (Mařík, 2011, s. 170)

Tab. 1 Výpočet FCF (Mařík, 2011, s. 170)

+ Korigovaný provozní VH před daněmi
- Upravená daň z příjmů
= Korigovaný provozní VH po daních
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného pracovního kapitálu
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku
= Volný peněžní tok (FCF)

FCF se počítá nepřímou metodou, kde východiskem je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Pro korigovaný výsledek hospodaření by měly platit tyto obecné zásady:

- neodpočítávat náklady na cizí kapitál,
- neobsahovat žádné jednorázové položky,
- neobsahovat žádné výnosy a náklady, které souvisí s majetkem provozně nenutným. (Mařík, 2011, s. 171)

4.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku

Propočet metodou entity probíhá obvykle ve dvou krocích:

1. Určení celkové hodnoty podniku, tj. výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků, které plynou z hlavního provozu podniku, tzn. peněžních toků, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady, které s takovým majetkem souvisí.
2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu – celková hodnota provozu podniku se sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění, pak se připočítá hodnota neprovozních aktiv také k datu ocenění. (Mařík, 2011, s. 177)

V případě, že podnik bude existovat nekonečně dlouho, tak se hodnota podniku určí pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t} \quad (4)$$

kde:

FCF_t = volné cash flow v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra

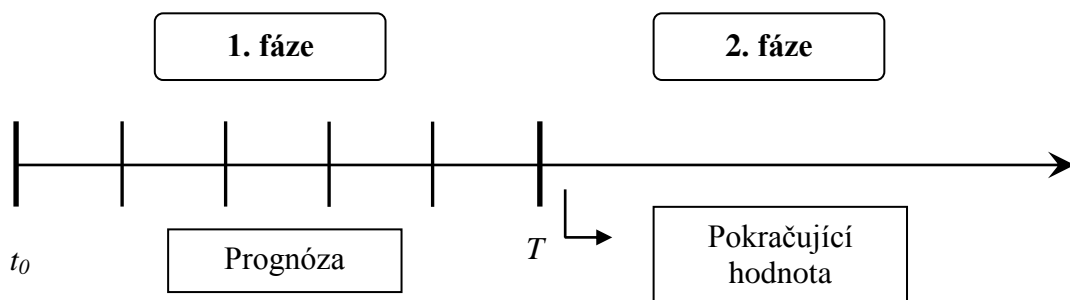
n = počet let předpokládané existence podniku (Mařík, 2011, s. 178)

Pro tak dlouhé období je však nemožné naplánovat peněžní toky pro jednotlivá léta, proto existují dva návrhy na řešení:

- a) dvoufázová metoda,
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu. (Mařík, 2011, s. 178)

4.1.3.1 Dvoufázová metoda

Dvoufázová metoda je v praxi obvyklá. Vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. Pokračující hodnotou se rozumí současná hodnota očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je připočtena k datu ukončení první fáze. (Mařík, 2011, s. 178-179)



Obr. 3 Dvoufázová metoda (Mařík, 2011, s. 178)

Hodnota podniku se podle dvoufázové metody vypočítá takto:

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

kde:

T = délka první fáze v letech

i_k = kalkulovaná úroková míra, WACC

n = pokračující hodnota (Mařík, 2011, s. 178)

Možnosti výpočtu pokračující hodnoty:

a) Gordonův vzorec

$$T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad (6)$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = kalkulovaná úroková míra, WACC

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku

FCF = volný peněžní tok (Mařík, 2011, s. 183)

b) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

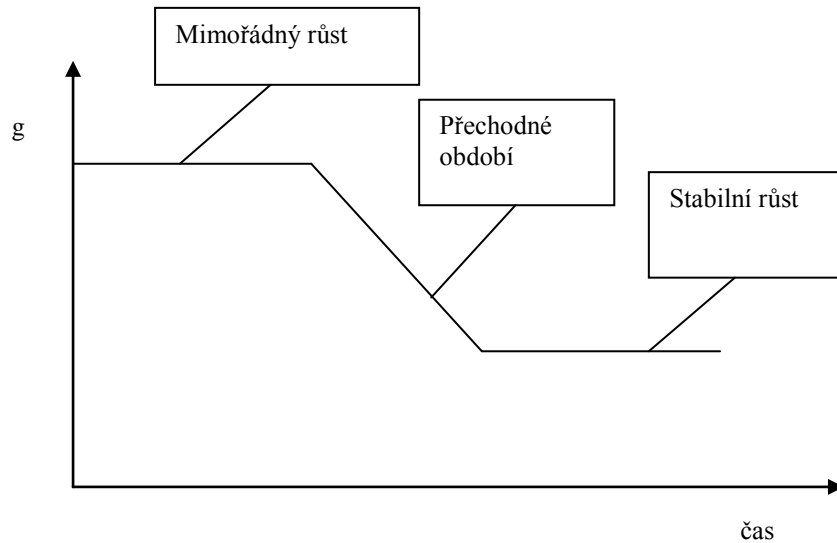
$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPV_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} \quad (7)$$

kde:

KPV_{T+1} = korigovaný provozní VH po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (Mařík, 2011, s. 187)

4.1.3.2 Třífázová metoda

Třífázová metoda vychází z představy s jemnějším členěním budoucnosti, a to na tři fáze. Používá se v případě, kdy se zdá být účelné rozdělit budoucí vývoj na tři části – fáze rychlého růstu (kompletní finanční plány), fáze přechodná (FCF se odhaduje pomocí ročního tempa růstu), období stability (počítá se jako perpetuita). Model je vhodný pro firmy, které momentálně rychle rostou. (Mařík, 2011, s. 200-201)



Obr. 4 Třífázová metoda (Kislingerová, 2006, s. 168)

$$H_n = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} \times (i_k - g)} \quad (8)$$

kde:

FCF = volný peněžní tok

i_k = kalkulovaná úroková míra

g = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi

T_1 = počet let rychlého růstu

T_2 = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu

H_n = hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu (Mařík, 2011, s. 200)

4.1.4 Metoda DCF equity

Metoda DCF equity je variantou metody DCF entity. Liší se od sebe především způsobem výpočtu volných peněžních toků, výsledkem, který se získá diskontováním těchto peněžních toků a použitou diskontní sazbou. Pomocí této metody se zjišťuje hodnota vlastního kapitálu, a to na základě volných peněžních toků pro vlastníky. (Mařík, 2011, s. 205-206)

Tab. 2 Výpočet FCFE (Mařík, 2011, s. 205)

Korigovaný provozní HV po upravených daních
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nejsou v daném období výdaji
- Investice do upraveného čistého pracovního kapitálu provozně nutného
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
- Úroky z cizího kapitálu snížený o daňový štít
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

Jednofázový model

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \frac{FCFE_1}{r_e - g_n} \quad (9)$$

kde:

FCFE₁ = očekávaný FCFE pro příští roki_k = požadovaná míra návratnosti (náklady na vlastní kapitál)g_n = míra růstu FCFE do nekonečna**Dvoufázový propočet**

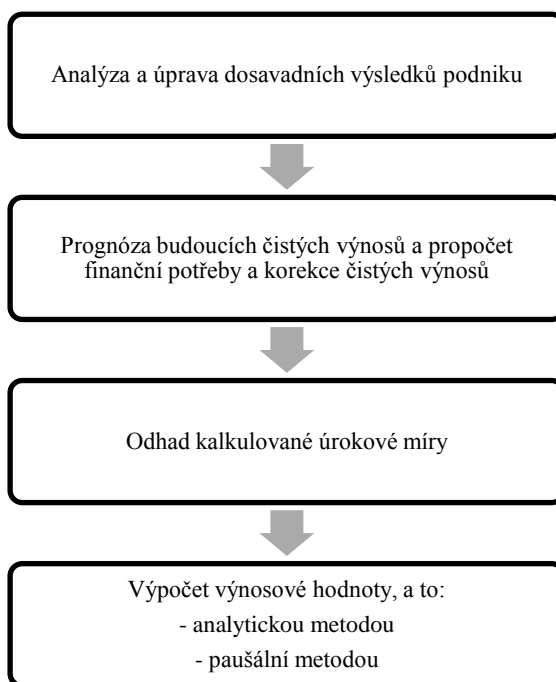
$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g_n} (1 + r_e)^{-n} \quad (10)$$

kde:

i_k = požadovaná míra návratnosti (náklady na vlastní kapitál)g_n = míra růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let

4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“, tj. výnosová hodnota se počítá z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu.



Obr. 5 Postup u metody kapitalizovaných čistých výnosů (Mařík, 2011, s. 263)

4.2.1 Úprava minulých výsledků hospodaření

- U menších firem je třeba zjistit, zda byla započtena mzda podnikatele, pokud ne, tak se připočítá k vykázaným nákladům.
- Dále se vyloučí náklady a výnosy, které nesouvisí s hlavní činností podniku.
- Mimořádné náklady a výnosy se také vyloučí.
- Odpisy je nutno opravit tak, aby se minimálně odchylovaly od reálného opotřebení.
- Je třeba vyloučit tvorbu a rozpuštění ostatních tichých rezerv.
- Upravené výsledky je třeba znovu zdanit.
- Upravené VH je třeba přepočítat na srovnatelné ceny platné k datu ocenění. (Mařík, 1996, s. 46)

4.2.2 Plán budoucích výsledků hospodaření

Určení odpisů pro budoucí období vychází z investičního plánu, kde se investice rozdělují na:

- obnovovací,
- racionalizační,
- rozšiřující,
- ostatní.

Pro první fázi se předpokládá detailní plánování odpisů, pro druhou fázi se vychází z potřeby reinvestic pro udržení majetkové podstaty.

Postup propočtu finanční potřeby lze shrnout do následujících kroků:

- Odhadnutí a sečtení všech potřebných výdajů, které nejsou zároveň náklady.
- Stanovení a sečtení všech nákladů, které snižují VH, ale nejsou zároveň výdaji (např. odpisy).
- Nedostatek nebo přebytky finančních prostředků se promítnou do výše úvěrů. (Mařík, 2011, s. 265-267)

4.2.3 Odhad kalkulované úrokové míry

Volba kalkulované úrokové míry by měla odpovídat funkci, ve které je konkrétní oceňovatel.

- a) Kalkulovaná úroková míra pro objektivizovanou hodnotu – k bezrizikové úrokové sazbě (desetileté státní dluhopisy) se přičte riziková přírážka (obchodní riziko, riziko kapitálové struktury, riziko za nižší likvidnost).
- b) Kalkulovaná úroková míra pro subjektivní ocenění – zaměřuje se na individuální poměry konkrétního investora (úroková míra přijímaných úvěrů, průměrná rentabilita odvětví, průměrná výnosnost na akciovém trhu, alternativní investice).
- c) Kalkulovaná úroková míra pro tržní hodnotu – kalkulovaná úroková míra odpovídá nákladům vlastního kapitálu. V praxi je stanovena pomocí modelu CAPM. (Mařík, 2011, s. 268-270)

4.2.4 Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou

Očekávaný výnos se kalkuluje z upravených budoucích výsledků hospodaření a ne z peněžních toků, jak tomu bylo u metody DCF. U objektivizovaného ocenění se vychází

z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Je-li k dispozici řada budoucích odnímatelných čistých výnosů a předpokládá-li se trvalá existence podniku, může se použít dvoufázová nebo třífázová metoda. (Mařík, 2011, s. 270)

a) dvoufázová metoda

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \times (1 + i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times (1 + i_k)^{-T} \quad (11)$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto (hodnota vlastního kapitálu)

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka období, pro které je možné odhadnout čistý výnos

$T\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi

i_k = kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2011, s. 270)

b) třífázová metoda

$$H_n = \underbrace{\sum_{t=1}^m \check{C}V_t \times (1 + i_k)^{-t}}_{1. \text{ fáze}} + \underbrace{\sum_{t=m+1}^{m+n} \check{C}V_t \times (1 + i_k)^{-t}}_{2. \text{ fáze}} + \underbrace{\frac{T\check{C}V}{i_k} \times (1 + i_k)^{-(m+n)}}_{3. \text{ fáze}} \quad (12)$$

(Mařík, 2011, s. 271)

4.2.5 Propočet výnosové hodnoty paušální metodou

Tato metoda se používá u podniku s obtížně předpověditelnou budoucností. Základem ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění. Budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu. Předpokládá se, že není ohrožena budoucí dlouhodobá existence podniku. Metoda je obzvláště vhodná k objektivizovanému ocenění, je jistou formou odhadu dolní hranice výnosové hodnoty. Jádrem ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, aniž by byla narušena majetková podstata podniku. Berou se v úvahu vážené průměr-

né výnosy k rozdělení za posledních 3-5 let k odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu. (Mařík, 2011, s. 271-272)

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K g_t \check{C}V_t \quad (13)$$

kde:

$\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy

g_t = váhy určující význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu (Mařík, 2011, s. 273)

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (14)$$

kde:

$T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2011, s. 273)

4.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Oceňování pomocí ekonomické přidané hodnoty (EVA) má svůj význam především proto, že postihuje hlavně faktory tvorby hodnoty podniku (Pavelková, 2005, s. 211). Ukazatel EVA představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (Mařík, 2011, s. 84).

$$EVA = NOPAT - C \times WACC \quad (15)$$

kde:

$NOPAT$ = zisk z operační činnosti podniku po dani

C = kapitál vázaný v aktivech, která slouží hlavní činnosti podniku

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu (Pavelková, 2005, s. 47-48)

Pro výpočet NOA se vychází z rozvahy. Hodnota aktiv se musí upravit aktivací položek, které v rozvaze chybí (majetek na leasing, oceňovací rozdíly u dlouhodobého a oběžného majetku) a dále vyloučit aktiva, které nejsou nezbytná pro podnikání (dlouhodobý finanční majetek, nedokončené investice, nevyužité pozemky, krátkodobé cenné papíry a podíly, část peněžních prostředků z krátkodobého finančního majetku). Upravená aktiva se pak sníží o pasiva, která nenesou náklad (krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, nezpлатněné dlouhodobé závazky). (Pavelková, 2005, s. 53-56)

Pro určení výše NOPAT se vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti. Z výsledku hospodaření se vyloučí placené úroky, mimořádné náklady a výnosy, výnosy z nepotřebných aktiv, náklady na výzkum a vývoj. (Pavelková, 2005, s. 57)

Tab. 3 Schéma výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2011, s. 295)

Tržní hodnota operativních aktiv
+ Tržní hodnota neoperativních aktiv
- Tržní hodnota závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

MVA je současná hodnota budoucích EVA. MVA je vlastně provozní goodwill. Vztah mezi MVA a EVA: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku a MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.

MVA se může vypočítat dvěma způsoby:

1. Ex post jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA).
2. Ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA). (Mařík, 2011, s. 295-296)

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (16)$$

kde:

H_n = hodnota vlastního kapitálu (netto)

EVA_t = EVA v roce t

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1}	= čistá operační aktiva ke konci předchozího roku
$NOPAT_t$	= operační VH po dani v roce t
T	= počet let explicitně plánovaných EVA
WACC	= průměrné vážené náklady kapitálu
D_0	= hodnota úročených dluhů k datu ocenění
A_0	= ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (Mařík, 2011, s. 297)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

Firma ABC, a.s. poskytuje služby a realizuje dodávky v řadě specifických oborů elektroenergetiky a tepelné techniky.

Mise společnosti je poskytovat kvalifikovanou technickou podporu udržitelnému rozvoji energetiky, teplárenství a průmyslu na nejvyšší úrovni.

Vize společnosti je stát se českým lídrem v oboru poskytování odborných služeb a specifických dodávek v prostředí evropské energetiky.

5.1 Základní údaje o společnosti

Obchodní jméno:	ABC, a.s.
Sídlo:	Ostrava
Základní kapitál:	115 000 tis. Kč
Právní forma:	akciová společnost
Datum vzniku:	1. 5. 1992
Počet zaměstnanců:	197 (z toho 17 vedoucích pracovníků)
Předmět podnikání:	tepelná a jaderná technika elektrotechnika diagnostika točivých a netočivých elektrických zařízení služby v oblasti ekologie a ochrany životního prostředí vývoj a dodávky zařízení pro vzorkování paliv a sypkých hmot dodávky emisních monitorovacích systému a jejich servis, provádění zákonných emisních a imisních měření provádění speciálních měření a zkoušek energetických zařízení dodávky speciálních softwarů inženýrská činnost ve výstavbě výkon řady laboratorních prací

CZ – NACE: 71.2

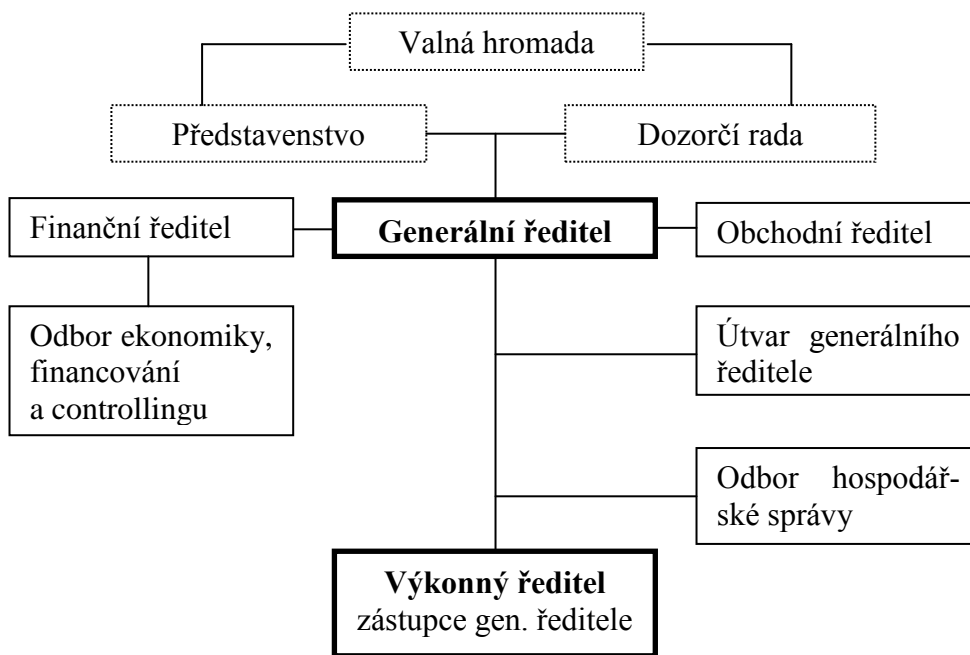
5.2 Historie společnosti

Firma ABC, a.s. byla založena v roce 1957 jako součást československé energetiky pod názvem ABC, národní podnik. Základní podoba podniku byla vytvořena v prvních letech jeho existence. Na počátku vznikly v Praze a Bratislavě útvary tepelné techniky, chemie, materiálového inženýrství, elektrotechniky a automatizace, doplněné útvary expertního charakteru zabývající se provozní ekonomikou. Přibližně o rok později vznikla nová pracoviště v Ostravě a Bratislavě. Z organizačního hlediska bylo původní oblastní členění nahrazeno v roce 1963 pobočkovým uspořádáním s ředitelstvím podniku v Ostravě. V roce 1965 byl podnik ABC začleněn do Výrobně hospodářské jednotky Československé energetické závody. Při oddělení slovenské energetiky v roce 1969 zůstal ABC, součástí Českých energetických závodů. Při přechodu Českých energetických závodů na koncernové uspořádání byl v roce 1977 změněn status ABC na koncernovou účelovou organizaci a později v devadesátých letech na odštěpený závod státního podniku.

K zásadní změně v postavení ABC došlo na počátku devadesátých let po oddělení Rozvo-
dových energetických závodů od XY, opuštěním teplárenského programu v rámci XY a zejména při privatizaci, kdy v poslední fázi schvalování privatizačního projektu došlo k vyčlenění ABC a k 1. květnu 1992 vznikl ABC, a.s.

5.3 Organizační struktura

Společnost je tvořena managementem a deseti technickými divizemi, které mají sídla v Praze, Brně a Ostravě.



Obr. 6 Organizační struktura firmy ABC a.s. (vlastní zpracování)

5.4 SWOT analýza

Silné stránky

- Komplexnost a hloubka nabídky služeb s významnými technickoekonomickými přínosy zákazníkům
- Odborná úroveň zaměstnanců
- Tradice a dlouhodobé vztahy se zákazníky
- Vysoká flexibilita a operativnost výkonů
- Vysoká míra nepřímého řízení ve firmě

Slabé stránky

- Příliš vysoké využití klíčových specialistů s malou zastupitelností
- Nedostatečné zastoupení střední a mladší generace techniky v některých oblastech činnosti
- Nedostatek zkušeností s vnitřním projektovým řízením prací
- Nedostatky v řízení obchodní politiky
- Nedostatečná jazyková vybavenost personálu
- Nedostatečná interní komunikace
- Chybějící nabídky služeb

- Riziko ztráty know-how
- Riziko „přehřátí“ nepřímých forem řízení ve firmě a překrývání nabídky mezi divizemi nebo naopak nepokrytí důležitého segmentu

Příležitosti

- Prostor pro uplatnění v rámci procesu obnovy energetických zařízení v ČR
- Možnost spolupracovat na procesech řízeného stárnutí energetických zařízení
- Možnost uplatnění při implementaci požadavků nové legislativy EU, zejména v ochraně životního prostředí
- Prostor pro využití mimotržních způsobů financování – granty a fondy
- Prostor pro vyšší provázanost se školstvím a výzkumem
- Prostor pro vyšší orientaci na další segmenty průmyslu
- Prostor pro expanzi na zahraniční trhy
- Aktivní účast v technické normalizaci

Ohrožení

- Existence stávající a rozvoj nové konkurence
- Riziko nárůstu orientace stávajících zákazníků na zahraniční dodavatele služeb (EU)
- Legislativní změny
- Narušení vazeb na stávající zákazníky obměnou manažerských postů na straně zákazníků

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

V rámci strategické analýzy se nejprve zaměřím na makroekonomickou predikci. Poté vymezím a analyzuji relevantní trh, provedu prognózu jeho budoucího vývoje, analyzuji konkurenci a vnitřní potenciál podniku, zhodnotím perspektivnost podniku a nakonec provedu prognózu tržeb podniku.

6.1 Makroekonomická predikce

Ekonomika České republiky se v průběhu celého roku 2012 nacházela v recesi, ze které by měla pozvolna vystoupit začátkem tohoto roku. Rizikem makroekonomické předpovědi je především vývoj krize v eurozóně, nízká úroveň důvěry v české ekonomice a obtížně předvídatelný vývoj v podnikatelském prostředí.

Hrubý domácí produkt by se měl v meziročním srovnání zvýšit pouze o 0,1 %. K výraznějšímu oživení ekonomické aktivity by pak mělo dojít v roce 2014, kdy by HDP měl vzrůst o 1,4 %. Propad spotřeby domácností v roce 2012 odráží snížení reálného disponibilního důchodu domácností, růst míry úspor i nízkou důvěru v ekonomiku. V roce 2013 by měla spotřeba domácností klesnout jen nepatrně a v roce 2014 se očekává její růst.

V roce 2012 činila průměrná míra inflace 3,3 %. V roce 2013 se počítá s růstem cenové hladiny o 2,1 %, v roce 2014 se tempo růstu zpomalí na 1,8 %. Růst spotřebitelských cen je výrazně ovlivněn zvýšením základní i snížené daně z přidané hodnoty o 1 p.b.

Dopady mělké recese se projeví v oblasti trhu práce, výrazné zhoršení se však nepředpokládá. Zaměstnanost by měla v následujících dvou letech stagnovat, zatímco nezaměstnanost v roce 2013 vrostla na 7,3 % a v roce 2014 na 7,4 %. Zpomalení růstu objemu mezd i průměrné mzdy odpovídá situaci ekonomické recese. Růst objemu mezd a platů by měl v tomto roce dosáhnout 1,9 %, v roce 2014 pak 3,5 %.

V prosinci 2012 snížila Česká národní banka úrokovou sazbu pro 2T repo operace na 0,05 %. Hodnota 3M sazby PRIBOR dosáhla v roce 2013 hodnoty 1,0 %, pro rok 2013 se počítá s hodnotou 0,5 % a 2014 0,6 %. Dlouhodobé úrokové sazby jsou nízké, výnos splatnosti 10 R státních dluhopisů dosáhl v roce 2012 hodnoty 2,8 %, pro následující dva roky se odhaduje výnos kolem 2,2 %, resp. 2,3 %. Průměrná hodnota směnných kurzů v roce 2012 činila 25,1 CZK/EUR a 19,6 CZK/USD, odhaduje se, že nominální i reální směnný kurz se bude pohybovat pod úrovní minulého dlouhodobého trendu.

V letech 2012 až 2014 se očekává deficit běžného účtu ve výši kolem 1,5 % HDP. Dynamika růstu světového i českého obchodu zpomaluje, pokles zahraniční poptávky je vyvážen poklesem domácí poptávky. V roce 2013 a 2014 se počítá se zvýšením přebytku obchodní bilance na 4,4 % a 4,7 % HDP díky mírnému předstihu vývozu před dovozem. Očekává se pokles přebytku bilance služeb z důvodu nepříznivého výhledu vývoje světové ekonomiky, ten by se měl postupně snížit ze 1,3 % HDP na 0,8 % HDP. Schodek bilance výnosů očekává také pokles, v letech 2012 až 2014 se postupně sníží z 6,6 % HDP na 6,9 % HDP. (MF ČR, 2013a; MF ČR, 2013b)

Tab. 4 Makroekonomická predikce (vlastní zpracování dle MF ČR, 2013c; MF ČR, 2013d)

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
					<i>Předb.</i>	<i>Odhad</i>	<i>Predikce</i>	<i>Predikce</i>	<i>Výhled</i>	<i>Výhled</i>
HDP v s.c.	mld. Kč	3 635	3 471	3 558	3 625	3 584	3 589	3 639	3 727	3 824
	růst v %	3,1	-4,5	2,5	1,9	-1,1	0,1	1,4	2,4	2,6
HDP v b.c.	mld. Kč	3 848	3 759	3 800	3 841	3 840	3 863	3 939	4 086	4 238
	růst v %	5,1	-2,3	1,1	1,1	0,0	0,6	2,0	3,7	3,7
Inflace	růst v %	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	2,1	1,8	2,0	1,1

6.2 Vymezení a odhad velikosti relevantního trhu

V rámci strategické analýzy je důležité nejprve vymežit relevantní trh, který je v případě firmy ABC celá Česká republika. Odhadnutí velikosti relevantního trhu je v našich podmínkách poměrně nesnadný, v České republice je k dispozici jen minimum podrobnějších a přitom spolehlivých statistických dat. Relevantním trhem pro společnost ABC a.s. je trh v členění dle CZ-NACE sekce M – Profesní, vědecké a technické činnosti, která je tvořena 7 oddíly. Sekce M je nově vzniklá sekce, která nemá ve struktuře dle OKEČ odpovídající protějšek. Na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu jsou údaje o tržbách sekce M od roku 2009 až do prvního pololetí roku 2012. Druhé pololetí roku 2012 odvodím dle průměrné relativní změny mezi dvěma pololetími za předcházející roky. Skutečnosti by více odpovídalo, kdyby se použily tržby oddílu 71 - Architektonické a inženýrské činnosti; technické zkoušky a analýzy, konkrétně skupiny 71.2 - Technické zkoušky a analýzy, ale Ministerstvo průmyslu a obchodu a Český statistický úřad udává jen tržby sekce. Přepočtení není nutný, protože jak je výše uvedeno, tak firma působí po celé České republice. (CZ-NACE, 2013)

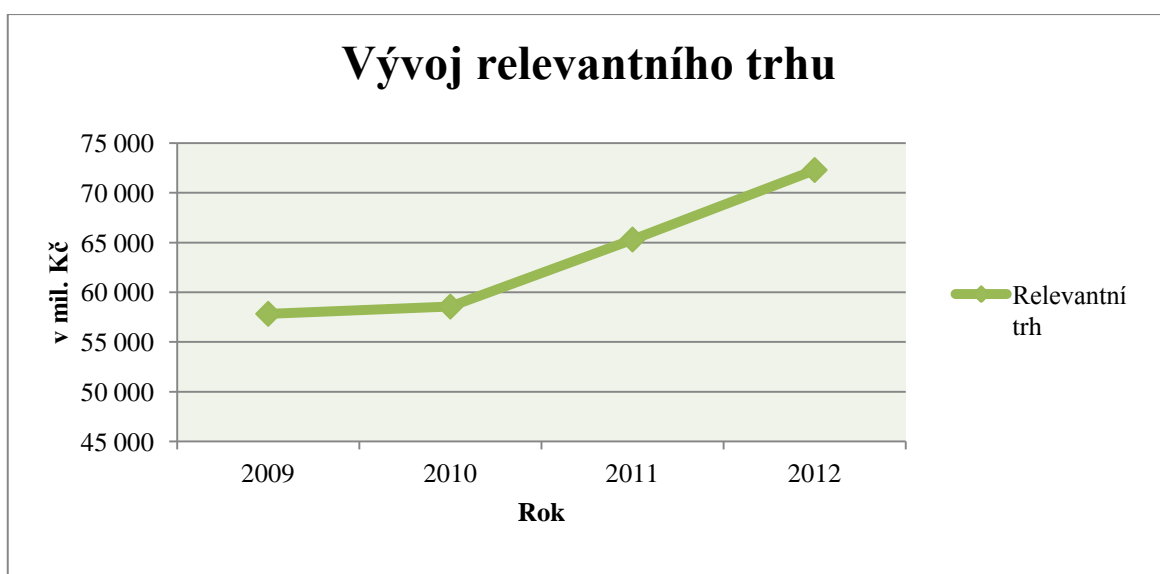
Tab. 5 Odvození tržeb relevantního trhu roku 2012 (vlastní zpracování dle MPO, 2013)

v mil. Kč	2009	2010	2011	2012
1.-2. Q.	27 149	28 845	30 367	34 369
1.-4. Q.	57 826	58 554	65 302	72 294
Relativní změna	213,0 %	203,0 %	215,0 %	
Průměrná relativní změna	210,3 %			

V následující tabulce a grafu je znázorněn odhad relevantního trhu a tempo jeho růstu. Ve sledovaném odvětví relevantní trh neustále roste. Průměrné tempo růstu trhu je 7,7 %.

Tab. 6 Odhad relevantního trhu (vlastní zpracování)

Rok	Relevantní trh		
	mil. Kč	tempo růstu	průměrné tempo růstu
2009	57 826	x	7,7 %
2010	58 554	1,3 %	
2011	65 302	11,5 %	
2012	72 294	10,7 %	



Obr. 7 Odhad velikosti relevantního trhu (vlastní zpracování)

6.3 Analýza atraktivnosti relevantního trhu

Pro analýzu atraktivnosti relevantního trhu jsem zvolila bodové hodnocení. Pro hodnocení atraktivnosti trhu jsem vybrala celkem 9 kritérií, které jsem s pomocí podnikového managementu zhodnotila. Každý faktor lze ohodnotit na stupnici od 0 do 6 bodů a je mu přiřazena váha. Maximální počet bodu je 96.

Tab. 7 Analýza atraktivnosti trhu (vlastní zpracování dle Mařika)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivnosti							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3			x					6
Průměrná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1				x				3
Možná substituce	1					x			4
Citlivost na konjunkturu	1						x		5
Struktura zákazníků	2						x		10
Vlivy prostředí	1					x			4
Celkem	16								59

Atraktivita analyzovaného trhu dosáhla celkem 59 bodů, tzn. 61 %. V tomto případě se atraktivita analyzovaného trhu pohybuje nad průměrem.

6.4 Prognóza vývoje trhu využitím statistických metod

V předchozí části jsem určila velikost a dosavadní vývoj relevantního trhu a nyní se pokusím pomocí speciálních statistických metod odhadnout předpokládaný vývoj relevantního trhu.

Pro odhad velikosti budoucího trhu použiji regresní analýzu s regresorem HDP v b.c., regresní analýzu s reálným HDP a inflací a analýzu časového trendu. Pro analýzu trendu budu testovat funkci lineární, exponenciální a logaritmickou. Regresní a korelační analýzu jsem provedla v programu Excel, podrobnější postup je uveden v příloze P VII.

Tab. 8 Vybrané výsledky regresní a korelační analýzy (vlastní zpracování)

Rok		Skutečnost		Teoretické hodnoty					
		Trh (v mil. Kč)	Tempo růstu	Čas (lineární funkce)	Tempo růstu	Čas (ex. funkce)	Tempo růstu	Čas (log- funkce)	Tempo růstu
Minulost	2009	57 826		55 971		56 257		55 970	
	2010	58 554	1,26 %	60 986		60 815		60 988	
	2011	65 302	11,53 %	66 002		65 742		66 003	
	2012	72 294	10,71 %	71 017		71 068		71 015	
Prognóza	2013			76 033	7,06 %	76 826	8,10 %	76 026	7,05 %
	2014			81 048	6,60 %	83 050	8,10 %	81 033	6,59 %
	2015			86 063	6,19 %	89 779	8,10 %	86 038	6,18 %
	2016			91 079	5,83 %	97 052	8,10 %	91 041	5,81 %
Průměrný růst			7,73 %		6,42 %		6,02 %		6,41 %
Korelační koeficient				0,957		0,961		0,957	

Statistickými testy prošly jen funkce regresoru času, nejvyšší index determinace má funkce exponenciální. Nejvyšší korelační koeficient jsem zaznamenala také u exponenciálního časového trendu. Pro prognózu tržeb jsem zvolila lineární časový trend, protože z ekonomického hlediska se tempo růstu této funkce jeví jako pravděpodobnější.

Prognóza velikosti relevantního trhu sekce M je provedena dle následující rovnice:

$$Trh = -10020028,89 + 5015,43 \times rok$$

Při vypracování finančního plánu budu předpokládat, že v dalším období od roku 2016 a dále zůstane růst relevantního trhu na úrovni roku 2016, tj. 5,83 % ročně.

6.5 Analýza konkurenční síly podniku

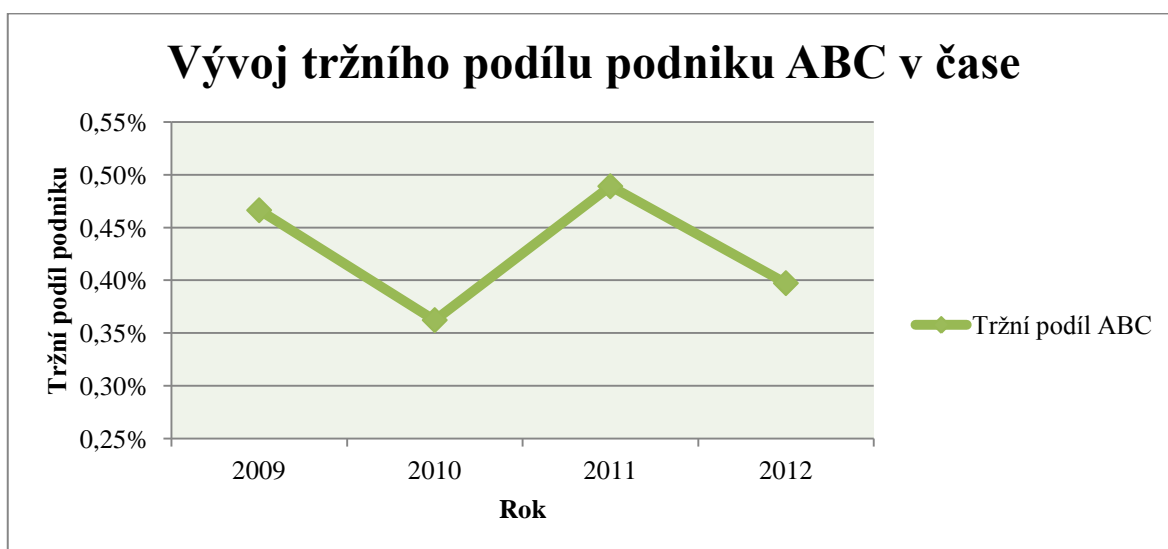
V tomto kroku odhadnu vývoj tržního podílu podniku ABC, a.s. do budoucnosti. V předchozí analýze jsem odhadla velikost budoucího „koláče“ a nyní odhadnu, jak bude rozdělen.

6.5.1 Stanovení tržního podílu

Tržní podíl určím jako poměr jeho tržeb a odhadnuté velikosti relevantního trhu.

Tab. 9 Tržní podíl ABC (vlastní zpracování)

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tržby ABC (tis. Kč)	Tržní podíl ABC
2009	57 825 597	269 679	0,47 %
2010	58 553 968	212 082	0,36 %
2011	65 302 337	319 385	0,49 %
2012	72 294 241	287 170	0,40 %



Obr. 8 Vývoj tržního podílu v čase (vlastní zpracování)

Tržní podíl se pohyboval kolísavě mezi 0,36 % a 0,49 %.

6.5.2 Identifikace hlavních konkurentů

Firma ABC se skládá z deseti divizí. Každá divize má své konkurenty, kteří mohou být pro jinou divizi jejími dodavateli. Je poměrně složité určit její hlavní konkurenty.

Například divize techniky ochrany ovzduší má velkou konkurenci, na měření emisí má akreditaci asi 200 dalších firem. Hlavní konkurent této divize je velká a dobře zavedená firma TESO, která podniká v oboru ekologie se specializací na kontrolu znečišťování ovzduší. TESO je poměrně mladá firma, byla založena v roce 1990, její roční obrat je cca 50 mil. Kč.

Divize monitorovacích systémů má konkurenci v oblasti vyrábění přístrojů. Jedním z konkurentů této divize je POLY-ANALYSER, který působí na tomto trhu od roku 1993. Jeho obrat dosahuje cca 17 mil. Kč.

V divizi ekologických systémů si konkuruje s firmami, které poskytují ekologický servis. Velkým konkurentem této divize je ERC. Tato konkurenční firma má dlouholeté zkušenosti v oblasti optimalizace spalování a snižování emisí škodlivin, které vznikají spalováním plyných, kapalných i pevných paliv. Její obrat se pohybuje okolo 50 mil. Kč.

Velkým konkurentem a zároveň i partnerem je firma ŠKODA PRAHA Invest, která je konkurentem hlavně pro divizi podpory a realizace projektů. Je největším českým dodavatelem energetických celků a jejich technologických částí. Působí v klasické a jaderné energetice, v oblasti teplárenství, staví paroplynové elektrárny a dodává obnovitelné zdroje energie. Dodává energetická díla od projektové dokumentace přes realizaci a montáž až po uvedení do provozu. Obrat ŠKODA PRAHA Invest byl v roce 2011 15 178 mil. Kč.

Silným a klíčovým konkurentem pro všechny divize, kromě divize techniky ochrany ovzduší, je I & C Energo. I & C Energo zajišťuje dodávky v oblastech systémů kontroly a řízení, průmyslové automatizace a systémů elektro v komplexním rozsahu. Jeho obrat je okolo 1 000 mil. Kč.

Z analýzy konkurence vyplývá, že firma ABC v daném konkurenčním prostředí nemůže počítat s nijak významnou konkurenční výhodou. Významnými konkurenty jsou hlavně privátní subjekty ať historické nebo nově vznikající.

V cenové politice firma ABC nemůže bojovat s konkurencí se státní majetkovou účastí. Konkurence nijak nezaostává v kvalitě vstupů a kvalifikací pracovní síly.

Konkurenční výhody firmy ABC jsou:

- v jedinečném přístrojovém a SW vybavení ve vazbě na vypovídací údaje výstupů,
- v komplexnosti nabízených služeb (od vývoje až po servis),
- ve znalosti novotvorby,
- ve kvalitě personálu,
- v dlouhodobých vazbách na veřejnoprávní instituce,
- v dlouhodobé ekonomické stabilitě společnosti a ve finanční nezávislosti.

6.5.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

V této části praktické práce se budu zabývat analýzou vnitřního potenciálu akciové společnosti ABC a její konkurenční silou. Analýza vnitřního potenciálu odpovídá na otázku, do jaké míry je podnik schopen využít šance, které plynou z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a případným hrozbám. Podstatou analýzy vnitřního potenciálu je identifikace a analýza faktorů, které ovlivňují tržní podíly. Tyto faktory jsem rozdělila na přímé, což jsou faktory přímo vnímané zákazníkem a nepřímé, které vytvářejí určité zázemí.

Tab. 10 Hodnocení kvality managementu (vlastní zpracování dle Mařika)

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Schopnost tvořit vize	Žádné					x			Vedení má jasnou vizi
Schopnost tvořit strategii	Žádné					x			Vedení má jasnou strategii
Schopnost prognózovat	Špatná					x			Mimořádná
Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle				x				Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné				x				Pravidelně, obsáhle
Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						x		Jasná kompetence a hodnoty
Osobní kvalifikace	Nedostatečná						x		Vysoce kvalifikovaný
Schopnost se učit	Strnulost v minulém					x			Vysoká, zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování						x		Schopnost rychle nalézt řešení
Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost						x		Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	2	4	4	0	
Body x Četnost		0	0	0	6	16	20	0	

Získaný počet bodů = $0 + 0 + 0 + 6 + 16 + 20 + 0 = 42$

Průměrný počet bodů = $42 / 10 \doteq 4$

Stav managementu je ve sledovaném podniku nadprůměrně uspokojivý.

Tab. 11 Hodnocení situace v personální oblasti (vlastní zpracování, dle Maříka)

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
A. Kvalifikace a fluktuace									
Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností		x						Provoz nevyžaduje speciální odbornost
Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval						x		Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům						x		Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku									
Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost					x			Spokojenost, důvěra v budoucnost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali "vnitřní výpověď"						x		Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady									
Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost						x		Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
Náklady na školení	Minimální				x				Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	1	0	1	1	4	0	
Body x četnost		0	1	0	3	4	20	0	

Získaný počet bodů = $0 + 1 + 0 + 3 + 4 + 20 + 0 = 28$

Průměrný počet bodů = $28 / 7 \doteq 4$

Stav v oblasti personálu je taktéž nadprůměrný.

Tab. 12 Hodnocení dlouhodobého majetku a investic (vlastní zpracování)

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit						x		Kapacity optimálně využité
Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá					x			Modernější vybavení než u konkurence
Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost						x		Pečlivá údržba
Fundovanost posuzování investic	Rozhodování "od oka"					x			Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu					x			Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná						x		Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů		0	0	0	0	3	3	0	
Body x četnost		0	0	0	0	12	15	0	

Získaný počet bodů = $0 + 0 + 0 + 0 + 12 + 15 + 0 = 27$

Průměrný počet bodů = $27 / 6 \doteq 5$

Stav dlouhodobého majetku a investic je v podniku nadprůměrný. V případě podniku ABC je zřejmé, že stav dlouhodobého majetku a investic je jednou z konkurenčních výhod.

V následující tabulce jsou shrnuty nepřímé faktory a ohodnoceny faktory přímé. Hodnocení managementu, výkonného personálu, majetku a investic jsem převzala z předchozích analýz. Ostatní faktory jsou ohodnoceny přímo do této tabulky. Maximální počet bodů, který lze získat je 78.

Tab. 13 Hodnocení konkurenční síly (vlastní zpracování dle Maříka)

Kritérium	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							
	Konkurence má převahu		Průměr			Podnik má převahu		
	0	1	2	3	4	5	6	
Přímé faktory	Kvalita služeb						x	
	Šíře poskytovaných služeb					x		
	Cenová úroveň				x			
	Intenzita reklamy			x				
	Výhody místa					x		
	Výhody distribuce					x		
	Image firmy					x		
	Servis a služby						x	
Nepřímé faktory	Kvalita managementu					x		
	Výkonný personál					x		
	Výzkum a vývoj						x	
	Majetek a investice						x	
	Finanční situace						x	
Četnost bodů	0	0	1	1	6	5	0	
Body x četnost	0	0	2	3	24	25	0	

Celkem společnost dosáhla 54 bodů, tzn. 69 %. Z toho vyplývá, že konkurenční síla podniku je nad průměrem konkurentů.

Konkurenční výhody podniku spatřuji především v kvalitě poskytovaných služeb, v poskytování servisu a služeb. Vzhledem k trvalému zisku po celé sledované období má konkurenční výhodu podnik i po stránce finanční. Dále má podnik převahu nad konkurencí ve výzkumu a vývoji a ve stavu majetku a investic.

Hlavní konkurenční nevýhodou podniku je nízká intenzita reklamy.

Z uvedených důvodů budu předpokládat, že tržní podíl podniku bude během dalších let postupně růst, až na první rok, kdy firma předpokládá zrušení divize, tím její tržní podíl na relevantním trhu poklesne, ale v následujících letech bude opět růst.

Tab. 14 Predikce tržních podílů (vlastní zpracování)

Rok		Tržní podíl ABC %
Minulost	2009	0,466 %
	2010	0,362 %
	2011	0,489 %
	2012	0,397 %
Plán	2013	0,370 %
	2014	0,375 %
	2015	0,380 %
	2016	0,385 %

6.6 Prognóza tržeb podniku

Nyní provedu hodnocení perspektivnosti podniku, které vychází z poznatku, že perspektivnost podniku je dána atraktivností trhu, na kterém působí a konkurenční silou. Pro potřebu analýzy použiji upravenou matici.

U podniku ABC jsem zjistila tyto výsledky:

Atraktivita trhu: 61 %

Konkurenční síla: 69 %

KONKURENČNÍ SÍLA	Velká	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		ATRAKTIVITA TRHU		

Obr. 9 Matice k posouzení perspektivnosti (vlastní zpracování)

Jak je patrné z obr. 10, výsledkem strategické analýzy je závěr, že podnik ABC je podnik s přijatelnou, až téměř dobrou perspektivou. Proto má smysl přistoupit k poslednímu kroku strategické analýzy, kterým je určení prognózy vývoje celkových tržeb u oceňovaného podniku. Podstatou predikce celkových tržeb podniku ABC je vypočítání tempa růstu tržeb. Pomocí níže uvedeného vzorce vypočítám tempo růstu tržeb.

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu} \times \text{Index změny tržního podílu}) - 1$$

Tab. 15 Prognóza tržeb podniku ABC (vlastní zpracování)

Rok		Relevantní trh (v tis. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl ABC	Tempo růstu tržeb ABC	Tržby ABC (v tis. Kč)
Minulost	2009	57 825 597	x	0,466 %	x	269 679
	2010	58 553 968	1,26 %	0,362 %	-21,36 %	212 082
	2011	65 302 337	11,53 %	0,489 %	50,60 %	319 385
	2012	72 294 241	10,71 %	0,397 %	-10,09 %	287 170
Prognóza	2013	76 032 611	5,17 %	0,370 %	-2,04 %	281 321
	2014	81 048 040	6,60 %	0,375 %	8,04 %	303 930
	2015	86 063 470	6,19 %	0,380 %	7,60 %	327 041
	2016	91 078 900	5,83 %	0,385 %	7,22 %	350 654

Průměrné tempo růstu tržeb firmy ABC v letech 2009 až 2012: 2,1 %

Průměrné tempo růstu tržeb firmy ABC v letech 2013 až 2016: 5,1 %

Tempo růstu tržeb v roce 2010 kleslo z důvodu poklesu tržního podílu, ale i relevantního trhu. V roce 2011 došlo k největšímu růstu, protože relevantní trh vzrostl o 11,53 % a tržní podíl podniku se zvýšil na 0,49 %, tj. oproti předchozímu roku nárůst tržního podílu o 35 %. V roce 2013 se snížilo tempo růstu tržeb z důvodu zrušení divize a tím snížení tržního podílu. V dalších letech budou tržby podniku ABC růst a pomalu se přibližovat tržnímu podílu, který měl před zrušením divize.

Od roku 2016 předpokládám stabilní tržní podíl podniku na úrovni 0,385 %. Předpokládám, že průměrné tempo růstu tržeb bude od roku 2017 stejné jako průměrné tempo růstu tržeb v letech 2013 až 2016, tj. 5,1 %.

7 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

Důležitým krokem nezbytně nutným pro stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod je vypracování finanční analýzy. Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, a proto se bez ní neobejde ani ocenění podniku. Z hlediska ocenění by finanční analýza měla splňovat dvě základní funkce, a to prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán. První funkce je zcela běžná, zjišťuje se historický vývoj podniku a očekávání do dalších let. Ve druhé funkci se považuje finanční analýza za nástroj, který umožňuje vytěžit z minulého vývoje co nejvíce poznatků pro finanční plán. Finanční analýza bude provedena na základě účetních výkazů a interních dokumentů ABC, a.s. za období 2008-2012. Výkazy z roku 2012 jsou zatím pouze předběžné.

Nejprve sestavím analýzu základních účetních výkazů, poté spočítám a vyhodnotím poměrové ukazatele a zpracuji souhrnné zhodnocení dosažených výsledků.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Vertikální a horizontální analýza společnosti ABC, a.s. v letech 2008-2012 je uvedena v příloze.

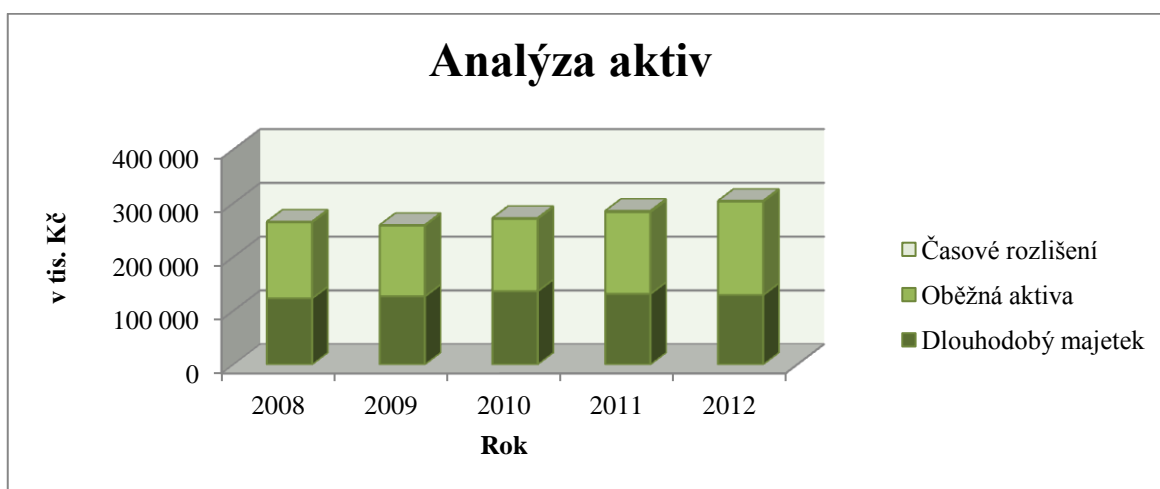
7.1.1 Analýza rozvahy

Bilanční suma ve sledovaném období rostla, jen v roce 2009 byl patrný pokles. Podíl dlouhodobého majetku tvoří téměř polovinu majetku na celkových aktivech, zbylá polovina je tvořena především oběžným majetkem a z malé části časovým rozlišením. Dlouhodobý nehmotný majetek každoročně vykazoval růst, a to v položce software. Jednalo se o vlastní vývoj specifického softwaru pro oblast ekologie, jeho vývoj byl dokončen v roce 2012. Dlouhodobý majetek je tvořen především dlouhodobým hmotným majetkem, a to pozemky, stavbami, samostatnými movitými věcmi a soubory movitých věcí. V roce 2010 se netto hodnota dlouhodobého majetku zvýšila o 7,7 %, a to zvýšením samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí a nedokončeného dlouhodobého majetku. Dlouhodobý finanční majetek byl stabilní.

Oběžná aktiva tvoří ve všech letech kromě roku 2010 více jak 50 % celkových aktiv. Největší podíl na oběžných aktivech mají krátkodobé pohledávky a pak zásoby. U zásob, konkrétně u materiálu a nedokončené výroby a polotovarů došlo k prudkému poklesu v roce 2011, a to o 50 %. Pokles u materiálu byl zapříčiněn novou strategií, kterou do podniku

vneslo nové vedení. Do roku 2010 nebyl kladen důraz na řízení aktiv. Od roku 2011 na základě dílčích cílů nového vedení došlo k většímu důrazu na řízení zásob, zejména ke tvoření opravných položek. Do nedokončené výroby a polotovarů podnik zahrnuje náklady na zpracování projektu, který bude dokončen následující rok. Je důležité zohlednit náklady, které vznikly v souvislosti se zpracováním projektu do období, kterého se týkají.

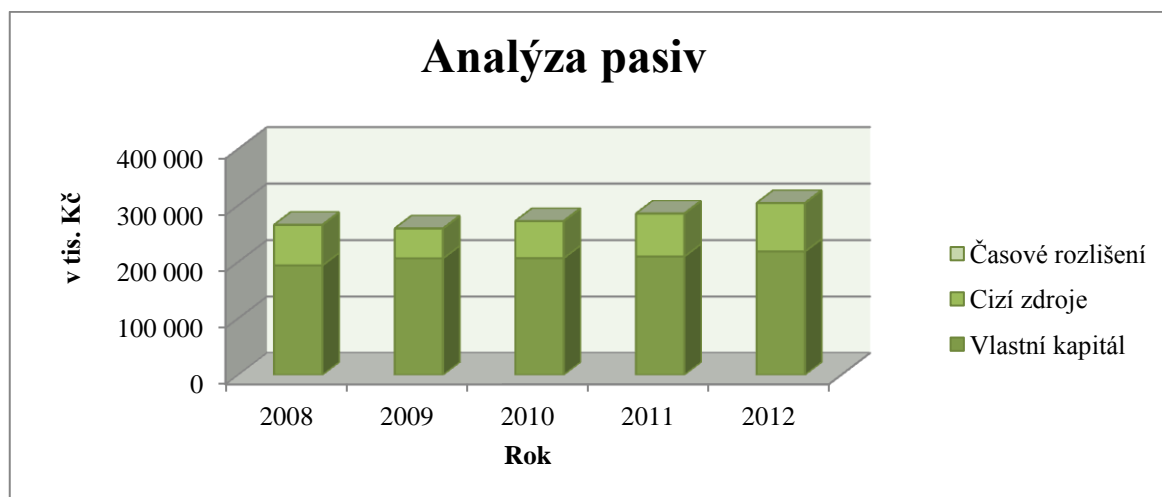
Největší podíl na krátkodobých pohledávkách mají pohledávky z obchodních vztahů. Dlouhodobé pohledávky společnost nemá žádné. Krátkodobý finanční majetek měl kolísavý trend, v roce 2009 byl zaznamenán nárůst o 172 % a hned v roce 2010 pokles o 43 % a v roce 2011 nárůst o 66 %.



Obr. 10 Analýza aktiv (vlastní zpracování)

Pasiva jsou tvořena především vlastním kapitálem více jak 70 %. Vlastní kapitál obsahuje položku základní kapitál, který v čase zůstává stejný, a to 115 000 tis. Kč, tvoří okolo 40 % celkových pasiv. Další položkou, která se ve sledovaném období nemění, je zákonný rezervní fond. Zákonný rezervní fond se na celkové bilanční sumě podílí okolo 8 %. Výsledek hospodaření v roce 2008 a 2009 rostl, ale v roce 2010 došlo k poklesu o 48 %. Tento pokles je zapříčiněn krizí. V dalších letech výsledek hospodaření vykazoval růst.

Cizí zdroje tvoří okolo 25 % celkových pasiv. Největší zastoupení zde mají krátkodobé závazky, a to závazky z obchodních vztahů a závazky k zaměstnancům. Společnost nemá za sledované období žádné bankovní úvěry.



Obr. 11 Analýza pasiv (vlastní zpracování)

7.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

V následující tabulce je přehled vývoje výsledku hospodaření a jeho jednotlivých součástí ve sledovaných letech. Největší část zisku je tvořena provozním výsledkem hospodaření, který vlivem krize poklesl v roce 2010 oproti roku 2009 o 48 %, v dalších letech rostl. V roce 2012 došlo k prudkému nárůstu a to o 138 %, výkony sice klesly, ale výkonová spotřeba zaznamenala ještě větší pokles než výkony.

Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb tvoří největší část výnosů a to více jak 90 %, jen v roce 2010 byl zaznamenán pokles těchto tržeb oproti roku 2009 o 2 %. Výkonová spotřeba se pohybovala v prvních čtyřech letech okolo 50 %, v roce 2012 se snížila na 40 % z celkových nákladů.

Přidaná hodnota ve všech sledovaných letech kromě roku 2010, kdy nepatrně klesla, stoukala. Největší nárůst byl zaznamenán v roce 2011, který byl způsoben nárůstem výkonů, ale i výkonovou spotřebou. V roce 2012 byl nárůst výkonové spotřeby i přes pokles výkonů, protože výkonová spotřeba klesla o 25 %.

Osobní náklady postupně rostly až do roku 2011, v roce 2012 byl pokles, který byl způsoben snížením osobních nákladů a tím i nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění.

Nákladové úroky firma vykazuje jen v prvních třech letech analyzovaného období, kdy firma čerpala kontokorentní úvěr, který se však v rozvaze nevyskytuje, protože byl vždy ke konci roku splacen. V roce 2011 a 2012 firma žádný úvěr nečerpá, má dostatek peněž-

ních prostředků. Firma si udržuje vyšší peněžní prostředky, protože realizuje zakázky, které jsou jednorázové a finančně náročné, tímto způsobem uplatňuje zásadu opatrnosti.

Společnost má po celé sledované období kladný čistý zisk, který má meziroční výkyvy. EBIT se od EBT moc neliší, protože společnost má nízké úrokové náklady. EBITBA je oproti EBITu dvojnásobná, protože má firma hodně dlouhodobého odpisovaného majetku.

Tab. 16 Analýza výsledku hospodaření (vlastní zpracování)

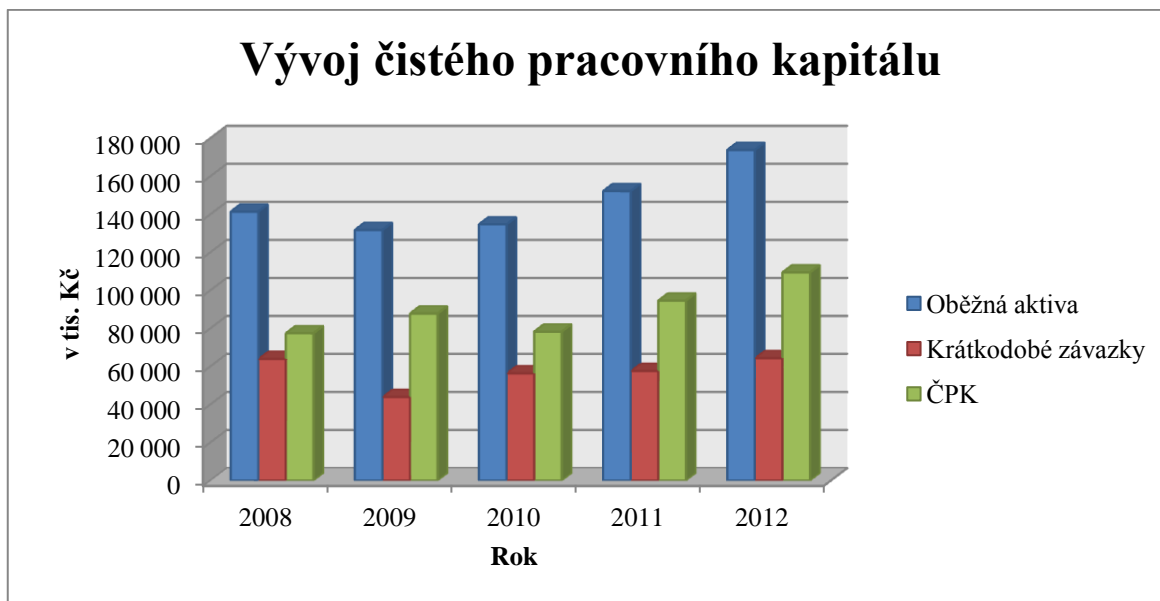
Položka (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní VH	12 594	17 762	9 184	12 847	30 629
Finanční VH	-466	-4	21	-139	86
Mimořádný VH	0	0	0	0	0
EAT	9 996	14 342	7 495	10 674	25 700
EBT	12 128	17 758	9 205	12 708	30 715
EBIT	12 404	17 824	9 253	12 708	30 715
EBITDA	23 379	29 173	21 868	27 572	46 008

7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Jeden z hlavních rozdílových ukazatelů je ukazatel čistého pracovního kapitálu. Jedná se o část oběžných aktiv, které jsou kryty dlouhodobými zdroji.

7.2.1 Čistý pracovní kapitál

Na následujícím grafu (Obr. 13) je zobrazen vývoj čistého pracovního kapitálu. Ve všech sledovaných letech podnik ABC, a.s. dosahuje kladných hodnot, což působí pozitivně. Nejvyšší hodnoty čistého pracovního kapitálu dosáhnul podnik v roce 2012 a to z důvodů zvýšení oběžných aktiv, i přesto že se zvýšily i krátkodobé závazky, tento nárůst však nebyl tak vysoký jako u oběžných aktiv. Podnik má velmi konzervativní přístup, oběžná aktiva jsou více jak dvakrát vyšší než krátkodobé závazky, to znamená, že oběžná aktiva jsou financována dlouhodobými zdroji, v tomto případě vlastními.



Obr. 12 Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele vznikají tak, že se dávají jednotlivé absolutní hodnoty z rozvahy a výkazu zisku a ztráty do vzájemných poměrů. Mezi poměrové ukazatele patří ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadlužení.

7.3.1 Analýza likvidity

Tento ukazatel poměruje to, čím může podnik platit s tím, co je nutno zaplatit. Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky, tedy schopnost přeměny jednotlivých složek majetku do hotovostní formy a získat tak prostředky pro úhradu závazků. Pro měření likvidity se používají 3 ukazatele.

Tab. 17 Analýza likvidity (vlastní zpracování)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita	2,21	3,00	2,39	2,64	2,70
Pohotová likvidita	1,79	2,52	1,78	2,35	2,50
Okamžitá likvidita	0,28	1,11	0,50	0,81	0,90
ČPK/OA	54,78 %	66,65 %	58,13 %	62,16 %	62,96 %
ČPK/A	29,14 %	33,86 %	28,75 %	33,11 %	35,95 %

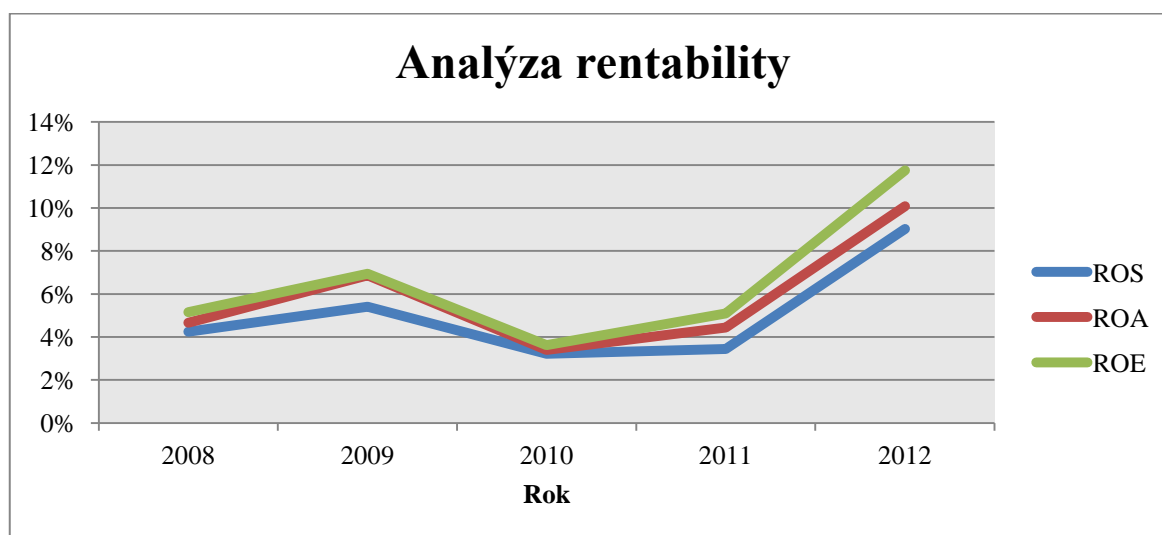
Jelikož je podnik velmi konzervativní, tak všechny ukazatele likvidity vykazují velmi vysokou úroveň. Doporučené hodnoty jsou u běžné likvidity 1,5 – 2, u pohotové 1 – 1,5 a u okamžité 0,2 – 0,5. Téměř všechny hodnoty likvidity analyzovaného podniku dosahují vyšších hodnot, než jsou doporučené hodnoty. Podnik má více jak dostatek krátkodobých peněžních prostředků na zaplacení svých krátkodobých závazků. Doporučeným hodnotám se nejvíce přibližoval v roce 2008 a 2010.

7.3.2 Analýza rentability

Ukazatele rentability neboli výnosnosti poměří zisk k tržbám, celkovým aktivům nebo vlastnímu kapitálu. Představují relativní ukazatele a je možné je použít pro srovnání v čase i pro mezipodnikové srovnávání výkonnosti.

Tab. 18 Analýza rentability (vlastní zpracování)

Rentabilita	2008	2009	2010	2011	2012
ROS	4,25 %	5,41 %	3,22 %	3,44 %	9,03 %
ROA	4,66 %	6,87 %	3,39 %	4,45 %	10,09 %
ROE	5,15 %	6,94 %	3,62 %	5,09 %	11,75 %



Obr. 13 Analýza rentability (vlastní zpracování)

Z výše uvedených hodnot rentability v letech 2008-2011 jednoznačně vyplývá, že i když má trend pozitivní směr, ukazatele vykazují poměrně velmi nízké hodnoty a do budoucna je potřeba výrazněji se zaměřit na rentabilnější využívání zdrojů. V roce 2012 se rentabilita zvýšila o více jak dvojnásobek vlivem zvýšení hospodářského výsledku.

Příliš vysoký podíl vlastního kapitálu a velice konzervativní přístup na jednu stranu garantuje velmi nízké riziko ztráty vložených investic, ale na druhou stranu stlačuje rentabilitu na poměrně nízkou úroveň.

7.3.3 Analýza aktivity

Ukazatele aktivity informují, jak je podnik schopen využívat vložené prostředky.

Tab. 19 Analýza aktivity (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat aktiv	1,13	0,98	1,17	0,92	1,07
Doba obratu zásob (dny)	41	28	53	20	16
Doba obratu pohledávek (dny)	148	84	112	103	130
Doba obratu závazků (dny)	98	60	87	67	81

Ukazatele aktivity vypovídají o tom, jak efektivně firma hospodaří se svými aktivy. Hodnota obratu aktiv by měla dosáhnout alespoň 1, což u firmy ABC bylo splněno skoro ve všech letech. Nízká hodnota obratu aktiv znamená nízké využívání kapacit, aby se tento ukazatel aktivity zvýšil, je třeba zvýšit výkony nebo odprodat aktiva. Na ukazateli doba obratu zásob je vidět, že je od roku 2011 kladen větší důraz na řízení zásob. Dobu obratu pohledávek je vhodné porovnat s dobou obratu závazků. Firma platí své závazky rychleji, než ji platí její odběratelé. Dá se říci, že se tak firma dostává do pozice věřitele, kdy úvěruje své odběratele a to není pro firmu výhodné.

7.3.4 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, které firma podstupuje při dané struktuře vlastních a cizích zdrojů.

Tab. 20 Analýza zadluženosti (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost	27 %	20 %	24 %	27 %	28 %
Míra zadluženosti	0,37	0,26	0,32	0,36	0,39
Úrokové krytí	1 920	7 957	11 418	x	x
Krytí DM dl. zdroji	1,57	1,63	1,51	1,59	1,69

Firma vykazuje ve všech sledovaných letech velmi nízkou zadluženost, je to způsobeno tím, že je firma velmi konzervativní a nemá žádné bankovní úvěry.

Ukazatel míry zadluženosti slouží především pro žádost o úvěr u banky. Vzhledem k nízké celkové zadluženosti je i míra zadluženosti velmi nízká.

Ukazatel úrokového krytí nelze hodnotit, protože minimální hodnota úrokového krytí by se měla pohybovat minimálně na úrovni doporučené hodnoty cca 5. Jelikož firma má velmi malé nákladové úroky, tak tyto hodnoty jsou v řádu tisíců.

Jeden z parametrů pro hodnocení dlouhodobé finanční rovnováhy je krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji, neboli zlaté pravidlo financování. Ve sledované firmě je tento ukazatel ve všech letech vyšší než 1, to znamená, jak už bylo několikrát prokázáno, že je firma velmi konzervativní.

7.4 Souhrnné ukazatele

Souhrnné modely jsou konstruovány za účelem informovat uživatele, zda není podnik v blízké době v ohrožení bankrotem. Z těchto modelů jsem si k analýze vybrala Altmanovu analýzu a model Index IN01.

7.4.1 Altmanova analýza

Altmanova analýza se používá pro vyjádření celkové finanční situace, je to identifikátor bankrotu. Diskriminační funkce napomáhá identifikovat finanční zdraví podniku. Pokud Z – skóre má hodnotu vyšší než 2,99, tak je to uspokojivá finanční situace, Z – skóre 1,81 až 2,99 znamená nevyhraněnou finanční situaci, Z – skóre nižší než 1,81 upozorňuje podnik na velmi silné finanční problémy.

Tab. 21 Altmanova analýza (vlastní zpracování)

Altmanovo Z-skóre	2008	2009	2010	2011	2012
0,717 x ČPK/A	0,21	0,24	0,21	0,24	0,26
0,847 x ČZ/A	0,03	0,05	0,02	0,03	0,07
3,107 x EBIT/A	0,14	0,21	0,11	0,14	0,31
0,420 x VK/CZ	1,14	1,64	1,33	1,16	1,07
0,998 x T/A	0,88	1,02	0,85	1,08	0,93
Z-skóre	2,40	3,17	2,51	2,65	2,65

Z tabulky je patrné, že podnik spadá mezi podniky s nevyhraněnou finanční situací, ale v roce 2009 se dostal nad tuto hranici a patřil do uspokojivé finanční situace.

7.4.2 Analýza Index IN01

Analýza Index IN01 je jedním z bankrotních modelů. Podnik tvoří hodnotu, je-li hodnota indexu větší než 1,77. Pokud je hodnota indexu menší než 0,75 znamená to, že podnik spěje k bankrotu. Mezi hodnotami 0,75 až 1,77 je šedá zóna.

Tab. 22 Analýza Index IN01 (vlastní zpracování)

Analýza Index IN01	2008	2009	2010	2011	2012
0,13 * A/CZ	0,48	0,64	0,54	0,49	0,46
0,04 * EBIT/NÚ	1,79	10,93	7,75	0,00	0,00
3,92 * EBIT/A	0,18	0,27	0,13	0,17	0,40
0,21 * V/A	0,19	0,22	0,19	0,23	0,20
0,09 * OA/KCZ	0,20	0,27	0,21	0,24	0,24
Index IN01	2,85	12,33	8,83	1,14	1,30

Vzhledem k vysokému úrokovému krytí podnik za celé sledované období kromě roku 2011 a 2012 tvoří hodnotu. V roce 2011 a 2012 je v šedé zóně z důvodu, že podnik neměl vůbec žádné nákladové úroky a proto ukazatel úrokové krytí byl nulový.

8 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN PODNIKU

Finanční plán je nutno sestavit, protože podnik bude oceňován pomocí výnosových metod. Tento plán se skládá z výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Na základě finanční analýzy a strategické analýzy sestavím plánované výkazy na roky 2013 až 2016. Plánování jednotlivých položek daných výkazů bude provedeno na základě konzultací s managementem podniku.

8.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Výkony

Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb byly naplánovány ve strategické analýze. Největší podíl v této položce mají tržby z prodeje služeb, tržby z prodeje výrobků jsou ve firmě zanedbatelné. V následující tabulce je zobrazen plán tržeb, jejich tempo růstu a průměrné tempo růstu.

Tab. 23 Plán tržeb podniku ABC (vlastní zpracování)

Položka	Minulost				Plán			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tempo růstu	x	-21,4 %	50,6 %	-10,1 %	-2,0 %	8,0 %	7,6 %	7,2 %
Průměrné tempo růstu	2,1 %				5,1 %			
Tržby (tis. Kč)	269 679	212 082	319 385	287 170	281 321	303 930	327 041	350 654

Změnu stavu zásob jsem naplánovala podle procentuelního růstu či poklesu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Aktivace bude ponechána na úrovni roku 2012.

Tab. 24 Plán výkonů (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
Výkony	284 622	278 710	301 574	324 907	348 715
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	287 170	281 321	303 930	327 041	350 654
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 112	-3 175	-2 920	-2 698	-2 503
Aktivace	564	564	564	564	564

Výkonová spotřeba

Společnost předpokládá, že výkonové spotřebě bude ponechán stejný poměr k tržbám jako za poslední dva roky. Výkonová spotřeba se tedy bude vyvíjet stejně jako tržby. Výkonová spotřeba se skládá ze spotřeby materiálu, energie a služeb. **Spotřebu materiálu a energie** určím jako poměr spotřeby materiálu a energie vůči tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb. V roce 2011 byl tento poměr 13 % a v roce 2012 okolo 10 %. Z těchto dvou hodnot vypočítám průměr, který jsem zaokrouhlila na 12 %. Spotřeba materiálu a energie bude každoročně 12 % z tržeb vlastních výrobků a služeb. U **služeb** jsem postupovala úplně stejně, zaokrouhlená hodnota za poslední dva roky je 29 %.

Tab. 25 Plán výkonové spotřeby (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Mínulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
Výkonová spotřeba	106 586	115 341	124 611	134 087	143 768
Spotřeba materiálu a energie	29 518	33 758	36 472	39 245	42 078
Služby	77 069	81 583	88 140	94 842	101 690

Osobní náklady

Osobní náklady tvoří mzdové náklady, odměny členům orgánů společnosti a družstva, sociální a zdravotní pojištění a sociální náklady. Společnost předpokládá, že **mzdové náklady** v roce 2013 zůstanou na úrovni roku 2012, protože společnost zruší divizi a tím se sníží počet zaměstnanců, ale zároveň stávajícím zaměstnancům mzda vzroste. Vlivem růstu tržeb podniku se budou osobní náklady od roku 2014 zvyšovat, protože firma při určitém objemu tržeb již nevystačí se stávajícím počtem zaměstnanců a bude muset přijmout nové. V roce 2014 bude nárůst mzdových nákladů o 4 % a v dalších dvou letech 5 %. **Sociální a zdravotní pojištění** vychází ze sazby roku 2012, a to 34 % ze mzdových nákladů. Společnost předpokládá konstantní výši **odměn orgánům společnosti** ve výši 74 tis. Kč. Plánované **sociální náklady** odvodím od mzdových nákladů, kdy dám do poměru sociální náklady ke mzdovým nákladům za poslední dva roky a vypočítám průměrnou hodnotu těchto poměrů. Průměrná hodnota je 2,7 %.

Tab. 26 Plán osobních nákladů (vlastní zpracování)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
Osobní náklady	129 196	132 468	137 764	144 648	151 877
Mzdové náklady	96 850	96 850	100 724	105 760	111 048
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	71	74	74	74	74
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	29 708	32 929	34 246	35 958	37 756
Sociální náklady	2 568	2 615	2 720	2 856	2 998

Daně a poplatky tvoří například daň z nemovitosti, silniční daň a ostatní poplatky. Předpokládám, že plánované daně a poplatky se budou každoročně zvyšovat o 3 %.

Odpisy jsou podrobně naplánovány později v rozvaze.

Položky **zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a tržby z prodeje dlouhodobého majetku** budou nulové, protože hlavní činností firmy není prodej majetku, proto s ním do budoucna nepočítá. **Prodej materiálu a tržby z prodeje materiálu** podniku neplánuje.

Tvorba opravných položek a tvorba rezerv nebude pro účely ocenění plánována.

Ostatní provozní výnosy zůstanou ve stejné výši, jako byly v roce 2012. **Ostatní provozní náklady** v sobě zahrnují pojištění movitého a nemovitého majetku, pojištění aut a předpokládá se, že zůstanou také v konstantní výši.

Výnosy z dlouhodobého finančního majetku tvoří dividendy z dceřiných společností, které se očekávají v každoroční výši 50 tis. Kč.

Protože nemá firma bankovní úvěr a ani ho neplánuje v dalších letech využít, tak **nákladové úroky** budou nulové jako předchozí dva roky.

Výnosové úroky firma plánuje ve výši 0,46 % z celkové výše peněžních prostředků k počátku roku. (ČNB, 2013)

Ostatní finanční náklady a výnosy zůstanou ve stejné výši, jako byly v roce 2012.

Výše **daně z příjmu** je závislá na výsledku hospodaření. Nepočítá se s růstem dani z příjmu, proto budu počítat na celé budoucí období s 19% sazbou.

Mimořádné náklady a výnosy se ze své podstaty nepředvídají. Proto výsledek hospodaření z této činnosti bude ve všech plánovaných letech nulový.

8.2 Plán rozvahy

Dlouhodobý majetek

Firma neplánuje žádnou zásadní investici do dlouhodobého majetku. Investice do pozemků, budov, nehmotného majetku a jiného dlouhodobého hmotného majetku se nepředpokládají.

Investice do samostatných movitých věcí jsou stanoveny po konzultaci s managementem podniku, který odhadl pravděpodobné rozšiřování investic netto v prvním roce plánu na 4 000 tis. Kč, v roce 2014 4 300 tis. Kč a v dalších letech 4 600 tis. Kč a 4 900 tis. Kč. Průměrná doba odpisování nově pořízeného majetku bude 6 let.

V následující tabulce je sestaven plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů.

Tab. 27 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
Nehmotný majetek					
Původní - odpisy	527	527	527	527	527
- zůstatková hodnota	3 477	2 950	2 423	1 896	1 369
Stavby					
Původní - odpisy	1 953	1 953	1 953	1 953	1 953
- zůstatková hodnota	65 934	63 981	62 028	60 075	58 122
Samostatné movité věci					
Původní - odpisy	12 813	10 000	10 000	10 000	7 109
- zůstatková hodnota	37 109	27 109	17 109	7 109	0
Nový - investice netto		4 000	4 300	4 600	4 900
- investice brutto		14 000	16 633	19 706	20 399
- pořizovací hodnota k 31. 12.		14 000	30 633	50 339	70 738
- odpisy k 1. 1.		0	2 333	5 106	8 390
Celkem - odpisy	12 813	10 000	12 333	15 106	15 499
- zůstatková hodnota	37 109	41 109	45 409	50 009	54 909

Aby byl plán dlouhodobého majetku kompletní, tak v níže uvedené tabulce jsou uvedeny položky, které se neodpisují a jejich výše se v budoucnu měnit nebude, jde o pozemky, jiný dlouhodobý majetek a nedokončený dlouhodobý majetek.

Tab. 28 Plán ostatních položek dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
Pozemky	18 228	18 228	18 228	18 228	18 228
Jiný dlouhodobý majetek	30	30	30	30	30
Nedokončený dlouhodobý majetek	545	545	545	545	545

Nyní, když jsou určeny všechny položky dlouhodobého majetku, tak mohu sestavit tabulku, ve které je uveden celkový plán odpisů, zůstatkové hodnoty a celkové investice do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Odpisy se s růstem investic po celou dobu plánovaného období budou zvyšovat.

Tab. 29 Plán odpisů, zůstatkové hodnoty a celkových netto investic a celkových brutto investic (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Odpisy	12 480	14 813	17 586	17 979
Zůstatková hodnota	126 843	128 663	130 783	133 203
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	4 000	4 300	4 600	4 900
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	14 000	16 633	19 706	20 399

Dlouhodobý finanční majetek zůstane po celou dobu ve stejné výši a to 4 335 tis. Kč.

Oběžná aktiva a krátkodobé závazky

Společnost předpokládá každoroční snížení stavu zásob o 500 tis. Kč, to povede ke snižování doby obratu zásob.

Vedení společnost do budoucna nepředpokládá změny v době obratu pohledávek a závazků, proto bude odhadnuta jako průměr doby obratu roku 2011 a 2012. V roce 2011 byl obrat pohledávek 103 dnů a v roce 2012 130 dnů, z toho vyplývá, že pro obrat pohledávek bude prognóza obratu 117 dnů.

Obrat závazků byl v roce 2011 67 dnů a v roce 2012 se zvýšil na 81 dnů, plánovaný obrat závazků bude závazků 74 dnů. Časové rozlišení aktivní i pasivní zůstane ve výši roku 2012.

Tab. 30 Plán provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	12 949	12 449	11 949	11 449	10 949
Krátkodobé pohledávky	103 081	90 581	98 012	105 595	113 332
Časové rozlišení aktivní	991	991	991	991	991
Krátkodobé závazky	64 422	57 290	61 990	66 786	71 680
Časové rozlišení pasivní	122	122	122	122	122

Pasiva

Základní kapitál, kapitálové fondy a fondy ze zisku plánuje podnik nechat na úrovni roku 2012. Výsledek hospodaření minulých let se bude měnit, protože podnik předpokládá výplatu dividend.

Položky rezervy a dlouhodobé závazky zůstanou taktéž ve výši roku 2012, protože jak bylo zmíněno výše, podnik neplánuje tvořit rezervy.

8.3 Plán výkazu peněžních prostředků

Abych mohla správně vyčíslit peněžní tok, který se vztahuje k hlavnímu provozu podniku, musím odpovídajícím způsobem rozdělit daň z příjmů. Nejprve spočítám daň ve výši 19 % z korigovaného výsledku hospodaření, který je spojen s provozním majetkem.

Výši odpisů jsem převzala z plánované výsledovky. Z rozvahy jsem vypočítala změny stavu pohledávek, krátkodobých závazků a zásob, časového rozlišení aktivní i pasivní. Peněžní tok z investiční činnosti jsem stanovila v rámci plánování rozvahy.

Tab. 31 Plánovaný peněžní tok z provozního majetku (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPZ)	23 217	29 148	33 314	39 783
Daň připadající na korigovaný VH (d x KPZ)	4 411	5 538	6 330	7 559
Korigovaný provozní VH po dani	18 806	23 610	26 984	32 224
Úpravy o nepeněžní operace	12 480	14 813	17 586	17 979
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	12 480	14 813	17 586	17 979
Změna zůstatků rezerv a OP	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	5 868	-2 231	-2 287	-2 343
Změna stavu pohledávek	12 500	-7 431	-7 583	-7 737
Změna stavu krátkodobých závazků	-7 132	4 700	4 796	4 894
Změna stavu zásob	500	500	500	500
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	37 154	36 192	42 283	47 860
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-14 000	-16 633	-19 706	-20 399
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-14 000	-16 633	-19 706	-20 399
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	23 154	19 559	22 577	27 461

Dále je uveden i plánovaný peněžní tok z neprovozního majetku. Mezi peněžní toky z neprovozního majetku patří výnosy z dlouhodobého finančního majetku, výnosové úroky z krátkodobého finančního majetku, ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady. Daň z výsledku hospodaření z neprovozní činnosti vypočítám jako rozdíl mezi daní z celkového výsledku hospodaření (viz. Příloha V) a daní z korigovaného provozního výsledku, který byl vypočítán ve výše uvedené tabulce. Mimořádný výsledek plánován nebyl, proto vykazuje ve všech letech hodnotu nula. Podnik nenabyl žádný dlouhodobý majetek, který by byl provozně nutný. Nepočítá se ani s prodejem neprovozního majetku. Peněžní tok z neprovozního majetku vykazuje po celou dobu plánu kladnou hodnotu, která se meziročně zvyšuje.

Tab. 32 Plánovaný peněžní tok z neprovozního majetku (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy	147	178	196	214
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	50	50	50	50
Výnosové úroky	266	304	326	348
Ostatní finanční výnosy	176	176	176	176
Ostatní finanční náklady	310	310	310	310
Diference v platbě daně oproti dani z KPZ	35	42	46	50
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	0	0	0	0
Nabytí dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0
Snížení dlouhodobého fin. majetku (splátka půjčky)	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM	147	178	196	214

Následující tabulka zachycuje plánované peněžní roky z finanční činnosti, jako jsou v tomto případě výplaty dividend. Společnost předpokládá vyplácení dividend v roce 2013 a 2014 ve výši 15 000 tis. Kč a v roce 2015 a 2016 ve výši 18 000 tis. Kč.

Tab. 33 Plánovaný peněžní tok z finanční činnosti (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0
Změna dluhopisů	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	-15 000	-15 000	-18 000	-18 000
Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	-15 000	-15 000	-18 000	-18 000
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	-15 000	-15 000	-18 000	-18 000

Součet jednotlivých peněžních toků v každém roce plánu je zachycen v následující tabulce. Konečný stav peněžních prostředků vypočítám součtem počátečního stavu peněžních prostředků a peněžního toku. Stav peněžních prostředků se meziročně zvyšuje.

Tab. 34 Plán celkových peněžních toků (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	8 301	4 737	4 773	9 675
Počáteční stav peněžních prostředků	57 876	66 177	70 914	75 687
Stav peněžních prostředků na konci období	66 177	70 914	75 687	85 362

9 OCENĚNÍ VÝNOSOVÝMI METODAMI

Pro ocenění výnosovými metodami jsem zvolila nejpoužívanější metody, které vychází buď z minulosti, nebo z analyzovaného budoucího vývoje. Nezbytnou součástí ocenění pomocí výnosových metod je stanovení diskontní míry, která podstatným způsobem ovlivňuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Po stanovení nákladů na kapitál ocením společnost diskontovanými peněžními toky, které se skládají ze dvou fází. V první fázi vypočítám současnou hodnotu peněžních toků za prognózované období a ve druhé fázi určím pokračující hodnotu, kterou spočítám podle Parametrického a Gordonova vzorce. Pokračující hodnota může tvořit až 80 % výsledné hodnoty podniku. Další metoda, kterou využiji při ocenění, je ekonomická přidaná hodnota, která je složena z budoucích EVA. Poslední metodou je paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kterou budu považovat spíše za určitý dolní odhad výnosové hodnoty společnosti. V závěru kapitoly stanovím výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

9.1 Vymezení kategorie hodnoty, data a účelu ocenění

Cílem celé diplomové práce je stanovení tržní hodnoty podniku ABC, a.s. za pomoci výnosových metod oceňování. Toto ocenění bude mít pro společnost čistě informativní charakter. Podnik je oceňován k 1. 1. 2013.

9.2 Stanovení diskontní míry

Faktor času a rizika se promítá do hodnoty podniku prostřednictvím diskontní míry. Diskontní míra může být určena buď na úrovni celé společnosti, nebo na úrovni vlastníků společnosti. Jelikož ale firma nemá žádný úročený cizí kapitál, tak diskontní míra na úrovni vlastníků bude stejná jako diskontní míra na úrovni celé společnosti.

9.2.1 Náklady na cizí kapitál

V budoucích letech společnost neplánuje využívat žádný úročený cizí kapitál, ze kterého by plynuly náklady na cizí kapitál.

9.2.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Očekávaný výnos je odvozen od alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Pomocí programu

Evalent určím náklady vlastního kapitálu podle modelu CAPM a dalšími pomocnými stavbnicovými modely. Výslednou hodnotu určím pomocí váženého aritmetického průměru.

Metoda CAPM

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM musím nejdříve určit bezrizikovou úrokovou míru, hodnotu koeficientu β a rizikovou prémii.

Bezrizikovou výnosovou míru jsem zvolila podle výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů a ta je k datu ocenění podle Českého statistického úřadu 2,7 %. (MF ČR, 2013e)

Protože společnost ABC není obchodována na kapitálovém trhu, bude pro výpočet zvolen CAPM s náhradními odhady β . Hodnotu koeficientu β jsem určila ze stránek profesora Damodarana. Z nabízených odvětví jsem zvolila odvětví „Engineering“. Koeficient β při nulovém zadlužení za toto odvětví je ve výši 0,56 k lednu 2013. (Damodaran, 2013) Vzhledem k tomu, že firma není zadlužená, tak není nutné přepočítávat nezadluženou β na zadluženou.

Riziková premie je vyjádřena průměrnou výnosností kapitálového trhu a bezrizikové úrokové míry. Při jejím stanovení jsem vycházela z ratingu České republiky, který je uveden na stránkách profesora Damodarana. Česká republika má rating A1, celková riziková premie je tedy 7,08 %. (Damodaran, 2013)

Tab. 35 Náklady vlastního kapitálu – CAPM (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra	%	2,70
Riziková premie	%	7,08
Koeficient beta	koef.	0,87
Náklady vlastního kapitálu	%	6,66

Znalost beta koeficient na základě obchodního a finančního rizika

Společnost jsem zařadila do 3. třídy systematického obchodního rizika, protože společnost je průměrně riziková.

Tab. 36 Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra	%	2,70
Riziková prémie	%	7,08
Prémie za specifické riziko	%	3,00
Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	třída	3
Korekce na základě obchodního rizika	korekce	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	poměr	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu ve 2. fázi	poměr	0,00
Korekce na základě finančního rizika pro 1. fázi	korekce	-0,20
Korekce na základě finančního rizika pro 2. fázi	korekce	-0,20
Koeficient beta pro 1. fázi	koef.	0,80
Koeficient beta pro 2. fázi	koef.	0,80
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	%	11,36
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	%	11,36

Stanovení koeficientu beta expertním odhadem

Koeficient beta jsem stanovila na základě rizikových faktorů, které jsou uvedeny v níže uvedené tabulce.

Tab. 37 Stanovení koeficientu beta expertním odhadem (vlastní zpracování)

Výsledky bodového ohodnocení rizikových faktorů	Obodování	Hodnocení
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1,50	Vysoká citlivost
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	1,00	Síly jsou vyrovnané
Vyjednávací síla vůči odběratelům	1,50	Převaha odběratelů
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1,50	Vysoký
Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)	0,50	Menší jak 40%
Velikost podniku	1,00	Střední
Diverzifikace územní	1,00	Střední
Diverzifikace výrobní	1,00	Střední
Odhad koeficientu beta		1,13

Koeficient beta expertním odhadem má hodnotu 1,13.

Tab. 38 Stanovení nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra	%	2,70
Riziková prémie	%	7,08
Odhad koeficientu beta	koef.	1,13
Náklady vlastního kapitálu	%	10,67

Komplexní stavebnicová metoda I, II

Další metoda, kterou jsem zvolila, je stanovení nákladů na vlastní kapitál prostřednictvím stavebnicové metody. Základní faktory rizika jsou rozčleněny na faktory obchodního rizika a faktory rizika finančního. Obchodní riziko se dále skládá z dílčích rizikových faktorů, které jsou významné pro oceňovaný podnik.

Tab. 39 Komplexní stavebnicová metoda M&M (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	%	2,70
Horní mez rizikové prémie jako násobek b.v.m.	horní mez	3,00
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	poměr	4,00
Riziková prémie stanovená KSM I (M&M)	%	3,40
Náklady vlastního kapitálu	%	6,10

Tab. 40 Komplexní stavebnicová metoda Garnett & Hill (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	%	2,70
Horní mez rizikové prémie jako násobek b.v.m.	horní mez	3,00
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	poměr	4,00
Riziková prémie stanovená KSM II (Garnett & Hill)	%	3,01
Náklady vlastního kapitálu	%	5,71

Výsledky všech metod stanovení nákladů na vlastní kapitál jsou uvedeny v tabulce. Pro stanovení hodnoty nákladů na vlastní kapitál jsem použila vážený aritmetický průměr. Modelu odhadu beta při nulovém zadlužení jsem přidělila váhu 1, protože koeficient beta je odvozen z odvětví, takže nezohledňuje konkrétní situaci v podniku. Zatímco ostatní metody zohledňují specifické podmínky a konkrétní situaci v podniku a vycházejí především ze závěrů strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu oceňovaného podniku,

proto jsem jim přiřadila váhu 2. Komplexním stavebnicovým metodám jsem přiřadila váhu 1.

Tab. 41 Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu (vlastní zpracování)

Modely	Váhy	N _{VK}
Znalost beta při nulovém zadlužení	1	6,66 %
Na základě odhadu obchodního a finančního rizika	2	11,36 %
Expertní odhad koeficientu beta	2	10,67 %
Komplexní stavebnicová metoda I	1	6,10 %
Komplexní stavebnicová metoda II	1	5,71 %
Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu	7	10,11 %

Náklady na vlastní kapitál jsou ve výši 10,11 %, a jak jsem zmínila výše, dopočet WACC není nutný, protože společnost nemá žádné úročené závazky.

9.3 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. Vzhledem k tomu, že firma nemá žádné úročené závazky a z nich plynoucí náklady, tak není potřeba počítat hodnotu pro vlastníky a věřitelé pomocí DCF entity, protože by vycházela stejná hodnota jako při výpočtu DCF equity.

Podstatou metody DCF equity je, že vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům společnosti a pomocí této metody získám rovnou hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto).

Budoucí období je rozděleno na dvě fáze. První fáze představuje období, pro které je sestaven finanční plán a pro které tedy lze prognózovat volné peněžní toky v jednotlivých letech. Pro druhou fázi je určena pokračující hodnota na základě Gordonova a Parametrického modelu.

Prvním krokem ocenění pomocí dvoufázové metody DCF je výpočet volných peněžních toků, které plynou podniku v jednotlivých letech prognózovaného období. Nejdříve je nutné vyčíslit celkový investovaný provozně nutný kapitál a korigovaný VH po dani.

Pro výpočet provozně nutné investovaného kapitálu je potřeba vymezit aktiva, která jsou pro podnik potřebná a která jsou naopak pro podnikání nepotřebná.

Mezi nepotřebná aktiva, která podnik má, patří:

1. Dlouhodobý finanční majetek v plné výši, který se skládá z těchto položek:
 - a) podíly v ovládaných a řízených osobách,
 - b) podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem.
2. Peněžní prostředky, které přesahují úroveň 50 % krátkodobých závazků, jelikož firma realizuje zakázky, které jsou jednorázové a finančně náročné.

Tab. 42 Výpočet investovaného kapitálu provozně nutného (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	Mínulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	3 477	2 950	2 423	1 896	1 369
+ Dlouhodobý hmotný majetek	121 847	123 893	126 240	128 887	131 834
Dlouhodobý majetek provozně nutný	125 323	126 843	128 663	130 783	133 203
+ Zásoby	12 949	12 449	11 949	11 449	10 949
+ Pohledávky	103 081	90 581	98 012	105 595	113 332
+ Provozně nutná výše peněz	32 211	28 645	30 995	33 438	35 840
+ Časové rozlišení aktivní	991	991	991	991	991
- Krátkodobé závazky	64 422	57 290	61 990	66 786	71 680
- Časové rozlišení pasivní	122	122	122	122	122
Pracovní kapitál provozně nutný	84 688	75 254	79 835	84 565	89 310
Investovaný kapitál provozně nutný	210 010	202 097	208 498	215 348	222 513

Dalším krokem je výpočet volných peněžních toků, který se vypočítá tak, že se ke korigovanému výsledku hospodaření po dani přičtou odpisy a odečtou se investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu.

Korigovaný výsledek hospodaření jsem převzala z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Jedná se o provozní výsledek hospodaření, ve kterém jsou započítány jen pravidelné výnosy a náklady související s provozními aktivy. V tomto případě je tvořen rozdílem mezi výkony a výkonovou spotřebou a ostatními obvyklými provozními náklady a výnosy.

Odpisy jsem převzala z plánovaného výkazu zisku a ztráty v plné výši, protože se celé vztahují k provoznímu majetku.

Investice do provozně nutného majetku jsem vypočítala jako změnu výše provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok plus odpisy. Takto zjištěnou investici jsem pak do tabulky dosadila s opačným znaménkem.

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu jsem vypočítala stejným způsobem. Investice do navýšení provozně nutného pracovního kapitálu snižují volný peněžní tok, proto jsem opět investici dosadila do tabulky s opačným znaménkem.

Tab. 43 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky – FCFE (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2013	2004	2015	2016
Korigovaný provozní VH	23 217	29 148	33 314	39 783
Upravená daň	4 411	5 538	6 330	7 559
Korigovaný provozní VH po dani	18 806	23 610	26 984	32 224
Odpisy	12 480	14 813	17 586	17 979
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-14 000	-16 633	-19 706	-20 399
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	9 433	-4 581	-4 730	-4 745
FCF na úrovni podniku (tj. entity)	26 719	17 209	20 134	25 059
Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít	0	0	0	0
Splátky úročeného cizího kapitálu	0	0	0	0
Nově přijatý úvěr	0	0	0	0
Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)	26 719	17 209	20 134	25 059

Diskontováním volného peněžního toku pro vlastníky se stanoví hodnota pro první fázi. Výpočet je v níže uvedené tabulce. Diskontní míra je na úrovni nákladů na vlastní kapitál, který je 10,11 %.

Tab. 44 Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF equity (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
FCFE	26 719	17 209	20 134	25 059
Diskontní míra	10,11%	10,11%	10,11%	10,11%
Odúročitel pro diskontní míru	0,9082	0,8248	0,7491	0,6803
Diskontované FCFE k 1. 1. 2013	24 266	14 194	15 083	17 048
Hodnota první fáze k 1. 1. 2013	70 589			

Výpočet druhé fáze provedu jak pomocí Parametrického vzorce, tak i Gordonova vzorce.

Parametrický vzorec

Pro výpočet druhé fáze pomocí Parametrického vzorce potřebuji zjistit korigovaný zisk pro rok 2017, investici netto pro rok 2017, míru investic a rentabilitu netto. Tempo růstu jsem stanovila v rámci strategické analýzy na 5,1 %

$$KPVH_{2017} = KPVH_{2016} \times (1 + g) = 32\,224 \times 1,051 = 33\,867 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{\text{netto } 2017} = K_{2016} \times g = 222\,513 \times 0,051 = 11\,348 \text{ tis. Kč}$$

$$m_I = \frac{I_{\text{netto } 2017}}{KPVH_{2017}} = \frac{11\,348}{33\,867} = 33,51 \%$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0,0510}{0,3351} = 15,22 \%$$

Nyní když jsou všechny hodnoty dopočteny, mohu je dosadit do parametrického vzorce. Výsledek je uveden při výpočtu bez zaokrouhlování.

$$PH = \frac{KPVH_{2017} \times (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g} = \frac{33\,867 \times (1 - \frac{0,0510}{0,1522})}{0,1011 - 0,0510} = 449\,491 \text{ tis. Kč}$$

Gordonův vzorec

Gordonův vzorec se počítá pomocí FCFE pro rok 2017.

$$FCFE_{2017} = KPVH_{2017} - \text{Investice netto}_{2017} = 33\,867 - 11\,348 = 22\,519 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{FCFE_{2017}}{i_k - g} = \frac{22\,519}{0,1011 - 0,0510} = 449\,491 \text{ tis. Kč}$$

Oba vzorce dávají stejný výsledek, a to 449 491 tis. Kč.

Neprovozní majetek se skládá z peněžních prostředků, které přesahují 50 % krátkodobých závazků, tj. 35 840 tis. Kč a dlouhodobého finančního majetku, tj. 4 335 tis. Kč k datu ocenění.

Tab. 45 Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí DCF equity (vlastní zpracování)

Položka	tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	70 589
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,1011 ⁴)	305 783
Provozní hodnota netto	376 372
Neprovozní majetek k datu ocenění	40 175
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	416 548

Jak je patrné z výše uvedené tabulky, tak součtem hodnot první a druhé fáze získám provozní hodnotu netto. Přičtením neprovozních aktiv podniku získám výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti k 1. 1. 2013, a to 416 548 tis. Kč.

9.4 Ocenění metodou EVA

Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty je založeno na budoucích EVA. Stejně jako DFC equity vychází se strategického finančního plánu.

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je nutné vymezit NOA, který odpovídá nutnému investovanému kapitálu a NOPAT, který odpovídá korigovaného provoznímu výsledku hospodaření po dani.

Tab. 46 Výpočet EVA pro první fázi (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	Minulost	Plán			
	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT	25 163	18 806	23 610	26 984	32 224
NOA	210 010	202 097	208 498	215 348	222 513
WACC x NOA _{t-1}		21 232	20 432	21 079	21 772
EVA		-2 426	3 178	5 905	10 453
Odúročitel pro diskontní míru: 10,11 %		0,9082	0,8248	0,7491	0,6803
Diskontovaná EVA		-2 204	2 621	4 423	7 111
Hodnota první fáze k 1. 1. 2013		11 952			

Kumulovaná EVA má v první fázi hodnotu 11 952 tis. Kč. Z tabulky je patrné, že firma tvořila hodnotu ve všech letech kromě roku 2013.

Předpoklady, které byly stanoveny v metodě DCF equity, musí platit i pro účely ocenění pomocí metody EVA, tj. rentabilita investic netto, míra investic netto a tempo růstu.

Pro výpočet metody EVA pro rok 2017 musím nejdříve vypočítat NOPAT pro rok 2017. Se všemi výsledky jsem pracovala v Excelu a nezaokrouhlovala.

$$\text{NOPAT}_{2017} = \text{NOPAT}_{2016} \times (1 + g) = 32\,224 \times 1,0510 = 33\,867 \text{ tis. Kč}$$

$$\begin{aligned} \text{EVA}_{2017} &= \text{NOPAT}_{2017} - \text{NOA}_{2016} \times \text{WACC} = 33\,867 - 222\,513 \times 0,1011 \\ &= 11\,371 \text{ tis. Kč} \end{aligned}$$

$$\text{PH} = \frac{\text{EVA}_{2017}}{\text{WACC} - g} = \frac{11\,371}{0,1011 - 0,0510} = 226\,978 \text{ tis. Kč}$$

Tab. 47 Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí EVA (vlastní zpracování)

Položka	tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	11 952
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,1011 ⁴)	154 411
MVA	166 362
NOA k datu ocenění	210 010
Provozní hodnota brutto	376 373
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	376 373
Neprovozní majetek k datu ocenění	40 175
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	416 548

Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA vyšla stejně jako metodou DCF equity, a to 416 548 tis. Kč. Je to způsobeno tím, že náklady na vlastní kapitál jsou ve stejné výši jako průměrné vážené náklady kapitálu.

Z uvedených výsledků lze vyvodit, že z provozní hodnoty brutto je již ve společnosti vytvořeno 210 110 tis. Kč a 166 362 tis. Kč představuje přidanou hodnotu vytvořenou v budoucnu.

9.5 Ocenění paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází z údajů z minulé výkonnosti společnosti. Pomocí určitých úprav se z výsledku hospodaření před zdaněním odvodí hodnoty trvale odnímatelného čistého výnosu.

Tab. 48 Výpočet upraveného VH (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Výsledek hospodaření před zdaněním	12 128	17 758	9 205	12 708	30 715
(+) Odpisy	10 974	11 350	12 615	14 863	15 293
(-) Finanční výnosy	-1 364	-779	-776	-378	-397
(+) Finanční náklady	1 881	783	755	517	310
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-137	-139	-476	-246	-1 055
(+) Zúst.cena prodaného DM	47	23	69	176	1 490
(-) Tržby z prodeje materiálu	-41	-24	-57	-43	-31
(+) Prodej materiálu	35	23	28	24	3
(-) Snížení rezerv a OP ve finanční oblasti	-51	0	0	-67	0
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	23 472	28 995	21 363	27 554	46 328
Cenový index řetězový	1,063	1,010	1,015	1,019	1,033
Cenový index bazický vztažený k roku 2012	0,927	0,936	0,950	0,968	1,000
UVH upravený o inflaci	25 329	30 979	22 487	28 463	46 328
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci x váhy	25 329	61 957	67 462	113 853	231 640

V následující tabulce je konečný výpočet hodnoty firmy podle paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů.

Tab. 49 Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí paušální metody KČV (vlastní zpracování)

Položka	tis. Kč
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (501 697 / 15)	33 349
Odpisy z reprodukčních cen	10 300
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	23 049
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	18 056
Daň	3 431
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	19 619
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0 %
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	8,1 %
Výnosová hodnota provozní	241 907
Neprovozní majetek k datu ocenění	40 175
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	282 082

Tuto hodnotu považuji spíše za určitý dolní odhad výnosové hodnoty společnosti. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je nižší, než hodnoty vlastního kapitálu společnosti vypočtené metodou diskontovaných peněžních toků nebo metodou založenou na ekonomické přidané hodnotě. Jde o ocenění současného potenciálu podniku, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti.

9.6 Souhrnné ocenění

Při oceňování podniku se doporučuje použít nejméně dvě metody oceňování, aby bylo dosaženo co nejpřesnějšího výsledku. Nejvyšší hodnoty jsem přiřadila metodám DCF equity a EVA, protože zohledňují růstové možnosti firmy a vycházejí ze strategické analýzy a strategického finančního plánu, zatímco metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází z minulosti a nebere v úvahu možný růstový potenciál podniku.

Tab. 50 Souhrnné ocenění hodnoty vlastního kapitálu (vlastní zpracování)

Výnosové ocenění	Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	Váhy	Hodnota vlastního kapitálu x váha (tis. Kč)
DCF equity	416 548	2	833 096
EVA	416 548	2	833 096
KČV	282 082	1	282 082
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2013			389 655

9.7 Analýza citlivosti

Nyní provedu analýzu citlivosti, nejprve budu zkoumat závislost diskontní míry na hodnotě vlastního kapitálu a poté závislost tempa růstu na hodnotě vlastního kapitálu jednotlivých metod.

Pokud snížím diskontní míru o 10 %, tj. z 10,11 % na 9,10 %, tak se zvýší hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 22,39 % neboli o 93 257 tis. Kč, u metody KČV je to o 12,61 %, tj. o 35 559 tis. Kč.

Pokud naopak zvýším diskontní míru o 10 %, tj. z 10,11 % na 11,12 %, sníží se výsledná hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 14,88 % neboli o 61 977 tis. Kč, u metody KČV je to o 9,20 %, tj. 25 951 tis. Kč.

Tab. 51 Analýza citlivosti na diskontní míru (vlastní zpracování)

Výnosové ocenění	WACC běžné	WACC nižší o 10 %	WACC vyšší o 10 %
	10,11%	9,10%	11,12%
DCF equity	416 548	509 805	354 571
EVA	416 548	509 805	354 571
KČV	282 082	317 641	256 131

Pokud snížím tempo růstu o 10 %, tj. z 5,10 % na 4,59 %, tak se sníží hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 3,91 % neboli 16 292 tis. Kč. Změna tempa růstu nemá na KČV žádný vliv.

Pokud naopak zvýším tempo růstu o 10 %, tj. z 5,10 % na 5,61 %, tak se zvýší hodnota pro vlastníky u metody DCF a EVA o 4,80 % neboli o 19 984 tis. Kč.

Tab. 52 Analýza citlivosti na tempo růstu (vlastní zpracování)

Výnosové ocenění	Tempo růstu běžné	Tempo růstu nižší o 10 %	Tempo růstu vyšší o 10 %
	5,10%	4,59%	5,61%
DCF equity	416 548	400 256	436 532
EVA	416 548	400 256	436 532
KČV	282 082	282 082	282 082

Z provedené analýzy lze vidět, že citlivost hodnoty vlastního kapitálu na diskontní míru je větší než na tempo růstu. Z toho vyplývá, že je velmi důležité zvolit správnou diskontní sazbu, protože každý desetinný bod může změnit hodnotu vlastního kapitálu.

ZÁVĚR

Cílem mého diplomového projektu s názvem „Projekt stanovení hodnoty podniku ABC, a.s. využitím výnosových metod oceňování“ bylo určení tržní hodnoty k 1. 1. 2013 společnosti ABC, a.s., především pro interní potřeby managementu oceňovaného podniku. K dosažení tohoto cíle bylo potřeba důkladně analyzovat podnik.

V teoretické části jsem zpracovala teoretická východiska pro analytickou a projektovou část. Problematika oceňování je velmi rozsáhlá, proto v teoretické části byly vybrány pouze nejdůležitější údaje, které pak byly více rozvedeny v analytické a projektové části.

V úvodu analytické části byl představen oceňovaný podnik, jeho činnost, historie, organizační struktura a SWOT analýza. Společnost nese název ABC, jelikož si nepřála být jmenována.

Po krátké charakteristice podniku byla provedena strategická analýza, která měla za cíl vymezit a analyzovat relevantní trh, provést prognózu jeho budoucího vývoje, analyzovat konkurenci a vnitřní potenciál podniku a na závěr zhodnotit perspektivnost podniku a prognózovat tržby oceňovaného podniku. Dle souhrnné analýzy atraktivity odvětví lze trh charakterizovat jako nadprůměrně atraktivní s bodovým ohodnocením 61 %. Z analýzy konkurence vyplynulo, že společnost převažuje konkurenci ve výši 69 %. Oceňovaný podnik má tedy až nadprůměrný potenciál konkurovat poměrně vysokému množství podniků na relevantním trhu. Podnik vykazuje předpoklady k dobré perspektivě do budoucna.

Pro posouzení celkového finančního zdraví podniku byla vypracována finanční analýza. Podnik preferuje financování z vlastních zdrojů, za sledované období firma neměla žádné úvěry ani půjčky. Jen v prvních třech letech analyzovaného období čerpala kontokorent, ze kterého plynuly nákladové úroky, avšak do konce roky byl vždy splacen. Společnost vykazuje po celé sledované období kladný výsledek hospodaření. Další pozitivní skutečností je, že podnik ve všech sledovaných letech dosahuje kladných hodnot čistého pracovního kapitálu. Vysoká likvidita svědčí o finanční stabilitě podniku. Firma používá dlouhodobé zdroje ke krytí oběžných krátkodobých aktiv, což sice vede ke stabilitě a nízkému riziku, ale naopak to vede k nízké výnosnosti. Analýza souhrnných ukazatelů zhodnotila podnik jako finančně zdravý.

Ze strategické a finanční analýzy vyplývá, že podnik vykazuje předpoklady k dobré perspektivě do budoucna a splňuje základní předpoklad neomezeného trvání podniku, tzv. „going concern“, který je základní podmínkou pro použití výnosových metod oceňování.

V následující části práce byl zpracován strategický finanční plán, který byl sestaven na čtyřleté období. Základní údaje byly čerpány ze strategické a finanční analýzy a z konzultací s managementem společnosti.

Další část diplomového projektu se věnovala samostatnému stanovení tržní hodnoty podniku ABC, a.s. Nejprve byla stanovena pro potřeby ocenění diskontní míra pomocí softwaru Evalent. Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál bylo použito 5 metod, kterým byla přiřazena váha na základě spolehlivosti vstupních informací. Průměrné vážené náklady na kapitál byly ve stejné výši jako náklady na vlastní kapitál, protože firma nemá v plánovaném období žádné úročené závazky. Hodnota oceňovaného podniku byla vypočítána jako vážený aritmetický průměr tří výnosových metod oceňování, a to diskontovaných čistých peněžních toků pro vlastníky, metody ekonomické přidané hodnoty a paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů.

Uvedené tabulky a grafy jsem zpracovala pomocí tabulkového procesoru Microsoft Excel.

Tržní hodnota podniku ABC, a.s. byla k 1. 1. 2013 stanovena ve výši 389 655 tis. Kč. Cíl práce považuji tedy za splněný.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2006. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-58-0.

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

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

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

MAŘÍK, Miloš, 1991. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress.

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

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

RŮČKOVÁ, Petra, 2011. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3916-8.

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

ŠIMAN, Josef a Petr PETERA, 2010. *Financování podnikatelských subjektů: teorie pro praxi*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck. ISBN 978-80-7400-117-8.

ZINSCH, Benjamin Alexander. *Bewertung mittelständischer Unternehmen: Verfahren und Besonderheiten bei kleinen und mittleren Unternehmen* [online]. Hamburg: Diplomica-Verl, 2008, s. 12 [cit. 2013-02-15]. ISBN 978-3-8366-6145-4.

Ostatní zdroje:

Interní zdroje společnosti.

Oceňování: čtvrtletník, 2012. Praha: Oeconomica. ISSN 1803-0785.

PAVELKOVÁ, Drahomíra. *Přednášky do předmětu Oceňování podniku*. Zlín, 2012.

Internetové zdroje:

A. *Damodaran* [online]. 2013 [cit. 2013-04-16]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

CZ-NACE [online]. 2013 [cit. 2013-03-29]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/>

Kolokvium. Ministerstvo financí České republiky. [online]. 2013e [cit. 2013-04-15]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/34-kolokvium_2012-11.pdf

Obchodní zákoník. Zákony – online [online]. 2012 [cit. 2013-02-20]. Dostupné z: <http://zakony-online.cz/?s1&q1=all>

Makroekonomická predikce – shrnutí. Ministerstvo financí České republiky. [online]. 2013a [cit. 2013-03-16]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q1_Shrnuti.pdf

Makroekonomická predikce v kostce. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2013b [cit. 2013-03-16]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q1_v-kostce.pdf

Makroekonomická predikce - ekonomický výkon. Ministerstvo financí České republiky [online]. 2013c [cit. 2013-03-16]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-grafy-C1.pdf

Měnová statistika. Česká národní banka [online]. 2013 [cit. 2013-03-22]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/2013/menstat_1302_CS.pdf

Ministerstvo průmyslu a obchodu. Analytické materiály a statistiky [online]. 2013 [cit. 2013-03-16]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
b. c.	Běžné ceny
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní tok
CZ	Cizí zdroje
CZ - NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČZ	Čistý zisk
DCF	Diskontované cash flow
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBITBA	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomicky přidaná hodnota
FCF	Volné cash flow
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Diskontní sazba
K	Provozně nutný investovaný kapitál
KCZ	Krátkodobé cizí zdroje
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KSM	Komplexní stavebnicová metoda
KPZ	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO ČR	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
MVA	Hodnota přidaná trhem
N_{CK}	Náklady na cizí kapitál
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Zisk z operativní činnosti po zdanění
NÚ	Nákladové úroky
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
OA	Oběžná aktiva
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činnosti
p. b.	Procentní bod
PH	Přidaná hodnota
PRIBOR	Referenční mezibankovní úroková sazba pro CZK
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
s. c.	Stále ceny
SW	Software
T	Tržby
V	Výnosy
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1 Základní členění postupů pro stanovení diskontní míry vzhledem k riziku (Mařík, 2011, s. 50)	23
Obr. 2 Postup při ocenění podniku (Mařík, 2011, s. 53)	24
Obr. 4 Dvoufázová metoda (Mařík, 2011, s. 178)	32
Obr. 5 Třífázová metoda (Kislingerová, 2006, s. 168)	34
Obr. 6 Postup u metody kapitalizovaných čistých výnosů (Mařík, 2011, s. 263)	36
Obr. 7 Organizační struktura firmy ABC a.s. (vlastní zpracování)	45
Obr. 8 Odhad velikosti relevantního trhu (vlastní zpracování)	49
Obr. 9 Vývoj tržního podílu v čase (vlastní zpracování)	52
Obr. 10 Matice k posouzení perspektivnosti (vlastní zpracování)	58
Obr. 11 Analýza aktiv (vlastní zpracování)	61
Obr. 12 Analýza pasiv (vlastní zpracování)	62
Obr. 13 Vývoj čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)	64
Obr. 14 Analýza rentability (vlastní zpracování)	65
Obr. 15 Regresní analýza závislosti trhu na čase lineární (vlastní zpracování)	111
Obr. 16 Regresní analýza závislosti trhu na čase exponenciální	111
Obr. 17 Regresní analýza závislosti trhu na čase logaritmická	112
Obr. 18 Regresní analýza závislosti trhu na HDP b.c. lineární	112
Obr. 19 Regresní analýza závislosti trhu na HDP b.c. exponenciální	113
Obr. 20 Regresní analýza závislosti trhu na HDP b.c. logaritmická	113
Obr. 21 Regresní analýza závislosti trhu na HDP s.c. a inflaci	114

SEZNAM TABULEK

Tab. 1 Výpočet FCF (Mařík, 2011, s. 170).....	31
Tab. 2 Výpočet FCFE (Mařík, 2011, s. 205)	35
Tab. 3 Schéma výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2011, s. 295).....	40
Tab. 4 Makroekonomická predikce (vlastní zpracování dle MF ČR, 2013c; MF ČR, 2013d).....	48
Tab. 5 Odvození tržeb relevantního trhu roku 2012 (vlastní zpracování dle MPO, 2013).....	49
Tab. 6 Odhad relevantního trhu (vlastní zpracování)	49
Tab. 7 Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování dle Maříka).....	50
Tab. 8 Vybrané výsledky regresní a korelační analýzy (vlastní zpracování)	51
Tab. 9 Tržní podíl ABC (vlastní zpracování)	52
Tab. 10 Hodnocení kvality managementu (vlastní zpracování dle Maříka).....	54
Tab. 11 Hodnocení situace v personální oblasti (vlastní zpracování, dle Maříka).....	55
Tab. 12 Hodnocení dlouhodobého majetku a investic (vlastní zpracování).....	56
Tab. 13 Hodnocení konkurenční síly (vlastní zpracování dle Maříka).....	57
Tab. 14 Predikce tržních podílů (vlastní zpracování).....	58
Tab. 15 Prognóza tržeb podniku ABC (vlastní zpracování).....	59
Tab. 16 Analýza výsledku hospodaření (vlastní zpracování).....	63
Tab. 17 Analýza likvidity (vlastní zpracování)	64
Tab. 18 Analýza rentability (vlastní zpracování).....	65
Tab. 19 Analýza aktivity (vlastní zpracování).....	66
Tab. 20 Analýza zadluženosti (vlastní zpracování)	66
Tab. 21 Altmanova analýza (vlastní zpracování)	67
Tab. 22 Analýza Index IN01 (vlastní zpracování).....	68
Tab. 26 Plán tržeb podniku ABC (vlastní zpracování).....	69
Tab. 27 Plán výkonů (vlastní zpracování)	69
Tab. 28 Plán výkonové spotřeby (vlastní zpracování).....	70
Tab. 29 Plán osobních nákladů (vlastní zpracování)	71
Tab. 30 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (vlastní zpracování).....	72
Tab. 31 Plán ostatních položek dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)	73
Tab. 32 Plán odpisů, zůstatkové hodnoty a celkových netto investic a celkových brutto investic (vlastní zpracování)	73

Tab. 33 Plán provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování).....	74
Tab. 34 Plánovaný peněžní tok z provozního majetku (vlastní zpracování)	75
Tab. 35 Plánovaný peněžní tok z neprovozního majetku (vlastní zpracování)	76
Tab. 36 Plánovaný peněžní tok z finanční činnosti (vlastní zpracování)	76
Tab. 37 Plán celkových peněžních toků (vlastní zpracování)	77
Tab. 38 Náklady vlastního kapitálu – CAPM (vlastní zpracování).....	79
Tab. 39 Stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika (vlastní zpracování)	80
Tab. 40 Stanovení koeficientu beta expertním odhadem (vlastní zpracování).....	80
Tab. 41 Stanovení nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)	81
Tab. 42 Komplexní stavebnicová metoda M&M (vlastní zpracování)	81
Tab. 43 Komplexní stavebnicová metoda Garnett & Hill (vlastní zpracování)	81
Tab. 44 Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu (vlastní zpracování)	82
Tab. 45 Výpočet investovaného kapitálu provozně nutného (vlastní zpracování).....	83
Tab. 46 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky – FCFE (vlastní zpracování)	84
Tab. 47 Stanovení hodnoty první fáze pro metodu DCF equity (vlastní zpracování).....	84
Tab. 48 Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí DCF equity (vlastní zpracování)	86
Tab. 49 Výpočet EVA pro první fázi (vlastní zpracování).....	86
Tab. 50 Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí EVA (vlastní zpracování).....	87
Tab. 51 Výpočet upraveného VH (vlastní zpracování)	88
Tab. 52 Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí paušální metody KČV (vlastní zpracování)	89
Tab. 53 Souhrnné ocenění hodnoty vlastního kapitálu (vlastní zpracování).....	90
Tab. 54 Analýza citlivosti na diskontní míru (vlastní zpracování).....	90
Tab. 55 Analýza citlivosti na tempo růstu (vlastní zpracování)	91
Tab. 56 Rozvaha (vlastní zpracování)	103
Tab. 57 Výkaz zisku a ztráty (vlastní zpracování).....	104
Tab. 58 Vertikální analýza rozvahy (vlastní zpracování)	105
Tab. 59 Horizontální analýza rozvahy (vlastní zpracování)	106
Tab. 60 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)	107
Tab. 61 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)	108

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha

Příloha P II: Výkaz zisku a ztráty

Příloha P III: Rozvaha vertikální a horizontální

Příloha P IV: Výkaz zisku ztráty vertikální a horizontální

Příloha P V: Rozvaha - plán

Příloha P VI: Výkaz zisku a ztráty - plán

Příloha P VII: Regresní a korelační analýza

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA

Tab. 53 Rozvaha (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	265 914	259 474	272 550	285 867	304 555
Dlouhodobý majetek	123 432	127 100	136 667	131 734	129 658
Dlouhodobý nehmotný majetek	480	592	796	1 082	3 477
Dlouhodobý hmotný majetek	118 559	122 129	131 539	126 295	121 847
Dlouhodobý finanční majetek	4 394	4 378	4 332	4 357	4 335
Oběžná aktiva	141 452	131 832	134 771	152 252	173 906
Zásoby	26 825	20 847	34 176	17 136	12 949
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	96 615	61 984	72 582	88 733	103 081
Krátkodobý finanční majetek	18 012	49 001	28 013	46 383	57 876
Časové rozlišení	1 030	543	1 113	1 881	991
PASIVA CELKEM	265 914	259 474	272 550	285 867	304 555
Vlastní kapitál	194 073	206 635	206 973	209 843	218 746
Základní kapitál	115 000	115 000	115 000	115 000	115 000
Kapitálové fondy	3 146	3 130	3 084	3 109	3 087
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	29 813	28 586	27 471	26 182	25 917
Výsledek hospodaření minulých let	36 118	45 576	53 924	54 879	49 042
Výsledek hospodaření běžného účetního období /+ -/	9 996	14 342	7 495	10 674	25 700
Cizí zdroje	71 805	52 805	65 440	75 899	85 687
Rezervy	0	740	0	11 107	15 345
Dlouhodobé závazky	7 842	8 103	9 015	7 184	5 920
Krátkodobé závazky	63 963	43 962	56 425	57 608	64 422
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	35	34	137	125	122

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Tab. 54 Výkaz zisku a ztráty (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012
Výkony	235 254	265 315	232 561	310 519	284 622
Výkonová spotřeba	118 810	136 549	109 129	142 182	106 586
Přidaná hodnota	116 443	128 766	123 432	168 337	178 036
Osobní náklady	96 606	103 749	108 449	132 680	129 196
Daně a poplatky	439	465	588	614	631
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	10 974	11 350	12 615	14 863	15 293
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	137	139	476	246	1 055
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	47	23	69	176	1 490
Zvýšení (+) / snížení (-) rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	56	1 535	140	11 866	7 309
Ostatní provozní výnosy	5 688	8 653	9 363	7 307	7 144
Ostatní provozní náklady	1 553	2 674	2 225	2 843	1 685
Provozní výsledek hospodaření	12 594	17 762	9 184	12 847	30 629
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	67	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	300	0	300	30	0
Zvýšení (+) / snížení (-) rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-51	0	0	-67	0
Výnosové úroky	655	540	374	232	221
Nákladové úroky	277	65	48	0	0
Ostatní finanční výnosy	409	239	102	116	176
Ostatní finanční náklady	1 604	718	707	517	310
Finanční výsledek hospodaření	-466	-4	21	-139	86
Daň z příjmů za běžnou činnost	2 131	3 416	1 710	2 035	5 016
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9 996	14 342	7 495	10 674	25 700
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9 996	14 342	7 495	10 674	25 700
Výsledek hospodaření před zdaněním	12 128	17 758	9 205	12 708	30 715

PŘÍLOHA P III: ROZVAHA VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ

Tab. 55 Vertikální analýza rozvahy (vlastní zpracování)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Dlouhodobý majetek	46,42 %	48,98 %	50,14 %	46,08 %	42,57 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,18 %	0,23 %	0,29 %	0,38 %	1,14 %
Dlouhodobý hmotný majetek	44,59 %	47,07 %	48,26 %	44,18 %	40,01 %
Dlouhodobý finanční majetek	1,65 %	1,69 %	1,59 %	1,52 %	1,42 %
Oběžná aktiva	53,19 %	50,81 %	49,45 %	53,26 %	57,10 %
Zásoby	10,09 %	8,03 %	12,54 %	5,99 %	4,25 %
Dlouhodobé pohledávky	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Krátkodobé pohledávky	36,33 %	23,89 %	26,63 %	31,04 %	33,85 %
Krátkodobý finanční majetek	6,77 %	18,88 %	10,28 %	16,23 %	19,00 %
Časové rozlišení	0,39 %	0,21 %	0,41 %	0,66 %	0,33 %
PASIVA CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Vlastní kapitál	72,98 %	79,64 %	75,94 %	73,41 %	71,82 %
Základní kapitál	43,25 %	44,32 %	42,19 %	40,23 %	37,76 %
Kapitálové fondy	1,18 %	1,21 %	1,13 %	1,09 %	1,01 %
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	11,21 %	11,02 %	10,08 %	9,16 %	8,51 %
Výsledek hospodaření minulých let	13,58 %	17,56 %	19,78 %	19,20 %	16,10 %
Výsledek hospodaření běžného účetního období /+ -/	3,76 %	5,53 %	2,75 %	3,73 %	8,44 %
Cizí zdroje	27,00 %	20,35 %	24,01 %	26,55 %	28,14 %
Rezervy	0,00 %	0,29 %	0,00 %	3,89 %	5,04 %
Dlouhodobé závazky	2,95 %	3,12 %	3,31 %	2,51 %	1,94 %
Krátkodobé závazky	24,05 %	16,94 %	20,70 %	20,15 %	21,15 %
Bankovní úvěry a výpomoci	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Časové rozlišení	0,01 %	0,01 %	0,05 %	0,04 %	0,04 %

Tab. 56 Horizontální analýza rozvahy (vlastní zpracování)

Položka	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
AKTIVA CELKEM	-2,42 %	5,04 %	4,89 %	6,54 %
Dlouhodobý majetek	2,97 %	7,53 %	-3,61 %	-1,58 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	23,40 %	34,41 %	36,06 %	221,21 %
Dlouhodobý hmotný majetek	3,01 %	7,70 %	-3,99 %	-3,52 %
Dlouhodobý finanční majetek	-0,35 %	-1,07 %	0,57 %	-0,50 %
Oběžná aktiva	-6,80 %	2,23 %	12,97 %	14,22 %
Zásoby	-22,28 %	63,94 %	-49,86 %	-24,43 %
Dlouhodobé pohledávky	x	x	x	x
Krátkodobé pohledávky	-35,84 %	17,10 %	22,25 %	16,17 %
Krátkodobý finanční majetek	172,05 %	-42,83 %	65,58 %	24,78 %
Časové rozlišení	-47,31 %	105,07 %	69,00 %	-47,33 %
PASIVA CELKEM	-2,42 %	5,04 %	4,89 %	6,54 %
Vlastní kapitál	6,47 %	0,16 %	1,39 %	4,24 %
Základní kapitál	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Kapitálové fondy	-0,49 %	-1,49 %	0,80 %	-0,70 %
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	-4,12 %	-3,90 %	-4,69 %	-1,01 %
Výsledek hospodaření minulých let	26,19 %	18,32 %	1,77 %	-10,63 %
Výsledek hospodaření běžného účetního období /+ -/	43,48 %	-47,74 %	42,41 %	140,77 %
Cizí zdroje	-26,46 %	23,93 %	15,98 %	12,90 %
Rezervy	x	-100,00 %	x	38,16 %
Rezerva na daň z příjmu	x	x	x	-100,00 %
Dlouhodobé závazky	3,33 %	11,25 %	-20,30 %	-17,60 %
Krátkodobé závazky	-31,27 %	28,35 %	2,10 %	11,83 %
Bankovní úvěry a výpomoci	x	x	x	x
Časové rozlišení	-3,61 %	300,04 %	-8,64 %	-2,08 %

PŘÍLOHA P IV: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ

Tab. 57 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Výkony	97,03 %	96,52 %	95,64 %	97,51 %	97,07 %
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,06 %	0,05 %	0,20 %	0,08 %	0,36 %
Ostatní provozní výnosy	2,35 %	3,15 %	3,85 %	2,29 %	2,44 %
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0,12 %	0,00 %	0,12 %	0,01 %	0,00 %
Výnosové úroky	0,27 %	0,20 %	0,15 %	0,07 %	0,08 %
Ostatní finanční výnosy	0,17 %	0,09 %	0,04 %	0,04 %	0,06 %
VÝNOSY CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Výkonová spotřeba	51,11 %	52,41 %	46,30 %	46,20 %	39,84 %
Osobní náklady	41,56 %	39,82 %	46,02 %	43,11 %	48,29 %
Daně a poplatky	0,19 %	0,18 %	0,25 %	0,20 %	0,24 %
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4,72 %	4,36 %	5,35 %	4,83 %	5,72 %
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,02 %	0,01 %	0,03 %	0,06 %	0,56 %
Zvýšení (+) / snížení (-) rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0,02 %	0,59 %	0,06 %	3,86 %	2,73 %
Ostatní provozní náklady	0,67 %	1,03 %	0,94 %	0,92 %	0,63 %
Zvýšení (+) / snížení (-) rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-0,02 %	0,00 %	0,00 %	-0,02 %	0,00 %
Nákladové úroky	0,12 %	0,03 %	0,02 %	0,00 %	0,00 %
Ostatní finanční náklady	0,69 %	0,28 %	0,30 %	0,17 %	0,12 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,92 %	1,31 %	0,73 %	0,66 %	1,87 %
NÁKLADY CELKEM	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %

Tab. 58 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)

Položka	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011
Výkony	1,28 %	-1,23 %	3,35 %	-0,83 %
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,16 %	24,17 %	-4,84 %	32,93 %
Ostatní provozní výnosy	5,21 %	0,82 %	-2,20 %	-0,22 %
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	-10,00 %	x	-9,00 %	-10,00 %
Výnosové úroky	-1,76 %	-3,08 %	-3,79 %	-0,48 %
Ostatní finanční výnosy	-4,15 %	-5,75 %	1,46 %	5,08 %
VÝNOSY CELKEM	1,34 %	-1,15 %	3,10 %	-0,79 %
Výkonová spotřeba	14,93 %	-20,08 %	30,29 %	-25,04 %
Osobní náklady	7,39 %	4,53 %	22,34 %	-2,63 %
Daně a poplatky	5,89 %	26,35 %	4,44 %	2,86 %
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3,42 %	11,15 %	17,82 %	2,89 %
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-50,06 %	196,51 %	153,68 %	745,31 %
Zvýšení (+) / snížení (-) rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	2639,16 %	-90,87 %	8363,20 %	-38,40 %
Ostatní provozní náklady	72,22 %	-16,80 %	27,78 %	-40,73 %
Prodané cenné papíry a podíly	x	x	x	-100,00 %
Zvýšení (+) / snížení (-) rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-100,00 %	x	x	-100,00 %
Nákladové úroky	-76,46 %	-26,81 %	-100,00 %	x
Ostatní finanční náklady	-55,23 %	-1,58 %	-26,82 %	-39,97 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	60,29 %	-49,94 %	18,98 %	146,50 %
NÁKLADY CELKEM	12,09 %	-9,54 %	30,59 %	-13,08 %

PŘÍLOHA P V: ROZVAHA – PLÁN

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	301 376	314 864	328 840	348 172
Dlouhodobý majetek	131 178	132 998	135 118	137 538
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 950	2 423	1 896	1 369
Dlouhodobý hmotný majetek	123 893	126 240	128 887	131 834
Dlouhodobý finanční majetek	4 335	4 335	4 335	4 335
Oběžná aktiva	169 207	180 875	192 731	209 643
Zásoby	12 449	11 949	11 449	10 949
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	90 581	98 012	105 595	113 332
Krátkodobý finanční majetek	66 177	70 914	75 687	85 362
Časové rozlišení	991	991	991	991
PASIVA CELKEM	301 376	314 864	328 840	348 172
Vlastní kapitál	222 699	231 487	240 667	255 105
Základní kapitál	115 000	115 000	115 000	115 000
Kapitálové fondy	3 087	3 087	3 087	3 087
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	25 917	25 917	25 917	25 917
Výsledek hospodaření minulých let	59 742	63 695	69 483	78 663
Výsledek hospodaření běžného účetního období /+ -/	18 953	23 788	27 180	32 438
Cizí zdroje	78 555	83 255	88 051	92 945
Rezervy	15 345	15 345	15 345	15 345
Dlouhodobé závazky	5 920	5 920	5 920	5 920
Krátkodobé závazky	57 290	61 990	66 786	71 680
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0
Časové rozlišení	122	122	122	122

PŘÍLOHA P VI: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY – PLÁN

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Výkony	278 710	301 574	324 907	348 715
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	281 321	303 930	327 041	350 654
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 175	-2 920	-2 698	-2 503
Aktivace	564	564	564	564
Výkonová spotřeba	115 341	124 612	134 087	143 769
Spotřeba materiálu a energie	33 758	36 472	39 245	42 079
Služby	81 583	88 140	94 842	101 690
Přidaná hodnota	163 369	176 962	190 820	204 946
Osobní náklady	132 468	137 764	144 648	151 876
Mzdové náklady	96 850	100 724	105 760	111 048
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	74	74	74	74
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	32 929	34 246	35 958	37 756
Sociální náklady	2 615	2 720	2 856	2 998
Daně a poplatky	663	696	731	767
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	12 480	14 813	17 586	17 979
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	7 144	7 144	7 144	7 144
Ostatní provozní náklady	1 685	1 685	1 685	1 685
Provozní výsledek hospodaření	23 217	29 148	33 314	39 783
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	50	50	50	50
Výnosové úroky	266	304	326	348
Nákladové úroky	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	176	176	176	176
Ostatní finanční náklady	310	310	310	310
Finanční výsledek hospodaření	182	220	242	264
Daň z příjmů za běžnou činnost	4 446	5 580	6 376	7 609
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	18 953	23 788	27 180	32 438
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	18 953	23 788	27 180	32 438
Výsledek hospodaření před zdaněním	23 399	29 368	33 556	40 047

PŘÍLOHA P VII: REGRESNÍ A KORELAČNÍ ANALÝZA

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,957279
Hodnota spolehlivosti	
R	0,9163831
Nastavená hodnota spolehlivosti	
R	0,8745747
Chyba stř. hodnoty	2395,4474
Pozorování	4

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	125772688	125772688	21,91861296	0,042721
Rezidua	2	11476336	5738168,2		
Celkem	3	137249025			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoc	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-10020028	2153802	-4,6522511	0,04322942	-19287090	-752965,75	-19287090	-752965,75
X (rok)	5015,43	1071,2766	4,6817318	0,042720986	406,09859	9624,7613	406,09859	9624,7613

Obr. 14 Regresní analýza závislosti trhu na čase lineární (vlastní zpracování)

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,9607613
Hodnota spolehlivosti	
R	0,9230623
Nastavená hodnota spolehlivosti	
R	0,8845935
Chyba stř. hodnoty	0,0355608
Pozorování	4

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	0,0303434	0,0303434	23,995071	0,0392387
Rezidua	2	0,0025291	0,0012646		
Celkem	3	0,0328726			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoc	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-145,56698	31,973523	-4,5527351	0,0450128	-283,13794	-7,9960133	-283,13794	-7,9960133
X (rok)	0,0779018	0,0159033	4,8984764	0,0392387	0,0094755	0,146328	0,0094755	0,146328

Obr. 15 Regresní analýza závislosti trhu na čase exponenciální

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,9572195
Hodnota spolehlivosti R	0,9162692
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,8744038
Chyba stř. hodnoty	2397,0783
Pozorování	4

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	125757056	125757056	21,886077	0,0427805
Rezidua	2	11491969	5745984,4		
Celkem	3	137249025			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoc</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	-76628390	16393264	-4,6743826	0,0428469	-147162914	-6093865,6	-147162914	-6093865,6
ln (x)	10082893	2155267,7	4,6782558	0,0427805	809525,06	19356262	809525,06	19356262

Obr. 16 Regresní analýza závislosti trhu na čase logaritmická

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,8322609
Hodnota spolehlivosti R	0,6926581
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,5389872
Chyba stř. hodnoty	4592,514
Pozorování	4

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	95066654	95066654	4,5074117	0,1677391
Rezidua	2	42182371	21091185		
Celkem	3	137249025			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoc</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	-486504,38	259068,67	-1,8778974	0,2011839	-1601186,9	628178,12	-1601186,9	628178,12
HDP v b.c.	144,35654	67,994354	2,1230666	0,1677391	-148,19955	436,91263	-148,19955	436,91263

Obr. 17 Regresní analýza závislosti trhu na HDP b.c. lineární

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,844659
Hodnota spolehlivosti	
R	0,7134488
Nastavená hodnota spolehlivosti	
R	0,5701733
Chyba stř. hodnoty	0,0686283
Pozorování	4

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	0,0234529	0,0234529	4,9795565	0,155341
Rezidua	2	0,0094197	0,0047098		
Celkem	3	0,0328726			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoc</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	2,415899	3,8713936	0,6240386	0,5962944	-14,241363	19,073161	-14,241363	19,073161
HDP v b.c.	0,0022674	0,0010161	2,231492	0,155341	-0,0021045	0,0066392	-0,0021045	0,0066392

Obr. 18 Regresní analýza závislosti trhu na HDP b.c. exponenciální

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,8313397
Hodnota spolehlivosti	
R	0,6911257
Nastavená hodnota spolehlivosti	
R	0,5366886
Chyba stř. hodnoty	4603,9492
Pozorování	4

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	94856329	94856329	4,4751261	0,1686603
Rezidua	2	42392696	21196348		
Celkem	3	137249025			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoc</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	-4456208,1	2136522,3	-2,0857297	0,1723209	-13648922	4736505,4	-13648922	4736505,4
ln(x)	548151,97	259118,45	2,1154494	0,1686603	-566744,75	1663048,7	-566744,75	1663048,7

Obr. 19 Regresní analýza závislosti trhu na HDP b.c. logaritmická

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,9709492
Hodnota spolehlivosti	
R	0,9427423
Nastavená hodnota spolehlivosti	
R	0,828227
Chyba stř. hodnoty	2803,3121
Pozorování	4

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	2	129390466	64695233	8,2324555	0,2392857
Rezidua	1	7858558,5	7858558,5		
Celkem	3	137249025			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoc</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	15191,928	107636,16	0,1411415	0,9107362	-1352455,1	1382839	-1352455,1	1382839
HDP v s.c.	10,202371	30,876966	0,3304201	0,7968378	-382,12668	402,53142	-382,12668	402,53142
Inflace	6226,8922	2035,706	3,0588366	0,2011521	-19639,205	32092,99	-19639,205	32092,99

Obr. 20 Regresní analýza závislosti trhu na HDP s.c. a inflaci