

Stanovení hodnoty podniku XY pomocí výnosových metod

Bc. Jarmila Poliaková

Diplomová práce
2014

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2013/2014

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jarmila Poliaková**
Osobní číslo: **M120024**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Stanovení hodnoty podniku XY pomocí výnosových metod**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše zpracujte problematiku oceňování podniku s preferencí výnosových metod.

II. Praktická část

- Analyzujte vnitřní a vnější potenciál podniku.
- Na základě předchozích analýz a prognózy generátorů hodnoty sestavte komplexní finanční plán podniku.
- Pomocí vybraných výnosových metod stanovte výsledné ocenění podniku.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

BALLWIESER, Wolfgang. Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion. 2. Auflage. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1987. 220 s. ISBN: 978-3-409-39004-0.

MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MOXTER, Adolf. Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung. 2. Auflage. Berlin: Springer Gabler, 2012. 234 s. ISBN: 978-3-322-82938-2.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Libor Fojtík**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **22. února 2014**
Termín odevzdání diplomové práce: **2. května 2014**

Ve Zlíně dne 22. února 2014


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
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 nevydělčně 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 nahlížení 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 nezasahuje 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 žákem 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). Odpirá-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

28.4.2014

Bc. Jarmila Poliak

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 přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku při použití vybraných výnosových metod oceňování ke stanovenému datu. Teoretická část vymezuje problematiku oceňování, hlavní pojmy, postupy a nástroje, které jsou zaměřené na výnosové metody. Praktická část práce se věnuje aplikaci teoretických poznatků na konkrétní podnik. Za účelem zjištění dalšího vývoje podniku se práce zabývá strategickou a finanční analýzou dané společnosti. Na základě předchozích analýz bude dále zpracován strategický finanční plán, po němž následuje samotné ocenění podniku v rámci vybraných výnosových metod.

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

ABSTRACT

The thesis deals with the determination of enterprise value by using selected yield methods of valuation on a given date. The theoretical part covers the issue of valuation, key concepts, processes and tools which are aimed at yield methods. The practical part is devoted to applying theoretical knowledge on a specific company. In order to determine further development of the company, the work deals with strategic and financial analysis of the company. On the basis of previously completed analyzes will be processed strategic financial plan, followed by the valuation of the enterprise within the chosen yield methods.

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

Ráda bych poděkovala vedoucímu mé diplomové práce, Ing. Liboru Fojtíkovi za vstřícnost a ochotu spolupracovat, můj dík patří také vedení oceňované společnosti za poskytnutí potřebných informací. V neposlední řadě děkuji svému manželovi a své rodině za trpělivost a podporu při tvorbě práce i v průběhu celého studia.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	14
1.1 PŘEDMĚT A DŮVODY OCENĚNÍ	14
1.2 KATEGORIE HODNOTY	15
1.2.1 Tržní hodnota	17
1.2.2 Subjektivní hodnota (investiční hodnota)	18
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	19
1.2.4 Hodnota podle Kolínské školy	20
1.2.5 Ostatní netržní kategorie	21
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	23
2.1 DISKONTNÍ MÍRA	25
3 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	27
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT	27
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	28
3.2.1 Analýza a prognóza relevantního trhu	29
3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.....	31
3.2.3 Perspektivnost podniku a prognóza tržeb	32
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	33
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	38
3.5 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	39
3.6 GENERÁTORY HODNOTY	40
3.7 FINANČNÍ PLÁN	42
3.8 VÝBĚR VHODNÉ METODY PRO OCENĚNÍ	44
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	45
4.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ.....	45
4.1.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)	46
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	54
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	57
4.2 MAJETKOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ	59
4.3 KOMBINOVANÉ METODY OCEŇOVÁNÍ	60
5 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ TEORETICKÉ ČÁSTI	62
II PRAKTICKÁ ČÁST	64
6 ZÁKLADNÍ DATA O PODNIKU	65
7 STRATEGICKÁ ANALÝZA	67
7.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU	67
7.1.1 Vymezení relevantního trhu	67
7.1.2 Základní dosavadní tendence relevantního trhu.....	69
7.1.3 Určení velikosti relevantního trhu.....	71
7.1.4 Analýza atraktivity relevantního trhu.....	73
7.1.5 Vymezení základních faktorů ovlivňujících relevantní trh.....	75
7.1.6 Analýza vývoje faktorů a prognóza relevantního trhu	75

7.2	ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU	77
7.2.1	Dosavadní vývoj tržního podílu podniku.....	77
7.2.2	Konkurenční struktura relevantního trhu	78
7.2.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly.....	83
7.2.4	Nepřímé faktory konkurenční síly podniku	83
7.2.5	Přímé faktory konkurenční síly podniku.....	88
7.2.6	Vyhodnocení konkurenční síly podniku	89
7.3	PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU	90
7.4	ZÁVĚR SA	91
8	FINANČNÍ ANALÝZA	93
8.1	ÚČETNÍ PRAVIDLA UPLATŇOVANÁ V PODNIKU	93
8.2	ANALÝZA ÚČETNÍCH VÝKAZŮ	93
8.2.1	Rozvaha.....	94
8.2.2	Výkaz zisku a ztráty	99
8.3	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	102
8.4	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	105
8.4.1	Ukazatele likvidity	105
8.4.2	Ukazatele zadluženosti.....	106
8.4.3	Ukazatele rentability	109
8.4.4	Ukazatele aktivity.....	111
8.5	PYRAMIDOVÝ ROZKLAD VYBRANÝCH UKAZATELŮ	112
8.6	ALTMANŮV MODEL SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ (Z – SKÓRE)	113
8.7	ANALÝZA NEFINANČNÍCH UKAZATELŮ	114
8.8	ZÁVĚR FINANČNÍ ANALÝZY.....	116
9	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	119
9.1	IDENTIFIKACE PROVOZNĚ POTŘEBNÝCH A NEPOTŘEBNÝCH AKTIV	119
9.2	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	120
9.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	121
10	FINANČNÍ PLÁN	122
10.1	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	122
10.1.1	Tržby	122
10.1.2	Provozní zisková marže	123
10.1.3	Pracovní kapitál.....	130
10.1.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	135
10.1.5	Rentabilita investovaného kapitálu	138
10.2	SESTAVENÍ KOMPLEXNÍHO FINANČNÍHO PLÁNU	139
10.2.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	139
10.2.2	Plánovaný výkaz peněžních toků	140
10.2.3	Plánovaná rozvaha	143
10.3	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNOVÝCH UKAZATELŮ A ZÁVĚR FINANČNÍHO PLÁNU.....	143
11	OCENĚNÍ PODNIKU	146
11.1	VOLBA METOD OCENĚNÍ A JEJICH ZDŮVODNĚNÍ	146
11.2	METODA DCF ENTITY	146
11.2.1	Diskontní míra pro DCF Entity.....	146

11.2.2	Výpočet investovaného provozně nutného kapitálu.....	148
11.2.3	Volné peněžní toky pro DCF Entity.....	149
11.2.4	Pokračující hodnota.....	151
11.2.5	Ocenění neprovozního majetku.....	152
11.2.6	Výsledné ocenění podniku metodou DCF Entity.....	152
11.3	PAUŠÁLNÍ METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	152
11.4	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	154
11.5	ZÁVĚR OCENĚNÍ PODNIKU	156
	VÝSLEDNÉ OCENĚNÍ.....	158
	ZÁVĚR	160
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	163
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	166
	SEZNAM OBRÁZKŮ	168
	SEZNAM TABULEK.....	169
	SEZNAM PŘÍLOH.....	173

ÚVOD

Základní princip tržního oceňování podniků je založen na tržní srovnatelnosti dat, což vyžaduje fungující trh s podniky včetně dostatečných a dostupných informací. V našich podmínkách je však předpoklad existence takových informací téměř nemožný. Tržní hodnotu lze však také zjistit v rámci výnosových metod, přičemž tato hodnota vychází z odborného odhadu profesionálního oceňovatele, který však musí výsledky své práce opírat o názory samotného trhu. Proto je oceňování podniku složitý proces, kterému předchází řada odborně odůvodněných analýz a prognóz, zakládajících se na tržních datech.

Cílem této práce bude stanovení tržní hodnoty podniku XY k datu 1. 1. 2013 za pomoci vybraných výnosových metod. Společnost XY se řadí k největším výrobcům hydraulických válců v ČR tradujícím svou existenci již více než dvacet let. Zájmem majitelů podniku je zjistit relevantní cenu podniku opřenou o prokazatelný a současný stav založený na všeobecně uznávaných faktech a postupech.

Práce je standardně členěna na část teoretickou a praktickou, přičemž teoretická část v rámci obsahu i členění tvoří výchozí základnu pro část praktickou. Je zde shrnuta problematika oceňování včetně příslušných pojmů, postupů a metod, která je zakončena závěrečnou syntézou teoretických východisek v rámci samostatné kapitoly. V této části práce byly využity poznatky z odborných zdrojů tuzemských i zahraničních autorů. Praktická část práce se zabývá samotným oceňováním a je rozdělena na čtyři hlavní dílčí části: Strategická analýza, Finanční analýza, Finanční plán a Ocenění podniku, přičemž každá dílčí část je zakončena samostatnou kapitolou, která shrnuje dosažené výsledky a názory.

V části strategické analýzy bude vymezen a analyzován relevantní trh, jeho atraktivita a konkurenční pozice oceňovaného podniku. Závěrem bude učiněn odhad budoucího vývoje tržeb podniku XY. Finanční analýza by měla prokázat na základě údajů o minulosti finanční zdraví a životaschopnost podniku pro budoucí období. Na základě srovnání s příslušným odvětvím a konkurenčními podniky bude rozebrána finanční pozice oceňované společnosti. V části finančního plánování budou nejdříve vymezena provozně potřebná aktiva podniku, korigovaný výsledek hospodaření a na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty sestaven finanční plán pro budoucí čtyřleté období, přičemž v závěru bude definitivně potvrzen nebo vyvrácen předpoklad budoucí výnosové perspektivy podniku a volba oceňovacích metod.

V průběhu práce jsou využity monografické a internetové zdroje uvedené v seznamu literatury v závěru práce. V rámci zpracování nebude použit žádný softwarový program určený pro tyto účely. Přílohová část práce obsahuje řadu podpůrných materiálů převážně ve formě tabulek, u kterých bylo z důvodu velké objemnosti rozhodnuto, že budou z textu práce vyčleněny.

Výsledky oceňování budou shrnuty do samostatné kapitoly s názvem Výsledné ocenění, se stanovením a odůvodněním konečné hodnoty podniku. Závěr práce obsahuje výslednou syntézu všech dosažených dílčích cílů a shrnutí dosažených výsledků, včetně posouzení splnění hlavního cíle práce.

TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

„Oceňovat znamená srovnávat¹“ (Moxter, 2012, s. 123)

Problematika oceňování tvoří významnou složku finančního řízení podniků a rozhodování tržního hospodářství, přičemž stále dochází k postupnému vývoji metod a přístupů od účetního pojetí až po pojetí samotného trhu, což vyžaduje neustálou pozornost. Chybné kroky v rámci problematiky oceňování mohou způsobit značné škody v oblasti ohodnocení aktiv, které vedou k důsledkům nesprávné kapitálové alokace (Dluhošová, 2006, s. 146).

Vochozka (2011, s. 9) zdůrazňuje růst významnosti oceňování podniků zejména v dnešní době ovlivňované hospodářskou krizí, kdy mají podniky tendence k transformacím, prodejm a úpadkům. Přitom se neustále zpřísňují podmínky poskytování úvěrů a pojišťovny stále více analyzují případná rizika. Účel a subjekt, kterému má vymezení hodnoty podniku sloužit je základním kritériem ovlivňujícím celý oceňovací proces.

1.1 Předmět a důvody ocenění

Pro samotné ocenění je vždy třeba nejprve vymežit předmět ocenění, kterým je v případě této práce **podnik**. Definice podniku je obsažena v obchodním zákoníku (1991), jenž v paragrafu 5 determinuje podnik jako „*soubor hmotných a nehmotných složek podnikání, které slouží stanovenému účelu*“. Profesor Mařík tuto definici dále rozvinul o závazky, jakožto nezbytnou součást podniku a nutnost ekonomicky pohlížet na podnik jako na „*funkční celek, zabývající se dosahováním zisku*“ (Mařík et al., 2011a, s. 16).

Podle Hálka (2009, s. 141) je podnik chápán jako funkční celek složený z různých forem majetku a personálních složek, jež se dynamicky mění v čase. Cílem existence takového celku je podle autora jeho výnosová schopnost.

Kislingerová (2001, s. 12) shrnuje poznatky autorů odborné literatury do obecné definice podniku jako jedinečného a méně likvidního aktiva, pro které existují velmi málo účinné trhy. Podle Marka (2006, s. 525) je trh s podniky relativně malý (podle počtu transakcí) a neprůhledný, proto také označuje každou takovou transakci jako jedinečnou s výjimkou společností obchodovaných na kapitálovém trhu.

¹ „Bewerten heißt vergleichen“

Užitek, který plyne z oceňovací služby jejím uživatelům, je různý v závislosti na konkrétním cíli daného subjektu, pro který je ocenění zpracováváno. Důvodem pro ocenění podniku může být například nákup či prodej podniku, investice do nově založeného podniku, transformace podniku, rozhodování o likvidaci či naopak sanaci, rozhodování o nové emisi akcií, uvádění podniku na burzu, poskytnutí úvěru, zjištění hodnoty majetkové účasti daného subjektu, zdanění, zástavní práva, uzavírání pojistných smluv a jiné (Dluhošová, 2006, s. 146; Kislíngerová, 2001, s. 6,11).

Podle Mlčocha (1998, s. 20-21) lze důvody k ocenění členit dle předpokladu, zda se jedná o ocenění závislé na vůli vlastníků (nákup, prodej, sanace, a jiné), nebo ocenění na jejich vůli nezávislé (zdanění, úvěrové účely, atd.). Ve smyslu oceňování se rozlišují dvě cenové úrovně, a sice hodnota brutto (celková hodnota podniku), jež je současně hodnotou pro vlastníky i věřitele, a dále pak hodnotu netto², jež představuje hodnotu pro samotné vlastníky podniku, jinými slovy hodnotu brutto sníženou o hodnotu závazků.

1.2 Kategorie hodnoty

V rámci konkrétního ocenění musí oceňovatel řádně zhodnotit stanovený účel, pro který je ocenění prováděno, pro tento účel definovat kategorii hodnoty, určit hladinu této hodnoty a v neposlední řadě datum, pro které má daná hodnota platit (Mařík et al., 2011a, s. 36; Hálek, 2009, s. 145; Marek, 2006, s. 526).

Z hlediska hodnoty podniku platí, že je závislá na budoucích příjmech a to jak na úrovni samotných majitelů, tak i věřitelů, převedených na jejich současnou hodnotu (present value). Jinými slovy se jedná o diskontované příjmy. V souvislosti s výše uvedeným je ovšem nutno konstatovat, že pokud odhadce hodnoty podniku pracuje s faktorem budoucích příjmů při předpokladu neomezeného trvání podniku, v zásadě spoléhá na vlastní predikci takového budoucího vývoje, čili výsledkem určení hodnoty podniku je v podstatě názor autora ocenění, nikoli však objektivní skutečnost (Mařík et al., 2011a, s. 20).

„Oceňování je převážně uměním založeným na zkušenostech. Jen v menší míře zde hraje úlohu exaktní postupy.“ (Marek, 2006, s. 526)

² V praxi je častěji používána metoda netto zahrnující čistý obchodní majetek.

Moxter (2012, s. 79) definuje 4 hlavní základní principy oceňování, přičemž by tyto principy měly být dodržovány zejména v kontextu investičních alternativ:

1. **Princip subjektivity** – hodnota podniku je stanovena na základě individuálních cílů zainteresovaných stran a jejich rozhodování do budoucna.
2. **Princip ocenění podniku jako celku** – hodnota podniku je stanovena na základě celkových výnosů, kterých je dosahováno synergiami v rámci jednotlivých podnikových jednotek. Společnost se tedy nemá členit na jednotlivé předměty oceňování.
3. **Princip budoucích souvislostí** – hodnota podniku je stanovena na základě očekávaných budoucích výnosů. Údaje o minulých výnosech tedy mají sloužit pouze jako ukazatele výnosů budoucích.
4. **Princip ekvivalence** – vybrané alternativní metody pro stanovení hodnoty podniku musí být srovnatelné.

Cenou rozumíme konkrétní zaplacenou částku za konkrétní podnik v konkrétním čase na konkrétním místě. Cena je ovlivňována řadou faktorů, jako je nabídka, poptávka, makroekonomická kritéria, obchodní strategie, či různými psychologickými vlivy (Dluhošová, 2006, s. 146).

Obecně by se tedy dalo konstatovat, že cena je částka, která má historickou hodnotu a představuje relativní hodnotu z pohledu konkrétního prodávajícího či kupujícího za konkrétních podmínek.

Hodnota podniku, jak již bylo zmíněno, představuje určitou „objektivizovanou“ hodnotu neboli částku, jejíž výše není nikterak ovlivňována konkrétními okolnostmi prodeje či nákupu a která současně představuje určitou hranici, kolem které by se měla pohybovat cena. Tato „objektivizovaná“ hodnota je výsledkem oceňovacích metod a postupů, jejichž kvalita je přímo úměrná kvalitě a rozsahu dostupných dat, časové kapacitě oceňování a v neposlední řadě vhodným výběrem oceňovací metody. Proto lze konstatovat, že výsledek ocenění představuje určitý interval hodnot (Dluhošová, 2006, s. 146).

Podle Moxtera (2012, s. 5) je hodnota určována na základě určitých algoritmických výpočtů a cena odráží výsledek vyjednávání mezi nejméně dvěma stranami k obchodu ochotnými. Hodnota podniku tedy představuje jen „potenciální“ cenu podniku (neboli možnou cenu) oproti „skutečné“ ceně (skutečně zaplacené).

Hodnotou tedy v obecném slova smyslu rozumíme určitý odhad či názor trhu na užitky (budoucí příjmy) daného podniku, které determinují pravděpodobnou cenu takového podniku.

Z hlediska různých typů uživatelů a subjektů zájmu o určení hodnoty podniku členíme přístupy k oceňování podniku do čtyř hlavních kategorií:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy (Mařík et al., 2011a, s. 22).

1.2.1 Tržní hodnota

„Kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu?“ (Mařík et al., 2011a, s. 22)

„Tržní hodnota je odhad, který je ovlivněn tím, jak bude vypadat interakce mezi prodejci a kupujícími subjekty, popř. mezi skupinami takových subjektů. Každá z těchto skupin má protichůdné zájmy. Je to zájem o výhodnou koupi a o výhodný prodej.“ (Mlčoch, 1998, s. 27)

Pokud lze předpokládat trh³ s podniky, či s podíly vlastního kapitálu podniků s větším množstvím kupujících a prodávajících, existuje také předpoklad tvorby tržní ceny. Předmětem odhadu je potenciální tržní cena, která je označována jako tržní hodnota (market value). Dle mezinárodních oceňovacích standardů je však tržní cena především výrazem jeho trhem uznané použitelnosti než jeho skutečného fyzického stavu, přičemž použitelnost toho kterého konkrétního podniku je jinak uznaná trhem, a současně jinak uznaná konkrétním kupujícím a je individuálně odlišná. Toto je základní kritérium odlišnosti mezi tržní hodnotou a hodnotou individuální (Mařík et al., 2011a, s. 22).

Marek (2006, s. 526) uvádí, že tržní hodnota podniku není danou vlastností, kterou lze nějak objektivně změřit ani v běžném slova smyslu vypočítat, což potvrzuje Mařík (2011a, s. 26) výrokem o nemožnosti existence takové jednoznačné a zcela objektivní veličiny

³ **Trh** je definován jako místo, na němž se realizuje nabídka a poptávka prostřednictvím cenového mechanismu.

v podobě bodového či jednočíselného odhadu především z důvodu absence dokonale fungujícího trhu, který vlivem nabídky a poptávky dává vzniknout tzv. okamžité ceně, která ovšem podléhá změnám v čase. V případě existence pouze omezeného trhu je nutno nahradit nedostatek tržních informací samotným odborným odhadem znalce a tato hodnota je obvykle z výše uvedených důvodů vyjádřitelná jako odhad intervalový, přičemž šířka takového intervalu může dosahovat a to zejména u podniků, velkého rozpětí, čímž je v konečném důsledku užitek takového odhadu nízký.

Podle Kislingerové (2001, s. 17) se všechny současné přístupy definice tržní hodnoty shodují v předpokladu, že se směna odehrává mezi dobře informovanými subjekty, jejichž jednání je dobrovolné, přičemž tržní hodnota je dána výnosovou schopností podniku.

Základní princip tržního oceňování je založen na přístupnosti dat a informací o jiných, srovnatelných podnicích na tomto trhu, což vyžaduje důkladnou tržní analýzu včetně zohlednění všech relevantních údajů. Tržní hodnotu aktiva lze zjistit nejen z tržních cen, nýbrž také z jiných metod, například výnosových, přičemž se ovšem predikce finančních výnosů musí částečně opírat o názory daného trhu, včetně tržní diskontní míry (Mařík et al., 2011a, s. 26).

Důvodem pro volbu typu tržní hodnoty může být například uvádění podniku na burzu, či záměr prodeje podniku v případě, kdy není znám konkrétní kupující.

1.2.2 Subjektivní hodnota (investiční hodnota)

„Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?“ (Mařík et al, 2011a, s. 26)

Kategorie subjektivní hodnoty⁴ vychází z jedinečnosti podniku. Na rozdíl od akcií a dluhopisů jsou prodávány na méně formálních trzích a v daleko nižší intenzitě. Prioritní postavení v rámci subjektivní hodnoty má přímý účastník transakce, jako je například kupující či prodávající. Hodnota je odvozena od jejich očekávaných užitků.

Základním předpokladem investiční hodnoty podle Maříka (2011a, s. 27) je odhad podle představ výhradně subjektů dané transakce, tj. samotných manažerů, či investora oceňovaného podniku, které jsou případně upraveny směrem dolů. Diskontní míra takového odha-

⁴ Subjektivní hodnota vznikla v 60. letech jako hodnota pro jednoho konkrétního prodávajícího či kupujícího (Mandl a Rabel, 1997, s. 7).

du je rovněž stanovena na úrovni alternativních možností samotných subjektů a současně iniciátorů daného investičního ocenění. Toto ocenění tedy nelze vydávat za tržní hodnotu, neboť představy konkrétních subjektů, z jejichž pohledu je oceňování prováděno může mít značně rozdílné očekávání, chování, postavení, cíle, nebo jiný postoj k riziku než „průměrný“ investor či samotný trh. Subjektivní ocenění je také podle Mandla a Rabela (1997, s. 8) podrobováno kritice pro svůj jednostranný pohled na hodnotu podniku.

Pro volbu subjektivního ocenění se oceňovatel rozhoduje zejména v případě nákupu či prodeje podniku, nebo v rámci rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

„Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?“ (Mařík et al., 2011a, s. 28)

Objektivizovaná hodnota představuje určitý protiklad subjektivní hodnoty. Zatímco subjektivní hodnota se opírá o subjektivní představy řídicích pracovníků či investorů daného podniku, objektivizovaná hodnota vychází z odborného odhadu profesionálního oceňovatele. Pojem objektivizovaná hodnota vychází z původního záměru nalézt hodnotu objektivní, který se později ukázal nemožný, neboť hodnota není objektivní vlastností podniku⁵. Z tohoto důvodu se odborníci v německy mluvících zemích shodli na pojmu „objektivizovaná hodnota“ (Mařík et al., 2011a, s. 27).

Objektivizovaná hodnota je *„představa o odhadu hodnoty podniku, co nejvíce oprostěná od konkrétních osob jako zájemců o ocenění, na základě faktorů, které mohou být realizovány kýmkoliv“*. (Krabec, 2009, s. 112)

Objektivizovaná hodnota by měla být obecně postavena na vysoké míře všeobecně uznávaných faktů s přesně definovanými oceňovacími postupy a požadavky s cílem dosáhnout co možná nejvyšší reprodukovatelnosti ocenění. K dosažení těchto požadavků slouží následující zásady oceňování:

1. Hodnota představuje přezkoumatelnou a vypočtenou hodnotu budoucích výnosů z pohledu vlastníka v rámci předpokladu nezměněného podnikového konceptu, re-

⁵ Na počátku vývoje teorie hodnocení až do 60. let bylo objektivní oceňování podniků dominantní variantou pro všechny podniky (Mandl a Rabel, 1997, s. 6).

álních úvah budoucích očekávání v rámci postavení subjektu na trhu a zohlednění všech faktorů ovlivňujících finančních a jiné podnikové možnosti.

2. Výpočet objektivizované hodnoty je nezávislý na budoucích finančních přebytcích, subjektivních představách a možnostech konkrétního vlastníka.
3. Podnikový koncept je základem zpravidla střednědobého podnikového plánování, přičemž růstová očekávání vychází z podnikových plánů a současně z prognóz tržních a odvětvových dat.
4. V rámci každého objektivizovaného ocenění je nutné účelově typizovat daňové zatížení v kontextu důvodu, pro který se ocenění provádí.
5. Disponibilní výnosová síla se odvozuje z výnosových faktorů k rozhodnému dni a možné, dosud nerealizovatelné změny plánů či opatření podniku se do tohoto oceňování nezahrnují. Do této výnosové síly spadají pouze opatření a výnosové výhledy, jež jsou k rozhodnému dni zdokumentovány a zavedeny v rámci podnikového konceptu.
6. Prognóza trvalých přebytků zohledněných ve druhé fázi věčné renty vychází z všeobecných tržních a odvětvových očekávání (Mařík et al., 2011a, s. 28).

Objektivizovanou hodnotu oceňovatel volí v případech, kdy proces oceňování není nijak závislý na pohledu konkrétního subjektu, přičemž klíčovým je prokazatelný a současný stav. Jde například o poskytování úvěru, či zjišťování reálné bonity podniku.

1.2.4 Hodnota podle Kolínské školy

Kolínská škola představuje určitý pokus o syntézu tří předchozích metod a doslalo se jí velkého zastání zejména v Německu⁶. Je založena na předpokladu subjektivního ocenění, jež je aktuální zejména v případě nákupu a prodeje podniku v souvislosti se zájmy dotčených stran, tj. nakupujícího a prodávajícího. Kolínská škola zastává názor, že ocenění je založeno na obecných funkcích, které má výstup ocenění pro konkrétní uživatele:

⁶ Kolínská škola vznikla v 70. letech a v Německu má označení „funkční“ oceňování podniku. Vychází z předpokladu, že pro podnikové oceňování existuje široké účelové spektrum a různost těchto účelů do značné míry ovlivňuje výslednou cenu („*Zweckabhängigkeit des Unternehmenswerts*“) (Mandl a Rabel, 1997, s. 9).

- **Funkce komunikační** – slouží jako podklad pro komunikaci se třetími stranami (např. investory, či věřiteli).
- **Funkce daňová**⁷ – tvoří podklad pro daňové účely.
- **Funkce poradenská** – jedná se o nejdůležitější funkci, která determinuje hraniční hodnoty ocenění, které určují maximální cenu z hlediska kupujícího a minimální cenu z hlediska prodávajícího.
- **Funkce rozhodčí** – funkce nezávislého oceňovatele, který má za úkol určit hraniční hodnoty a v rámci jejich intervalu definovat relevantní hodnotu objektu za předpokladu vyváženého a spravedlivého zohlednění zájmů účastníků samotné transakce. Na rozdíl od hodnoty objektivizované, která hledá hodnotu nezávislou na zájmech účastníků, je tato hodnota opřena o konkrétní zájmy konkrétních subjektů.
- **Funkce argumentační** – slouží jako podpůrná funkce funkcím předchozím, přičemž její úkol je nalézt podkladové argumenty pro samotná jednání (Mařík et al., 2011a, s. 30).

1.2.5 Ostatní netržní kategorie

Krom předchozích kategorií existuje ještě celá řada netržních kategorií hodnoty, které ovšem dle Maříka (2011a, s. 32-33) nejsou vzájemně shodné. Jako netržní kategorii lze podle autora označit hodnotu Kolínské školy i hodnotu objektivizovanou, které podle něj momentálně představují nejdůležitější kategorie pro odhadce podniku. V rámci skupin netržních kategorií hodnoty jsou tyto rozděleny do následujících tří skupin:

1. První skupina je zastoupena **investiční hodnotou**, která je specifická vyjádřením hodnoty aktiva (podniku) z pohledu konkrétního subjektu, která nemusí být nutně vázána na prodej takového aktiva.
2. Druhá skupina je skupinou **dohodnutých cen** mezi dvěma specifickými stranami, které ovšem mohou být na sobě nezávislé a hodnota takto určená nemusí korespondovat s hodnotou tržní. Do této skupiny patří zejména:
 - a. Férová hodnota (fair value)

⁷ Mandl s Rabelem (1997, s. 15) definují funkce Kolínské školy pouze ve 4 kategoriích: poradenská, rozhodčí, argumentační a neutrální, přičemž neutrální funkce zastává současně funkci daňovou.

- b. Speciální hodnota (special value)
 - c. Synergická hodnota (synergistic value)
3. Třetí skupinu tvoří hodnoty, které jsou **definovány zákonem**, či jiným právním předpisem, normou, nebo smlouvou. Tyto hodnoty jsou obvykle používány pro daňové účely.

Krom výše uvedených skupin hodnot existují dále následující předpoklady, které jsou s výše uvedenými hodnotami spojené:

- **Hodnota pokračujícího podniku** (going concern value) – založená na předpokladu trvání existence podniku.
- **Likvidační hodnota** (liquidation value) – využívá se v případech likvidace podniku po částečném či celkovém odprodeji skupin aktiv v něm zahrnutých.
- **Zbytková hodnota** (salvage value) – jedná se o hodnotu majetku podniku, který již dosáhl konce svého životního cyklu v rámci užitného účelu (Mařík et al., 2011a, s. 33).

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

„Velmi úspěšný a velmi slavný americký podnikatel, strýček Skrblik, prohlásil jednou nad svojí pokladnicí: „Spěte sladce, mé milované peníze, bůh vás ochraňuj od inflace!“ Nemohl se však ve skutečnosti dopustit většího omylu. Jestliže mají být peníze ochráněny před inflací, potom nesmí spát, ale naopak musí tvrdě pracovat.“ (Marek, 2006, s. 35)

Pojem časová hodnota peněz zahrnuje zejména obecný fakt, že peníze obdržené dnes mají pro nás vyšší hodnotu než ty, které nám budou k dispozici v budoucím čase. Pokud jsou peníze včas disponibilní, lze je využít formou případné investice za účelem dosažení dalšího výnosu (např. úroky, kupónové platby, či dividendy). Časová hodnota peněz je spojována s pojmy jako úročení, či odúročení (diskontování) a procesem určení současné hodnoty finančních toků (Dluhošová, 2006, s. 28; Pavelková a Knápková, 2009, s. 16).

Časová hodnota peněz představuje finanční metodu, která porovnává peněžní částky v rámci dvou časových období. Nejdůležitějším nástrojem takového porovnání je úroková (diskontní) míra, která obecně představuje poměr výnosu kapitálu vůči jeho výši (Marek, 2006, s. 35).

Z hlediska oceňování podniku i jeho složek je hodnota aktiva určena současnou hodnotou budoucích peněžních příjmů plynoucích držiteli tohoto aktiva. Pro účel zjištění současné hodnoty jednotlivých aktiv podniku či podniku jako celku je nutno nejdříve tyto budoucí příjmy jednotlivě diskontovat k okamžiku ocenění. Tyto peněžní částky mohou mít pro různé typy aktiv různé podoby, jako například jednorázová platba, pravidelné platby (anuity), či věčná renta (perpetuita, čili nekonečná anuita) (Mařík et al., 2011a, s. 39).

Krom velikosti, podoby a časového horizontu budoucích příjmů z oceňovaných aktiv či aktiva jako celku je taktéž nutno brát v potaz i pravděpodobnost vzniku těchto příjmů. S růstem jistoty přijatých plateb vzrůstá rovněž hodnota oceňovaných aktiv, s růstem rizika jejich přijetí dochází k poklesu této hodnoty. Riziko je obecně chápáno jako důsledek nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti, přičemž jeho růst či pokles je přímo úměrný odchylce skutečného výsledku od očekávání. Velikost rizika je nutno brát v úvahu pro správné určení diskontní míry. Riziko je členěno na riziko obchodní a finanční a riziko systematické a nsystematické (Mařík et al., 2011a, s. 40-41; Pavelková a Knápková, 2009, s. 16).

Finanční veličiny jsou v případě rizika vyjádřeny pomocí rozdělení pravděpodobností, které lze popsat za pomoci intervalů a mezních hodnot v podobě analýzy citlivosti a scénářů, které posuzují vliv vybraných odchylek na výsledné hodnoty (Dluhošová, 2006, s. 35).

Zdrojem rizik výsledků hospodaření mohou být zejména následující skutečnosti:

- Kvalita managementu a organizační struktury podniku (tento faktor má vliv na všechna ostatní rizika).
- Intenzita konkurence na příslušném trhu.
- Stupeň diverzifikace.
- Stupeň pružnosti provozních nákladů vůči provozním výkonům.
- Zatížení podniku fixními finančními výdaji (úroky, splátky úvěrů atd.) (Mařík et al., 2011a, s. 41).

Obchodní riziko

Pro tento typ rizika je určující stupeň proměnlivosti čistých výnosů, které jsou ovlivňovány výkyvy prodejů (prodejní riziko), nebo stupněm fixních provozních nákladů (provozní riziko). Prodejní riziko se vyvíjí v závislosti na vývoji trhu a měříme jej pomocí variability čistých tržeb, která je ovlivňována poptávkou, konkurencí či diverzifikací podnikových aktivit daného trhu. Provozní riziko je ovlivňováno stupněm provozní páky, čili podílem fixních provozních nákladů na provozních nákladech celkových. S růstem provozního rizika spojeného s růstem rizika prodejního dochází k citlivému ovlivňování hospodářského výsledku, jinými slovy existence většího podílu fixních aktiv vyvolává v konečném důsledku vyšší citlivost zisku na změny výroby a prodeje, čímž je zvyšován podíl provozního rizika (Mařík et al., 2011a, s. 43).

Finanční riziko

V rámci finančního rizika je rovněž patrná věcná souvislost mezi podílem fixních finančních nákladů a celkovými finančními náklady. Jako fixní finanční náklady lze označit náklady na placené úroky, splátky úvěrů, leasingů či dividend. Finanční riziko měříme prostřednictvím stupně finanční páky či jiných ukazatelů představujících výši zadlužení, likvidity, nebo stavem pracovního kapitálu (například malý, či záporný ČPK) (Mařík et al., 2011a, s. 44).

Systematické a nesystematické riziko

Rizika systematická a nesystematická představují především vazbu k investicím na kapitálovém trhu a úroveň jejich diverzifikace. Rizika těchto investic klesají v závislosti na zvyšování úrovně diverzifikace investičních portfolií a zvyšováním negativní korelace jednotlivých investic v těchto portfoliích. I když lze správnou diverzifikací riziko snížit na minimum, existuje zde stále určité riziko, které je spojeno s rizikem celého kapitálového trhu, jenž je označováno jako riziko systematické, neboli tržní (např. vývoj HDP, úrokové míry, vývoj cenové hladiny), zatímco riziko, které lze snižovat právě diverzifikací označujeme jako riziko nesystematické, případně specifické či jedinečné (zde hraje roli zejména kvalita vedení podniku). V rámci předchozího členění rizik nutno podotknout, že jako riziko obchodní, tak riziko finanční je složeno ze složek rizik systematických a současně nesystematických (Mařík et al., 2011a, s. 47).

2.1 Diskontní míra

Jak již bylo uvedeno, problematika oceňování je jednou z hlavních prostředků finančního řízení a rozhodování. Jedním z hlavních principů je princip současné hodnoty, která tvoří diskontovanou hodnotu budoucích výnosů za pomoci nákladů kapitálu. Při oceňování za jistoty je nákladem kapitálu bezriziková sazba. V opačném případě, tedy v rámci oceňování za rizika jsou budoucí výnosy a současně náklad investovaného kapitálu vyjádřeny pomocí rozdělení pravděpodobnosti. V případě oceňování za nejistoty jsou tyto veličiny vyjádřeny mezními hodnotami neboli intervaly, přičemž tyto přístupy lze v konkrétních případech kombinovat (Dluhošová, 2006, s. 40).

Diskontní míra je **základní faktor**, který odráží faktor jak časový, tak rizikový a jeho úloha tkví zejména v následujících funkcích, přičemž právě druhá funkce je z hlediska určení diskontní míry zásadní:

- Funkce **přepočtu budoucích příjmů** na současnou hodnotu této částky.
- Funkce **určení míry výnosnosti**, která je očekávána investory za poskytnutý kapitál pro budoucí výnosy s ohledem na riziko s těmito výnosy spojeným (Mařík et al., 2011a, s. 47).

Určení očekávané výnosnosti investorů s ohledem na rizika spojená s těmito výnosy má vazbu na reálné alternativní možnosti využití této investice při stejném rizikovém faktoru v rámci kapitálového trhu, jenž je obvykle označováno jako náklad obětované příležitosti

(oportunitní náklad). Investorovo očekávání je tedy jakýmsi finančním vyjádřením nákladů na poskytnutý (investovaný) kapitál, jež ve své podstatě představuje investorovo pojetí diskontní míry. Náklady na kapitál jsou tedy dány především náklady obětované příležitosti (Mařík et al., 2011a, s. 48).

Diskontní míra zahrnuje rizikové faktory jednotlivých aktiv. Každé aktivum je do určité míry zatíženo určitou mírou rizik a podnik je rizikem zatížen téměř vždy.

V rámci stanovení hodnoty takového rizika se obvykle používá metoda stanovení rizikové přírážky k „bezrizikové úrokové míře“, která je dále upravena o určitou úroveň stanovené míry rizika. Stejně jako v případě volby přístupu oceňování platí stejná pravidla pro volbu metody výpočtu diskontní míry, který se opírá zejména o typ kategorie zjišťované hodnoty a typu potenciálního investora, pro kterého je samotné oceňování uskutečňováno (Mařík et al., 2011a, s. 49-50).

3 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Samotný postup ocenění se odvíjí zejména od daných podmínek, které zahrnují především účel ocenění, zvolenou hodnotovou kategorii, jakož i metodu ocenění. Významnou roli také hraje dostupnost požadovaných dat a informací o samotném objektu ocenění.

Obecný postup oceňování by se dal shrnout do následujících kroků:

I. Sběr vstupních dat

II. Analýza dat

- a. strategická analýza – klíčová analýza všech oceňovacích metod a postupů
- b. finanční analýza – vždy, větší váhu má v rámci výnosových metod
- c. rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná – vždy
- d. analýza a prognóza generátorů hodnoty – výnosové a majetkové metody
- e. orientační ocenění na základě generátorů hodnoty

III. Sestavení finančního plánu – výnosové metody

IV. Ocenění

- a. volba metody ocenění – vždy
- b. ocenění podle zvolených metod
- c. souhrnné ocenění (Mařík et al., 2011a, s. 53; Kislingerová, 2001, s. 25-27; Hálek, 2009, s. 156; Marek, 2006, s. 527)

Jak již bylo uvedeno, tento postup je pouze obecný a v rámci konkrétního ocenění vždy sám oceňovatel rozhodne o konkrétním postupu či modifikaci těchto obecných kroků. Zejména v rámci tržního a objektivizovaného ocenění je zapotřebí tento postup více propracovat a zjišťované údaje řádně zdokumentovat, což platí tím více, čím větší a složitější podnik hodnotíme. S ohledem na správnost výsledku práce je dále užitečné využití více oceňovacích modelů se závěrečnou syntézou výsledků v kontextu ocenění podniku ke konkrétnímu datu.

3.1 Sběr vstupních dat

Stanovení hodnoty podniku se neobejde bez přiměřených vstupních dat potřebných pro zvolenou kategorii hodnoty, které jsou dle autorů rozděleny do těchto kategorií:

1. **Úvodní informace o podniku** – zahrnují identifikační údaje, předmět podnikání, vlastnické vztahy, podnikovou strukturu, historii společnosti.
2. **Ekonomická data** – účetní závěrky posledních let (3-5).

3. **Informace o relevantním trhu** – vymezení trhu, jeho velikost a vývoj, atraktivita.
4. **Konkurenční struktura** – hlavní a přímí konkurenti, informace o substitutech.
5. **Odbyt a marketing** – struktura odbytu, trhu, odběratelů, produkty, cenová politika.
6. **Informace o stavu výroby a dodavatelích.**
7. **Informace o zaměstnancích podniku** (Mařík et al., 2011a, s. 54-55; Dluhošová, 2006, s. 147; Hálek, 2009, s. 145-148).

Hálek (2009, s. 148) dále uvádí, že v rámci znaleckého oboru je řada z potřebných podkladů běžnou součástí datové základny oceňovatele, takže je není třeba shromažďovat v rámci jednotlivých ocenění. Tyto podklady slouží jako základna pro zpracování makroekonomických analýz, pro posuzování postavení daného podniku na trhu a jsou z nich vyvozovány dílčí závěry při stanovování diskontní míry v rámci výnosových oceňování.

3.2 Strategická analýza

Podle Hála (2009, s. 157) představuje strategická analýza zhodnocení minulých dat s cílem určit vývojový potenciál a rámec pro prognózu budoucího vývoje zejména v oblasti tržeb. Základním účelem je zodpovězení otázky dlouhodobé perspektivy podniku.

Sedláčková (2006, s. 8-9) považuje strategickou analýzu za základní nástroj pro nalezení souvislostí mezi samotným podnikem a jeho okolím, přičemž hlavní podstata je v připravenosti podniku na všechny situace, které mohou s velkou pravděpodobností v budoucnu nastat. Zahrnuje vztah k makrookolí, odvětví, konkurenci a zdrojovému potenciálu podniku. Při analýze těchto faktorů je třeba zvažovat vždy jejich vzájemné vazby.

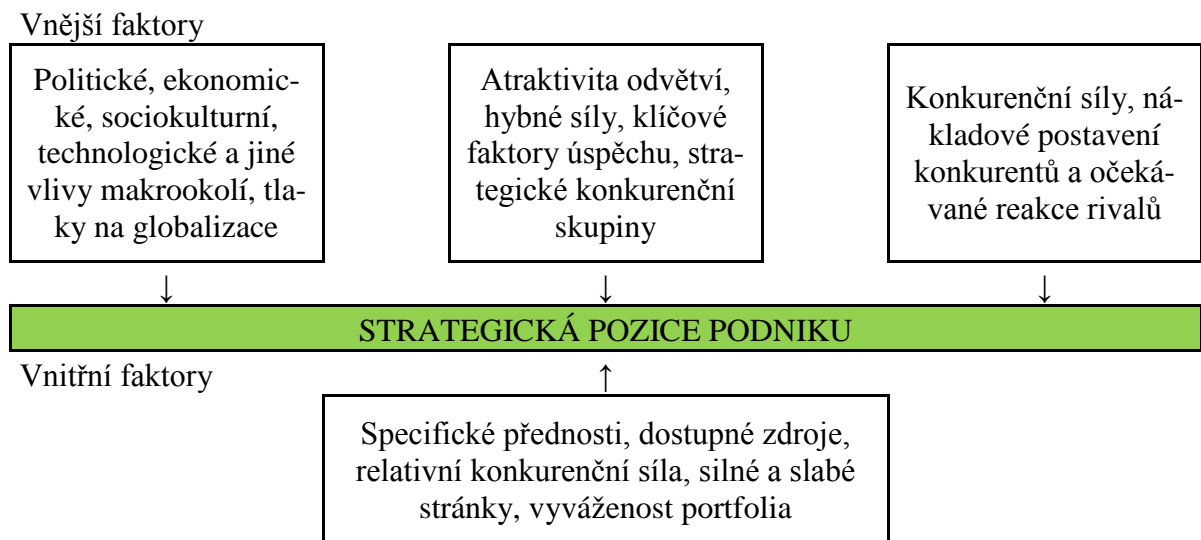
Podle Maříka (2011a, s. 56-57) představuje strategická analýza klíčovou fází oceňovacího postupu a „*důležitý předpoklad věrohodnosti výsledného ocenění*“.

„Uvedené poznatky zásadní povahy spolu se souhrnem dílčích podkladů a osobních dojmů z činnosti firmy pak tvoří rámec pro konkrétní úvahy nad konkrétními čísly vlastního ocenění.“ (Marek, 2006, s. 529)

Vnější potenciál identifikujeme pomocí šancí a rizik, které jsou v rámci okolí podniku definovány, vnitřní potenciál udává adaptabilitu podniku na identifikované šance a rizika okolí a je identifikován pomocí slabých a silných stránek, přičemž hledáme konkurenční výhodu podniku (Mařík et al., 2011a, s. 56).

Základními fázemi strategické analýzy jsou:

- **analýza okolí** – orientovaná na vlivy trendů jednotlivých makroekonomických a mikroekonomických faktorů, zpravidla v rámci daného odvětví,
- **analýza vnitřních zdrojů a schopností** – identifikace specifických předností jako základu konkurenční výhody (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10).



Obrázek 1: strategická analýza

Zdroj: Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10

Strategická analýza je následně doplněna o samotné finanční údaje podniku s finančním plánem a to v rámci určeného postupu od strategické analýzy směrem k finančnímu plánu, přičemž je prioritní důležitost směřována na přiměřenou dokumentaci a zdůvodnění výsledků analýzy. Perspektivy podniku spolu s informacemi o vývoji tržeb, konkurence a případných rizik dává odpověď na otázku předpokladu trvalého pokračování podniku, který je zásadní v rámci volby oceňovací metody. Samotný postup strategické analýzy sestává obvykle z následujících bodů:

1. Analýza a prognóza relevantního trhu (analýza vnějšího potenciálu).
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.
3. Prognóza tržeb (na základě bodu 1 a 2) (Mařík et al., 2011a, s. 57-58).

3.2.1 Analýza a prognóza relevantního trhu

Výchozí krok strategické analýzy je vymezení relevantního trhu, přičemž volíme takový typ trhu, který nám poskytne dostatek informací ke zpracování a posouzení atraktivity a dalšího vývoje (Mařík et al., 2011a, s. 59).

Krabec (2009, s. 104) dále uvádí, že vymezení relevantního trhu je velmi důležitý krok samotného oceňování, neboť tyto údaje mají zásadní vliv na konečnou hodnotu podniku. Při formulaci relevantního trhu vycházíme z oficiálních statistik, odborných prognóz a expertních odhadů, přičemž je nutné věnovat pozornost co nejbližšímu vymezení oborové klasifikace příslušnému výrobnímu programu podniku.

Základní tržní data

Velikost trhu je odvozena především od velikosti poptávky po produktu podniku vůči například celkové spotřebě či prodejm, pokud možno doplněné o možný cenový vývoj.

Atraktivita trhu

Analýza atraktivity trhu představuje hlavní fázi zjišťování perspektivnosti podniku a jeho schopnosti v budoucnu dosahovat růstu tržeb. Jedná se o kvalitativní vyhodnocení tržních dat za účelem identifikace šancí a rizik v mezích daného trhu a identifikace významných faktorů ovlivňujících stanovení rizikové přírážky v rámci diskontní míry.

V rámci analýzy atraktivity trhu jsou doporučeny následující kritéria:

- růst trhu,
- velikost trhu,
- intenzita přímé konkurence,
- průměrná rentabilita, substitute, tržní bariéry,
- citlivost trhu na konjunkturu,
- struktura a charakter odběratelů (Mařík et al., 2011a, s. 63-64).

Prognóza vývoje trhu

V rámci objektivizovaného ocenění se lze spolehnout na analýzu současnosti a případné nesporné tendence dalšího vývoje. V rámci tržního oceňování je žádoucí názor podložený odbornými expertízami či odbornými odhady. Při samotné prognóze trhu je třeba vycházet zejména z vazeb a souvislostí na prognózované základní národohospodářské indikátory jako jsou HDP nebo jiné prognózovatelné ukazatele, přičemž výchozím bodem se stávají hlavní faktory, jenž oceňovatel volí v závislosti na konkrétním ocenění a dostupnosti dat pro jejich využití. Jako hlavní faktory lze označit:

- 1. Národohospodářské faktory** – např. HDP, průmyslová výroba, spotřeba – podmínkou využití těchto faktorů je jejich zřejmá souvislost s vývojem daného trhu.

2. **Obecné faktory poptávky** – např. příjmy obyvatelstva, ceny a jejich vývoj, demografické data.
3. **Specifické faktory** pro konkrétní skupinu produktů – např. spotřební zvyklosti či módní trendy (Mařík et al., 2011a, s. 68).

V rámci samotného prognózování dále oceňovatel volí postup, o kterém rozhodne, že je v konkrétním případě vhodný a z hlediska možností realizovatelný, přičemž by měl vycházet z určitých zavedených a osvědčených postupů, jako jsou například:

- Analýza časových řad pomocí lineární, mocninné či exponenciální funkce.
- Jednoduchá či vícenásobná regresní analýza, jež umožňuje modelovat vztah mezi velikostí poptávky a faktory, které ji ovlivňují.
- Odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím (Mařík et al., 2011a, s. 69).

Tyto postupy lze vzájemně kombinovat a její výsledky případně v rámci svého uvážení korigovat. V každém případě je žádoucí vždy použít určitý technický postup, který dokládá významnost a relevanci zjištěných dat spojenou s odborným posouzením oceňovatele. Naopak nežádoucí je pouhý odhad oceňovatele, který stanoví dle svého subjektivního názoru. Důležitým kritériem je taktéž dodržení jednotnosti cenové hladiny (stálé, běžné ceny) v rámci vytváření prognóz. Samotná prognóza by měla být zakončena předpokládaným vývojem trhu v období pokračující hodnoty.

3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Na základě analýzy konkurenční síly podniku jsou učiněny základy pro stanovení odhadů vývoje tržních podílů dané společnosti do budoucna vzhledem k předchozí analýze a kvantifikaci samotného trhu. Jednotlivé kroky této fáze jsou obecně rozfázovány na následující postup:

- Identifikace dosavadních tržních podílů dané společnosti.
- Identifikace konkurentů.
- Analýza vnitřního potenciálu a hlavních faktorů konkurenční síly (Mařík et al., 2011a, s. 74).

Stanovení tržního podílu podniku

Pokud máme informace o velikosti relevantního trhu, tržní podíl stanovíme poměrem tržeb oceňovaného podniku vůči tržbám tohoto relevantního trhu.

Identifikace hlavních konkurentů

Součástí tohoto kroku by měla být jejich analýza na úrovni hospodaření a dalších relevantních ukazatelů vedoucích k odhalení jejich konkurenční síly. V případě dostatečného množství získaných informací je záhodno v rámci tří největších konkurentů definovat relace jejich tržních podílů vůči oceňovanému podniku. V závěru této fáze by měla vyplynout specifikace hlavních hospodářských parametrů konkurenčních podniků s vymezením vazeb na tržní podíly (Mařík et al., 2011a, s. 76).

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku je považována za druhou klíčovou fází samotného oceňování. Výsledky této fáze by měly být zobrazeny jednak v posouzení perspektivnosti daného podniku, jednak v odhadu vývoje jeho tržního podílu a v neposlední řadě ve stanovení diskontní míry nebo jiných parametrů, které odráží podnikové riziko. Jedná se tedy o zodpovězení dvou hlavních otázek:

1. V jaké míře je podnik schopen využít šance, které mu růst trhu a jeho okolí nabízí a v jaké míře je podnik schopen čelit konkurenci a možným hrozbám?
2. Jaké je hodnocení konkurenční síly oceňovaného podniku vůči jeho hlavním konkurentům (Mařík et al., 2011a, s. 77)?

Otázka dlouhodobé perspektivnosti podniku je klíčovým krokem samotné strategické analýzy. Při posuzování konkurenční síly podniku je podstatný vliv schopností podniku na růst jeho tržního podílu. Pro tento účel se vypracovává fundamentální analýza, která identifikuje hlavní faktory ovlivňující tržní podíl podniku, které závisí na podmínkách konkrétního oceňování, nebo na podmínkách jejich minulého i možného budoucího rozvoje, přičemž lze tyto faktory rozdělit na faktory přímé a nepřímé:

- **Přímé faktory** – kvalita a technická úroveň produktů, ceny, dostupnost, flexibilita dodávek, servisní zabezpečení, marketing, nebo image firmy.
- **Nepřímé faktory** – zde je možno zařadit například kvalitu managementu, výdaje na vědu a výzkum, certifikáty, dostatečné finanční zázemí či investice do majetku i lidského kapitálu (Mařík et al., 2011a, s. 80).

3.2.3 Perspektivnost podniku a prognóza tržeb

Perspektivnost podniku je závislá na výsledcích analýzy atraktivnosti trhu a konkurenční síle oceňovaného podniku. Prognóza tržeb se odvíjí ze zpracování předchozích kroků

a opírá se zejména o analýzu a prognózu relevantního trhu a současně o analýzu a prognózu vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, přičemž se bere v úvahu také výsledek analýzy časových řad tržeb dotčeného podniku za minulost. Vlastní prognóza růstu tržeb by měla být následující:

1. Růst trhu (analýza a prognóza) vynásobíme růstem tržního podílu (analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku). Výsledkem je výchozí odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku.
2. Odhad tempa růstu tržeb podrobíme analýze dosavadního růstu a zjistíme průměrný růst za předchozí roky.
3. Tempo růstu zjištěné z předchozích analýz podrobíme srovnání s tímto dosavadním růstem a testujeme jeho reálnost. Pokud vyjdou různé hodnoty, je třeba tyto odchylky náležitě zdůvodnit, nebo provést nutné korekce odhadu (Mařík et al., 2011a, s. 93-94).

3.3 Finanční analýza

Nelze si představit proces oceňování podniku bez kvalitní finanční analýzy, jakožto nejdůležitějšího nástroje samotného finančního řízení podniku.

Z hlediska oboru oceňování plní finanční analýza zejména dva základní úkoly:

1. Prověření finančního zdraví podniku – sledujeme historický vývoj hospodaření i současný stav a odpovídáme na otázku vlivu a příčin těchto výsledků na blízkou budoucnost s hledáním souvislostí.
2. Je podkladem pro vytvoření finančního plánu, který je klíčový ve stanovení výnosové hodnoty podniku – plánujeme tedy hlavní finanční veličiny (Marek, 2006, s. 530; Knápková a Pavelková, 2010, s. 48-49; Sedláček, 2011, s. 3-5).

Hlavním cílem finanční analýzy z hlediska oceňování by mělo být především doplnění předběžného výroku o **perspektivnosti podniku**, který byl definován ve strategické analýze a doplnit podklady pro stanovení rizika podniku. Postup finanční analýzy závisí na typu společnosti a vybrané oceňovací metodě:

1. prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
2. sestavení analýzy základních účetních výkazů,
3. výpočet poměrových ukazatelů,

4. vyhodnocení a vypracování souhrnného zhodnocení zjištěných výsledků (Mařík et al., 2011a, s. 96-97; Hálek, 2009, s. 158; Marek, 2006, s. 530; Kislingerová, 2001, s. 63-85).

Analýza rozvahy

Oceňovatel prověřuje stav aktiv a pasiv v rámci delšího časového horizontu a posuzuje případné tendence. Přitom je třeba vždy brát v úvahu složky, které se v rozvaze nenacházejí (např. odepsaný majetek, nadhodnocené zásoby, majetek pořízený formou finančního leasingu atd.) a současně dbát na relevanci údajů, které se v rozvaze nacházejí, ovšem je třeba je vlastním posouzením odborně ocenit (např. nehmotná aktiva, reálná hodnota FM, nebonitní pohledávky, podhodnocené závazky) (Mařík et al., 2011a, s. 98).

Výkaz zisku a ztráty

Hlavním kritériem jsou podíly jednotlivých položek výkazu vůči celkovému obratu, jejich vývoj a jejich srovnání s obdobnými podniky. Nejvýznamnější faktory ovlivňující celkový výsledek hospodaření budou dále podrobeny další analýze. Při analýze VZZ je třeba brát zřetel nejen na celkový výsledek hospodaření, ale také na jeho dílčí složky, jako provozní, nebo finanční výsledek hospodaření.

Výkaz cash flow

Tento výkaz je obecně považován za nejdůležitější v rámci vyhodnocení finanční situace, neboť podává přehled o získávání a použití peněžních prostředků dané společnosti v kontextu vazby na ovlivňování výše pracovního kapitálu a výsledkům hospodaření za běžnou činnost.

Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je jedna z nejoblíbenějších metod z hlediska rychlého zjištění finanční situace.

Z hlediska oceňování je žádoucí určit si pořadí vyhodnocování jednotlivých ukazatelů dle naléhavosti v následující struktuře:

- **Ukazatele likvidity** – (ukazatele krátkodobé finanční rovnováhy) hledáme potvrzení pro předpoklad „udržení podniku při životě“ a to zejména ve vztahu k ukazateli krátkodobé (hotovostní) likvidity.

- **Ukazatele zadluženosti** – (ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy) hledáme potvrzení pro naplnění předpokladu hradit dlouhodobé závazky.
- **Ukazatele rentability** – (ukazatele výnosnosti) hodnotíme předpoklad výnosnosti a jeho vývoje v čase za pomoci předchozí výsledkové analýzy a současně analýzy aktivity neboli schopnosti podniku využívat daná aktiva.
- **Ukazatele aktivity** - měří schopnost využití aktiv v podniku (Mařík et al., 2011a, s. 102).

Po rozboru jednotlivých ukazatelů je vhodné dále zkoumat jejich vzájemné relace například využitím pyramidového rozkladu.

Ukazatele likvidity

Likvidita značí solventnost podniku v krátkodobém horizontu neboli momentální schopnosti hradit své krátkodobé závazky. Sedláček (2011) definuje solventnost jako připravenost podniku hradit své dluhy, když nastala jejich splatnost, což je jednou ze základních podmínek existence podniku. Hálek (2009, s. 160) považuje finanční situaci podniku za nejdůležitější a nejsledovanější stránku nejen pro vedení podniku, ale také pro externí subjekty, se kterými je podnik v kontaktu. Podle Maříka (2011a) ovšem není třeba ukazatelům likvidity z hlediska oceňování věnovat přílišnou pozornost, slouží především pro prvotní orientaci v rámci dalších kroků finanční analýzy. Podle autora jde o statické ukazatele, které mají nízkou vypovídací schopnost a jejich závislost na prvotním ocenění aktiv daného subjektu je značná.

$$\text{Okamžitá likvidita (I. stupně)} = \frac{\text{Peníze}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (1)$$

Hotovostní (okamžitá) likvidita představuje čistý finanční majetek – okamžitých likvidních peněžních prostředků v poměru ke krátkodobým závazkům. Tento ukazatel by měl nabývat hodnot v rozmezí 0,2 – 0,5. Příliš vysoké hodnoty tohoto ukazatele značí nevýnosnost takto držených finančních prostředků a tím i neefektivnost v řízení těchto aktiv (Knápková a Pavelková, 2010).

Ukazatele zadluženosti

Jak již bylo uvedeno, tyto ukazatele jsou považovány za ukazatele dlouhodobé finanční stability. V rámci těchto ukazatelů je třeba zkoumat strukturu vlastních a cizích zdrojů

a jejich vzájemné relace. Používání cizích zdrojů ovlivňuje jak výnosnost kapitálu akcionářů, tak i riziko podnikání. V souvislosti s tím je třeba se zaměřit zejména na následující ukazatele, které jsou porovnávány s doporučenými hodnotami. Na tomto základě pak lze odhadovat možný vývoj dalšího zadlužení v rámci sestavování finančního plánu (Mařík et al., 2011a, s. 104; Hálek, 2009, s. 162).

- Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu

$$\frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (2)$$

- Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech

$$\frac{\text{Dlouhodobý majetek}}{\text{Celková aktiva}} \quad (3)$$

- Krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem

$$\frac{\text{Dlouhodobý kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}} \quad (4)$$

- Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem

$$\frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}} \quad (5)$$

Ukazatele rentability (výnosnosti)

Ukazatele rentability představují podle Hála (2009, s. 160) nejčastější způsob hodnocení činnosti podniku v rámci poměrového srovnávání výsledků hospodaření s podnikovými zdroji, kterých bylo k dosažení příslušných výsledků použito. Mařík (2011a, s. 105-106) poukazuje na vzájemný vztah mezi ukazateli rentability, ukazateli likvidity a zadluženosti. Jako hlavní ukazatel mezi touto skupinou ukazatelů je řazena rentabilita celkových aktiv, jinak řečeno rentabilita celkového kapitálu:

$$\frac{\text{VH před daněmi} + \text{Úroky}}{\text{Celkový kapitál}} \quad (6)$$

Dále je možno zjistit ziskovou marži:

$$\frac{\text{Výsledek hospodaření po dani}}{\text{Čisté tržby}} \quad (7)$$

Pro majitele je důležité znát stav ukazatele rentabilita vlastního kapitálu:

$$\frac{\text{Výsledek hospodaření po dani}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (8)$$

Obecně lze ukazatele výnosnosti (rentability) považovat za vstupní bránu do výnosové analýzy. Po zjištění výsledku tohoto poměrového ukazatele nadchází fáze hledání příčin shledaných zjištění nejdříve pomocí srovnávání s podobnými podniky, následně pak analýza vývoje za pomoci výsledovky či ukazatelů aktivity (Mařík et al., 2011a, s. 106).

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují o úspěšnosti podniku při využití aktiv, která vlastní. Poměřuje tokové (tržby) a stavové (aktiva) veličiny a vyskytují se ve dvou formách:

- Obrátkovost (počet obrátek aktiva za dané období).
- Doba obratu (počet dní, po které trvá jedna obrátka aktiva) (Hálek, 2009, s. 161).

Analýza těchto ukazatelů napovídá o schopnosti podniku hospodařit s aktivy a současně jejím vlivu na výnosnost a likviditu. V rámci ukazatele počtu obrátů aktiv za rok počítáme rychlost obrátů aktiv a jejich přiměřenosti ve vztahu k celkovým výkonům podniku:

$$\text{Počet obrátů aktiv celkem za rok} = \frac{\text{Roční tržby}}{\text{Celková aktiva}} \quad (9)$$

V rámci oběžných aktiv je třeba věnovat pozornost ukazatelům doby obrátu zásob a době obrátu pohledávek:

$$\text{Doba obrátu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Průměrné denní tržby}} \quad (10)$$

$$\text{Prům. doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohl. z obch. styku}}{\text{Průměrné denní tržby}} \quad (11)$$

Soustavy ukazatelů – pyramidový rozklad

Soustavy ukazatelů se vytvářejí za účelem zjednodušení finanční analýzy. V závislosti na cíli rozboru se dávají do souvislostí a vzájemných závislostí jednotlivé soubory ukazate-

lů. Existují dva základní typy soustav: paralelní a pyramidové soustavy ukazatelů (Knápková a Pavelková, 2010, s. 129).

Nejnámější soustavou je tzv. pyramidový rozklad rentability kapitálu (ROE) Du Pont, pojmenovaný podle americké chemické společnosti E. I. Du Pont, která tuto metodu objevila. Jedná se vlastně o matematickou operaci – krácení zlomků. Vrcholový ukazatel je vždy výsledkem určitých matematických operací (součinu, součtu, podílu či rozdílu) tzv. příčinných (primárních) ukazatelů, které jsou dále rozložitelné nekonečně mnoha způsoby na nižší úrovně (sekundární, terciární).

Souhrnné ukazatele - Altmanův bankrotní model (Z – skóre)

Z – skóre je jakýmsi doplňkem finanční analýzy. Původní verze vznikla v roce 1968 jako diskriminační funkce profesora Altmana za účelem předpovědi bankrotu pro vybrané subjekty obchodovatelnými na burze. V roce 1983 byla tato rovnice upravena i pro ostatní podniky:

$$Z_i = 0,717 \times A + 0,847 \times B + 3,107 \times C + 0,420 \times D + 0,998 \times E \quad (12)$$

Principem tohoto modelu je vytvoření jediné hodnoty, která by podchytila finanční situaci podniku podle následujících kritérií (Sedláček, 2011, s. 110):

- pokud je Z větší než 2,9 = uspokojivá finanční situace
- pokud $Z = 1,2 - 2,9$ = nevyhraněná finanční situace
- pokud je Z menší než 1,2 = velmi silné finanční problémy

A = čistý pracovní kapitál / celková aktiva, B = nerozdělený zisk / celková aktiva⁸, C = zisk před zdaněním a úroky / celková aktiva, D = tržní hodnota vlastního kapitálu / účetní hodnota celkových dluhů⁹, E = celkové tržby / celková aktiva

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pokud chceme vymezit provozně potřebná aktiva dané společnosti, výchozím předpokladem je pro nás je samotné zaměření podniku, pro které byl zřízen, protože vycházíme ze

⁸ Pro ukazatel B se zpravidla přebírá z účetních výkazů součet tří účetních položek, tj. výsledek hospodaření běžného účetního období + výsledek hospodaření minulých let + fondy ze zisku.

⁹ Pro ukazatel D se zpravidla přebírá z rozvahy hodnota základního kapitálu.

skutečnosti, že chceme ocenit pouze jeho hlavní činnost. V rámci konkrétního zaměření firmy je třeba vymezit aktiva v určité velikosti a struktuře včetně nutných rezerv pokrývajících potřebné kapacity. Tyto aktiva označujeme jako provozně potřebná. Všechna ostatní aktiva v podniku vymezíme jako nepotřebná. Může jít například o pozemky, finanční majetek nenesoucí žádné výnosy, nebo finanční prostředky ve větším než provozně nutném objemu.

Tyto aktiva by měla být vždy oceňována samostatně, zatímco provozně potřebná aktiva zůstávají součástí podniku a jsou oceňovány výnosovými metodami, nebo výnosy, které z těchto aktiv plynou. Současně s provozně nepotřebným majetkem vyřadíme v rámci výkazu zisku a ztráty výnosy a náklady, jež souvisí uvedenými aktivy (Mařík et al., 2011a, s. 119).

Nejčastěji zařazovaná provozně nepotřebná aktiva jsou například finanční prostředky většího než provozně nutného rozsahu. Zde platí ovšem určitý individuální přístup oceňovatele, který musí prozkoumat a odhadnout hranici, od které tyto prostředky spadají do takzvaně provozně nenutných aktiv. Často je pro tento účel využívána žádoucí úroveň poměrového ukazatele okamžité likvidity¹⁰, přičemž obvykle doporučená hodnota tohoto ukazatele je 20 % (Mařík et al., 2011a, s. 121; Knápková a Pavelková, 2010, s. 156).

Po rozčlenění aktiv je třeba kvantifikovat provozně nutný čistý pracovní kapitál, tj. kapitál, který je investovaný do provozně potřebných aktiv. Takto vydefinovaný provozně nutný kapitál bude dále sloužit jako důležitý faktor při dalších propočtech v procesu oceňování. V rámci provozně nenutného kapitálu se v praxi nejčastěji jedná o položky neúročených krátkodobých a dlouhodobých závazků, u kterých nelze jednoznačně vyčíslit jejich náklady (např. úroky). Takto upravená pasiva nazýváme upraveným pracovním kapitálem (Mařík et al., 2011a, s. 123; Knápková a Pavelková, 2010, s. 156).

3.5 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Jak již bylo zmíněno, po úpravách provozně nutných aktiv a kapitálu je nutno upravit i položky výkazu zisku a ztrát o takové náklady a výnosy, které souvisí právě s nepotřebnými aktivy a provozně nenutným kapitálem. Tyto položky se z výkazu vyloučí a dále je

¹⁰ Okamžitá likvidita = peníze a účty v bankách / krátkodobé závazky.

pak výkaz zisku a ztrát zpracováván v této upravené hodnotě. Východiskem pro tyto úpravy je provozní výsledek hospodaření.

V praxi se často v těchto případech vyskytují například tyto typy položek:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku či materiálu,
- odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání (Mařík et al., 2011a, s. 123; Marek, 2006, s. 531).

Takto upravený výsledek hospodaření nazýváme korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) a jedná se o výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem. KPVH se v dalších krocích analyzuje z hlediska minulého vývoje pro stanovení prognózy jeho vývoje do budoucna, jako východisko pro výnosové ocenění (Mařík et al., 2011a, s. 123).

3.6 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty tvoří jádro celého oceňovacího postupu a představují souhrn základních hospodářských veličin podniku, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku a jsou vyvozovány v rámci konkrétní zvolené metody oceňování, jako například metoda diskontovaných peněžních toků. Hodnototvorné generátory mají schopnost ovlivňovat tvorbu volných peněžních toků, které v konečném důsledku ovlivňují schopnost podniku tvořit hodnotu. Vzhledem k tomu, že samotné oceňování podniku se děje prostřednictvím dlouhodobých prognóz, je třeba tyto generátory správně identifikovat, analyzovat a věnovat jim pozornost zejména ve vztahu k budoucímu vývoji. Hlavními generátory hodnoty jsou tržby (zjištěné v části strategická analýza), provozní zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého provozně nutného kapitálu. Na samotnou projekci generátorů hodnoty dále navazuje tvorba finančního plánu, jenž vychází právě z prognóz uvedených generátorů (Mařík et al., 2011a, s. 125-126; Hálek, 2009, s. 164; Marek, 2006, s. 530).

Provozní marže v rámci korigovaného provozního výsledku hospodaření – jedná se o druhý nejdůležitější hodnototvorný ukazatel. Vycházíme zde z korigovaného provozního výsledku hospodaření zjištěného v předchozích krocích, který je dán do poměru s tržbami podniku (Mařík et al., 2011a, s. 127).

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{KPVH (před daněmi)}}{\text{Tržby}} \quad (13)$$

V rámci dosažení relevantních výsledků je vhodné zpracování dvou nezávislých prognóz této veličiny, obvykle prognóza shora a prognóza zdola (obousměrné plánování) a tyto postupně sladovat (za pomoci průběžného vyhodnocování a korekce) tak, aby byly jejich hodnoty shodné. Výhodou tohoto přístupu je zpětná vazba na jednotlivé ukazatele (Mařík et al., 2011a, s. 127; Fotr, 2012, s. 91).

Prognóza ziskové marže shora

Jedná se o základní prognózu ziskové marže. Vychází z vývoje ziskové marže v minulosti a samotná prognóza se opírá o výsledky prognózy tržeb strategické analýzy (Mařík et al., 2011a, s. 127-128; Marek, 2006, s. 531).

Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza zdola vychází z prognózy hlavních provozních nákladových položek (náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady). Dají se predikovat například procentem z tržeb, či jiným způsobem, jehož volba závisí na oceňovateli samotném. Takto vydefinované odhady základních nákladů doplníme o méně významné nákladové a výnosové položky a dopočítáme korigovaný provozní zisk. Následně zjistíme provozní ziskovou marži. V případě odlišností obou výsledků je třeba provést korekce prognóz v předchozích krocích tak, aby se ziskové marže v obou postupech shodovaly. Pracovní kapitál je z hlediska generátorů hodnoty definován jako provozně nutný pracovní kapitál, neboli jedná se o pracovní kapitál očištěný o provozně nepotřebný majetek a neúročené závazky, tj. nejen závazky krátkodobé, ale i dlouhodobé neúročené závazky (například vůči státu) (Mařík et al., 2011a, s. 128-132).

Smyslem určeného postupu je zjistit náročnost růstu výkonů podniku na pracovní kapitál, abychom byli schopni dle tohoto výsledku určit vývoj zásob, pohledávek a závazků. V rámci analýzy a plánování těchto položek analyzujeme náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti. Vazbu mezi samotnými výkony a těmito položkami lze vyjádřit například pomocí ukazatele doby obratu, jehož vypovídací schopnost je velmi dobrá (Mařík et al., 2011a, s. 134).

$$\text{Ukazatel doby obratu} = \frac{\text{Položka pracovního kapitálu}}{\text{Tržby} * 365} \quad (14)$$

Jako vztažnou veličinu můžeme použít například tržby. Dle analýzy výsledného ukazatele doby obratu za minulé období odhadujeme vývoj ukazatele směrem do budoucna. Po relativním vyjádření odhadu vývoje položek pracovního kapitálu vypočítáme jejich absolutní hodnoty dle vztahu (Mařík et al., 2011a, s. 134-136).

$$\text{Položka pracovního kapitálu} = \text{doba obratu} * \frac{\text{Tržby}}{365} \quad (15)$$

K takto dopočteným položkám pracovního kapitálu přiřadíme odhadnutou provozně potřebnou výši krátkodobého finančního majetku a dopočteme celkovou výši pracovního provozně nutného kapitálu v absolutním vyjádření (Mařík et al., 2011a, s. 136).

V rámci investic do dlouhodobého provozně nutného majetku je třeba se zaměřit na obecný předpoklad, že jsou to právě investice, které jsou důležité pro dlouhodobé přežití podniku v konkurenčním světě. V rámci odhadu budoucího vývoje investic je opět vhodná analýza vývoje minulého. K tomuto účelu je vhodné použití například koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto:

$$k_{DMn} = \frac{\text{Změna provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Změna tržeb}} \quad (16)$$

3.7 Finanční plán

„Jestliže budeme sestavovat finanční plán, musíme si uvědomit, že plán ve své podstatě není nic jiného než jeden velký vzorec a plánovací proces se vlastně skládá ze dvou hlavních činností: správně zkonstruovat vzorec plánu a správně zadat vstupní data.“ (Marek, 2006, s. 499)

Finanční plán je nutný sestavovat vždy, pokud se oceňovatel rozhodne k použití výnosových metod oceňování. Finanční plán sestává z těchto výkazů:

- výsledovka,
- rozvaha,
- výkaz peněžních toků (Mařík et al., 2011a, s. 149; Hálek, 2009, s. 163; Marek, 2006, s. 499; Fotr, 2012, s. 106).

Výchozím bodem je plán tržeb, na který navazuje odhad budoucích nákladů, plán investic, pracovního kapitálu a odpisů. Další významnou položkou, která úzce souvisí s plánováním tržeb, je plán personálu s návazností na osobní náklady. Po vyčíslení výnosů a nákladů je v dalším kroku sestaven plán výsledku hospodaření a z toho vyplývajících daní a podílů na

zisku, jež jsou součástí výkazu plánovaných provozních peněžních toků. Tento plán spolu s investičním plánem slouží jako podklad pro sestavení celkového peněžního toku. Podle výsledku výkazu cash flow oceňovatel zvažuje možnost případného navýšení peněžních zdrojů či naopak formu jejich zhodnocení v případě jejich přebytku. V posledním kroku vyústí údaje z předchozích výkazů do plánované rozvahy (Mařík et al., 2011a, s. 150).

Při sestavování finančního plánu musí být podle Ballwiesera (1987, s. 83) zachován předpoklad neměnného chování podniku vzhledem k budoucnosti. Krom toho musí podle autora finanční plán splňovat dvě kvalitativní podmínky a to nezávisle na tom, zda jsou predikované hodnoty výsledkem analýzy minulých údajů či zahrnují strategickou analýzou odůvodněné odchylky. Jedná se o předpoklad konzistentnosti údajů a kontrolu věrohodnosti údajů. Ve smyslu konzistentnosti údajů je třeba přezkoumávat únosnost nákladových položek a investičních výdajů vzhledem k plánovanému růstu výnosů, ve smyslu kontroly věrohodnosti je třeba prověřit reálnost mezí stanoveného tempa růstu, tržního podílu, nákladové struktury a ziskové marže.

V rámci tvorby finančního plánu přebírá oceňovatel podle Maříka (2011a, s. 150) určité indicie a tendence podnikového managementu pouze v omezené míře, neboť v rámci zjišťování objektivizované hodnoty oceňovatel zodpovídá za konečnou verzi, která by měla vycházet z fundamentů oceňovatelských postupů, nikoli samotných podnikatelských cílů.

„Mnohdy se u větších podniku stává, že je znalci k dispozici podnikový finanční plán a úkolem znalce je pak odhalit a odstranit případné nedostatky, nesrovnalosti i možné nereálné předpoklady a nereálné očekávané výsledky.“ (Hálek, 2009, s. 164)

Postup sestavení finančního plánu:

V rámci analýzy a prognózy generátorů hodnoty převezmeme tyto hlavní údaje jako výchozí body pro plánovaný výkaz zisků za ztrát a plánovanou rozvahu:

- Plánované tržby.
- Plánované náklady na základě plánovaného vývoje ziskové marže.
- Plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků.
- Plánované investice do dlouhodobého majetku (Mařík et al., 2011a, s. 150).

K úplné kompletaci výše uvedených výkazů jako součástí finančního plánu je třeba k těmto fundamentům doplnit hodnoty méně významných položek, které odhadujeme méně náročnými způsoby, či ponecháme na původní výši. Dalším významným doplňkem finanční-

ho plánu je plánovaný předpoklad výplat ziskových podílů vlastníkům (Mařík et al., 2011a, s. 151).

3.8 Výběr vhodné metody pro ocenění

V zásadě máme k dispozici tři základní oceňovací okruhy, přičemž pro každou jsou typické jiné metody oceňování:

1. Metody vycházející z výnosových analýz.
2. Metody vycházející z analýz trhu.
3. Metody založené na ocenění jednotlivých majetkových položek (Mařík et al., 2011a, s. 37).

Protože se tato práce bude v dalším textu zabírat právě metodami výnosovými, je třeba se zaměřit na první okruh, tedy na metody vycházející z výnosových analýz. Metody, které tento okruh zahrnuje, jsou jednotlivě či kombinovaně použitelné v podstatě pro všechny hledané kategorie hodnoty, ať už se jedná o přístup objektivizovaný, subjektivní, nebo tržní:

- a. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).
- b. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).
- c. Kombinované výnosové metody.
- d. Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) (Mařík et al., 2011a, s. 37).

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V podstatě lze jednotlivé přístupy členit podle konceptu ocenění a způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. Podle metodického konceptu ocenění existuje několik základních metod:

- **Výnosové metody** jsou orientovány na stanovení hodnoty celkového či vlastního kapitálu v podobě současné hodnoty budoucích peněžních toků.
- **Majetkové metody** vycházejí z reprodukčních cen v rámci tržního ocenění.
- **Komparativní metody** stanovují hodnotu na základě srovnávání s podobnými podniky.
- **Kombinované metody** představují kombinaci různých metod (výnosových, majetkových či komparativních), na jejichž základě vyvozuje hodnotu pomocí váženého průměru (Dluhošová, 2006, s. 147; Marek, 2006, s. 525; Kislingerová, 2001, s. 23).

S ohledem na správnost výsledku práce je užitečné využít více oceňovacích metod, které je vhodné v případě potřeby doplnit o metody kombinované, které jsou založeny na výnosovém a současně majetkovém ocenění. Závěrečná syntéza výsledků by neměla být založena na průměrování výsledných hodnot jednotlivých metod (v případě odchylek hodnot větších než 5 %), nýbrž obecně je doporučováno zvolit jednu základní metodu, která je doplněna o informace metod ostatních. V případě, že není možné stanovit hodnotu podniku na základě porovnávacích metod, základní metodou by měly být metody výnosové.

4.1 Výnosové metody oceňování

„Je třeba zdůraznit, že z pohledu ekonomické teorie jsou výnosové metody jediným správným oceňovacím postupem. V praxi to již tak zcela neplatí. Příčinu však musíme hledat spíše v nedostatku spolehlivých dat o budoucnosti než v samotných výnosových metodách.“
(Marek, 2006, s. 526)

Hodnota statků v rámci výnosových metod oceňování je závislá na očekávaném budoucím užítku pro jejich vlastníky. Tento užitek je v rámci podniků definován budoucími ekonomickými efekty, jako je zisk, příjem z dividend či finančních toků. Samotná hodnota podniku je pak výsledkem definice budoucích výnosů, předpokládaného časového horizontu a nákladů kapitálu.

Do výnosových metod řadíme dvě základní oceňovací metody: metodu diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash Flow) a metodu kapitalizovaných zisků, přičemž

DCF metody nacházejí největší využití zejména v anglosaských zemích a metoda kapitalizovaných zisků jako metoda založená na účetních principech má svou tradici zejména v kontinentální Evropě. V poslední době však právě v rámci Evropy dochází stále více k používání metod založených na diskontovaných peněžních tocích (Dluhošová, 2006, s. 148; Marek, 2006, s. 526).

Kromě dvou uvedených základních výnosových metod oceňování zde máme novou, stále více využívanou metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA) a dále pak metody kombinované, které jsou do této kategorie rovněž zařazeny vzhledem k jejich využití v rámci kombinace výnosového a majetkového ocenění (Mařík et al., 2011a, s. 163; Marek, 2006, s. 526).

4.1.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

„Výběr metody je ovlivněn jednak typem oceňovaného podniku, dostupností dat, účelem ocenění a také výsledkem strategické a finanční analýzy. Metoda diskontování peněžních toků je při ocenění podniku přesnější, lépe vyjadřuje ekonomickou realitu podnikání, je ovšem také náročnější na zpracování. Na druhé straně je metoda kapitalizace čistých výnosů jednodušší a lépe využitelná při ocenění menších společností, kde je přijatelná i její určitá nepřesnost.“ (Hálek, 2009, s. 164)

Metoda DCF by v rámci výnosových metod měla zaujímat základní postavení, jelikož samotné peněžní toky v podstatě vyjadřují užitek z držby daného statku (podniku) a tím odrážejí teoretickou definici hodnoty. Ačkoli má tato metoda své kořeny především v anglosaských zemích, vlivem globalizace a stále většího přílivu investorů z těchto zemí se postupně prosazuje zejména v Evropě. Tato metoda je dále dělena na více variant, z nichž tři považujeme za základní:

- **metoda „entity“¹¹** – diskontováním peněžních toků pro vlastníky i věřitele dostaneme hodnotu podniku jako celku, od které následně odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění. Výsledkem je hodnota vlastního kapitálu netto. Tato metoda je obecně považována jako metoda výchozí.

¹¹ Entity = jednotka (podnik jako celek).

- **metoda „equity“¹²** – diskontováním peněžních toků pouze pro vlastníky dostaneme hodnotu vlastního kapitálu netto. Podle Mandla a Rabela (Mandl a Rabel, 1997, s. 368) vede metoda „entity“ i „equity“ ke stejnému výsledku pouze za podmínky zachování stejné struktury financování do budoucna.
- **metoda „APV“¹³** – v prvním kroku zjišťujeme hodnotu podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Hodnotu vlastního kapitálu netto dostaneme odečtením hodnoty cizího kapitálu od hodnoty vypočtené v prvním kroku (Mařík et al., 2011a, s. 164-165; Kislíngrová, 2001, s. 157; Hálek, 2009, s. 164; Mandl a Rabel, 1997, s. 373).

V rámci těchto metod je zjišťována hodnota čistého obchodního jmění (vlastního kapitálu), přičemž jejich rozlišujícím znakem je postup, jakým způsobem je této hodnoty dosaženo. Nejvíce využívaná je metoda DCF entity, která je současně považována i za metodu základní. V rámci této metody je třeba nejdříve vymezit peněžní toky pro vlastní ocenění a z této prognózy určit způsob stanovení výnosové hodnoty.

Cash flow je podle Hachmeistera (2000, s. 60) považováno za určité saldo přílivu a odlivu prostředků společnosti v rámci svého okolí v průběhu daného období a určuje vnitřní finanční sílu společnosti¹⁴.

Postup výpočtu diskontovaných peněžních toků je následující:

- analýza zisku a ztrát minulých let (na základě výsledků finanční analýzy),
- prognóza výnosů a nákladů (na základě finančního plánu),
- výpočet očekávaných peněžních toků,
- určení diskontní míry,
- výpočet hodnoty podniku (Hálek, 2009, s. 165).

¹² Equity = vlastní kapitál.

¹³ APV = upravená současná hodnota.

¹⁴ „Der Cash Flow ist somit der Saldo der Ein- und Auszahlungen des Unternehmens mit seiner Umwelt während einer Periode und bestimmt die Innenfinanzierungskraft des Unternehmens“ (Hachmeister, 2000, s. 60).

Metoda DCF entity odráží peněžní toky, které by měly být k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele (FCFF). Tento fakt musí reflektovat také diskontní míra, kterou jsou tyto peněžní toky diskontovány. Pro tento účel stanovíme diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Hodnota podniku pomocí metody DCF entity se tedy vypočítá jako:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (17)$$

- $FCFF_t$ je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t ,
- n je počet období,
- WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu (Kislingerová, 2001, s. 169; Dluhošová, 2006, s. 175).

Východiskem pro výpočet volného peněžního toku jsou vyprodukované peníze v podniku, snížené o investice nutné k jejich zajištění (dlouhodobý a pracovní kapitál). Výpočet volného peněžního toku je zachycen v následující tabulce:

Tabulka 1: výpočet volného peněžního toku

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

Zdroj: Mařík et al., 2011a, s. 170; Hálek, 2009, s. 166; Marek, 2006, s. 533

V praxi oceňování je pracováno s předpokladem nekonečného trvání podniku (předpoklad going concern). Pro takto dlouhý horizont je obvykle problém plánovat peněžní toky. V praxi se s tím často oceňovatelé vypořádávají pomocí dvoufázové metody, která rozděluje budoucnost podniku na dvě fáze. V první fázi odhadce plánuje peněžní toky v rámci jednotlivých let, přičemž na tuto fázi navazuje fáze druhá, která trvá do nekonečna. Tato fáze je obvykle označována jako pokračující hodnota. Výpočet hodnoty podniku je tedy následující:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (18)$$

- T je délka první fáze v letech,
- PH je pokračující hodnota,
- i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) (Mařík et al., 2011a, s. 178; Hálek, 2009, s. 168; Marek, 2006, s. 533).

Důležitou otázkou je ovšem volba délky prognózovaného období, na něž navazuje pokračující hodnota. K tomuto účelu jsou oceňovateli zvažována různá hlediska, pro která vyplývá zejména nutnost schopnosti podniku tvořit po toto období kladnou přidanou hodnotu, která bude stabilizovaná. Pokud je tedy v současnosti tato hodnota záporná, je třeba prognózované období (1. fázi) prodloužit o období, v němž se tato hodnota minimálně přiblíží nákladům kapitálu. Dalším neoddiskutovatelným problémem je způsob stanovení pokračující hodnoty podniku, pro něž existuje řada metod. K nejtypičtějším postupům patří Gordonův, nebo parametrický vzorec. V rámci Gordonova vzorce předpokládáme stabilní a stálý růst peněžních toků v rámci druhé fáze, který přepočítáme na současnou hodnotu podle následujícího vzorce:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (19)$$

- T je poslední rok prognózovaného období,
- i_k jsou průměrné náklady kapitálu,
- g je předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze,
- FCFF je volný peněžní tok do firmy (Mařík et al., 2011a, s. 182-183; Mařík et al., 2011b, s. 26).

Důležitou podmínkou platnosti tohoto vzorce je, aby průměrné náklady kapitálu byly vyšší než předpokládané tempo růstu peněžního toku. Při výpočtu je třeba použít volný peněžní tok v prvním roce, kdy už není k dispozici plán. K jeho odhadu můžeme použít volný peněžní tok z předchozího roku (poslední rok T) a tempo růstu peněžního toku (většinou tempo růstu korigovaných HV) následovně:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g) \quad (20)$$

Parametrický vzorec je založený na práci s vybranými faktory hodnoty, zejména tempem růstu KPVH a rentabilitou čistých investic:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (21)$$

- $KPVH_{T+1}$ je korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních v prvním roce druhé fáze,
- g je předpokládané tempo růstu během celé druhé fáze,
- r_I je rentabilita čistých investic,
- i_k jsou průměrné vážené náklady kapitálu (Mařík et al., 2011a, s. 184 - 186).

Rentabilita čistých investic je poměr přírůstku KPVH po daních a přírůstku investovaného kapitálu (provozně nutného dlouhodobého a pracovního) v předchozím roce. Pro výpočet KPVH po posledním roce prognózy použijeme odhad tempa růstu.

Stanovení diskontní míry

Významným krokem směrem ke stanovení hodnoty podniku je určení diskontní míry, která má zásadní vliv na konečnou hodnotu podniku. Pomocí diskontní míry převádíme budoucí výnosy podniku na současnou hodnotu a lze v ní spatřovat určitý odraz rizikovosti daného aktiva. Existuje několik způsobů stanovení diskontní míry a to vždy v závislosti na volbě varianty DCF ocenění. Jak již bylo zmíněno, ocenění na bázi DCF entity je variantou základní a nejpoužívanější, proto jí taktéž bude věnována největší pozornost i z hlediska této práce a všech vstupních parametrů.

Diskontní míra pro metodu DCF entity v sobě zahrnuje rizikovost celého podniku, tj. z pohledu vlastníků i věřitelů. Pro tento účel stanovíme diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC. Tyto průměrné náklady tvoří dolní hranici očekávaných příjmů pro investory v rámci dané rizikovosti jejich investic. Představují tedy určitý druh oportunitních nákladů, který vypočítáme dle následujícího vzorce:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \quad (22)$$

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

- K je tržní hodnota celkového investovaného kapitálu ($K = CK + VK$) (Mařík et al., 2011a, s. 207; Marek, 2006, s. 535; Knápková a Pavelková, 2010, s. 157).

Při výpočtu WACC postupujeme v několika krocích:

1. Stanovíme váhy vlastního a cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.
2. Dále je nutné stanovit náklady cizího kapitálu – metodou váženého průměru efektivních úrokových sazeb v rámci úročeného cizího kapitálu.
3. Stanovení nákladů na vlastní kapitál – nejpracnější krok při určení WACC (Mařík et al., 2011a, s. 207).

Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu představují očekávané výnosy vlastníků (investorů) ve vztahu k riziku, které je v rámci daného podniku podstupováno. Tyto výnosy tvoří jakousi alternativu ve srovnání s ostatními investicemi v rámci stejné míry rizika.

V rámci určení nákladů na vlastní kapitál se v evropských zemích¹⁵ stále více prosazuje anglosaský způsob stanovení nákladů, který je založen na teorii kapitálových trhů, v praxi nejvíce uplatňovaný a teoreticky podložitelný model oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital asset pricing model), založený na bezrizikové úrokové míře výnosu, tržním riziku v podobě beta faktoru a tržní rizikové prémii:

$$r_e = r_f + \beta (R_m - r_f) \quad (23)$$

- r_e jsou náklady vlastního kapitálu,
- r_f je bezriziková míra výnosu,
- β je tržní riziko,
- $(R_m - r_f)$ je tržní riziková premie (Kislingerová, 2001, s. 176; Mařík et al., 2011a, s. 233).

Současně však Kislingerová (2001, s. 189) uznává, že tento model plně neodráží aktuální stav kapitálových trhů. Z tohoto důvodu je tento model označován jako vysoce teoretický a mnohdy vytržený z praxe, ovšem neustálé studie potvrzují míru spolehlivosti pro investory, což zaručuje jeho narůstající použití v oceňovací praxi.

¹⁵ V evropských zemích se výpočty nákladů VK dříve opíraly spíše o odhady.

Podstata metody CAPM je podle Hachmeistera (2000, s. 160) založena na předpokladech, které odpovídají dokonalému trhu: plánovacím obdobím je období, po které jsou investoři ochotni riskovat, převládá dokonalý trh (tj. poplatky, transakční a informační náklady jsou zanedbatelné) a všichni účastníci trhu (investoři) mají rovný přístup ke všem relevantním informacím. Existuje zde bezriziková úroková sazba, za kterou mohou všichni investoři investovat kapitál a mít neomezené homogenní očekávání o budoucích očekávaných výnosech, přičemž se chovají podle Bernoulliho principu, což znamená, že mají za cíl maximalizovat očekávanou hodnotu rizika ku prospěchu konečných aktiv a investiční rozhodnutí je založeno na očekávaných hodnotách těchto aktiv.

Za obdobu a určité upřesnění předchozího vzorce je jeho následující varianta:

$$r_e = r_f + \beta * RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3 \quad (24)$$

- RPT je riziková premie kapitálového trhu,
- RPZ je riziková premie země,
- R₁ je přírážka pro malé společnosti,
- R₂ je přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností,
- R₃ je přírážka za nižší likviditu oceňovaných společností (Hálek, 2009, s. 167; Mařík et al., 2011a, s. 233).

Bezriziková míra výnosu (r_f)

Bezriziková míra výnosu je zejména v posledních letech velmi zavádějící pojem, neboť taková investice neexistuje už ani na úrovních vládních dluhopisů, jak tomu bylo v dřívějších letech. Každá investice s sebou nese určitou větší, či menší míru rizikovosti. V rámci modelu CAPM se setkáváme s pojmem bezriziková míra ve spojení právě se státními dluhopisy s minimální dobou splatnosti 10 a více let, přičemž se oceňovatel může v rámci hledání dat opřít jak o údaje českého trhu, tak i amerického, v závislosti na volbě ostatních parametrů výpočtu CAPM. Upřednostňována jsou data z kapitálových trhů, neboť tento nejlépe odráží tržní řešení a tržní představy. Tento postup není jediným možným postupem

prognózy bezrizikové úrokové míry, ovšem hojně využívaný v praxi bonitních zemí¹⁶ včetně České republiky (Mařík et al., 2011a, s. 218; Mařík et al., 2011b, s. 276-277).

Riziková prémie trhu ($R_m - r_f$)

Tato položka vyjadřuje v podstatě rizikovost tržního portfolia, jinak řečeno, o kolik je větší výnos tržního portfolia oproti bezrizikovým aktivům. Tato prémie bývá většinou stanovena na úrovni historických dat převážně kapitálových trhů v USA, přičemž je možno použít data aritmetického či geometrického¹⁷ průměru (co nejdelšího časového období), upraveného o riziko země (ČR) (Mařík et al., 2011a, s. 221).

Odhad tržní rizikové prémie je považován za jednu z nejtěžších a nejvíce diskutovaných témat z finanční teorie. Jak již bylo řečeno, tato prémie může být stanovena na základě historických dat (ex-post odhady), (zejména při předpokladu stejného minulého vývoje směrem do budoucna), ovšem existují i tzv. ex-ante předpovědi, které jsou však povětšinou zdůvodňovány tautologickými závěry a postrádají metodologické vysvětlení. V německé praxi však téměř výhradně převládají metody na bázi historických dat (Copeland et al., 2002, s. 267; Kranebitter, 2007, s. 139).

Postup zjištění rizikové prémie je následující: rating země¹⁸ promítneme do výše rizikové přírážky, která nese název riziko selhání země¹⁹. Dále pak upravíme riziko selhání země o rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů (prof. Damodaran doporučuje v našich podmínkách orientační koeficient 1,5), čímž dostaneme rizikovou premii země dle následujícího vzorce:

$$\text{Riz. prémie} = \text{Riz. selhání země} * \frac{\text{Volatil. trhu akcií}}{\text{Volatil. vládních dluhopisů}} \quad (25)$$

V posledním kroku zvýšíme rizikovou přírážku země o rozdíl v dlouhodobě prognózované inflaci mezi ČR a USA (Mařík et al., 2011a, s. 221).

¹⁶ Například v Německu je využívání bezrizikové úrokové míry z průměrných hodnot státních dluhopisů podporováno i soudní praxí (Mařík et al., 2011b, s. 277).

¹⁷ Prof. Mařík doporučuje používat průměry geometrické (Mařík et al., 2011a, s. 220,222; Mařík et al., 2011b, s. 105), které se v posledních letech pohybují v rozmezí 4-6%.

¹⁸ (Damodaran Online, 2014)

¹⁹ (Damodaran Online, 2014)

Tržní riziko (β)

Koeficient β lze odhadnout několika způsoby, přičemž jednou z voleb můžou být již zpracované odhady vybraných odvětví, nebo lze zpracovat odhad vlastní, nejčastěji za pomoci metody analogie. Jako datovou základnu pro koeficient beta nezadlužená můžeme využít data profesora Damodarana podle údajů vybraných odvětví.

$$\beta_Z = \beta_N * \left(1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (26)$$

- β_Z je zadlužené beta,
- β_N je nezadlužené beta,
- d je sazba daně z příjmu,
- CK je cizí kapitál,
- VK je vlastní kapitál (Mařík et al., 2011a, s. 224).

Po dosazení všech získaných parametrů do vzorce výpočtu CAPM dostaneme relativní hodnotu nákladů vlastního kapitálu.

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Jak již bylo uvedeno, metoda DCF je v rámci výnosových metod považována za metodu prioritní a přesnější. Marek (2006, s. 526) považuje metodu DCF za ekonomicky správnější. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je však podle Hála (2009, s. 169) mnohdy praktičtější v rámci menších podniků, u kterých nehrozí riziko nereálného promítnutí investic do pracovního kapitálu i dlouhodobého majetku, přičemž oblíbenost této metody tkví v její jednoduchosti a menší náročnosti na zpracování.

Pro tuto metodu jsou typické tyto zvláštní rysy:

- Budoucí zisky jsou počítány ve stálých cenách v období ocenění.
- Investice jsou kalkulovány pouze ve výši odpisů.
- V rámci vyšších než obnovovacích investic je počítáno s předpokladem plného cizího financování a jeho výše se do odpisu promítá pouze formou úroků (Hálek, 2009, s. 169).

Hlavní zásady, které jsou nezbytné pro uplatnění metody kapitalizovaných čistých výnosů, jsou následující:

1. Vymezení funkce oceňovatele v rámci účelu ocenění – znalec, poradce, rozhodce.

2. Pohled na podnik z hlediska oceňování jako na hospodářskou jednotku.
3. Princip rozhodného okamžiku, ke kterému je ocenění zpracováno.
4. Ocenění provozně nutného majetku.
5. Oddělené ocenění neprovozního majetku.
6. Zásada transparentnosti posudku – veřejná dostupnost informací, relevance dat (Mařík et al., 2011a, s. 259-263).

Dalšími podmínkami, které je třeba v rámci metody KČV splnit jsou:

- Předpoklad nekonečného trvání podniku (going concern).
- Kvalitní analýza a relevantní data minulého hospodaření (3 – 5 let).
- Investice jsou počítány na úrovni reprodukčních cen (Kislingerová, 2001, s. 153).

Postup výpočtu metody KČV je v podstatě obdobný jako u ostatních výnosových metod: na základě analýzy a úprav hospodářských výsledků podniku jsou predikovány budoucí čisté výnosy a současně finanční potřeby podniku. Na základě odhadu diskontní míry je propočtena hodnota podniku analytickou, nebo paušální metodou (Mařík et al., 2011a, s. 263).

Úprava minulých výsledků hospodaření

Týká se zejména výkazů zisku a ztráty, kde jsou upravovány výsledky hospodaření do podoby čistých výnosů prostřednictvím vyloučení výnosů a nákladů, které souvisí s provozně nepotřebným majetkem, jejich korekce v rámci věcné a časové souvislosti a principu opakovatelnosti a tyto korekce promítnout do přepočtu případných daňových povinností (Mařík et al., 2011a, s. 264; Hálek, 2009, s. 169-170).

Plán budoucích výsledků hospodaření

Zde je postup obdobný, jako u metody DCF, přičemž odlišnost finančního plánu u této metody tkví v plánování odpisů a finančních zdrojů:

- Odpisy – základním východiskem pro první fázi je investiční plán podniku, přičemž pro druhou fázi vycházíme z potřeb reinvestic v rámci životnosti majetku.
- Finanční zdroje - zde vycházíme z potřeb financování zejména dlouhodobého majetku, přičemž výše této potřeby je závislá na rozdílu mezi samotnými investicemi a odpisy (Mařík et al., 2011a, s. 265-267).

Kalkulovaná úroková míra

Vzhledem k povaze kapitalizovaných čistých výnosů, jakožto metody určující hodnotu pro vlastníky podniku, jedná se zde zcela pochopitelně o náklady vlastního kapitálu a k jejímu zjištění nám poslouží stejně jako u metody DCF bezriziková úroková míra navýšená o rizikové přírážky a očištěná o případnou inflaci.

Propočet výnosové hodnoty

Podle standardu IDW z roku 2000 je základní výpočtovou metodou kapitalizovaných čistých výnosů metoda analytická, která je založena na analýze minulých výsledků a jejich prognóze směrem do budoucna. V praxi je však tato metoda někdy obtížněji aplikovatelná z důvodu nepředvídatelnosti budoucího vývoje. Z tohoto důvodu se více využívá metoda paušální, která se vyznačuje následujícími předpoklady:

1. Podnik musí disponovat k datu ocenění výnosovým potenciálem a existuje předpoklad dlouhodobé existence podniku.
2. Budoucí růstový potenciál není brán v úvahu, nebo je obtížně odhadnutelný.
3. Je zde předpoklad udržení dosavadního potenciálu pouze obnovovacími investicemi.
4. Odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení tvoří základ ocenění, přičemž zde není hrozba narušení majetkové podstaty podniku.
5. Výnosový potenciál vychází z čistých výnosů za bezprostředně předcházející období zahrnující 3 – 5 let, přičemž při výpočtu průměru za toto období bereme v úvahu váhy jednotlivých let s důrazem na nižší váhu let dřívějších (Mařík et al., 2011a, s. 272).

Po úpravě minulých výsledků hospodaření uvedené v předchozí části textu si v prvním kroku určíme trvale odnímatelný čistý výnos:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (27)$$

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

Po posouzení, zda bude podnik v budoucnu schopen generovat minimálně stejný trvalý čistý výnos k rozdělení jako v minulosti, stanovíme kalkulovanou úrokovou míru, kterou je třeba očistit o inflaci a přičíst případné rizikové přírážky. Následuje samotný výpočet výnosové hodnoty:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (28)$$

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

Paušální metoda je často uplatňována jako určitá dolní mez pro výnosové ocenění u běžných podniků s absencí růstových možností, dále je aplikovatelná na podniky, jejichž budoucnost je obtížně odhadnutelná a v neposlední řadě se používá u malých podniků, kde by samotná predikce vzhledem k obtížnosti a pracnosti nesplňovala kritéria ekonomické efektivity.

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pojem ekonomická přidaná hodnota (EVA) vznikla ve Spojených státech v počátku devadesátých let a dnes představuje stále více využívanou metodu jak v ekonomické teorii, tak v ekonomické praxi podniků a to především v rámci ekonomicky vyspělých zemí. Krom oceňování se tato metoda také využívá jako nástroj podnikového řízení, nebo finanční analýzy. Její podstata tkví v odlišení účetního a ekonomického zisku, který představuje základ této metody. Ekonomický zisk je vyjádřen jako rozdíl mezi ziskem účetním a náklady vlastního kapitálu. Pokud je tento rozdíl kladný, je potvrzena tvorba ekonomické přidané hodnoty, pokud je záporný, podnik hodnotu ztrácí. Jinými slovy EVA měří, jak společnost během daného období snížila či zvýšila hodnotu pro své vlastníky:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t \quad (29)$$

- EVA je ekonomická přidaná hodnota v roce t ,
- NOPAT je provozní výsledek hospodaření po zdanění (zisk z hlavního provozu) v roce t ,

- NOA²⁰ (Capital) je kapitál vázaný v aktivech potřebných pro hlavní provoz podniku, přičemž data jsou přebírána z rozvahy předchozího roku (t-1),
- WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu v roce t (Mařík et al., 2011a, s. 283; Pavelková a Knápková, 2009, s. 52).

Před samotným výpočtem EVA je nutno uvedené rozvahové a výsledkové položky upravit dle požadovaných kritérií, tedy očistit účetní data o neprovozní majetek a neúročený kapitál a z nich plynoucí výnosy a náklady a tím tedy převést tyto účetní data na data ekonomická. V rámci výpočtu NOA hovoříme o převodu účetních aktiv na aktiva skutečná:

- Vyloučením provozně nepotřebných aktiv a přičtením majetku nevykázaného v účetnictví (např. leasingu).
- Vyloučením neúročeného cizího kapitálu, přičtením kapitálu na účetně nevykazovaný majetek (leasing), či úpravou položky pasiv o ekvivalenty vlastního kapitálu²¹ na straně pasiv (Mařík et al., 2011a, s. 286).

Výsledkové položky výkazu zisku a ztráty se upravují v rámci ukazatele NOPAT tak, aby odpovídaly nákladům a výnosům vyplývajícím z provozního majetku zařazenému do NOA, přičemž NOPAT představuje určitou dobu provozního výsledku hospodaření v rámci metody DCF:

- Vyloučením nákladových úroků, mimořádných a nepravidelných položek nákladů.
- Přičtením/odečtením vlivu změn vlastního kapitálu.
- Přičtením položek spjatých s nově zařazeným provozně potřebným majetkem (v rámci NOA) a naopak odečtením položek spjatých s provozně nepotřebným majetkem.
- Úprava daně související s hlavním provozem v rámci operačního výsledku hospodaření (Mařík et al., 2011a, s. 289).

Ekonomická přidaná hodnota EVA má obdobně jako metoda DCF možné varianty v podobě EVA entity, EVA equity a EVA APV. V praxi nejpoužívanější je EVA entity, přičemž výchozím krokem je základní schéma společné oběma metodám, tj. EVA i DCF:

²⁰ Čistá operační aktiva.

²¹ Jedná se o změnu položky vlastního kapitálu odpovídající ekvivalentní výši změn na straně aktiv.

Tabulka 2: postup výpočtu hodnoty podle EVA

Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: Mařík et al., 2011a, s. 295

Podobně jako u DCF metody lze výpočet hodnoty podniku provést na základě dvoufázové metody, přičemž druhá fáze představuje obvykle věčnou rentu ze stabilní EVA, nebo lze počítat s určitým tempem růstu. Konečný vzorec pro výpočet hodnoty podniku je následující:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (30)$$

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

4.2 Majetkové metody oceňování

Majetkové metody oceňování jsou založeny na analýze majetkové podstaty podniku, která bývá obvykle označována jako substance neboli substanční hodnota v širším kontextu majetkových ocenění. Její podstata vychází ze souhrnu individuálně oceněných majetkových položek sníženého o souhrn individuálně oceněných závazků, přičemž členění těchto metod závisí na předpokladu dlouhodobé existence podniku. V případě potvrzeného předpokladu dlouhodobé existence probíhá majetkové ocenění na základě reprodukčních cen, v opačném případě oceňovatel použije likvidační hodnotu (Mařík et al., 2011a, s. 152; Marek, 2006, s. 546-547).

Likvidační hodnota

„*Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku.*“ (Hálek, 2009, s. 153)

Tato hodnota vychází z předpokladu rozdělení, rozprodeje či likvidace podnikového majetku. Likvidační hodnotu použije oceňovatel v případech podniků s omezenou životností, ztrátových podniků, nebo v případech, kdy chceme znát dolní mez hodnoty podniku (Mařík et al., 2011a, s. 323; Marek, 2006, s. 547).

Podle Kislingerové (2001, s. 144) může být likvidační hodnota pro majitele velmi zajímavá v případě, že převyšuje hodnotu stanovenou výnosovými metodami. Likvidace se v tomto případě stává lepším řešením než udržovat podnik v chodu.

Majetkové ocenění za předpokladu trvání podniku

Za předpokladu trvání podniku je oceňovací přístup členěn v závislosti na přístupu k ocenění jednotlivých položek zejména podle těchto kritérií:

- a) **Ocenění převážně na bázi historických cen**, neboli účetní přístup, kdy bereme v potaz skutečnou cenu pořízení majetku.
- b) **Substanční hodnota na principu reprodukčních cen**, která umožňuje determinovat cenu, za kterou by bylo možné znovupořízení aktiva (podniku) pro případného zájemce. Právě pro tento typ ocenění je obecně užíván pojem substanční hodnota v užším slova smyslu. Rozlišujeme substanční hodnotu (SH) brutto a netto a dále pak úplnou a neúplnou substanční hodnotu. Substanční hodnotu v užším slova smyslu lze použít v rámci oceňování například v případech ocenění majetkových podílů, doplňkově k výnosovým metodám, nebo jako součást odhadu v rámci kombinovaných metod oceňování (Mařík et al., 2011a, s. 324-327; Hálek, 2009, s. 152 - 154).

4.3 Kombinované metody oceňování

Tyto metody jsou vyústěním kombinace výnosových a majetkových metod. Podle Hála (2009, s. 144) mohou výsledky dosažené touto kombinací indikovat stav podniku k datu ocenění, který lze jednoduše vyvodit z následujících vztahů:

- $Výnosová\ h. \geq\ majetková\ h. =\ perspektivní\ podnik$

- *Likvidační h. < výnosová h. < majetková h. = nutná restrukturalizace*
- *Likvidační h. > výnosová h. = podnik k likvidaci*

Rozlišujeme dvě základní metody v kategorii kombinovaných metod:

1. Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda).
2. Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů (Mařík et al., 2011a, s. 278).

Metoda střední hodnoty

Tato metoda je oblíbená zejména v německé oceňovací praxi²², kterou byla vytvořena a kde také nachází svou velkou oblibu. Na druhé straně však lze této metodě vytknout absenci teoretického zdůvodnění. Jedná se o průměrnou hodnotu (H) mezi výnosovou (V) a substanční (S) hodnotou v užším slova smyslu. Podstatnou podmínkou použití této metody je rozsah odchylek mezi výnosovou a substanční hodnotou. Dle Maříka (2011a, s. 278-279) by měl rozdíl činit maximálně 5 % až 10 %. V takovém případě lze dle autora výslednou hodnotu chápat jako „*jakési vyrovnání nepřesností vzniklých při výpočtu výnosové a substanční hodnoty*“. V opačném případě je doporučováno vždy přihlížet k hodnotě výnosové, která je vždy pro investora podstatná, jak dodává autor.

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Tato metoda je taktéž oblíbená u německy mluvících zemí. Je složena z hodnoty substance a hodnoty „firmy²³“, přičemž hodnota firmy je chápána jako nematerializovaná hodnota, jinak řečeno goodwill. Podstata mimořádných čistých výnosů je podle Maříka (2011a, s. 279-282) založena na rozdílu mezi celkovým čistým výnosem (ČV) podniku a čistým výnosem, který by býval vznikl za podmínky normálního úročení (i_k) vloženého kapitálu, jehož hodnota je dána náklady kapitálu. Kritici této metodě často zaznívají ne zcela správný a kompletní propočet „hodnoty firmy“, při zohledňování pouze neúplné substanční metody. Tato ne příliš oblíbená metoda je na rozdíl od často využívané metody střední hodnoty založena na teoretickém zdůvodnění, a proto je dle autora k praktickému používání více vhodná.

²² Mittelwertverfahren

²³ Rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou.

5 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ TEORETICKÉ ČÁSTI

Problematika oceňování tvoří významnou složku finančního řízení podniků a její význam narůstá zejména v posledních desetiletích, kdy dochází v rámci oceňovacích metod k novým poznatkům a diferencím. Volba těchto metod je závislá především na účelu ocenění, datu ocenění a předmětu ocenění. Hodnota podniku je obecně vyjádřena budoucími příjmy podniku, které jsou diskontovány na dnešní hodnotu a jejich výše je náležitě odůvodněna samotným odhadcem. V rámci oceňovacích přístupů rozlišujeme tržní hodnotu, subjektivní hodnotu, objektivizovanou hodnotu a komplexní přístup na základě Kolínské školy, který je jakousi syntézou tří předchozích přístupů. Na základě zvolené metody je určen samotný postup ocenění: sběr vstupních dat, jejich analýza (strategická a finanční), sestavení finančního plánu a samotné ocenění, přičemž všechny uvedené fáze mají zásadní vliv na celkovou hodnotu podniku a jsou modifikovány v závislosti na zvoleném oceňovacím přístupu. Strategická analýza je doplněna o finanční údaje podniku s finančním plánem a to v rámci určeného postupu od strategické analýzy směrem k finančnímu plánu, přičemž prioritní důležitost je směřována na adekvátní dokumentaci a obhajobu výsledků jednotlivých analýz i prognóz, jejichž závěrečná synergie potvrzuje či vyvrací předpoklad trvalého pokračování podniku.

Strategická analýza je členěna na tři fáze: analýza a prognóza relevantního trhu, analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku a prognóza tržeb. Hlavním cílem finanční analýzy by mělo být především potvrzení předběžného výroku o perspektivnosti podniku, který byl definován ve strategické analýze a doplnění podkladů pro stanovení rizika podniku. V rámci konkrétního zaměření firmy je třeba vymezit aktiva provozně potřebná. Všechna ostatní aktiva v podniku vymezíme jako nepotřebná, a oceníme samostatně (například majetkovými metodami). Po rozčlenění aktiv je třeba kvantifikovat provozně nutný čistý pracovní kapitál, tj. kapitál, který je investovaný do provozně potřebných aktiv. Na závěr je nutno upravit i položky výkazu zisku a ztrát o náklady a výnosy, které souvisí s nepotřebnými aktivy a provozně nenutným kapitálem. Generátory hodnoty, jako jádro celého oceňovacího postupu představují souhrn základních hospodářských veličin podniku. Hlavními generátory hodnoty jsou tržby, provozní zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého provozně nutného kapitálu. Na samotnou projekci generátorů hodnoty dále navazuje tvorba finančního plánu. V rámci použití výnosových metod je nutné vždy sestavovat finanční plán, který sestává z výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Výchozím bodem je plán tržeb, na který navazuje odhad bu-

doucích nákladů, plán investic, pracovního kapitálu, odpisů a osobních nákladů. Tento plán slouží jako podklad pro sestavení celkového peněžního toku, který je případně upraven o možnost navýšení či snížení peněžních zdrojů. V posledním kroku vyústí údaje z předchozích výkazů do plánované rozvahy.

K dispozici jsou v zásadě tři základní oceňovací okruhy, přičemž pro každý jsou typické jiné metody oceňování. Jedná se o výnosové metody, metody tržního porovnání a metody majetkové. V případě, že není možné stanovit tržní hodnotu podniku na základě porovnávacích metod, základní metodou by měly být metody výnosové. V rámci výnosových metod rozlišujeme zejména tři základní metody: metodu diskontovaných peněžních toků (DCF), metodu kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) a metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA). Na konečnou hodnotu má zásadní vliv kalkulovaná diskontní míra. Tato hodnota se stanovuje na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC, které tvoří dolní hranici očekávaných příjmů pro investory. Jsou tvořeny náklady kapitálu cizího a náklady kapitálu vlastního, které představují očekávané výnosy vlastníků (investorů). Náklady vlastního kapitálu jsou stanovovány převážně modelem oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital asset pricing model), založeném na bezrizikové úrokové míře výnosu, tržním riziku v podobě beta faktoru a tržní rizikové premii. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je výnosovou metodou praktičtější a méně náročnou než metoda DCF a je využívána zejména u menších podniků, u kterých nehrozí riziko nereálného promítnutí investic do pracovního kapitálu i dlouhodobého majetku. Její významná odlišnost od metody DCF tkví zejména v kalkulaci investic ve formě odpisů (obnovovací investice). Podstata metody EVA je založena na odlišení účetního a ekonomického zisku, který představuje základ této metody. Ekonomický zisk je vyjádřen jako rozdíl mezi ziskem účetním a náklady vlastního kapitálu. Pokud je tento rozdíl kladný, je potvrzena tvorba ekonomické přidané hodnoty, pokud je záporný, podnik hodnotu ztrácí. Podstatou majetkových metod oceňování je analýza majetkové substance podniku neboli souhrnu individuálně oceněných majetkových položek sníženého o souhrn individuálně oceněných závazků. V případě potvrzeného předpokladu dlouhodobé existence podniku probíhá majetkové ocenění na základě reprodukčních cen, v opačném případě oceňovatel použije likvidační hodnotu. Kombinace výnosových a majetkových metod označujeme jako kombinované metody. Rozlišujeme dvě základní metody v kategorii kombinovaných metod. Jedná se o metodu střední hodnoty (Schmalenbachova metoda) a metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

PRAKTICKÁ ČÁST

6 ZÁKLADNÍ DATA O PODNIKU

Předmět, účel a datum ocenění

Předmětem tohoto ocenění je podnik XY, společnost s ručením omezeným, zapsaný do obchodního rejstříku Krajského soudu v Brně dne 29. 4. 1991, jehož sídlo je ve Zlínském kraji na území České republiky. 100% splacený základní kapitál společnosti čítá 204.000 Kč. Hlavní činnost podniku je dle klasifikace ekonomických činností řazena do oddílu CZ-NACE 28120 – Výroba hydraulických a pneumatických zařízení. Hlavní předmět činnosti je výroba přímočarých hydromotorů, založená na velkosériové, malosériové a atypické výrobě, servis pro široké spektrum přímočarých motorů a dále pak obchodní činnost se specializací na hutní materiál s hydraulickými komponenty. Společnost vlastní stejným podílem 2 majitelé, kteří jsou současně hlavními řídicími pracovníky managementu podniku.

Společnost XY se dnes řadí k největším výrobcům hydraulických válců v ČR. U vzniku společnosti stáli tři zakladatelé, kteří v návaznosti na předchozí tradici přidružené výroby hydraulických systémů v regionu reagovali na růst poptávky po servisním zabezpečení a renovací těchto systémů založením společnosti dne 29. 4. 1991. Původním předmětem podnikání bylo především poskytování servisního zabezpečení pro hydraulické motory. Zpočátku tvořil základní potenciál společnosti 18 nadšených zaměstnanců a jeden stolní počítač. Roční obrat prvních let podnikání dosahoval 18 miliónů korun.

Společnost se začala úspěšně vyvíjet a postupně realizovala několik strategických rozhodnutí, jako například zavedení vlastního výrobního programu kompletních hydraulických válců, přesných válečkových trubek a hotových chromovaných tyčí pro pístnice hydromotorů. Dovoz základních komponentů byl realizován prostřednictvím rakouské firmy Karl Mertl a italské firmy Stelmi. Firma z Německa dovážela kvalitní těsnění dříve dodávané pouze českým výrobcem, který byl jediným výrobcem u nás. Nutno podotknout, že v rámci hydraulické technologie bylo na území bývalého Československa v té době jen pár firem, které poskytovaly servis a zaváděly výrobní program, a to zejména firmy velkých státních podniků jako je bývalý koncern ZŤS (Závody těžkého strojárstva). Se vznikem samostatné České republiky došlo k oddělení obou trhů bývalého ČSFR a nastala doba nových legislativních změn v rámci požadavků na výkon, kvalitu a bezpečnost výrobků. Současně začala růst poptávka po českých výrobcích, které by plnohodnotně nahradily doposud dovážené válce. Společnosti se podařilo zahájit výrobu hydraulických válců, rozšířila organizační

strukturu o oddělení marketingu a vlastního konstrukčního oddělení. Růst výroby si také vyžádal posun v oblasti výrobních technologií a započala éra sériové výroby na kvalitních CNC obráběcích strojích. Rovněž personální kapacita skýtala kvalifikovaný obslužný personál. Společnost rozšířila oblast servisních služeb hydraulických válců po celém území republiky. V roce 2005 se společnost dále rozrostla o nové výrobní a skladovací prostory. Obrát a výroba zaznamenaly dynamický růst. Zásadní nárůst výroby byl zaznamenán zejména v roce 2008, kdy společnost vyrobila 20 000 hydraulických válců. V roce 2009 firma rozšířila vlastní konstrukční oddělení.

K datu 1. 1. 2013 dosáhl obrát společnosti přes 190 miliónů korun v rámci 112 zaměstnaných osob při růstové tendenci produktivity práce. Zaměstnanecké portfolio je tvořeno ze tří čtvrtin pracovníky ve výrobě. Bilanční suma rozvahy podniku dosáhla k tomuto datu hodnotu téměř 187 miliónů korun a její majetková struktura je téměř ze tří čtvrtin ovlivněna oběžným majetkem, zejména položkou zásob. Finanční struktura je tvořena vlastním kapitálem celkovým podílem 90 %. Firma k datu 1. 1. 2013 nedisponuje žádnými dlouhodobými úročenými zdroji a to ani v podobě finančního leasingu. Její čistý pracovní kapitál dosahuje kladných hodnot a dlouhodobě lze hovořit také o významné finanční stabilitě společnosti. Momentálně firma ukončuje fázi rozsáhlých investičních aktivit, které jsou financovány vlastními zdroji.

Účelem ocenění je odhad tržní hodnoty podniku pro interní potřeby podniku a případná investiční rozhodování managementu k datu 1. 1. 2013 v českých korunách za pomoci výnosových metod.

7 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Z pohledu oceňování podniku představuje strategická analýza klíčovou fází celého procesu, jelikož shromažďuje, třídí a analyzuje faktory, které ovlivňují samotný výnosový potenciál daného podniku. Struktura strategické analýzy je rozložena do čtyř stěžejních částí. Analýza vnějšího potenciálu spolu s analýzou vnitřního potenciálu tvoří základ pro potvrzení (nebo popření) předpokladu neomezeného trvání podniku.

7.1 Analýza vnějšího potenciálu

7.1.1 Vymezení relevantního trhu

K analýze vnějšího prostředí podniku je v prvním kroku nejdříve zapotřebí samotný trh vymežit. Vymezení relevantního trhu je výchozí částí strategické analýzy, z níž vychází další kroky směřující k určení dalšího vývoje. Pro určení relevantního trhu budou použity data zpracovaná ministerstvem průmyslu a obchodu²⁴, která vychází z odvětvového členění dle CZ-NACE klasifikace.

V rámci průmyslových odvětví hraje jednu z nejdůležitějších rolí z hlediska podílu na HDP **zpracovatelský průmysl**, který se na tvorbě celkového HDP podílí 24,6 % a tendence tohoto trendu má nadále stoupající charakter. Zpracovatelský průmysl je dále členěn dle klasifikace CZ-NACE na 24 oddílů.

Oddíl CZ-NACE 28 – výroba strojů a zařízení jinde neuvedených se řadí k významným oddílům zpracovatelského průmyslu a se svým podílem na tržbách za vlastní výrobky a služby ve výši 7,85 %²⁵ se řadí na 3. místo v rámci celého zpracovatelského průmyslu (za výrobou motorových vozidel – oddíl 29 a výrobou kovových konstrukcí a kovodělných výrobků – oddíl 25). Tento oddíl zahrnuje škálu zařízení, která působí na materiály, nebo na materiálech provádí výrobní procesy, dále pak komponenty, které využívají sílu, nebo speciálně vyrobené díly do zařízení. Vývoj, výroba a prodej těchto zařízení je tedy významným indikátorem stavu a dalšího vývoje českého hospodářství.

²⁴ Panorama zpracovatelského průmyslu a finanční analýza dle odvětvového členění (Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, © 2013).

²⁵ Rok 2012.

Tabulka 3: podíl tržeb oddílu 28 na celkovém ZP (v tis. Kč)

Rok	Zpracovatelský průmysl	Oddíl 28 Výroba strojů a zařízení	Podíl oddílu 28 na ZP
2006	3 029 353 956	245 989 287	8,12%
2007	3 317 853 476	295 140 754	8,90%
2008	3 271 606 761	288 670 511	8,82%
2009	2 738 224 010	224 944 592	8,21%
2010	3 048 245 454	239 388 498	7,85%
2011	3 299 037 641	258 265 382	7,83%
2012	3 390 420 676	265 989 660	7,85%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

Oddíl 28 se dále člení do pěti skupin (údaje v závorkách značí podíl dané skupiny na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb daného oddílu):

- 28.1 – Výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely (24,8 %)
- 28.2 - Výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely (35,2 %)
- 28.3 - Výroba zemědělských a lesnických strojů (5,9 %)
- 28.4 - Výroba kovoobráběcích a ostatních obráběcích strojů (8,8 %)
- 28.9 - Výroba ostatních strojů pro speciální účely (25,3 %)

Podnik XY spadá v rámci oddílu CZ-NACE 28 – výroba strojů a zařízení j.n. do skupiny **28.1 – výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely**, jedná se konkrétně o kód klasifikace CZ-NACE – 28.120 - Výroba hydraulických a pneumatických zařízení. Skupina 28.1 se podílí na celkových tržbách daného oddílu 28 průměrným podílem 24,6 %, což ji řadí na třetí místo v rámci oddílu 28 (za oddíl 28.2²⁶ a 28.9²⁷). Tento podíl se každoročně liší v rádech desetín procenta.

²⁶ Výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely.

²⁷ Výroba ostatních strojů pro speciální účely.

Tabulka 4: skupina 28.1 a její podíl na výnosech oddílu 28 (výr. strojů a zař. j. n.)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
22,59%	22,90%	24,00%	25,76%	27,34%	24,84%	24,80%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

7.1.2 Základní dosavadní tendence relevantního trhu

Vývoj počtu podniků a zaměstnanosti

Tabulka 5: počet podniků kategorie CZ-NACE 28 a jejich podíl na ZP

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zpracovatelský průmysl celkem	146 893	149 578	151 753	156 245	169 077	173 519	188 646
CZ-NACE 28 - výroba strojů a zařízení	6 186	6 203	6 267	6 279	7 012	6 165	6 757
Podíl oddílu 28 na ZP	4,21 %	4,15 %	4,13 %	4,02 %	4,15 %	3,55 %	3,58 %

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

Oddíl 28 se počtem podniků podílí na zpracovatelském průmyslu průměrně 4 %. Následná tabulka slouží pro specifikaci podílu skupiny 28.1 na tomto oddílu. Tady lze konstatovat, že se tato skupina na oddílu podílí průměrným podílem 9,65 % s růstovým charakterem trendu.

Tabulka 6: počet podniků kategorie CZ-NACE 28.1 a jejich podíl na oddílu 28

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Oddíl 28 - výroba strojů a zařízení	6 186	6 203	6 267	6 279	7 012	6 165	6 757
Skupina 28.1 - výroba strojů a zařízení pro v.ú.	483	493	492	511	757	675	952
Podíl skupiny 28.1 na oddílu 28	7,81%	7,9 %	7,85%	8,14%	10,80%	10,95%	14,09%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

Tabulka 7: podíl zaměstnaných osob kategorie CZ-NACE 28 na ZP

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ZP celkem	1 196 178	1 224 862	1 221 583	1 066 195	1 040 487	1 064 495	1 062 585
Výroba strojů a zařízení (28)	128 179	134 198	134 948	113 243	107 988	112 772	114 710
Podíl oddílu 28 na ZP	10,72%	10,96%	11,05%	10,62%	10,38%	10,59%	10,80%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

Podíl zaměstnaných osob daného oddílu na celkovém zpracovatelském průmyslu se pohybuje v průměrné výši 10,7 %, což jej řadí taktéž na pomyslné třetí místo. V následující tabulce jsou dále specifikovány podíly skupiny CZ-NACE 28.1, kde se podíl zaměstnaných osob na oddílu 28 v jednotlivých letech pohybuje v průměrné výši 23 %.

Tabulka 8: podíl zaměstnaných osob skupiny 28.1 na oddílu 28

Počet zaměstnaných osob v rámci oddílu	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Oddíl 28 - výroba strojů a zařízení	128 179	134 198	134 948	113 243	107 988	112 772	114 710
Skupina 28.1 - výroba strojů a zařízení pro v.ú.	24 487	30 084	29 863	25 994	26 520	27 716	29 301
Podíl skupiny 28.1 na oddílu 28	19,10%	22,42%	22,13%	22,95%	24,56%	24,58%	25,54%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)



Graf 1: počet zaměstnaných osob skupiny 28.1 a oddílu 28

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

Od roku 2009 je patrný zřetelný pokles zaměstnanosti v oddílu CZ-NACE 28, jak je tomu i u celého zpracovatelského průmyslu. Skupina 28.1 však v tomto směru neutrpěla závažnějších změn, spíše se její vývoj zdá být stabilizovaný a podíl zaměstnanosti této skupiny na zaměstnanosti oddílu CZ-NACE 28 má rostoucí tendenci, což dokládá významnost této skupiny v rámci oddílu.

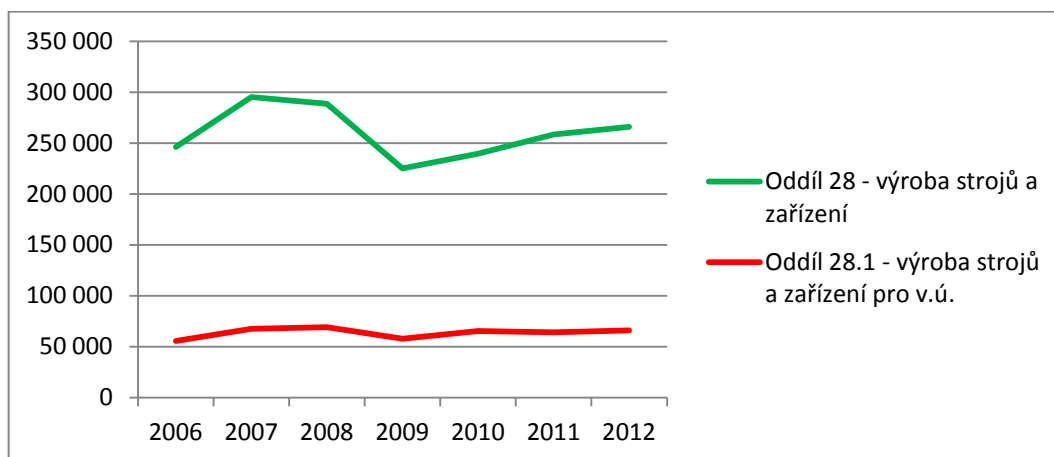
Tržby

Tabulka 9: tržby za ZP, oddílu 28 a skupiny 28.1 (v mil. Kč)

	ZP celkem	Oddíl 28	Skupina 28.1	Podíl skupiny na oddílu
2006	3 029 354	245 989	55 560	22,59%
2007	3 317 853	295 141	67 585	22,90%
2008	3 271 607	288 671	69 295	24,00%
2009	2 738 224	224 945	57 944	25,76%
2010	3 048 245	239 388	65 443	27,34%
2011	3 299 038	258 265	64 148	24,84%
2012	3 390 421	265 990	65 957	24,80%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

Dle grafu č. 2 je patrný znatelný pokles tržeb v roce 2009 v rámci oddílu CZ- NACE 28 i skupiny 28.1, stejně jako v celém zpracovatelském průmyslu. Skupině 28.1 se však daří udržovat si stabilitu díky svému kvalitativnímu začlenění z hlediska produktů, které jsou typické zejména jako subdodávky v rámci vyšších investičních celků.



Graf 2: vývoj tržeb oddílu CZ-NACE 28 a skupiny 28.1

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

7.1.3 Určení velikosti relevantního trhu

K odhadu velikosti trhu lze použít různé metody, přičemž upřednostněn by měl být odhad, který se zakládá na dostupnosti relevantních dat o dané poptávce či tržbách. V daném případě byl zvolen způsob na základě zjištěných prodejních statistik dané skupiny 28.1.

Tabulka 10: velikost a tempo růstu relevantního trhu (v mil. Kč)

Rok	Tržby CZ-NACE 28.1	Tempo růstu trhu
2005	47 549,0	
2006	55 560,4	16,8%
2007	67 584,7	21,6%
2008	69 294,9	2,5%
2009	57 943,5	-16,4%
2010	65 442,8	12,9%
2011	64 147,8	-2,0%
2012	65 956,6	2,8%

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

Za statistickou metodu byla zvolena metoda jednoduché regrese s regresorem tržeb CZ-NACE 28.1. Tabulka č. 10 podává informace o velikosti relevantního trhu za danou skupinu 28.1 v letech 2005 – 2008 a tempu růstu tohoto trhu, jež dosahuje průměrnou výši 5,5 %. Jak je vidět z předchozích údajů, velikost relevantního trhu dosahovala své maximum v roce 2008. V roce 2009 došlo vlivem hospodářské krize k jeho snížení, avšak následující rok došlo opět ke zvýšení. Průměrné tempo růstu dosahuje hodnoty 5,5 %, avšak růst trhu dané skupiny je poznamenán značnou rozkolísaností, který znázorňuje následující graf.



Graf 3: tempo růstu relevantního trhu

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR (© 2013)

7.1.4 Analýza atraktivity relevantního trhu

Po předchozí determinaci relevantního trhu následuje kvalitativní analýza předmětného trhu, jenž představuje hlavní faktor zjišťování perspektivnosti podniku a jeho budoucích schopností v rámci dosahování růstu tržeb. Jedná se tedy o hlavní identifikátor tržních šancí a rizik a determinant pro stanovení rizikové přírážky diskontní míry. Analýza atraktivity je v závěru kapitoly shrnuta do tabulky, která zahrnuje determinaci faktorů podílejících se na výsledném hodnocení.

Růst trhu – růst trhu dané odvětvové skupiny je poznamenán zejména vývojem zpracovatelského průmyslu, který byl obzvláště v minulých letech ochromen vlivem hospodářské krize. Dle analýzy Ministerstva průmyslu a obchodu však energetické strojírenské obory budou nadále prožívat svůj rozvoj díky technologiím, které jsou z hlediska úspor energií více a více žádané. Zejména pak výrobní programy turbín, kompresorů, armatur, čerpadel a v neposlední řadě také zdvihací a manipulační zařízení, jehož komponenty dodává právě oceňovaná společnost XY. Růstu trhu je přidělena mírně nadprůměrná hodnota 4.

Velikost trhu – velikost trhu je dána podílem tržeb daného oddílu na tržbách zpracovatelského průmyslu. Průměrný podíl oddílu CZ-NACE 28 na ZP je 8,2%. Velikosti trhu je tedy přidělena mírně podprůměrná hodnota 2.

Intenzita přímé konkurence – tento faktor byl vyhodnocen pozitivně, neboť v následných analýzách nebyl tlak přímé konkurence ve zvýšené míře zaznamenán. Velké podniky tohoto odvětví mohou využívat výhod, které jim jejich tržní pozice umožňuje, například se může jednat o využití výnosů z rozsahu, nebo diferenciací produktu. Proto byl tento faktor ohodnocen mírně nadprůměrnou známkou 4.

Průměrná rentabilita, substitute, bariéry vstupu na trh – rentabilita trhu je hodnocena mírně nadprůměrně, neboť tržní bariéry v tomto oboru jsou dány především kapitálovou náročností technologií a s nimi spojených speciálních znalostí, prověřeností a předním postavením značky podniků na trhu a s tímto faktorem spojeným zkušenostním potenciálem. Dalším významným aspektem tržních bariér jsou úspory z rozsahu, jež jsou jedním z důležitých kritérií konkurenceschopnosti podniku a které jsou výrobci schopni dosahovat pouze za předpokladu významných vstupních investic. Faktor tržních bariér byl ohodnocen mírně podprůměrnou známkou 2, která je volena zejména z důvodu zachování si určitého odstupu od hypotézy, že výše uvedené bariéry nelze překonat, zejména ze strany nadnárodních a zahraničních konkurentů. Hrozba případných substitutů byla v tomto segmentu

vyhodnocena jako průměrná. Hydraulika se obecně řadí k oborům s danými stabilními a perspektivními fundamenty produktu a své opodstatnění tento faktor má i ve výše zmíněném aspektu prověřeného dobrého jména podniku XY.

Citlivost trhu na konjunkturu – tento faktor byl rovněž ohodnocen průměrnou známkou, stejně jako ostatní vlivy prostředí. Jak prokázala předchozí analýza vývoje tržeb daného oddílu zpracovatelského průmyslu, který reaguje daleko citlivěji na hospodářský pokles, námi analyzovaná skupina 28.1 má v tomto směru stabilizovanější vývoj a podléhá cyklickým výkyvům méně.

Struktura a charakter odběratelů – na tomto trhu je pozornost zaměřena především na zákazníky z řad výrobců a dodavatelů průmyslových systémů, nebo jejich komponentů. V určité míře by se dalo hovořit o značné vyjednávací síle zákazníků, což má negativní vliv na zostření konkurenčních vztahů. Proto byl tento faktor vyhodnocen z hlediska trhu jako mírně podprůměrný.

Tabulka 11: atraktivita trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha ×
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	Body
Růst trhu	3					×			12
Velikost trhu	2			×					4
Intenzita konkurence	3					×			12
Průměrná rentabilita	2					×			8
Bariéry vstupu	1			×					2
Možnosti substituce	1				×				3
Citlivost na konjun.	1				×				3
Struktura zákazníků	2			×					4
Vlivy prostředí	1				×				3
Celkem	16								51

Zdroj: vlastní zpracování

Podnik v rámci kritéria atraktivity trhu dosáhl 51 bodů z 96 možných, tržní atraktivita je tedy ohodnocena 53 %, což je jen lehce nad průměrem s indicií určité stability odvětví.

7.1.5 Vymezení základních faktorů ovlivňujících relevantní trh

V rámci prognózy vývoje trhu byly jako hlavní faktory vývoje zkoumány tyto národohospodářské ukazatele dostupné z portálu Českého statistického úřadu a Ministerstva financí:

- hrubý domácí produkt v běžných cenách
- tvorba hrubého fixního kapitálu
- průměrná míra inflace
- deflátor HDP
- zaměstnanost

Jedná se o národohospodářské ukazatele, zveřejňované Českým statistickým úřadem, pro něž jsou rovněž zpracovávány veřejné prognózy prostřednictvím Ministerstva financí. Tyto ukazatele byly zkoumány z hlediska jejich vývoje a testovány pomocí regresní analýzy do zjištění určité souvislosti mezi jejich vývojem a vývojem relevantního trhu.

7.1.6 Analýza vývoje faktorů a prognóza relevantního trhu

Jako východisko pro analýzu výše uvedených ukazatelů byl použit postup zjištění míry korelace těchto faktorů s trhem a následné vyřazení statisticky nevýznamných ukazatelů, neboť hledáme relativně silnou míru korelace a volba regresoru je tedy na ukazateli s nejvyšším korelačním koeficientem. Pro tento účel byla zvolena regresní analýza. Po vyřazení statisticky nevýznamných ukazatelů byly zbylé dále podrobeny jednotlivým analýzám za pomoci regresní funkce lineární, exponenciální a logaritmické. V rámci hodnocení vývoje a prognóz jednotlivých ukazatelů bylo pracováno s údaji v běžných cenách. Prognózy zpracovávané především v reálných relevantních vývojových ukazatelích v rámci prognóz Ministerstva financí byly tedy pomocí indexů inflace a deflátoru HDP převedeny na ceny běžné. Tabulka s uvedeným vývojem těchto ukazatelů je součástí přílohy této práce č. P I. V průběhu analýz bylo zjištěno, že tempa růstu jednotlivých veličin se značně liší od tempa růstu samotného trhu.

Výběr vhodných proměnných a regresních funkcí

Primárně byly testovány všechny ukazatele jednoduchou lineární funkcí jako vysvětlující proměnné, spolu s proměnnou relevantního trhu, jako proměnnou vysvětlovanou. V rámci

těchto testů vyšlo najevo, že z hlediska indexu determinace jsou statisticky nevýznamné ukazatele *průměrné míry inflace* (ID 25 %) a *deflátor HDP* (ID 25 %). Zbylé tři ukazatele byly podrobeny funkcím exponenciálním a logaritmickým. Výsledkem těchto testů byly hodnoty indexu determinace uvedené v následující tabulce:

Tabulka 12: indexy determinace jednotlivých funkcí

Regresor	Lineární	Exponenciální	Logaritmická
Hrubý domácí produkt	78%	80%	78%
Tvorba hr. fixního kapitálu	73%	72%	75%
Obecná míra zaměstnanosti	50%	48%	46%

Zdroj: vlastní zpracování

Nejvyšší index determinace má exponenciální funkce s regresorem ukazatele HDP. Pro tyto ukazatele byly dále provedeny predikční testy, postupně sestaveny regresní rovnice pro data bez posledních tří analyzovaných let a tyto regresní rovnice byly dosazeny do testovaných let 2010, 2011 a 2012. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v příloze práce P II spolu s vyčíslením odchylek od žádoucích hodnot (vysvětlovaná proměnná relevantního trhu).

Jako nejvhodnější funkce byla na základě těchto predikčních testů vyhodnocena funkce logaritmická s vysvětlující proměnnou HDP, neboť zde byla zjištěna nejmenší kumulativní odchylka od skutečných hodnot trhu. V rámci daného testu zde byl zjištěn index determinace 75 % (model vysvětluje 75 % variability), který sice nebyl v rámci všech testů nejvyšší, ovšem predikované hodnoty v testovaných letech byly žádoucím hodnotám nejbližší. Tyto testy prokázaly, že ne vždy je hledisko volby na základě indexu determinace vhodné. Jako druhá v pořadí nejvhodnější funkce byla vyhodnocena funkce lineární v závislosti na HDP. Výsledek regresní analýzy v rámci logaritmické funkce s vysvětlující proměnnou HDP je rovněž uveden v příloze práce č P III. Byl tedy vybrán model s následující rovnicí, na základě které bylo přistoupeno k samotné predikci vývoje daného trhu:

$$\text{Trh} = -1,274.253,5 + 88.458,1695 * \ln (\text{HDP})$$

Průměrné tempo růstu prognózovaných hodnot trhu bylo zjištěno na úrovni 3,3 %, tedy nižší ve srovnání s předchozím obdobím (tabulka číslo 13). Téměř ve všech prognózovaných letech je však zaznamenán růstový trend se stabilním vývojem.

Tabulka 13: prognóza vývoje relevantního trhu (v mil. Kč)

	Rok	Relevantní trh	Tempo růstu	HDP b.c.	Tempo růstu
Skutečnost	2005	47 549,0		3 116 056,0	
	2006	55 560,4	16,8%	3 352 599,0	7,6%
	2007	67 584,7	21,6%	3 662 573,0	9,2%
	2008	69 294,9	2,5%	3 848 411,0	5,1%
	2008	57 943,5	-16,4%	3 758 979,0	-2,3%
	2010	65 442,8	12,9%	3 790 880,0	0,8%
	2011	64 147,8	-2,0%	3 823 401,0	0,9%
	2012	65 956,6	2,8%	3 845 926,0	0,6%
Průměrné tempo			5,5%		3,1%
Prognóza	2013	67 172,4	1,8%	3 853 617,9	0,2%
	2014	68 750,5	2,3%	3 922 983,0	1,8%
	2015	71 964,3	4,7%	4 068 133,3	3,7%
	2016	75 092,9	4,3%	4 214 586,1	3,6%
Průměrné tempo			3,3%		2,3%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů ČSÚ (© 2013) a MFČR (© 2013)

7.2 Analýza konkurenční síly podniku

V této fázi strategické analýzy bude vyhodnocen vývoj tržních podílů oceňované společnosti směrem do budoucna na základě předchozích analýz relevantního trhu. V prvním kroku bude vyhodnocen dosavadní vývoj tržních podílů, následně bude učiněn pokus o identifikaci přímé konkurence oceňovaného podniku. V dalších krocích bude provedena analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly sledovaného podniku, z níž bude následně vyvozena prognóza budoucích tržních podílů.

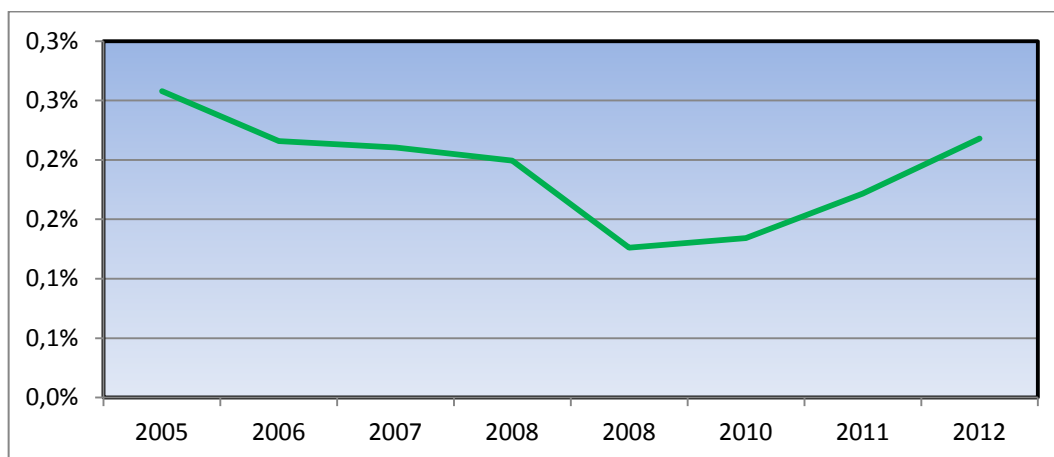
7.2.1 Dosavadní vývoj tržního podílu podniku

Tržní podíl oceňovaného podniku byl hodnocen za období 2005 – 2012, přičemž do poměru k těmto tržbám byly použity data z předchozího vymezení relevantního trhu. V průměru dosahuje sledovaná společnost 0,2 % tržního podílu s pohybem v intervalu 0,3 % a 0,1 %.

Tabulka 14: vývoj podílu podniku XY na tržbách relevantního trhu (v mil. Kč)

Rok	Relevantní trh	Tržby XY	Tržní podíl XY
2005	47 549,0	122,6	0,3%
2006	55 560,4	119,9	0,2%
2007	67 584,7	142,3	0,2%
2008	69 294,9	138,1	0,2%
2008	57 943,5	73,1	0,1%
2010	65 442,8	87,9	0,1%
2011	64 147,8	110,2	0,2%
2012	65 956,6	143,7	0,2%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (© 2013) a finančních výkazů společnosti XY



Graf 4: vývoj tržního podílu XY

Zdroj: vlastní zpracování

7.2.2 Konkurenční struktura relevantního trhu

Na trhu existuje mnoho podniků zabývajících se hydraulikou, ať už samotnou výrobou, či distribucí. V rámci tohoto oboru není předpoklad teritoriálního vymezení konkurence, proto jsou brány v úvahu konkurenti na celém území republiky. Při mapování konkurence podniku XY bylo z dostupných internetových zdrojů zkoumáno celkem 56 právnických osob, které se hydraulikou zabývají. Seznam těchto společností v teritoriálním členění je uveden v příloze této práce P IV. Z tohoto počtu bylo postupně vyčleněno 25 firem, jejichž finanční údaje nejsou v rámci veřejných zdrojů dostupné, tudíž se nedá relevantně určit, zda splňují daná kritéria konkurence vůči oceňovanému podniku z hlediska svého zaměře-

ní či velikosti. Dále bylo vyčleněno 6 společností, u nichž bylo zjištěno, že jejich činnost je čistě obchodního charakteru, nebo tento obchodní charakter v jejich činnosti dominuje. Dalších 18 podniků nevyhovělo kritériu specializace (výroba hydromotorů), z větší části bylo zaměření těchto firem v rámci hydraulických komponentů obecněji obsaženo, nebo zde byla identifikována produktová diferenciaci (výroba speciálních typů hydraulických válců). V konečném důsledku bylo dále sledováno zbylých sedm podniků, jež vyhověly všem předchozím požadavkům podobnosti podniků. U těchto byla dále zkoumána velikost dle počtu zaměstnanců a výše dosažených tržeb za rok 2012. V tomto ohledu byly tedy následně vybrány pouze 3 společnosti k podrobnější analýze:

- CHARVÁT AXL, a.s. (v dalším textu označována jako podnik A)
- Hydraulické stroje a zařízení s.r.o. (v dalším textu označována jako podnik B)
- Hydraulik servis CZ, s.r.o. (v dalším textu označována jako podnik C)

CHARVÁT AXL, a.s.²⁸ (v dalším označení podnik A)

Společnost AXL, a.s. vznikla v roce 1994 transformací podniku TECHNOMETRA Semily, kde navázala na tradici strojírenské výroby, která zde měla své místo již od roku 1945. Nově vzniklá společnost dokázala plně využít tradici a dlouholeté zkušenosti v oblasti vývoje letecké techniky, hydraulických zařízení a agregátů. Zpočátku se výrobní program orientoval na výrobu leteckých podvozků a servořízení pro nákladní automobily a autobusy. Postupem času s útlumem výroby nákladních automobilů a letadel firma změnila výrobní program a začala se orientovat na přímočaré hydromotory. Zaměření společnosti je na dva hlavní obory, a sice výrobu hydraulických válců a výrobu leteckých komponentů a podvozků. V oblasti hydraulických válců se spíše zaměřuje na složitější a náročnější typy válců. Portfolio produktů společnosti čítá mimo jiné teleskopické válce, zakázkovou strojní výrobu, leteckou výrobu a další produkty, jako například servořízení pro velké automobily, sedačky pro MHD, přičemž stěžejním produktem společnosti je výroba hydraulických válců.

²⁸ www.axl.cz

Hydraulické stroje a zařízení s. r. o.²⁹ (v dalším označení podnik B)

Jde o menší společnost datující svůj vznik v roce 2003 v Blansku a je držitelem certifikátu jakosti ISO 9001. Zabývá se vývojem, konstrukcí a výrobou hydraulických strojů a zařízení zejména pro vodní díla a elektrárny.

Hydraulik servis CZ, s. r. o.³⁰ (v dalším označení podnik C)

Jedná se taktéž o menší společnost, která vznikla v roce 1994 jako fyzická osoba. Původně svou činnost od výroby tlakových hadic a servisu hydraulických zařízení přešla v roce 1996 k samotné konstrukci a výrobě hydraulických válců. V roce 2004 se společnost transformovala do společnosti s ručením omezeným. Krom výroby hydraulických válců je dále činnost zaměřena na servisní zabezpečení, výrobu komponent, hadic, hydraulických prvků a kovoobrábění. V rámci analýzy budou nejdříve srovnány relevantní tržní podíly u vybraných konkurentů vůči tržbám relevantního trhu vymezeného v předchozích kapitolách.

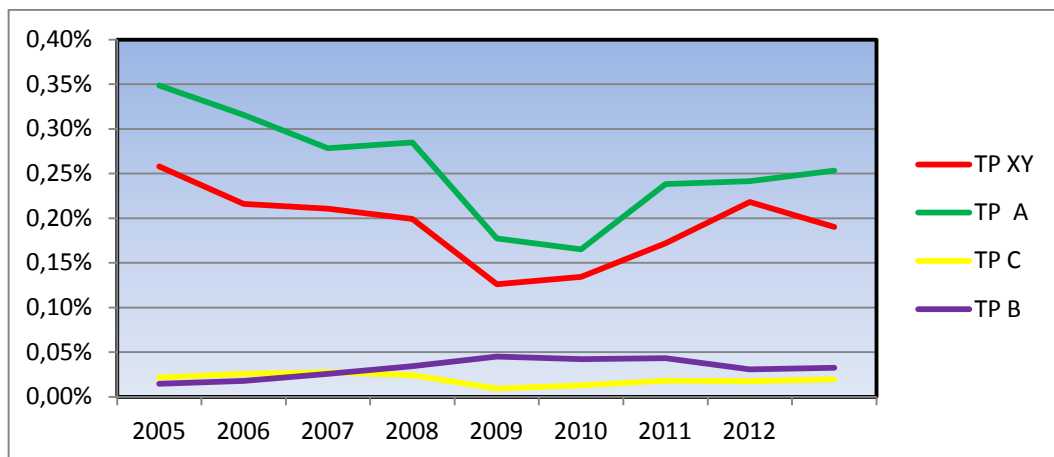
Tabulka 15: vymezení tržeb a tržních podílů (TP) konkurentů (v mil. Kč)

	Trh	XY	TP XY	A	TP A	C	TP B	B	TP C
2005	47 549,0	122,6	0,26%	165,7	0,35%	10,3	0,02%	6,9	0,01%
2006	55 560,4	119,9	0,22%	175,3	0,32%	14,3	0,03%	9,8	0,02%
2007	67 584,7	142,3	0,21%	188,1	0,28%	18,6	0,03%	17,4	0,03%
2008	69 294,9	138,1	0,20%	197,4	0,28%	16,7	0,02%	23,7	0,03%
2009	57 943,5	73,1	0,13%	102,8	0,18%	5,4	0,01%	26,1	0,05%
2010	65 442,8	87,9	0,13%	108,0	0,17%	8,3	0,01%	27,6	0,04%
2011	64 147,8	110,2	0,17%	152,8	0,24%	11,7	0,02%	27,8	0,04%
2012	65 956,6	143,7	0,22%	159,2	0,24%	11,5	0,02%	20,2	0,03%

Zdroj: vlastní zpracování

²⁹ www.hydraulickestroje.cz

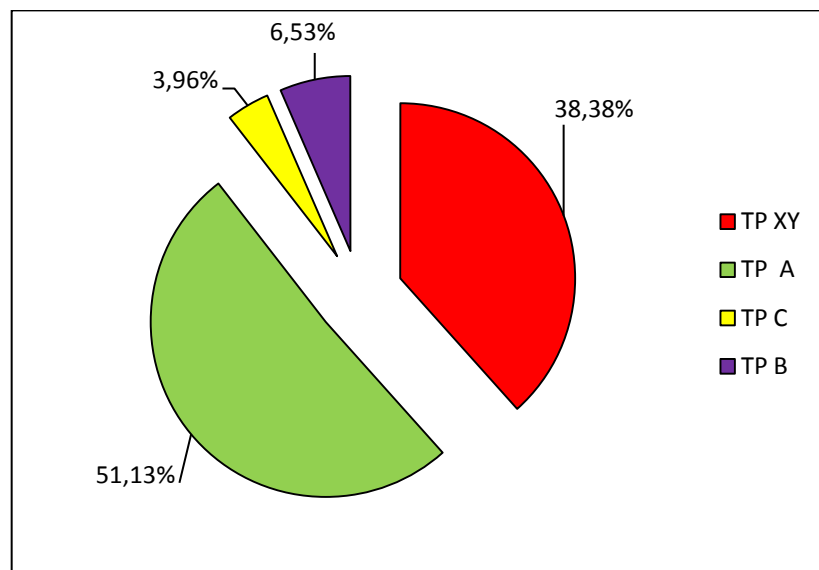
³⁰ www.hydraulikservis.cz



Graf 5: srovnání tržních podílů u oceňovaného podniku a vybraných konkurentů

Zdroj: vlastní zpracování

Z předchozí analýzy tržních podílů vybraných konkurentů je zřejmé, že největší podíl zabírá podnik A, přičemž tržní podíl podniku XY s jeho tržním vývojem drží téměř paralelní krok. V následujícím grafu č. 6 byly dány do kontextu celkových tržeb těchto podniků jejich tržní podíly za celkové období, aby bylo více zřejmé, jaký kus pomyslného koláče jednotlivé společnosti zabírají.



Graf 6: tržní podíly v letech 2005 – 2012

Zdroj: vlastní zpracování

Z následující tabulky č. 16 je zřejmé, že co se týče vybraných položek rozvahy a výsledovky, oceňovaná společnost v roce 2012 dosahuje čtyř nejlepších výsledků ze sedmi vybraných srovnávacích kritérií.

Tabulka 16: vybrané položky účetních výkazů za rok 2012 (v tis. Kč)

	Aktiva	VK	EAT	Tržby	OM ³¹	Přidaná hodnota	Zam.
XY	186 619	164 721	22 624	196 926	18 380	76 896	112
A	239 257	125 462	3 512	166 007	339	82 909	160
B	32 296	12 913	961	29 695	1 496	12 075	32
C	11 776	8 166	950	11 507		5 156	9

Zdroj: vlastní zpracování

Podrobněji však bude finančnímu srovnání věnována pozornost v kapitolách finanční analýzy. V rámci předběžného srovnání však ještě stojí za zmínku vývoj jednotlivých poměrových ukazatelů, které jsou uvedeny v tabulce č. 17.

Tabulka 17: vybrané poměrové ukazatele v roce 2012

Podnik	Rentabilita aktiv ³²	Rentabilita VK ³³	Podíl OM ³⁴ na tržbách	Podíl PH na tržbách	Zisk. marže ³⁵
XY	12,12%	13,73%	9,33%	39,05%	11,49%
A	1,47%	2,80%	0,20%	49,94%	2,12%
B	2,98%	7,44%	5,04%	40,66%	3,24%
C	8,07%	11,63%		44,81%	8,26%

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je vidět z předchozí tabulky, v rámci poměrových ukazatelů si jednoznačně oceňovaná společnost drží své pomyslné první místo. Obzvláště významnou převahou disponuje v rámci ukazatelů rentability aktiv a vlastního kapitálu, které se projevují v ukazateli ziskové marže. Významný je i podíl obchodní marže oceňovaného podniku na celkových tržbách. Například podnik C vůbec obchodní činnost nevyvíjí, podíl podniku A je velmi zanedbatelná.

³¹ Obchodní marže.

³² Rentabilita aktiv = EAT/Aktiva.

³³ Rentabilita VK = EAT/VK.

³⁴ Obchodní marže.

³⁵ Zisková marže = EAT/Tržby.

7.2.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Této fázi je třeba věnovat významnou pozornost, protože je z hlediska samotného oceňování velmi důležitá, neboť samotným výstupem je zde posouzení perspektivnosti oceňované společnosti, zároveň odhad vývoje jeho tržního podílu a kvantifikace podnikového rizika. V rámci začlenění pozice podniku vzhledem k jeho životní fázi by se dalo hovořit o fázi zralosti a právě proto je třeba určit předpoklad dlouhodobé perspektivnosti, jako klíčového kroku samotné strategické analýzy, na něž mají vliv jednak přímé faktory (kvalita a technická úroveň produktů, ceny, dostupnost, flexibilita dodávek, servisní zabezpečení, marketing, nebo image firmy) a jednak faktory nepřímé (kvalita managementu, výdaje na vědu a výzkum, certifikáty, dostatečné finanční zázemí či investice do majetku i lidského kapitálu).

7.2.4 Nepřímé faktory konkurenční síly podniku

Tyto faktory mají zásadní vliv na konečný výsledek, ačkoli je třeba je podrobit důsledné analýze, protože na první pohled nejsou zřejmé (zákazníci je nevidí). Jedná se zejména o tyto faktory:

1. manažeři a řízení podniku
2. výkonný personál
3. inovační síla podniku
4. dlouhodobý majetek a investiční politika

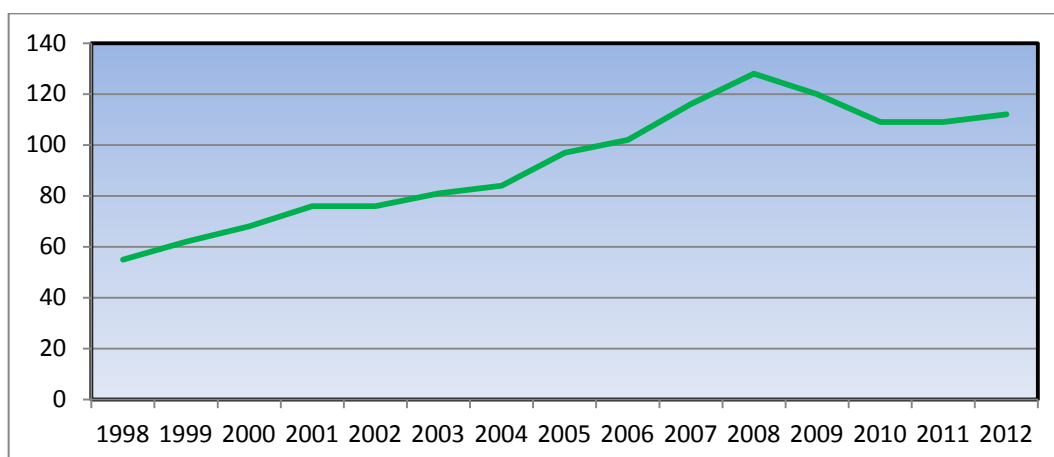
Manažeři a řízení podniku

Podnik XY se zaměřuje zejména na zákazníky v oblasti výrobců a dodavatelů hydraulických systémů a komponentů a jejím cílem je upevnování pozice jako dodavatele v rámci sériové i malosériové výroby hydrauliky. V rámci dlouhodobé strategie se firma zaměřuje především na podporu moderních technologií v oblasti kovoobrábění, rozšiřování a modernizace strojového parku a postupném rozšiřování skladových i výrobních prostor, zkracování výrobních a dodacích lhůt a zvyšování produktivity práce. Podnik XY není závislý pouze na velkosériové či malosériové výrobě, nýbrž je flexibilní také v rámci zaměření se na speciální a kusovou výrobu. Důraz je kladen zejména na neustálou podporu a nábor kvalifikovaných odborných pracovníků. Podnik taktéž podporuje moderní informační technologie jako nástroj kvalitního řídicího procesu. Firma vyvíjí úsilí na poli vzdělávání výkonného personálu a technickohospodářských pracovníků a zdokonalování moderního

systemu řízení. Své zaměstnance podporuje jak poskytováním vzdělávacích programů, tak po stránce zabezpečování hmotného zázemí. Hlavním cílem společnosti je neustálé upevnění pozice jednoho z nejvýznamnějších českých dodavatelů přímočarých hydromotorů jak po stránce kvalitativní, tak po stránce pozice stabilního tržního podílu.

Management podniku má jasnou vizi v oblasti produktu i tržní pozice podniku. Na základě vývoje trhu i vnitřních faktorů dokáže včas a efektivně odhadnout a stanovit další možný vývoj i opatření, která jsou efektivní. Strategie produktu je zaměřena na především na jeho kvalitu spojenou s dobře zavedeným jménem společnosti. Podnik je na dobré úrovni také v rámci zavádění úsporných opatření, jako je redukce nákladů a to jak přímých, tak režijních, jde cestou inovací a investic jak do výrobního zařízení, tak i vlastních nemovitostí, čímž si vytváří podmínky pro rozšiřování a diverzifikaci portfolia produktů.

Výkonný personál



Graf 7: vývoj počtu zaměstnanců v letech 1998 – 2012³⁶

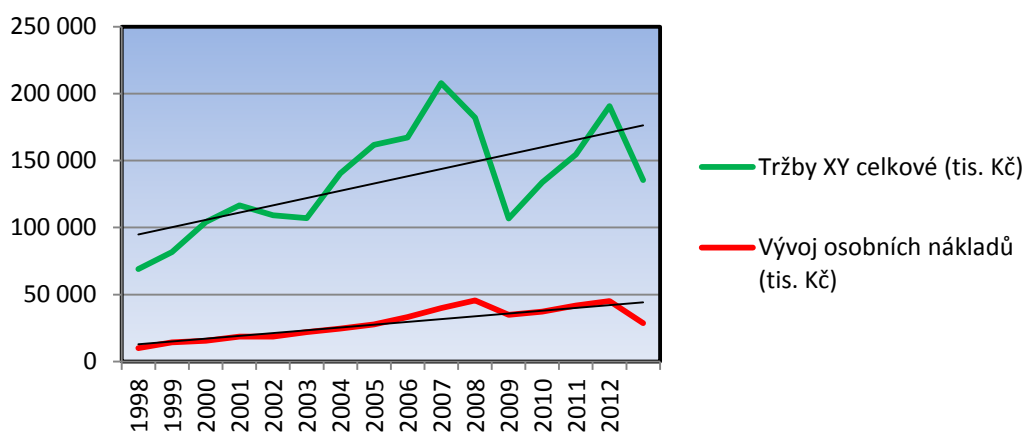
Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

V tabulce, která je součástí přílohy č P V jsou obsaženy údaje, které shrnují jednotlivé faktory ovlivňující kvalitu managementu. Celkem bylo posouzeno 10 faktorů, které byly ohodnoceny celkem 56 body. Podnik tedy v rámci podnikového managementu obdržel průměrně 6 bodů. Lze tedy konstatovat nadprůměrně vysokou kvalitu managementu, což

³⁶ V části finanční analýzy, která bude následovat v další kapitole této práce, bude personální oblast z hlediska finančních ukazatelů širěji rozebrána.

se ostatně odráží i v dosavadním vývoji i výsledcích oceňované firmy. Tento výsledek bude v dalších úvahách součástí souhrnného vyhodnocení konkurenční výhody podniku.

V rámci analýzy výkonného personálu společnosti bylo zjištěno, že se společnost v minulých letech neustále potýkala s nedostatkem odborných profesí, zejména kovoobráběčů. Zpočátku byla firma nucena najímat pracovníky ze Slovenska a také vytěžovat potřebné kapacity externími spolupracovníky. Procentuální podíl zaměstnanců ve výrobě představuje cca 75 % všech pracovníků. Firma podporuje a zabezpečuje neustálé vzdělávání jak technickohospodářských pracovníků, tak pracovníků výrobních a v rámci zvyšování efektivity a informační základny má zavedený systém pravidelných porad a systémů delegování úkolů včetně zavádění moderních informačních systémů řízení a organizace. Společnost investuje nemalé prostředky pro upevňování a modernizaci pracovního prostředí a jeho okolí, poskytuje svým zaměstnancům finanční půjčky, pořádá pro zaměstnance sportovní aktivity, nebo přispívá na závodní stravování a penzijní pojištění. V rámci vykrývání dočasných výpadků výrobních kapacit firma dokáže flexibilně reagovat přesouváním pracovníků do ostatních provozů podniku, jako je například servisní či konstrukční oddělení.



Graf 8: vývoj osobních nákladů vzhledem k tržbám

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

Jak je vidět z předchozího grafu, růst osobních nákladů je podložen růstem tržeb, což je hodnoceno pozitivně. V další kapitole s názvem finanční analýza budou tyto ukazatele podrobněji rozebrány v textu nazvaném analýza nefinančních ukazatelů. V příloze č P VI je opět uvedena tabulka se souhrnným vyhodnocením jednotlivých faktorů ovlivňujících kvalitu výkonného personálu. V rámci kritérií personální oblasti podnik získal 28 bodů, což v rámci 7 zkoumaných faktorů dává průměrný výsledek 4 body. Stav v oblasti výkonného personálu je tedy také hodnocen jako nadprůměrný.

Inovační síla podniku

Firma nevyvíjí významné aktivity v oblasti výzkumu a vývoje, tudíž byl tento faktor ohodnocen známkou 2.

Dlouhodobý majetek a investiční politika

Podnik XY investuje a průběžně obnovuje svůj majetek, ať už se jedná o modernizaci výrobních technologií, vozového i strojového parku, investiční výstavbu, modernizaci informačních technologií, či stávajících pronajatých prostor. V následující tabulce je znázorněn vývoj průměrné míry investic v letech 1998 – 2012.

Tabulka 18: podíl investic na obratu podniku XY (v tis. Kč)

	Tržby XY	Zaměstnanci	DM brutto	Hrubé investice DM	Investice/Tržby
1998	68 925	55	11 664		
1999	81 579	62	14 269	2 605	3,2%
2000	104 095	68	22 567	8 298	8,0%
2001	116 498	76	24 586	2 019	1,7%
2002	109 105	76	29 410	4 824	4,4%
2003	107 066	81	33 238	3 828	3,6%
2004	140 569	84	34 390	1 152	0,8%
2005	161 804	97	66 381	31 991	19,8%
2006	167 290	102	76 467	10 086	6,0%
2007	207 741	116	81 463	4 996	2,4%
2008	182 139	128	96 504	15 041	8,3%
2009	106 730	120	96 339	-165	-0,2%
2010	133 820	109	98 094	1 755	1,3%
2011	154 552	109	105 328	7 234	4,7%
2012	190 752	112	119 646	14 318	7,5%
Prům	135 511	93	60 690	7 713	5,1%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

V rámci investiční analýzy byla zjištěna průměrná míra investic na výnosy společnosti ve výši 5,1 %. Červeně jsou označeny roky, kdy byla tato míra překročena. V roce 2000 byl uskutečněn nákup haly hutního materiálu spolu s investicí do dvou obráběcích automatů, přičemž míra investic dosáhla 8 %. V roce 2005 bylo krom běžných obnovovacích investic

a nákupu nových strojů započato s výstavbou nových výrobních a skladových prostor, čímž byla zahájena doposud největší investiční akce oceňované firmy. Investiční náročnost v tomto roce dosáhla koeficientu téměř 20 %. S nově rozšířenými prostory rovněž souvisí i investiční situace v roce 2006, kdy byly do nově zbudované haly zakoupeny další dlouhodobá aktiva v podobě strojních zařízení. Jako další investičně poněkud náročnější rok se jeví rok 2008, kdy byla taktéž krom běžných obnovovacích investic značná část prostředků investována do strojového vybavení a poměrně významná částka investována do nákupu nového informačního systému společnosti. V roce 2012 částku pravidelných investic (obnova a modernizace vozového a strojového parku) překročilo zahájení výstavby a rekonstrukce nových výrobních prostor za účelem postupného snižování nákladů za pronájem.

V rámci zjištění přiměřenosti investic byla tato data dále srovnávána s vybranými podniky daného odvětví CZ-NACE 28, kde v rámci údajů o podílu investic na obratu těchto společností vychází koeficient pohybující se od 1,5 % do 1,6 %. Je však třeba brát v úvahu také fakt, že jde o významně širokou skupinu respondentů a tyto údaje jsou spíše obecněji zaměřeny. Z tohoto důvodu byly podrobeny analýze taktéž námi vybrané konkurenční podniky:

Tabulka 19: koeficienty investiční náročnosti konkurenčních firem

Rok	A	C	B
2006	17,8%	5,2%	2,2%
2007	0,0%	9,3%	5,2%
2008	2,7%	19,9%	1,6%
2009	-128,2%	56,1%	0,8%
2010	119,7%	-14,4%	0,8%
2011	12,6%	9,5%	39,2%
2012	6,2%	0,7%	0,4%
Průměr	4,4%	12,3%	7,2%

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti A, B, C

Námi oceňovaná firma dosahuje sice vyšší investiční náročnosti než je tomu v odvětví 28, v rámci vybraných konkurenčních podniků se však pohybuje v podobných hranicích, což je dáno specifikem nutnosti modernizace a neustálých investičních potřeb v rámci daného segmentu. Nutno rovněž konstatovat, že investice oceňovaného podniku, které překračují rámec běžných investic (investiční výstavba nových objektů), ponese své ovoce

v budoucnu v podobě kapacitních možností a z toho vyplývajících potenciálních příjmů, zatížených menší nákladovou náročností než tomu bylo doposud. Dlouhodobý majetek a jeho přiměřenost v rámci velikosti a struktury byl ohodnocen známkou 4, jak vyplývá z tabulky, která je umístěna v příloze této práce č P VII. V rámci uvedeného získala oceňovaná společnost 24 bodů, což je vyjádřeno průměrným hodnocením a známkou 4.

7.2.5 Přímé faktory konkurenční síly podniku

Přímé faktory jsou přímo vnímané samotnými zákazníky. Jde o konkrétní produkt, ceny, reklamní iniciativy podniku, nebo způsoby jejich odbytu. Je taktéž přihlíženo k celkovému image podniku z pohledu zákazníků a komplexnosti služeb k danému produktu nabízených. Podnik XY se řadí mezi největší výrobce hydromotorů katalogových, atypických, skladových či jejich komponentů s důrazem na jejich kvalitu. V rámci dodavatelsko-odběratelských vztahů má společnost dobré jméno zejména z důvodů plnění svých závazků ve stanovených řádných termínech. Svým zákazníkům vychází vstříc v rámci dodacích a cenových podmínek. Kvalita výrobků a flexibilita v oblasti operativního vyřízení objednávek je pro společnost po dvaceti letech své existence a specializace samozřejmostí a současně firemní filosofií. Pro tyto účely má společnost vypracovaný moderní informační systém propojující objednávkový systém s kapacitními výrobními možnostmi. Vzhledem k tomu, že krom samotných výrobků, které je společnost schopná vyrobit na míru v rámci velkosériové i kusové výroby, je výrobní podnik připraven vyrábět i tzv. „podle vzoru“ při neexistenci výrobní dokumentace (např. u zastaralého provedení hydraulického válce), což ji staví na přední pozici specialistů v rámci komplexního řešení produktu. V neposlední řadě je třeba zmínit samozřejmost servisních služeb a to jak vlastních výrobků, tak výrobků jiných výrobců. V rámci reklamních iniciativ se podnik zejména prezentuje na svých internetových stránkách³⁷.

V rámci uvedených přímých faktorů lze tedy stanovit celkovou hodnotu konkurenční síly podniku v následující kapitole, kde budou výsledky názorně uvedeny v souhrnné tabulce s uvedenými přímými faktory a faktory nepřímými, které byly vyvozeny v předchozím textu.

³⁷ www.xy.cz

7.2.6 Vyhodnocení konkurenční síly podniku

Tabulka 20: souhrnná konkurenční síla podniku

Kritérium			Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Váha	
				Negativní		Průměr			Pozitivní		×
				0	1	2	3	4	5	6	Body
Přímé faktory	1	Kvalita výrobků	3						x		15
	2	Technická úroveň vyr.	2						x		10
	3	Cenová úroveň	3				x				9
	4	Intenzita reklamy	2				x				6
	5	Výhody místa	1			x					2
	6	Výhody distribuce	1				x				3
	7	Image firmy	1						x		5
	8	Servis a služby	1						x		5
Nepřímé faktory	9	Kvalita managementu	3							x	18
	10	Výkonný personál	1					x			4
	11	Výzkum a vývoj	1		x						2
	12	Majetek a investice	2					x			8
	13	Finanční situace	1						x		5
Celkem			22								92

Zdroj: vlastní zpracování

Oceňovaný podnik dosáhl v hodnocení konkurenční síly 92 bodů ze 132 bodů, což je 70 %. Podnik je tedy konkurenčně nadprůměrný, na čemž se podílí zejména kvalita managementu podniku, dobrá pověst firmy, kvalita výrobků, jejich technická úroveň a komplexnost služeb s těmito produkty spojenými, z čehož vychází taktéž celkové finanční výsledky sledované společnosti, které jsou blíže rozebrány v části finanční analýzy. V rámci relevantního trhu lze hovořit o zvýšené konkurenční výhodě podniku v kontextu vyšší intenzity konkurence. Podnik má tedy vysoké předpoklady pro setrvání a další vývoj na trhu. Z výše uvedených důvodů byl stanoven odhad vývoje tržního podílu v následujících čtyřech letech.

Tabulka 21: vývoj a prognóza růstu tržního podílu XY (v %)

2005	2006	2007	2008	2008	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0,26	0,22	0,21	0,20	0,13	0,13	0,17	0,22	0,23	0,24	0,25	0,25

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již naznačují tendence vývoje i závěry strategické analýzy, společnost XY v rámci své konkurenční výhody i investičních snah bude v následujících letech zvyšovat svůj podíl na trhu. Po roce 2016 se předpokládá stabilizace a následné udržení tohoto podílu v rámci pokračující hodnoty.

7.3 Prognóza tržeb podniku

Výsledky prognóz relevantního trhu a analýz vnitřního potenciálu v konečném kroku umožní stanovit prognózu tržeb, která bude mimo jiné vycházet z informací o perspektivnosti podniku. Perspektivnost je dána trhem, na kterém daný podnik působí a současně konkurenční silou, kterou podnik disponuje. Pro účely zjištění pozice našeho podniku v rámci těchto dvou předpokladů slouží tzv. „bostonská“ matice, která je pro svou velikost rovněž zařazena do přílohy této práce č. P VIII. Výsledky předchozích analýz potvrdily, že oceňovaná společnost dosáhla v rámci atraktivitativy trhu 53 % a v oblasti konkurenční síly celých 70 %. Podnik se dle uvedené matice v rámci daných kritérií nachází v v sektoru 2, jedná se tedy o podnik s dobrou perspektivou.

Nyní přistoupíme k vlastnímu odhadu tržeb společnosti. Predikci tržního růstu vynásobíme změnou růstu tržního podílu odhadnutého v předchozích částech textu, z čehož bude vyvozeno tempo růstu tržeb oceňovaného podniku. Průměrné tempo růstu společnosti by se v letech 2013 – 2016 mělo pohybovat na úrovni 6,9 %, což je o 0,8 % více než v předchozích letech. Tento růst je dán růstem tržního podílu, který vyplývá z předchozích analýz. V následující tabulce budou ze získaných údajů odvozeny samotné tržby oceňovaného podniku za výrobky a služby v letech 2013 – 2016.

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

Tabulka 22: prognóza tržeb (v mil. Kč)

	Rok	Relevantní trh	Tempo růstu trhu	Tržní podíl XY	Tempo růstu XY	Tržby XY
Skutečnost	2005	47 549,0		0,26%		122,6
	2006	55 560,4	16,8%	0,22%	-2,2%	119,9
	2007	67 584,7	21,6%	0,21%	18,7%	142,3
	2008	69 294,9	2,5%	0,20%	-3,0%	138,1
	2008	57 943,5	-16,4%	0,13%	-47,1%	73,1
	2010	65 442,8	12,9%	0,13%	20,3%	87,9
	2011	64 147,8	-2,0%	0,17%	25,3%	110,2
	2012	65 956,6	2,8%	0,22%	30,5%	143,7
Průměrné tempo			5,5%		6,1%	
Prognóza	2013	67 172,4	1,8%	0,23%	7,5%	154,5
	2014	68 750,5	2,3%	0,24%	6,8%	165,0
	2015	71 964,3	4,7%	0,25%	9,0%	179,9
	2016	75 092,9	4,3%	0,25%	4,3%	187,7
Průměrné tempo			3,3%		6,9%	

Zdroj: vlastní zpracování

Tempo růstu tržeb je v letech 2013 – 2016 v kladných číslech s rostoucím trendem až do roku 2015, kdy následkem zpomalení tempa růstu trhu a současně stabilizací tržního podílu klesne na úroveň indexu růstu trhu. Do budoucna se předpokládá vývoj tohoto ukazatele stejně jako vývoj indexu tržního růstu. Podnik je tedy dlouhodobě perspektivní.

7.4 Závěr SA

Základním cílem strategické analýzy bylo jednak částečně prokázat podmínku nepřetržitého trvání podniku (Going Concern) a dále pak na základě odborných odhadů stanovit velikost tržeb daného podniku v jednotlivých prognózovaných letech. Zejména z těchto důvodů se její provedení stává klíčovou záležitostí celého oceňování. Dílčími úkoly bylo shromáždit, vyčlenit a zpracovat faktory, které ovlivňují výnosový potenciál podniku. Jedná se o faktory vnější a faktory vnitřní. V rámci vnějších faktorů byl jednak vymezen relevantní trh, jehož velikost byla určena výší tržeb daného odvětvového sektoru skupiny CZ-NACE 28.1. - Výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely. Tento trh byl dále podroben kvalita-

tivní analýze, neboli analýze atraktivity trhu, která představuje základní kámen pro fázi ověřování perspektivnosti podniku a další predikce jeho vývoje.

Atraktivita daného trhu byla ohodnocena celkem 53 %, tedy jen velmi mírně nadprůměrná. Dále bylo zapotřebí určit vývoj velikosti trhu pro budoucí období. Pro predikci vývoje relevantního trhu byly vymezeny faktory, které jsou dány odbornými odhady příslušných institucí a současně podrobit tyto faktory důkladné analýze z hlediska míry jejich korelace s daným trhem. V konečném důsledku byl jako vhodný regresor pro dané predikce určen ukazatel HDP s logaritmickou funkcí i přes to, že tato funkce v původních testech neprokázala nejvyšší korelační koeficient. V rámci predikčních testů však tato funkce potvrdila nejnižší kumulativní odchylku od skutečných tržních hodnot. Na základě regresní analýzy byly dále stanoveny hodnoty velikosti relevantního trhu v letech 2013 – 2016 s průměrným tempem růstu 3,3 %, tj. o více než 2 % nižším než v předchozím období let 2005 – 2012.

Dalším krokem strategické analýzy bylo určit postavení podniku na poli konkurence, neboli určit konkurenční sílu oceňovaného podniku, na což dále navazuje vyhodnocení budoucích tržních podílů společnosti. Po vyhodnocení všech potřebných dat byly vypočteny tržby podniku v predikovaném období. V rámci vyhodnocení konkurenční síly získal podnik 92 bodů ze 132 a 70 % úspěšnost na poli konkurenční síly. Největší přednost podniku je spatřována v kvalitě managementu, firemní dobré pověsti a kvalitě výrobků. Na základě těchto informací byl odhadnut vývoj tržních podílů v predikovaných letech 2013 – 2016. Bylo určeno, že tržní podíl těchto firem poroste v závislosti na předchozích informacích, ovšem v roce 2016 dojde ke stabilizaci tohoto růstu s předpokladem udržení si výše tohoto podílu i do budoucna. V dalším kroku byl na základě předchozích informací ověřen předpoklad perspektivnosti podniku a tato míra perspektivnosti byla určena jako dobrá. Na závěr strategické analýzy byly vypočteny tržby podniku v následujícím období.

8 FINANČNÍ ANALÝZA

Prověření perspektivnosti z hlediska finančních údajů je dalším krokem procesu oceňování. K provedení finanční analýzy byly použity účetní údaje z veřejně dostupných zdrojů³⁸. Výroční zprávy a účetní závěrky podniku jsou ověřovány nezávislým auditorem, který v jednotlivých analyzovaných letech v tomto ověření vydal výrok bez výhrad, což naplňuje předpoklad bezchybně vedeného účetnictví a relevance údajů.

8.1 Účetní pravidla uplatňovaná v podniku

Účetnictví analyzovaného podniku je vedeno v souladu se zákonem o účetnictví č. 563/1991 Sb. a vyhláškou 500/2002 Sb. Účetním obdobím je kalendářní rok. Každoročně zveřejňují závěrku v plném rozsahu a společnost má povinnost k auditu. Finanční údaje z účetních závěrek jsou uvedeny v příloze této práce v tisících korunách, pokud nebude uvedeno jinak. Společnost používá následující účetní metody:

- Ocenění
 - Skladových zásob metodou průměrování
 - Vlastní produkce a nedokončená výroba vlastními náklady
 - Dlouhodobý hmotný i nehmotný majetek cenou pořízení
- Účtování zásob – způsob A, výdej průměrováním
- Vedlejší pořizovací náklady – přeprava, obalový materiál
- Odpisy dlouhodobého hmotného majetku (DHM)
 - zrychlené daňové roční odpisy
 - rovnoměrné účetní odpisy
- Odpisy dlouhodobého nehmotného majetku (DHNM) – rovnoměrné odpisy
- Přepočet cizí měny – dle denního kurzu ČNB, automatický přepočet kurových rozdílů

8.2 Analýza účetních výkazů

V rámci analyzované společnosti byly zpracovány účetní výkazy z let 2008 – 2012, které jsou dostupné na internetových stránkách www.justice.cz. V jednotlivých krocích bude

³⁸ Obchodní rejstřík a sbírka listin (Ministerstvo spravedlnosti České republiky).

přistoupeno k analýze rozvahy a výkazu zisku a ztrát a to nejprve z hlediska horizontální analýzy v rámci časového vývoje, na které dále naváže procentní rozbor v rámci analýzy vertikální. Primární výkazy společnosti jsou umístěny v přílohách této práce.

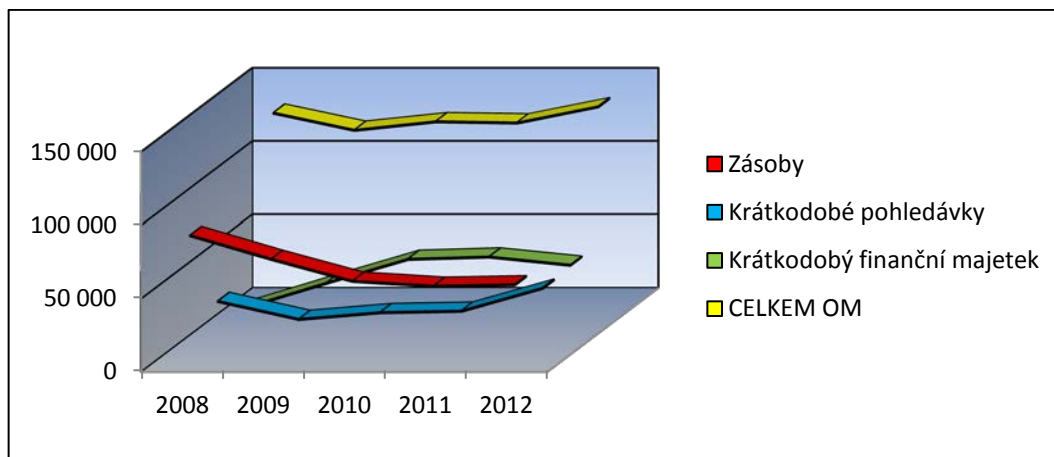
8.2.1 Rozvaha

Rozvaha společnosti je součástí přílohy č. P IX a P X. Bilanční suma podniku se podstatně snížila již ve druhém sledovaném roce, tedy v roce 2009 a při své výši zůstala následující téměř tři roky stabilizovaná. V roce 2012 došlo opět ke zvýšení bilanční sumy a to až nad výchozí úroveň roku 2008. Na straně aktiv tuto skutečnost ovlivňuje zejména vývoj oběžného majetku. V roce 2009 zasáhl český průmysl dopad hospodářské krize. Dlouhodobý majetek byl v posledních dvou obdobích ovlivněn zejména investicemi firmy do nových prostor, s čímž souvisí i pořízení nových pozemků v roce 2012 a současně rozvahová položka nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, jehož hodnota vzrostla v letech 2011 a 2012. Jak již bylo uvedeno v analýze nepřímých faktorů konkurenční síly podniků, podnik investuje každoročně do obnovování vozového i strojového parku, moderních výrobních i informačních systémů. V roce 2012 společnost zahájila výstavbu nových a rekonstrukci stávajících výrobních a skladových prostor. V rámci oběžného majetku bylo zaznamenáno postupné snižování objemu zásob zboží v časové řadě. K výraznému oživení analyzované společnosti dochází v roce 2012, kde lze vyčíst zejména nárůst pohledávek z obchodních vztahů. V rámci pasiv je zřejmý zejména úbytek vlastního kapitálu, se značným přírůstkem krátkodobých cizích zdrojů ve formě závazků z obchodních vztahů.

Horizontální analýza rozvahy

Jelikož nám horizontální analýza dává přehled o časovém vývoji hospodářského subjektu, lze ji zobrazit jak v nominálním vyjádření, tak v relativním vyjádření procentem meziročních změn. Celková ukázka obou metod je uvedena v příloze této práce č. P XI a P XII.

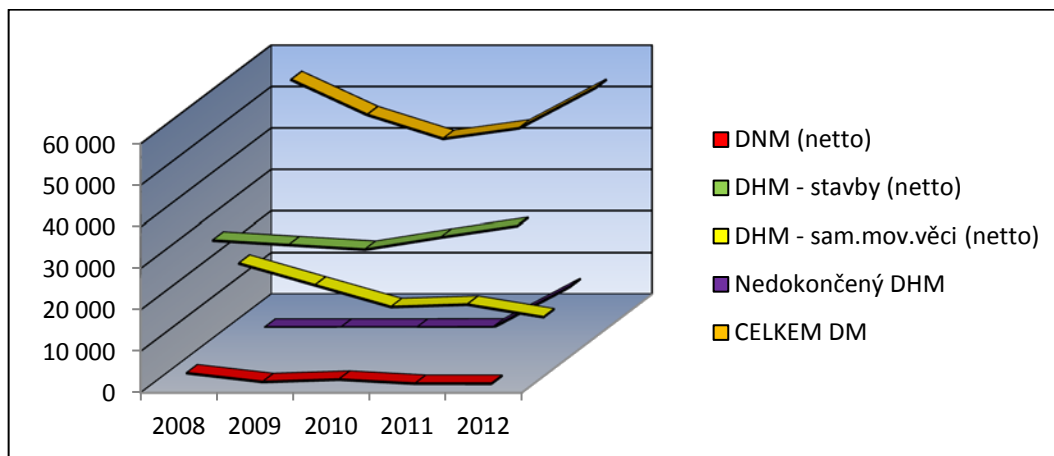
Jak již bylo řečeno úvodem rozvahové analýzy, největší podíl na vývoji změn celkové bilanční sumy aktiv má položka oběžných aktiv, která její vývoj téměř kopíruje, přičemž se významnou měrou na těchto změnách podílí pohledávky z obchodních vztahů, které znamenaly v meziročním růstu významných změn a za analyzované období vzrostly až o 50 %. Významnou změnou rovněž prochází i položka krátkodobého finančního majetku, zejména pak na bankovních účtech společnosti. Krátkodobý finanční majetek vzrostl za celkové období téměř až na úroveň trojnásobku původní vykazované hodnoty.



Graf 9: vývoj položek oběžného majetku v letech 2008 -2012

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

Dlouhodobý majetek zaznamenává meziroční pokles vlivem amortizace až do roku 2010, na což navazuje zahájení investičních aktivit v letech 2011 – 2012, čímž se zvedla hodnota odepisovaného majetku téměř na úroveň prvního zkoumaného roku. V následujícím grafu lze zaznamenat, že vývoj celkového dlouhodobého majetku provází zejména vývoj hodnoty nemovitého majetku.

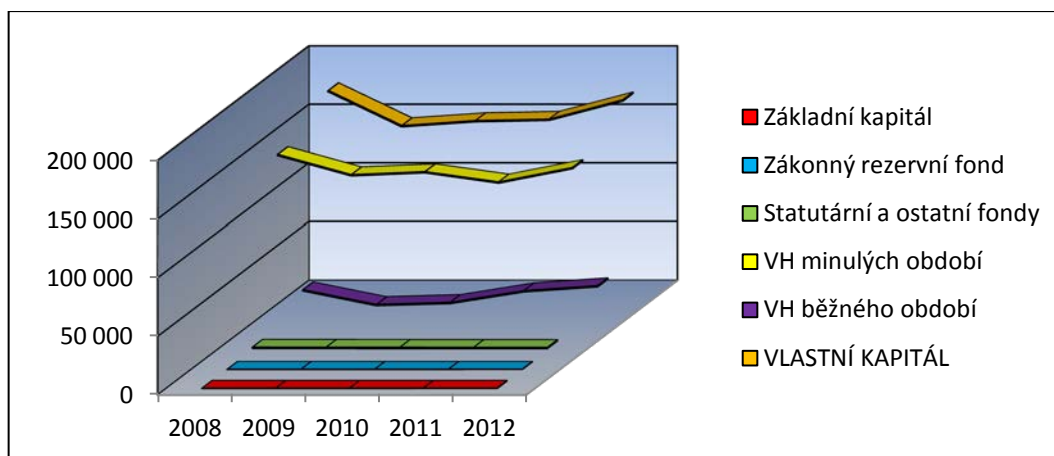


Graf 10: vývoj položek dlouhodobého majetku v letech 2008 -2012

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

Meziroční změny základního kapitálu jsou v tomto případě nulové, stejně jako zákonný rezervní fond, který byl již vytvořen v zákonné výši 10 %. Ostatní a statutární fondy naopak meziročně klesají, i když tento pokles není nijak významný. Výsledek hospodaření běžných účetních období od roku 2009 zaznamenává kladné rostoucí hodnoty až do konečného období 2012. Významný posun v tempu růstu této položky byl zjištěn zejména v roce 2011, kdy výsledek hospodaření meziročně vzrostl o 121 %. K významnému pokle-

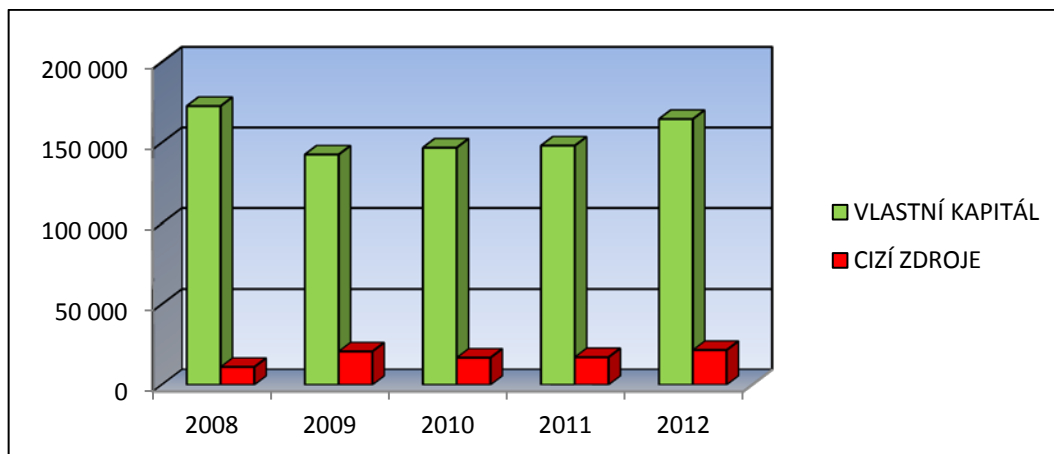
su naopak došlo v roce 2009, kdy řada firem v odvětví pocítila důsledky hospodářské krize. V rámci srovnání s původním analyzovaným rokem dochází ke zvýšení VH běžného období celkem o 18 %, což lze pokládat za pozitivní jev v rámci vývoje firmy a daných makroekonomických fundamentů. Výsledek hospodaření minulých let doprovází svým vývojem celkový vývoj vlastního kapitálu a největší měrou ovlivňuje jeho výši. Je na první pohled patrné, že firma jde cestou financování svých aktivit pomocí vlastních zdrojů.



Graf 11: vývoj položek vlastního kapitálu v letech 2008 -2012

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

Následující graf znázorňuje vývoj struktury financování v jednotlivých letech. Je zde patrná významná převaha vlastního financování. K uvedenému grafu je nutno dodat, že v rámci analyzovaného období společnost nevlastnila žádné cizí úročené zdroje (ani ve formě finančního leasingu), tedy položka cizího kapitálu je tvořena zejména krátkodobými obchodními závazky, které taktéž v rámci meziročních změn vykonaly velký posun. V celkovém kontextu analyzovaných pěti let došlo ke zvýšení krátkodobých závazků o 127 %. Na tomto zvýšení se podílí hned několik faktorů současně. Jednak závazky z obchodních vztahů, které téměř proporcionálně rostou od roku 2009, což je z hlediska peněžních toků hodnoceno pozitivně.



Graf 12: struktura financování v letech 2008 -2012

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

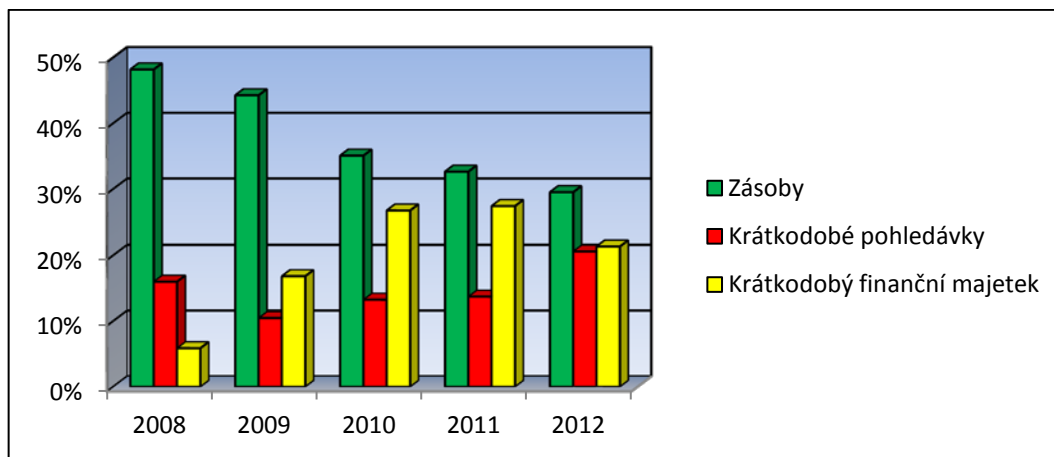
Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza obecně zahrnuje procentní rozbor jednotlivých položek. Jako procentní základna byla u rozvahy zvolena položka celkových aktiv. Cílem je zjistit, jak se jednotlivé položky podílí na celkové sumě aktiv. Kompletní vertikální analýza aktiv i pasiv se nalézá rovněž v příloze práce č. P XIII a P XIV.

Vývoj aktiv jako dlouhodobých, tak krátkodobých je téměř konstantní. Společnost si stále drží poměr krátkodobých aktiv vůči celkovým v relativním vyjádření kolem 70 %. Je to dáno výrobní povahou společnosti, kde převážná většina aktiv je tvořena zásobami a pohledávkami převážně z obchodních vztahů. Podíl oběžného majetku na aktivech oddílu zpracovatelského průmyslu CZ-NACE 28 (Výroba strojů a zařízení jinde neuvedených) si drží hodnotu ve výši pohybující se okolo 60 %, tedy o 10 procentních bodů níže. Tato odchylka však není hodnocena nijak negativně.

Níže uvedený graf představuje strukturu oběžného majetku v jednotlivých letech, kde je znát z hlediska jednotlivých položek určitou rozkolísanost ve vývoji. V rámci postupného úbytku podílu zásob, které tvoří největší položku oběžného majetku, se na tomto vývoji největší měrou podílí úbytky zboží na skladě.

Oproti tomu dochází k nárůstu krátkodobého finančního majetku vedeného výhradně na bankovních účtech společnosti. Struktura krátkodobých pohledávek je tvořena téměř výhradně pohledávkami z obchodních vztahů, jelikož zákaznické portfolio společnosti je tvořeno z největší míry jinými než konečnými spotřebiteli.



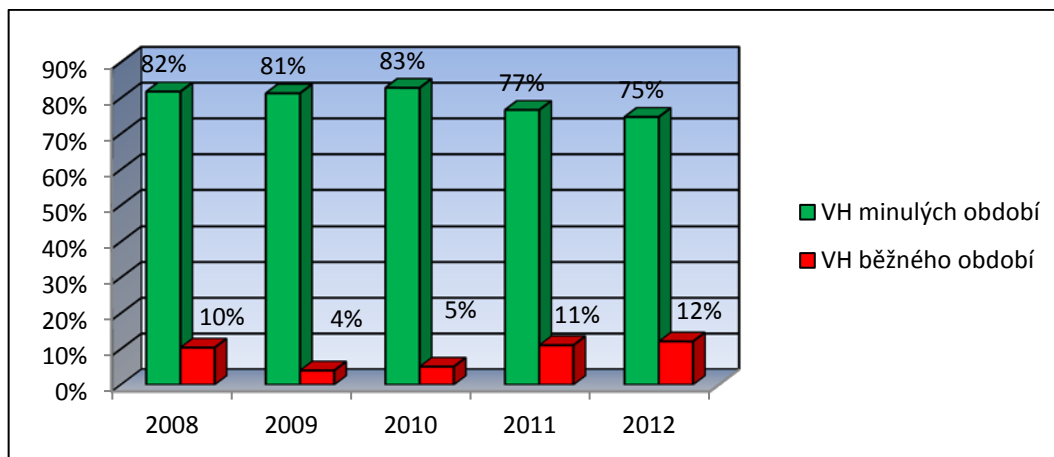
Graf 13: vývoj podílů vybraných položek na oběžném majetku

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

Pasiva společnosti jsou téměř výhradně tvořena vlastním kapitálem, jehož podíl na celkových aktivech se pohybuje okolo 90 %, což je z hlediska daného odvětví i povahy podnikání vcelku výjimečný jev. Z údajů Ministerstva průmyslu a obchodu pro daný CZ-NACE 28 je uveden podíl vlastního kapitálu na aktivech společnosti za rok 2012 ve výši 49,81 %³⁹. U oceňovaného podniku je tento podíl ve sledovaných letech téměř konstantní, což se dá hodnotit pozitivně, neboť je zde již na první pohled jistota takzvaného zlatého pravidla vyrovnání rizika, které nabádá k převýšení vlastních zdrojů nad zdroji cizími. V dalším bodě je touto strukturou naplněno i další pravidlo, které poukazuje na potřebu financování dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji, čili vlastními zdroji či dlouhodobými cizími zdroji. V tomto případě hovoříme o konzervativním způsobu financování (dlouhodobými zdroji je kryta i část krátkodobého majetku).

Vlastní kapitál je tvořen téměř výlučně položkou výsledku hospodaření jak běžného, tak minulého účetního období. Průměrně se hospodářský výsledek běžného účetního období podílí na celkových aktivech za sledované období 8,5 %, což je o něco málo více než je tomu u daného odvětví zpracovatelského průmyslu (v roce 2012 se jednalo o 6,68 % podílu v kategorii CZ-NACE 28). Nerozdělený zisk minulých let se na celkových aktivech společnosti podílí průměrně 79,5 %, což je velký rozdíl oproti danému odvětví, neboť statistiky za rok 2012 poukazují na podíl 18,12 % v dané kategorii odvětví.

³⁹ Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví.



Graf 14: podíly VH minulých a běžného období na celkových aktivech

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

8.2.2 Výkaz zisku a ztráty

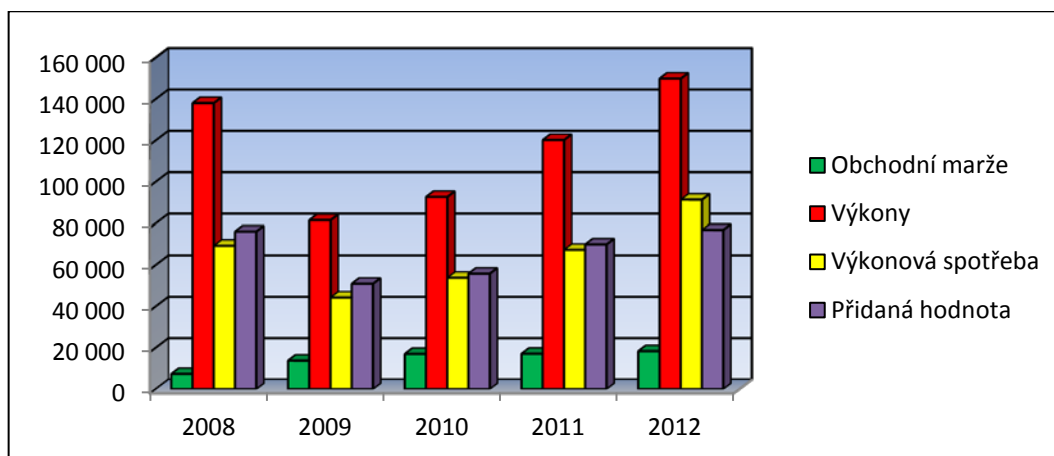
Údaje výkazu zisku a ztráty jsou uvedeny v příloze práce č. P XV. Nejdůležitější položkou v rámci výkazu zisků a ztrát jsou samozřejmě celkové tržby, tj. tržby za prodej zboží a výkony podniku, přičemž v rámci sledování výkazu je kladen důraz na provozní část ve smyslu položek obchodní marže, výkony, výkonová spotřeba a přidaná hodnota.

Horizontální analýza VZZ

Kompletní údaje v rámci analyzovaných let z hlediska výkazu zisku a ztráty oceňované společnosti s procentními údaji o změnách v čase i struktuře jsou uvedeny v příloze č. P XVI. Vývoj obchodní marže je poznamenán kladným růstem po celé sledované období. Největší podíl nárůstu této položky byl zjištěn v roce 2009, přičemž došlo k největšímu poklesu výkonů společnosti, a to až o 41 %, což by se dalo hodnotit jako určitá kompenzace dané situace. Na této situaci se však nepodílí nárůst prodeje zboží, které rovněž vykazuje určitý pokles, nýbrž významné snížení nákladů na toto zboží. Za celkové období 2008 až 2012 došlo k nárůstu ukazatele obchodní marže celkově o 150 %, což je hodnoceno jako velmi pozitivní jev, který souvisí se strategií firmy v rámci rozšiřování výroby skladových válců.

Ačkoli došlo, jak již bylo řečeno, ke snížení výkonů v roce 2009 vlivem dopadů hospodářské recese, výkony společnosti v následujících letech opět vzrostly celkem o 9 % nad hodnotu výchozího roku 2008, což se taktéž projevilo na růstu výkonové spotřeby způsobené zejména nákupem služeb. Ukazatel přidané hodnoty po celou dobu od roku 2009 vykazoval rostoucí trend a v konečném důsledku se na konci období srovnal zpět na hodnotu roku

2008. Vlivem vývoje uvedených ukazatelů byl pozitivně ovlivněn hospodářský výsledek společnosti po zdanění, který celkově vzrostl o 18 %.



Graf 15: vývoj vybraných položek výkazu zisku a ztráty v letech 2008 – 2012

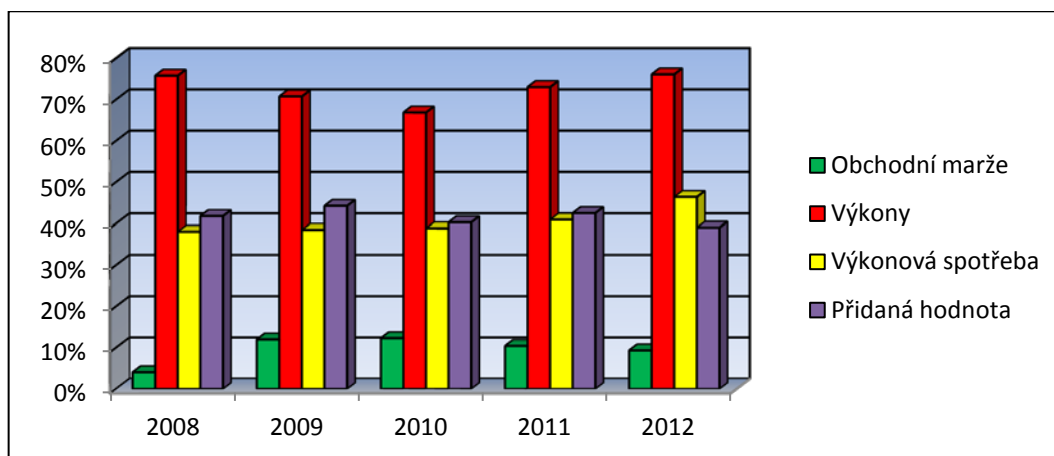
Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

Vertikální analýza VZZ

Vertikální analýza VZZ udává podíl jednotlivých položek na vztažné veličině, kterou je obrat společnosti. Z tabulky uvedené v příloze této práce č. P XVII lze s jistotou konstatovat, že na celkovém obratu se největší měrou podílí samotné výkony společnosti a to průměrnou hodnotou 73 %. Údaje z odvětví uváděné v analýze MPO se pohybují za rok 2012 ve výši 94,47 %. Tímto vývojem je následně ovlivněn i ukazatel přidané hodnoty, který dosahuje průměrný podíl 42 % na celkovém obratu. Údaje MPO za rok 2012 daného odvětví udávají hodnotu pouze 26,26 %, což je pro analyzovaný podnik pozitivní jev. Negativně je hodnocen mírný pokles tohoto podílu na konci analyzovaného období vůči jeho počátku, což je způsobeno nárůstem výkonové spotřeby. Obchodní marže dosahuje průměrného podílu 10 %, což je ve srovnání s danou kategorií CZ-NACE 28, která vykazuje za poslední rok podíl k celkovému obratu 0,87 %, také velmi pozitivní jev. Poslední významnou položkou z hlediska podílu na celkovém obratu je podíl výkonové spotřeby, která dosahuje průměrný podíl 41 %. Tato položka v kontextu daného odvětví vykazuje za poslední sledovaný rok podíl 69,07 %, což je vzhledem k námi oceňovanému podniku rovněž hodnoceno kladně.

Podíl osobních nákladů na obratu společnosti mírně poklesl, což je pozitivní jev, stejně jako zvyšující se podíl výsledku hospodaření z běžné činnosti. Z uvedeného je zřejmé, že

vývoj činnosti analyzovaného podniku je velmi dobrý a to i v kontextu vybraného odvětví průmyslu.



Graf 16: podíly jednotlivých položek VZZ k celkovému obratu společnosti

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti XY

Analýza CF

Z hlediska finanční analýzy je analýza vývoje peněžních toků velmi důležitá, neboť poskytuje informace o skutečném pohybu peněz, zdrojů jejich nabytí i zdrojů jejich použití. Celý výkaz peněžních toků je umístěn pro rozsáhlost do přílohy této práce č. P XVIII, ovšem pro přímou názornost byla jeho zkrácená verze umístěna do následujícího textu v tabulce č. 23.

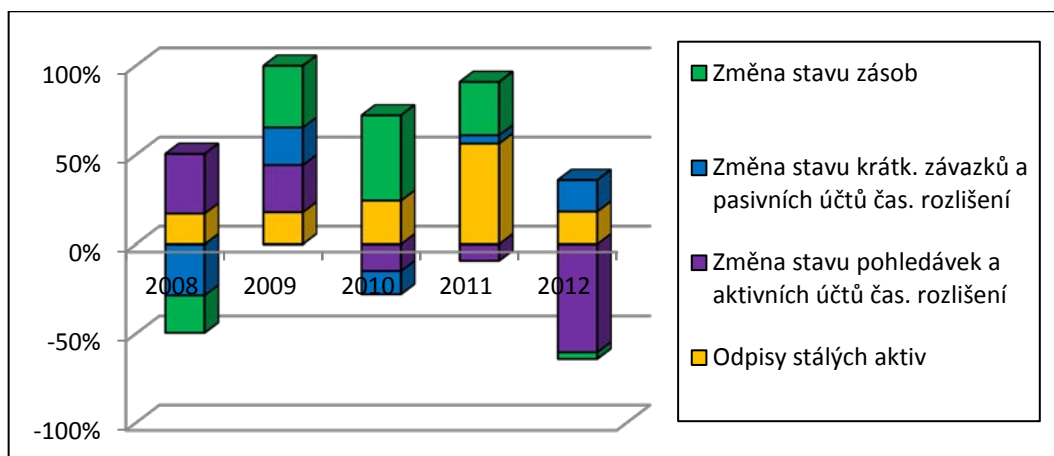
Tabulka 23: zkrácená verze CF podniku XY (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Stav PP na počátku období</i>	9 858	10 820	27 582	43 836	45 421
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	23 013	54 801	24 110	32 008	20 498
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-15 314	134	-1 848	-9 023	-14 522
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-6 737	-38 173	-6 008	-21 400	-11 565
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	962	16 762	16 254	1 585	-5 589
<i>Stav PP na konci období</i>	10 820	27 582	43 836	45 421	39 832
<i>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</i>	24 169	8 043	10 180	22 628	27 845

Zdroj: vlastní zpracování

Kladné peněžní toky, které jsou hodnoceny pozitivně, jsou po celé sledované období produkovány v rámci provozní činnosti, která je nejvíce ovlivněna odpisy a toky vyplývajícími ze změn pracovního kapitálu, zejména změn stavu zásob, jak již bylo zmíněno

v předchozí analýze rozvahy a jak je ostatně dobře znázorněno v následujícím grafickém zobrazení.



Graf 17: vývoj vlivu vybraných položek na peněžní toky v letech 2008 -2012

Zdroj: vlastní zpracování

Oproti tomu záporné cash flow je po celé sledované období dosahováno v oblasti finančních peněžních toků, které je způsoben zejména výplatami dividend a podílů ze zisku. Nemalou měrou se na této skutečnosti podílí také fakt, že firma nevlastní žádné úročené bankovní ani jiné zdroje a její závazky mají vesměs jen krátkodobý a obchodní charakter. V oblasti toků z investiční činnosti je kladné CF pouze v roce 2009, což svědčí o neustálých investičních aktivitách společnosti ve formě movitého i nemovitého majetku a jejich modernizace.

8.3 Analýza rozdílových ukazatelů

Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo neboli zlaté pravidlo financování je nejznámějším doporučením, které určuje míru finanční struktury podniku ve vztahu k dlouhodobému majetku firmy tak, aby byla zajištěna dlouhodobá finanční stabilita a zároveň likvidita firmy. Dlouhodobý majetek by tedy měl být financován dlouhodobými zdroji, zatímco krátkodobé zdroje by měly sloužit spíše k financování oběžného majetku. Jako dlouhodobý zdroj je v tabulkách uveden součet vlastního kapitálu a současně cizích dlouhodobých zdrojů, i když se v případě oceňovaného podniku jedná jen o položku odloženého daňového závazku. V rámci sledované společnosti je poměr relativní převahy dlouhodobých zdrojů významně vysoký.

Tabulka 24: vývoj zlatého bilančního pravidla (v tis. Kč)

Zlaté bilanční pravidlo	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý majetek	54 972	46 480	40 690	43 256	53 032
Dlouhodobé zdroje	175 280	145 150	149 322	150 550	166 830
Převaha zdrojů absolutně	120 308	98 670	108 632	107 294	113 798
Převaha zdrojů relativně	218,9%	212,3%	267,0%	248,0%	214,6%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro názornost výjimečnosti ukazatele Zlatého bilančního pravidla byl vybrán vzorek konkurenčních firem ke srovnání například v roce 2012. Výsledkem je dosti výrazný rozptyl hodnot. První firma A má již na první pohled značný nedostatek dlouhodobých zdrojů vůči dlouhodobému majetku, což lze hodnotit jako rizikový jev, obě dvě další konkurenční firmy si zachovávají téměř stejné proporce v přiměřené výši, která je žádoucí pro plynulý chod podniku.

Tabulka 25: analýza zlatého pravidla financování konkurence v roce 2012 (v tis. Kč)

Zlaté bilanční pravidlo	A	C	B
Dlouhodobý majetek	159 889	5 924	7 520
Dlouhodobé zdroje	147 550	10 056	12 913
Převaha zdrojů absolutně	-12 339	4 132	5 393
Převaha zdrojů relativně	-7,7%	69,8%	71,7%

Zdroj: vlastní zpracování

Výrobní firmy mají ve struktuře aktiv převahu oběžného majetku nad majetkem dlouhodobým. Měly by udržovat určitou trvalou výši zásob, aby byly schopny udržovat plynulý chod výroby a zároveň vytvářet zisk, čímž působí na zvyšování vlastního kapitálu, neboli zvyšují dlouhodobé zdroje krytí právě ve prospěch oběžného majetku.

Čistý pracovní kapitál

ČPK neboli čistý pracovní kapitál je nejčastěji používaný rozdílový ukazatel. Navazuje úzce na předchozí pravidlo financování a vyjadřuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji. Tento ukazatel vychází ze stejných vstupních veličin jako ukazatel likvidity (viz další kapitola). Současně je však výše ČPK de facto rovna rozdílu mezi dlouhodobými zdroji a subjektem jejich financování neboli dlouhodobým majetkem. Malý roz-

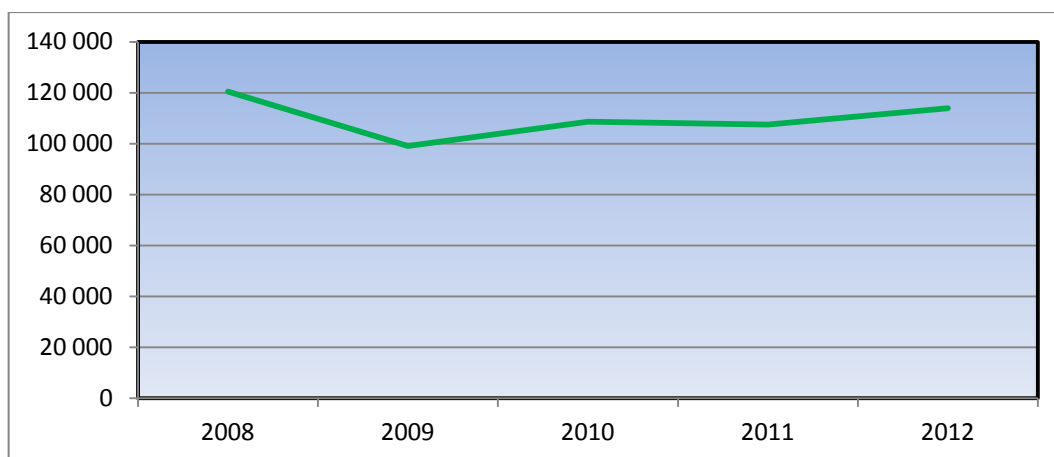
díl v hodnotách ČPK a uvedenými hodnotami je způsoben hodnotou časového rozlišení, která se obvykle do výpočtů nezahrnuje.

Tabulka 26: vývoj ČPK společnosti XY (v tis. Kč)

Čistý pracovní kapitál (ČPK)	2008	2009	2010	2011	2012
ČPK	120 458	99 029	108 608	107 469	113 859

Zdroj: vlastní zpracování

Údaje zcela navazují na předchozí kapitolu, kde bylo poukázáno na přebytek dlouhodobých zdrojů nad dlouhodobým majetkem. U sledované společnosti můžeme hovořit o kladném čistém pracovním kapitálu, neboli o výrazném přebytku dlouhodobých zdrojů se stabilním vývojem. Jak již bylo zmíněno, hovoříme zde o „překapitalizaci“. Firma je finančně stabilní a vykazuje hodnotu výrazné platební schopnosti, i když za cenu nižší rentability, neboť drahé dlouhodobé zdroje jsou neefektivně využívány k financování oběžného majetku. Tento přístup bývá označován jako přístup „konzervativní“.



Graf 18: vývoj ČPK XY v letech 2008 -2012 (v tis. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel podílu ČPK na oběžném majetku charakterizuje výraznou krátkodobou finanční stabilitu podniku. V rámci daného odvětví a CZ-NACE 28 se tato hodnota pohybuje za rok 2011 – 2012 mezi 57 % – 60 %. V tabulce č. 27 jsou uvedeny hodnoty oceňovaného podniku s výrazně vyšším podílem.

Tabulka 27: vývoj podílu ČPK na OM společnosti XY (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Podíl ČPK na OM	93,35%	84,44%	88,22%	87,89%	85,38%

Zdroj: vlastní zpracování

8.4 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je jedna z nejoblíbenějších metod z hlediska rychlého zjištění finanční situace. Z hlediska zjištění finanční rovnováhy podniku budou nejdříve rozebrány ukazatele likvidity (hledisko krátkodobé rovnováhy) a zadluženosti (hledisko dlouhodobé rovnováhy), následně navážeme hodnocením výnosnosti podniku, neboli ukazateli rentability (schopnost dosahovat výnos) a aktivity (vlivu využití aktiv a jejich vlivu na výnosnost). Po vyhodnocení uvedených ukazatelů bude tato analýza zakončena celkovým zhodnocením vzájemných relací.

8.4.1 Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Jedná se o primární předpoklad udržení podniku při životě. Ukazatele likvidity dávají postupně do poměru to, co je třeba zaplatit s tím, čím je možno platit.

Tabulka 28: analýza likvidity podniku XY v letech

Analýza likvidity	2008	2009	2010	2011	2012	Průměr
Likvidita III. stupně (běžná)	15,0	6,4	8,5	8,3	6,8	9,0
Likvidita II. stupně (pohotová)	4,7	2,5	4,5	4,6	4,0	4,1
Likvidita I. stupně (okamžitá)	1,3	1,5	3,0	3,1	2,0	2,2

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce jsou uvedeny údaje o likviditě běžné, pohotové a okamžité⁴⁰, přičemž největší váha z hlediska úhrady krátkodobých závazků je přikládána likviditě okamžité. Podle údajů z předchozí tabulky č. 28 je nutno konstatovat, že platební schopnost podniku je více než dobrá, což navazuje na zjištění v předchozích kapitolách. Údaje se pohybují vysoce

⁴⁰ Obecně doporučované hodnoty jednotlivých stupňů likvidity: likvidita 1. stupně (okamžitá likvidita): 0,2 - 0,3, likvidita 2. stupně (pohotová likvidita): 0,9 - 1,1, likvidita 3. stupně (běžná likvidita): 1,5 - 2,0.

nad horní hranicí doporučených kritérií i celkovým stavem v rámci odvětví. Tento stav je v rámci vývoje téměř konstantní. Společnost je sice schopná hradit své závazky a její finanční stabilita vykazuje značnou míru bezrizikovosti, diskutabilní je ovšem rentabilita takto nevyužitých finančních prostředků. Ovšem prozatím se jedná pouze o prvotní orientační vyhodnocení, které je opřeno o statické ukazatele s nízkou vypovídací schopností. Podnik v souvislosti s disponibilními peněžními prostředky tedy nemá problémy, což vysvětluje i fakt absence dlouhodobých cizích zdrojů.

Tabulka 29: analýza likvidity odvětví

Analýza likvidity CZ-NACE 28	2011	2012	Průměr
Likvidita III. stupně (běžná)	1,6	1,8	1,7
Likvidita II. stupně (pohotová)	1,0	1,1	1,1
Likvidita I. stupně (okamžitá)	0,4	0,3	0,3

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce č. 29 je uveden orientační přehled likvidity v rámci daného odvětví. Zde je nutno konstatovat stav naprosto shodný s doporučenými hodnotami. Co se týče samotné konkurence oceňovaného podniku, zde je možno konstatovat určité negativní odchylky od normativních hodnot, zejména pak v rámci okamžité likvidity u konkurenta A i B, čímž se tyto dostávají do značného finančního rizika. V rámci uvedeného lze tedy predikovat výraznou výhodu oceňovaného podniku z hlediska minimalizace rizik spojenými s udržením se při životě v budoucnosti.

Tabulka 30: analýza likvidity vybraných konkurentů

Analýza likvidity konkurence	A	C	B
Likvidita III. stupně (běžná)	1,394	3,920	1,869
Likvidita II. stupně (pohotová)	0,828	3,574	1,205
Likvidita I. stupně (okamžitá)	0,036	0,613	0,090

Zdroj: vlastní zpracování

8.4.2 Ukazatele zadluženosti

V dalším kroku je třeba prozkoumat dlouhodobou finanční stabilitu podniku, neboli relace mezi strukturou dlouhodobých aktiv a pasiv. V případě existence dlouhodobých závazků by byla prověřena schopnost podniku hradit dlouhodobé závazky a předpoklad dalších možných tendencí zadlužování z hlediska sestavování finančního plánu v dalších etapách

oceňování. V rámci určité výše zadlužení lze pomocí těchto ukazatelů indikovat na možné hraniční hodnoty, které napomáhají měřit stupeň rizika v rámci konkrétní podnikové struktury. Východiskem pro zjišťování ukazatelů zadluženosti je kapitálová struktura podniku. Některé ukazatele byly zmíněny v části analýza rozvahy, kde je grafické znázornění poměru vlastního a cizího kapitálu. Je třeba hledat optimální poměr vlastního a cizího kapitálu. Z hlediska výnosnosti vlastního kapitálu není vhodné financovat majetek podniku pouze vlastními zdroji, ale na druhou stranu není optimální k financování používat pouze zdroje cizí, které zvyšují věřitelské riziko a s ním i náklady na kapitál.

Jak již bylo zmíněno, oceňovaná společnost nevlastní žádné dlouhodobé úročené zdroje a to ani ve formě finančního leasingu. I když v minulosti společnost finanční leasing využívala na pořízení samostatných movitých věcí vozového i strojového parku, poslední předmět finančního leasingu firma pořídila v roce 2003, který byl uhrazen poslední splátkou v roce 2006. V případě neexistence úročeného cizího kapitálu v rámci kapitálové struktury společnosti bude zřejmě negativně ovlivněna cena kapitálu, která bude rozebrána v dalších částech této práce.

Z hlediska posuzování výhod a nevýhod neexistence cizího úročeného kapitálu je tento problém z pohledu majitelů podniku vcelku diskutabilní. Na jedné straně je zde hledisko nižší ceny cizího kapitálu oproti kapitálu vlastnímu a v kontextu vhodné kombinace těchto dvou složek i snižování nákladů na kapitál celkový, avšak na druhé straně je zde určitá vize nezávislosti podniku na cizích zdrojích, či eliminaci nadbytečných finančních nákladů, které v konečném důsledku stejně podnikové peněžní toky negativně zatíží. V další kapitole bude rozebrána analýza rentability, jež prokáže výnosnost vlastního kapitálu, která může být tedy dle tohoto zjištění ohrožena. V rámci níže uvedené tabulky jsou analyzovány ukazatele zadluženosti v letech 2008 – 2012 s průměrným ukazatelem tak, aby tyto hodnoty bylo opět možno srovnat s údaji v rámci odvětví i samotné konkurence. Oceňovaný podnik nemá žádné úročené zdroje, tedy podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech dosahuje za sledované roky průměrnou hodnotu 90 % a ukazatel úrokového krytí nabývá hodnotu 0, což lze hodnotit pozitivně, i když z hlediska nákladů na kapitál je společnost zatížena poněkud vyšší diskontní sazbou. Tento vývoj je dlouhodobě stabilní bez změnových tendencí. Dlouhodobý majetek představuje v průměru 28 % celkových aktiv a vlastní kapitál v tomto případě představuje násobek pokrytí dlouhodobého majetku ve výši 3,3.

Tabulka 31: analýza ukazatelů zadluženosti společnosti XY

Analýza zadluženosti	2008	2009	2010	2011	2012	Průměr
VK/Celková aktiva	94%	87%	90%	89%	88%	90%
DM/Celková aktiva	30%	28%	25%	26%	28%	28%
VK + Dlouhodobý CK/DM	3,2	3,1	3,7	3,5	3,1	3,3
VK/DM	3,1	3,1	3,6	3,4	3,1	3,3

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci příslušnosti k danému odvětví CZ-NACE 28 lze srovnat údaje v níže uvedené tabulce. Zde je patrný téměř padesátiprocentní podíl vlastního kapitálu na celkové bilanční sumě, což se dá hodnotit jako určitý standard v rámci daného odvětví.

Tabulka 32: analýza ukazatelů zadluženosti odvětví

Analýza zadluženosti CZ-NACE 28	2011	2012	Průměr
VK/Celková aktiva	48,04%	49,81%	48,93%
DM/Celková aktiva	39,45%	39,48%	39,46%

Zdroj: vlastní zpracování

Obecně doporučované hodnoty v rámci podílu zadlužení se mohou pohybovat od 30 do 60 %, avšak tento parametr nelze vždy a za každých okolností uplatňovat. Důležitým kritériem je v tomto ohledu výše popsané zlaté pravidlo financování, které je v případě oceňovaného podniku splněno násobkem 3,3 (3,3 krát je dlouhodobý majetek pokryt vlastním-dlouhodobým kapitálem). V tomto případě je taktéž na místě srovnat situaci konkurenčních firem. Míra zadlužení u těchto společností dosahuje hodnoty 35 – 57 % a je zde rovněž patrný výrazný podíl dlouhodobých aktiv na bilanční sumě a to i ve srovnání s daným odvětvím.

Tabulka 33: analýza ukazatelů zadluženosti vybraných konkurentů

Analýza zadluženosti konkurence	A	C	B
VK/Celková aktiva	52%	65%	43%
DM/Celková aktiva	68%	52%	31%
VK + Dlouhodobý CK/DM	0,9	1,6	1,5
VK/DM	0,8	1,3	1,5

Zdroj: vlastní zpracování

U společnosti A je porušeno zlaté pravidlo financování, což zvyšuje rizikovost u takto velké firmy a v souvislosti se zjištěnými velmi nízkými hodnotami likvidity nutno konstatovat, že zde podnik podstupuje značné riziko.

Z uvedeného tedy vyplývá, že podíl vlastního kapitálu oceňované společnosti je vzhledem ke stavu v odvětví i vybraných konkurentů nejvyšší, což je z hlediska věřitelského rizika v rámci možnosti získání levného cizího kapitálu v případě potřeb hodnoceno pozitivně.

8.4.3 Ukazatele rentability

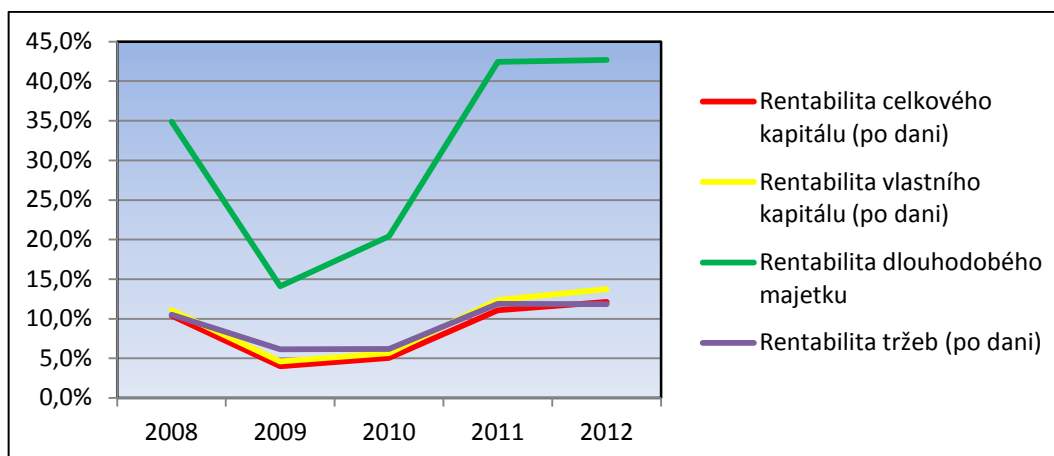
Ukazatele rentability jsou primárními indikátory výnosnosti a jejího vývoje v čase spolu s hodnocením stupně využití podnikových aktiv. Patří mezi důležité ukazatele pro vlastníky i investory. Měří schopnost podniku zhodnotit vložený kapitál a dosáhnout zisku. Aby tyto ukazatele měly ovšem určitou vypovídací schopnost, je krom samotného výpočtu důležité znát jejich vývoj a současně vývoj a hodnoty daného odvětví, či konkurence.

V rámci grafického znázornění (graf č. 19) rentability vlastního kapitálu i tržeb je patrný vzestup ukazatele od roku 2009, což se v rámci předchozích analýz dá konstatovat i u všech ostatních ukazatelů. Za zmínku však stojí zejména výrazný nárůst ukazatele rentability dlouhodobého majetku, což značí jednak mírný pokles netto hodnoty majetku, jednak vzestup zisku společnosti od daného období. Pozitivní je také růstový trend ukazatele rentability tržeb, který se drží i přes růst samotných tržeb, neboli z uvedeného lze vyvodit vyšší tempo růstu zisku než celkových tržeb, což je velmi pozitivní.

Tabulka 34: analýza rentability podniku XY

Analýza rentability	2008	2009	2010	2011	2012	Průměr
Rentabilita celkového kapitálu po dani	10,4%	4,0%	5,1%	11,1%	12,1%	8,5%
Rentabilita vlastního kapitálu po dani	11,1%	4,6%	5,7%	12,4%	13,7%	9,5%
Rentabilita dlouhodobého majetku	34,9%	14,1%	20,4%	42,4%	42,7%	30,9%
Rentabilita tržeb (po dani)	10,5%	6,1%	6,2%	11,9%	11,9%	9,3%
Rentabilita tržeb z provozního CF	12,6%	51,3%	18,0%	20,7%	10,7%	22,7%

Zdroj: vlastní zpracování



Graf 19: analýza rentability XY

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci odvětví je znát poněkud nižší trend v ukazateli rentability celkových aktiv, rovněž ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) byl v roce 2012 vyšší u námi oceňovaného podniku.

Tabulka 35: analýza rentability odvětví

Analýza rentability CZ-NACE 28	2011	2012	Průměr
Rentabilita celkového kapitálu	6,3%	8,4%	7,4%
Rentabilita vlastního kapitálu (po dani)	10,7%	13,4%	12,0%

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita ukazatelů konkurentů je ve srovnání s podnikem XY na dobré a srovnatelné úrovni, až na konkurenta A, který má celkově všechny hodnoty nízké, což ovšem samo o sobě nemusí znamenat významné nedostatky.

Tabulka 36: analýza rentability vybraných konkurentů

Analýza rentability konkurence	A	C	B
Rentabilita celkového kapitálu (po dani)	0,9%	8,5%	14,9%
Rentabilita vlastního kapitálu (po dani)	1,8%	13,1%	33,0%
Rentabilita dlouhodobého majetku	1,4%	16,6%	41,3%
Rentabilita tržeb (po dani)	1,4%	8,8%	12,0%

Zdroj: vlastní zpracování

8.4.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity slouží jako měřítko schopnosti daného podniku efektivně hospodařit se svými aktivy. Kvantifikuje rychlost obratu, nebo dobu obratu jednotlivých aktiv a tím hodnotí vázanost kapitálu v těchto položkách. V naší analýze se budeme zabývat položkou doby obratu, jež bude užitečná zejména v rámci tvorby finančního plánu v dalších kapitolách.

Tabulka 37: analýza aktivity podniku XY (ve dnech)

Ukazatele aktivity	2008	2009	2010	2011	2012	Průměr
Doba obratu zásob	178	248	157	128	105	163
Doba obratu pohledávek	47	45	56	49	68	53
Doba obratu závazků	11	14	17	20	24	17
Doba obratu celkových aktiv	369	560	447	391	357	425

Zdroj: vlastní zpracování

Jeden z nejdůležitějších ukazatelů aktivity je obrat celkových aktiv. Všeobecně se má za to, že se aktiva společnosti mají obrátit minimálně jednou za rok, tzn. jednou za 360 dní. Z výše uvedené tabulky je patrné, že společnost se k tomuto takzvanému standardu přiblížila na začátku a konci analyzovaného období. Údaje MPO v rámci analýz podnikové sféry CZ-NACE 28 (FA, 2013) hovoří o koeficientu obratovosti aktiv roku 2012 1,08, což je 338 dní. Jak je vidět z následující tabulky, ani konkurence odvětvového průměru nedosahuje. Dokonce by se dalo říci, že si oceňovaná společnost v tomto parametru vůči konkurenci stojí o něco lépe, i když pouze v kontextu roku 2012.

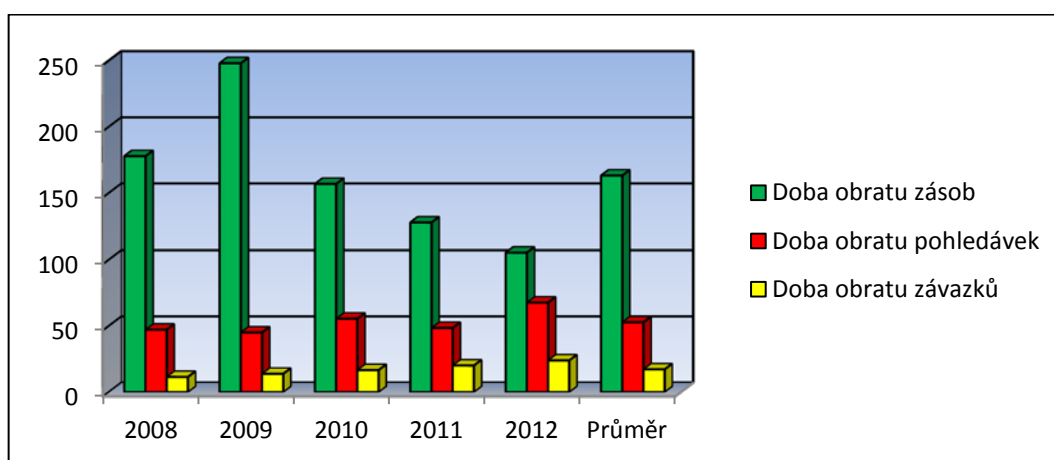
Tabulka 38: analýza aktivity vybraných konkurentů v roce 2012 (ve dnech)

Analýza aktivity konkurence	A	C	B
Doba obratu zásob	68	16	101
Doba obratu pohledávek	78	137	154
Doba obratu závazků	130	47	136
Doba obratu celkových aktiv	553	375	386

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci srovnání s konkurenty podniku lze negativně hodnotit dobu obratu zásob, jejíž trend je značně rozkolísaný. Může značit i skladování nepotřebných zásob, což může vést k nákladnosti a neefektivitě. V rámci relace tohoto ukazatele s ukazatelem krátkodobých

závazků je taktéž zřejmé, že krátkodobý dodavatelský úvěr pokrývá pořízení zásob vzhledem k době jejich obratu pouze minimálně. V rámci obratu pohledávek si společnost stojí daleko lépe než její konkurence, ovšem v relaci s dobou obratu závazků lze konstatovat, že doba jejich obratu je více než třikrát vyšší než doba obratu závazků, což znamená určité finanční výpadky pro podnik. Tato relace není nastavena ideálně. Podniku neumožňuje čerpat zdarma obchodní úvěr, který sám na podstatně delší dobu poskytuje. I vzhledem ke konkurenci se ukazatel doby obratu závazků zdá neúměrně nízký, což může znamenat, že společnost využívá možná rychlých plateb v zájmu zvyšování své marže.



Graf 20: vývoj doby obratu položek podniku XY v letech 2008 – 2012 (ve dnech)

Zdroj: vlastní zpracování

8.5 Pyramidový rozklad vybraných ukazatelů

Soustavy ukazatelů jsou využívány zejména pro vysvětlení vzájemných relací mezi ukazateli. Z rozkladu jednotlivých ukazatelů je možno odvodit příčiny jejich vývoje. Konstrukce výpočtu jednotlivých ukazatelů je uvedena v příloze práce č. P XIX a v příloze č. P XX je uveden samotný rozklad ukazatele ROE s barevným zvýrazněním ukazatelů, které byly vyhodnoceny, jako hlavní faktory ovlivňující vrcholový ukazatel. Jak je znát z rozkladu ROE, pokles tohoto ukazatele se ve sledovaných letech odvíjí zejména v závislosti na vývoji ukazatele ziskové marže ($\check{C}Z/V$) a obratovostí aktiv (V/A). K zajímavosti jsou téměř paralelní hodnoty indexů ROE a ziskové marže ($\check{C}Z/V$), které jsou ovlivněny podobným, téměř identickým vývojem hodnot vlastního kapitálu a celkových výnosů. V dalším rozkladu se lze dopátrat zjištění, že největší vliv na samotnou ziskovou marži ($\check{C}Z/V$) má poměr nákladů a to zejména nákladů osobních (ON/V) a odpisových (O/V), v poměru vůči výnosům podniku. Ukazatel obratovosti aktiv (V/A) se pohy-

buje až do roku 2012 pod úrovní 1, jak už ostatně prokázaly i výsledky v analýze poměrových ukazatelů. Podstatný je ale jeho rostoucí vývoj, který pozitivně ovlivňuje růst ROE a je způsoben zejména růstem podílu výnosů vůči dlouhodobému majetku firmy. Ukazatel finanční páky (A/VK) vykazuje stabilní vývoj, neboť podíl vlastního kapitálu k celkovému z důvodu neexistence zadlužení zůstává téměř konstantní a tento ukazatel má na vývoj ROE pramalý vliv.

8.6 Altmanův model souhrnných ukazatelů (Z – skóre)

Firma ve všech sledovaných letech dosáhla uspokojivé finanční situace, to znamená, že hodnota Z – skóre je výrazně větší než 2,9. K výpočtu Z – skóre byl použit vzorec č. 12, přičemž číselné výrazy plní funkci vyjádření váhy jednotlivých poměrových ukazatelů na celkovém výsledku:

$$Z_i = 0,717 \times A + 0,847 \times B + 3,107 \times C + 0,420 \times D + 0,998 \times E$$

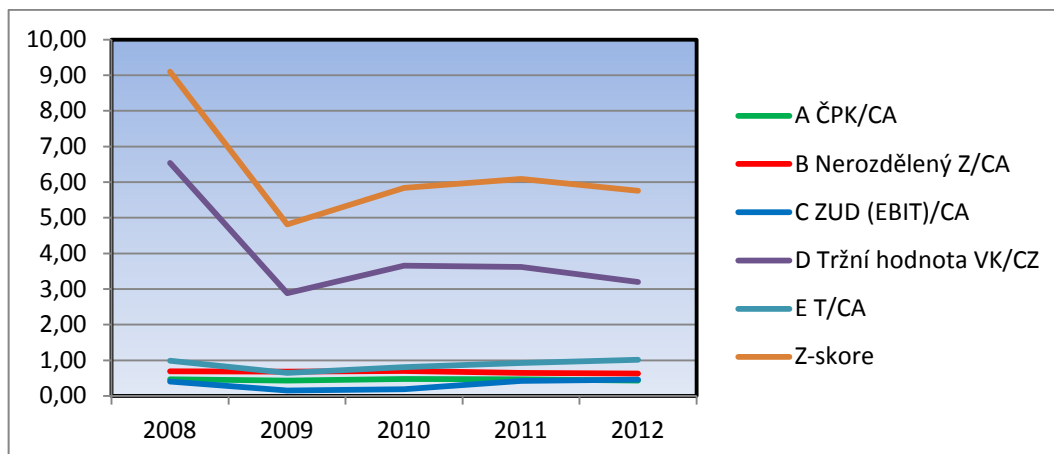
V tabulce č. 39 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých poměrových ukazatelů přepočtené dle vah uvedených ve vzorci, aby byl lépe identifikovatelný podíl jednotlivých ukazatelů na celkovém Z – skóre, které je v tomto případě součtem jednotlivých hodnot ve sloupci.

V rámci uvedeného lze konstatovat, že se na celkovém Z-skóre největší měrou podílí ukazatel D neboli hodnota vlastního kapitálu vůči cizím zdrojům, ačkoli byla právě tomuto ukazateli ve vzorci přidělena nejmenší váha. Dalším důležitým ukazatelem je ukazatel E, který představuje podíl tržeb na celkových aktivech a na třetím, pomyslném místě se nachází ukazatel B neboli podíl nerozděleného zisku společnosti na celkových aktivech. Tyto tři ukazatele největší měrou ovlivňují výši celkového Z - skóre ukazatele.

Tabulka 39: Altmanův model podniku XY

Altmanův model		2008	2009	2010	2011	2012
A	ČPK/CA	0,47	0,43	0,47	0,46	0,44
B	Nerozdělený Z/CA	0,69	0,69	0,70	0,65	0,63
C	ZUD (EBIT)/CA	0,41	0,15	0,19	0,42	0,46
D	Tržní hodnota VK/CZ	6,54	2,89	3,66	3,62	3,20
E	T/CA	0,99	0,65	0,81	0,93	1,02
Z-skore		9,10	4,81	5,84	6,09	5,76

Zdroj: vlastní zpracování



Graf 21: grafické znázornění podílu ukazatelů na souhrnném Z – skore

Zdroj: vlastní zpracování

V níže uvedené tabulce jsou pro ukázkou znázorněny tyto ukazatele v kontextu konkurenčních firem, u nichž je zaznamenána také vysoká hodnota celkového ukazatele, který představuje součet již pronásobených ukazatelů příslušnými vahami vzorce.

Tabulka 40: Altmanův model konkurenčních firem

Altmanův model		A	C	B
A	ČPK/CA	0,09	0,27	0,29
B	Nerozdělený Z/CA	-0,23	0,50	0,30
C	ZUD (EBIT)/CA	1,08	3,04	2,26
D	Tržní hodnota VK/CZ	0,47	0,95	0,28
E	T/CA	0,67	0,98	0,73
Z - skore		2,08	5,74	3,85

Zdroj: vlastní zpracování

U konkurenčních firem lze konstatovat, že nejvyšší měrou se na celkovém ukazateli u všech firem podílí ukazatel C, jenž má největší váhu dle Altmanova vzorce. Jedná se o index zisku EBIT vůči celkovým aktivům. Druhým významným ukazatelem u všech podniků je stejně, jako je tomu u oceňované společnosti ukazatel E, tedy podíl tržeb na celkových aktivech.

8.7 Analýza nefinančních ukazatelů

Růst průměrného počtu zaměstnanců dosáhl svého maxima v roce 2008, kdy se vlivem globální hospodářské recese začal snižovat. Ovšem průměrné náklady na zaměstnance mají až na rok 2009 jasně rostoucí trend. Od roku 2009 celkové náklady na zaměstnance

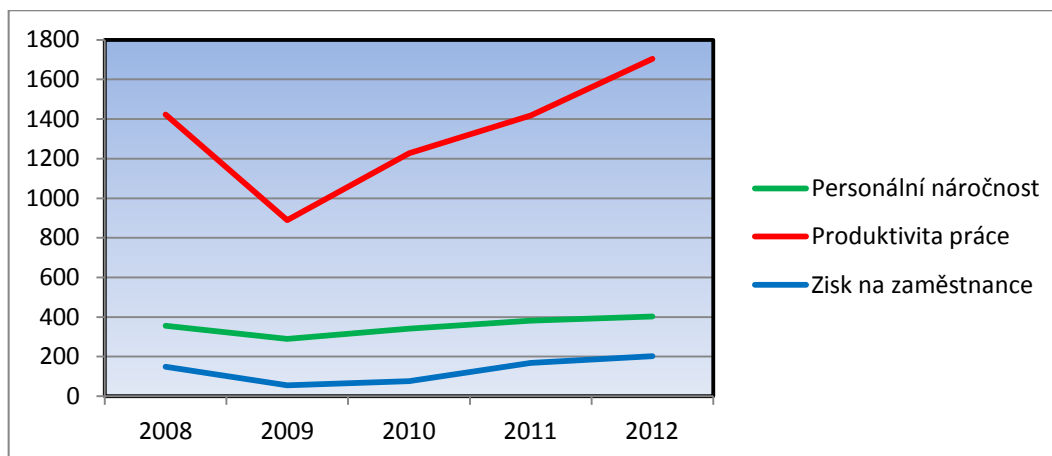
vzrostly o téměř 30 %. Tabulka č. 41 obsahuje ukazatele produktivity práce⁴¹, zisk na 1 zaměstnance⁴² a personální náročnost⁴³. V rámci těchto ukazatelů je zřejmé, že jejich trend je od roku 2009 jasně rostoucí, zejména produktivita práce, která od roku 2009 vzrostla o více než 90 %. Zisk na zaměstnance od uvedeného roku téměř zdvojnásobil a náklady na zaměstnance vzrostly o téměř 40 %.

Tabulka 41: vývoj vybraných ukazatelů zaměstnanosti (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby	182 138	106 729	133 820	154 553	190 752
Počet zaměstnanců	128	120	109	109	112
Vývoj osobních nákladů	45 503	34 762	37 292	41 705	45 156
Personální náročnost	355	290	342	383	403
Produktivita práce	1423	889	1228	1418	1703
Zisk na zaměstnance	150	55	76	168	202

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledných hodnot lze konstatovat pozitivní vývoj. Významně roste produktivita práce a průměrné náklady na zaměstnance, které jsou podloženy ziskem na zaměstnance, což je pozitivní jev.



Graf 22: vývoj personální náročnosti, produktivity práce a zisku na zaměstnance

Zdroj: vlastní zpracování

⁴¹ Produktivita práce = (tržby za prodej zboží + výkony) / počet zaměstnanců.

⁴² Zisk na 1 zaměstnance = VH za účetní období po zdanění / počet zaměstnanců.

⁴³ Personální náročnost = osobní náklady / počet zaměstnanců.

8.8 Závěr finanční analýzy

Finanční analýza prokázala na základě relevantních údajů ověřených nezávislým auditorem předpoklad nepřetržitého trvání podniku a došla k následujícím závěrům:

Rok 2009 přinesl snad všem hospodářským subjektům určité vybočení z běžných finančních standardů. Proto i u námi oceňovaného podniku v tomto roce došlo k poklesu všech podstatných ukazatelů a položek. Oproti tomu však rok 2008, který je z hlediska finanční analýzy zařazen jako první analyzovaný rok, je v kontextu předchozích let rokem pro daný podnik nadmíru úspěšný ve všech významných ukazatelích. Přechodné hospodářské potíže roku 2009 byly však v následném období překonány. Od zlomu roku 2009, kdy u sledovaného podniku došlo k poklesu bilanční sumy, tato znovu vzrostla, a to až nad původně zmíněnou hodnotu roku 2008. Tato skutečnost je ovlivněna především kladným vývojem oběžného majetku, resp. pohledávek z obchodních vztahů (nárůst o 50 %) a krátkodobého finančního majetku (nárůst o 268 %) na straně aktiv a současně krátkodobého cizího kapitálu ve formě závazků z obchodních vztahů na straně pasiv. Oběžná aktiva se podílejí na celkových aktivech 70 %, což je o deset procentních bodů více, než je tomu v rámci oborového průměru. Doba obratu celkových aktiv je až do roku 2011 delší než 1 rok, což je horší výsledek než v rámci oborového průměru. V roce 2012 se však společnosti podařilo tento ukazatel snížit a dle dalších předpokladů postupného snižování netto investic spolu s růstem tržeb bude tento ukazatel brzy na úrovni oborového standardu. Postupné snižování doby obratu celkových aktiv bude také výhledově pozitivně ovlivňovat ukazatel rentability vlastního kapitálu, neboť, jak prokázal pyramidový rozklad, ukazatel obratovosti aktiv má podstatný vliv na ukazatel ROE.

V rámci obratu pohledávek neboli rychlosti jejich inkasa si společnost stojí daleko lépe než její konkurence, ovšem v relaci s dobou obratu závazků lze konstatovat, že na zaplacení odběratelského úvěru musí podnik čekat více než třikrát déle oproti době, kterou sama využívá jako lhůtu pro zaplacení vlastních krátkodobých závazků, což znamená určité přechodné výpadky cash flow pro podnik a kladný obchodní deficit. Tato relace není zřejmě nastavena ideálně. Podniku neumožňuje čerpat zdarma obchodní úvěr, který sám na podstatně delší dobu poskytuje. Ve srovnání s konkurenčními podniky si v tomto ukazateli společnost taktéž nevede nejlépe. V tomto ohledu se však není proč příliš znepokojovat, neboť podnik disponuje dostatečným množstvím finančních prostředků, tudíž není nucen řešit problémy se zajišťováním dodatečných zdrojů pro své financování. V rámci dlouho-

dobého majetku byl zaznamenán pokles netto hodnoty v letech 2008 – 2010, poté nárůst vlivem investic v letech 2011 -2012 až na úroveň výchozí hodnoty prvního analyzovaného roku. Kladné cash flow je v oblasti investiční činnosti zaznamenáno pouze v roce 2009, což svědčí o neustálých investičních aktivitách společnosti ve formě movitého i nemovitého majetku a jejich modernizacích.

Podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech se za celkové analyzované období pohybuje v konstantní výši okolo 90 %, což je o téměř o 40 % více, než je tomu v rámci daného odvětví. V rámci souhrnných ukazatelů byl právě poměr vlastního kapitálu vůči cizím zdrojům vyhodnocen jako největší faktor ovlivňující souhrnné Z - skore, které vykazuje nadprůměrné výsledky. Rizika plynoucí z držby cizího kapitálu jsou tímto eliminována a touto strukturou je zajištěno i zlaté bilanční pravidlo financování dlouhodobého majetku. Při této struktuře kapitálu však může být negativně ovlivněna celková cena takového kapitálu. Dlouhodobý majetek představuje v průměru 28 % celkových aktiv a na straně pasiv ho pokrývá vlastní kapitál 3,3 násobkem své hodnoty. Firma tedy financuje dlouhodobý majetek výhradně vlastním kapitálem a nemá žádné dlouhodobé půjčky ani aktivní leasingové smlouvy. Do budoucna zůstává tento trend dále zachován, i když z hlediska minimálního věřitelského rizika v případě úvěrových potřeb společnosti, zde existuje dobrý výhled k získání výhodných podmínek, což je hodnoceno pozitivně.

Kromě ukazatele obratovosti celkových aktiv má největší vliv na rentabilitu vlastního kapitálu ukazatel ziskové marže, který je ovlivňován zejména poměrem osobních a odpisových nákladů k celkovým výnosům. Osobní náklady zaznamenaly vůči obratu pokles. Výnosy společnosti hrají taktéž podstatnou roli v souhrnném ukazateli Z - skore, který vykazuje nadprůměrné výsledky z hlediska odvětví i konkurence. Pozitivní je také růstový trend ukazatele rentability tržeb, který se udržuje i přes růst samotných tržeb, neboli z uvedeného lze vyvodit vyšší tempo růstu zisku než celkových tržeb, což je velmi pozitivní. Vývoj obchodní marže je poznamenán kladným růstem po celé sledované období. Za celkové období 2008 – 2012 došlo k nárůstu ukazatele obchodní marže celkově o 150 %, což je hodnoceno jako velmi pozitivní jev. Obchodní marže dosahuje průměrného podílu 10 % na obratu, což je ve srovnání s danou kategorií CZ-NACE 28, která vykazuje za poslední rok podíl k celkovému obratu 0,87 %, také velmi kladně hodnoceno. Růstový trend zaznamenaly také výkony a přidaná hodnota.

Průměrně se hospodářský výsledek běžného účetního období podílí na celkových aktivech za sledované období 8,5 %, což je o něco málo více, než je tomu u daného odvětví zpraco-

vatelského průmyslu. Nerozdělený zisk minulých let se na celkových aktivech společnosti podílí průměrně 79,5 %, což je velký rozdíl oproti danému odvětví, neboť statistiky za rok 2012 poukazují na podíl 18,12 % v dané kategorii odvětví. Výsledek hospodaření běžného účetního období jde cestou růstového vývoje po celé sledované období, až na kritický rok 2009. Největší tempo růstu bylo zaznamenáno v roce 2011 (nárůst o 121 %). Výsledek hospodaření minulých let doprovází svým vývojem celkový vývoj vlastního kapitálu a největší měrou ovlivňuje jeho výši.

Kladné peněžní toky, které jsou hodnoceny pozitivně, jsou po celé sledované období produkovány v rámci provozní činnosti, která je nejvíce ovlivněna odpisy a toky vyplývajícími ze změn pracovního kapitálu, zejména změn stavu zásob. Záporné cash flow je po celé sledované období dosahováno v oblasti finančních peněžních toků, a je způsobeno zejména výplatami dividend a podílů ze zisku.

U sledované společnosti můžeme hovořit o kladném čistém pracovním kapitálu, neboli o výrazném přebytku dlouhodobých zdrojů se stabilním vývojem. Jak již bylo zmíněno, hovoříme zde o „překapitalizaci“. Firma je nadprůměrně finančně stabilní a vykazuje hodnotu výrazné platební schopnosti, a to i ve srovnání s odvětvím i konkurencí. Diskutabilní může být míra rentability těchto zdrojů, neboť jsou neefektivně využívány. Uspokojivou finanční situaci potvrdila i analýza souhrnných ukazatelů Z - skóre. Pozitivní vývoj je zaznamenán z hlediska produktivity práce, která má rostoucí tendence, stejně jako průměrné náklady na zaměstnance, které jsou správně podloženy růstem zisku na zaměstnance.

Na základě finanční analýzy oceňovaného podniku a srovnáním těchto hodnot s podobnými a konkurenčními subjekty, dále pak na základě předchozích zjištění v rámci strategické analýzy bylo zjištěno dostatečné množství důkazů na potvrzení předpokladu o nekonečném trvání podniku, tzv. „Going Concern“. Tato hypotéza bude následně a definitivně potvrzena výsledky finančního plánování.

9 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

9.1 Identifikace provozně potřebných a nepotřebných aktiv

V této fázi práce bude přistoupeno k vymezení a rozdělení aktiv společnosti na aktiva provozně potřebná a provozně nepotřebná. Provozně nepotřebná aktiva budou vyčleněna z výpočtů výnosové hodnoty podniku a samostatně oceněna, přičemž tato hodnota bude k výslednému ocenění přičtena.

Dlouhodobý nehmotný majetek podniku tvoří pouze položky softwarového vybavení a informačních technologií, které jsou potřebné pro hlavní provozní zabezpečení. Z tohoto důvodu nebude tato položka z provozně potřebného majetku vyčleňována. Veškeré pozemky jsou považovány za součást provozně nutného nemovitého majetku, kterým jsou sklady, výrobní, administrativní a manipulační prostory. Nedokončený dlouhodobý majetek, představující investiční výstavbu, rekonstrukce či modernizace stávajících prostor, je považován za součást dlouhodobého hmotného majetku provozně nutného. Samostatné movité věci, jako strojní zařízení, motorová vozidla, vybavení hal, dílen, provozů a kanceláří jsou taktéž považovány za provozně potřebný majetek. V případě majetku provozně nepotřebného podnik přijímá opatření k jejich prodeji či odstranění. Dlouhodobý finanční majetek společnost nevlastní, stejně jako položku dlouhodobých pohledávek. Zásoby jsou nedílnou součástí hlavního provozu společnosti a nebyl tedy shledán důvod k jejich vyřazení pro nepotřebnost. Krátkodobé pohledávky jsou tvořeny z největší části pohledávkami z obchodních vztahů, v menší míře pohledávkami daňovými, krátkodobými zálohami a jinými pohledávkami. Celá výše této položky je považována za provozně nutný majetek. Položka časového rozlišení spadá mezi provozně potřebný majetek, neboť se jedná o položky související s hlavním provozem podniku.

Krátkodobý finanční majetek je tvořen výhradně penězi v hotovosti a účty v bankovních ústavech. V rámci finanční analýzy byl zjištěn značný přebytek krátkodobých finančních prostředků v kontextu ukazatele okamžitá likvidita, který se pohybuje ve všech analyzovaných letech vysoce nad horní hranicí doporučených kritérií i průměrným stavem v rámci odvětví. Výše provozně potřebného majetku v rámci finančních prostředků bude vyvozena právě z ukazatele okamžité likvidity, jehož obecně doporučovaná hodnota je 20 %.

V rámci analýzy likvidity daného odvětví CZ-NACE 28 byla zjištěna průměrná hodnota za posledních 5 let ve výši 40 %. K tomuto faktu je tedy v rámci ocenění třeba přihlídnout.

Tabulka 42: okamžitá likvidita a srovnání jejího vývoje za odvětví

Likvidita XY	2008	2009	2010	2011	2012	Průměr
Likvidita I. stupně (okamžitá)	1,3	1,5	3,0	3,1	2,0	2,2
Likvidita CZ-NACE 28	2008	2009	2010	2011	2012	Průměr
Likvidita I. stupně (okamžitá)	0,28	0,49	0,63	0,4	0,3	0,4

Zdroj: vlastní zpracování

Námi oceňovaná společnost má hodnoty těchto ukazatelů v jednotlivých letech značně vyšší a proto je třeba právě tuto část aktiv rozdělit na potřebnou a nepotřebnou. Cílovou hodnotu provozně potřebných finančních prostředků tedy stanovíme s ohledem na průměr hodnot daného odvětví CZ-NACE 28 ve výši 40% podílu finančního majetku na krátkodobých závazcích společnosti. Ostatní finanční krátkodobá aktiva nad rámec této hranice ukazatele okamžité likvidity budou z provozně potřebného majetku vyloučena.

9.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Dále je třeba vymežit provozně nutný investovaný kapitál jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného ČPK. Čistý pracovní kapitál dostaneme po odečtení neúročených závazků od provozně nutných oběžných aktiv a následném odečtení ostatních pasiv. Jako neúročené závazky byly použity jednak celkové krátkodobé závazky, jednak celkové dlouhodobé závazky společnosti, neboť se zde jedná o závazek vůči státu (odložený daňový závazek), kde v tomto případě nelze vyčíslit úroky.

Tabulka 43: provozně nutný kapitál podniku XY v letech 2008 – 2012 (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 254	1 127	1 700	712	695
Dlouhodobý hmotný majetek	51 718	45 353	38 990	42 544	52 337
Dlouhodobý majetek provozně nutný	54 972	46 480	40 690	43 256	53 032
Zásoby	88 760	72 553	57 532	54 109	55 091
Pohledávky	29 464	17 144	21 739	22 740	38 435
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	160	134	175	211	229
Neúročené závazky (krátk. a dlouh.)	11 096	20 755	16 874	17 193	21 608
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	310	493	151	386	290

Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	10 820	27 582	43 836	45 421	39 832
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,98	1,33	2,60	2,64	1,84
Provozně nutná likvidita	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Provozně nutné peníze	4 438	8 302	6 750	6 877	8 643
Pracovní kapitál provozně nutný	111 416	76 885	69 171	66 358	80 500
Investovaný kapitál provozně nutný	166 388	123 365	109 861	109 614	133 532

Zdroj: vlastní zpracování

9.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

V rámci provedeného rozdělení majetku a vymezení provozně nutného investovaného kapitálu bude dále upraven provozní výsledek hospodaření o položky, které nesouvisí s hlavní činností podniku. V případě oceňované společnosti se jedná o položku prodeje dlouhodobého majetku, která byla ponížena o případnou zůstatkovou cenu tohoto majetku (v roce 2012).

Tabulka 44: KPVH v letech 2008 – 2012 (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	23 960	7 932	10 413	22 037	27 857
Vyloučení VH z prodeje majetku	462			390	85
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	23 498	7 932	10 413	21 647	27 772

Zdroj: vlastní zpracování

10 FINANČNÍ PLÁN

10.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V této části bude následovat analýza minulého vývoje a prognóza budoucího vývoje generátorů hodnoty. Jde o tržby, marži provozního korigovaného výsledku hospodaření, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Na tyto výsledky bude dále navazovat tvorba finančního plánu.

10.1.1 Tržby

Prognóza tržeb za vlastní výrobky a služby byla stanovena v části strategická analýza. Nyní bude přistoupeno k vyčíslení celkových tržeb včetně tržeb za prodej zboží.

Tabulka 45: vývoj tržeb a tempo růstu za minulé období (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Roční tempo růstu		-41,4%	25,4%	15,5%	23,4%
Průměrné tempo růstu za minulost		5,7%			
Tržby za vlastní výrobky a služby	138 084	73 063	87 918	110 183	143 746
Tržby za prodej zboží	44 054	33 666	45 902	44 370	47 006
Tržby celkové	182 138	106 729	133 820	154 553	190 752

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné tempo růstu tržeb za minulé období bylo 5,7 %. V rámci prognózy byly tržby za vlastní výrobky a služby převzaty z výsledků strategické analýzy. Průměrné tempo růstu tržeb bylo stanoveno hodnotou 6,9 %.

Tabulka 46: prognóza vývoje tržeb a průměrné tempo růstu (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Roční tempo růstu	7,5%	6,8%	9,0%	4,3%
Průměrné tempo růstu plán	6,9%			
Tržby za vlastní výrobky a služby	154 497	165 001	179 911	187 732
Tržby za prodej zboží	50 522	53 957	58 832	61 390
Tržby celkové	205 018	218 958	238 743	249 122

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci predikovaných hodnot tempa růstu v jednotlivých letech byly následně dopočítány celkové tržby podniku v letech 2013 - 2016. Po výpočtu celkových tržeb byly vyvozeny konečné částky výnosů za prodej zboží (celkové tržby – tržby za vlastní výrobky a služby).

10.1.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže představuje podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) a tržeb podniku. Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro tento účel stanovíme jako KPVH z předchozích výpočtů s přičtením odpisů v daných letech, neboť tyto jsou součástí generátorů hodnoty v rámci investic do dlouhodobého majetku.

Tabulka 47: průměrné tempo růstu KPVH za minulost (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Korigovaný provozní zisk před odpisy	31 424	16 290	18 051	28 104	32 518
Průměrné tempo růstu za minulost	0,9%				

Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza vývoje ziskové marže bude stanovena pomocí dvou metod. Nejdříve určíme její hodnotu pomocí metody shora, následně se pokusíme definovat a zdůvodnit ziskovou marži pomocí metody zdola.

Analýza a prognóza provozní ziskové marže shora

Tato metoda je metodou základní a vychází z minulého vývoje provozní ziskové marže, kterou dostaneme podílem KPVH a tržeb. Na základě minulého vývoje provozní ziskové marže a faktorů, které se na jejím vývoji spolupodílí, je odvozena marže budoucí, která je následně pronásobena s prognózovanými tržbami. Výsledkem výpočtu je budoucí korigovaný provozní výsledek hospodaření v letech 2013 - 2016.

Tabulka 48: vývoj ziskové marže za minulost

Podíly z tržeb	2008	2009	2010	2011	2012
Zisková marže (z KPVH před odpisy)	17,25%	15,26%	13,49%	18,18%	17,05%

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci strategické analýzy bylo zjištěno, že konkurenční síla oceňovaného podniku je na úrovni 70 %, přičemž největší měrou se na tomto výsledku podílí kvalita managementu, výrobků a dobrého jména podniku. Z tohoto důvodu byl odhadnut mírný vzrůst ziskové marže a její stabilizovaný vývoj do budoucna.

Tabulka 49: prognóza vývoje ziskové marže 2013 – 2016 shora

Podíly z tržeb	2013	2014	2015	2016
Zisková marže (z KPVH před odpisy)	17,10%	17,15%	17,20%	17,20%

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza a prognóza provozní ziskové marže zdola

V dalším kroku je třeba ziskovou marži prognózovat zdola. Jsou k tomu dva významné důvody. Výsledek této metody je potvrzením správného zacílení marže shora a v kontextu předpovědí a výpočtů této metody získáme údaje o nákladech a výnosech pro sestavení finančního plánu v následující fázi projektu. Analýza minulého vývoje nám udává podíly jednotlivých položek na tržbách podniku. Stejný způsob použijeme v rámci predikce v letech 2013 – 2016, přičemž určité položky budou stanoveny odborným odhadem.

Tabulka 50: analýza ziskové marže zdola za minulost

Podíl na tržbách	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	24,19%	31,54%	34,30%	28,71%	24,64%
Obchodní marže	4,04%	12,94%	12,74%	11,09%	9,64%
Výkony	75,82%	76,39%	69,26%	77,78%	78,59%
<i>z toho Tržby za vl. výrobky a služby</i>	75,81%	68,46%	65,70%	71,29%	75,36%
<i>Změna stavu zásob vlastní činnosti</i>	-5,11%	-0,83%	-0,61%	2,75%	-0,02%
<i>Aktivace</i>	5,12%	8,77%	4,17%	3,74%	3,26%
Přidaná hodnota	41,80%	47,79%	41,74%	45,27%	40,31%
Osobní náklady	24,98%	32,57%	27,87%	26,98%	23,67%
<i>z toho Mzdové náklady</i>	17,85%	23,68%	20,08%	19,38%	17,01%
<i>Náklady na sociální zabezpečení</i>	7,14%	8,89%	7,78%	7,61%	6,66%
Daně a poplatky	0,16%	0,22%	0,09%	-0,01%	0,08%
Ostatní provozní položky	-0,60%	-0,27%	0,30%	0,12%	-0,49%

Zdroj: vlastní zpracování

Výchozím bodem v rámci prognózy těchto položek jsou tržby za vlastní výrobky a služby a prodej zboží, které byly vypočítány v předchozím kroku v části prognóza tržeb. Obchodní marže a přidaná hodnota jsou nejdůležitějšími položkami, které je nutno odborně odhadnout jednak na základě jejich minulého vývoje, jednak na základě faktorů, které odhalila strategická analýza. Odborný odhad je taktéž zapotřebí v rámci méně významných polo-

žek změny stavu zásob vlastní činností, aktivace a daní a poplatků. Další postup je následující:

- Výkony vyjadřují součet již daných a odhadnutých položek.
- Osobní náklady dostaneme, pokud od predikované položky přidaná hodnota odečteme hodnotu daní a poplatků (dle předchozího odhadu) a hodnotu ziskové marže (hodnota shora).
- V rámci definované položky osobních nákladů už je snadné dopočítat ostatní položky mzdových nákladů.

Tabulka 51: prognóza ziskové marže zdola 2013 - 2016

Podíl na tržbách	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	24,64%	24,64%	24,64%	24,64%
Obchodní marže	10,90%	11,30%	11,35%	11,35%
Výkony	75,84%	75,86%	75,86%	75,86%
<i>z toho Tržby za vl. výrobky a služby</i>	75,36%	75,36%	75,36%	75,36%
<i>Změna stavu zásob vlastní činností</i>	-4,53%	-4,71%	-4,73%	-4,73%
<i>Aktivace</i>	5,01%	5,21%	5,23%	5,23%
Přidaná hodnota	43,38%	45,12%	45,30%	45,30%
Osobní náklady	26,15%	27,84%	27,97%	27,97%
<i>z toho Mzdové náklady</i>	19,37%	20,62%	20,72%	20,72%
<i>Náklady na sociální zabezpečení</i>	6,78%	7,22%	7,25%	7,25%
Daně a poplatky	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Ostatní provozní položky	-0,48%	-0,50%	-0,50%	-0,50%

Zdroj: vlastní zpracování

V následujícím kroku budou spočítány náklady na prodané zboží v minulosti, ovšem nikoliv prostřednictvím převzetí částek z finančních výkazů, nýbrž za použití koeficientů zjištěných v předchozích výpočtech. Výsledkem je určitá kontrola a zpětná vazba na správnost předchozích výpočtů, neboť výsledky takového propočtu lze snadno ověřit ve výkazu zisku a ztrát. Postup výpočtu je tedy následující: od tržeb za prodané zboží je odečten koeficient obchodní marže pronásobený celkovými tržbami.

Tabulka 52: náklady na prod. zboží a podíly na tržbách v minulosti (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Náklady vynaložené na prodané zboží	36 688	19 854	28 850	27 232	28 626
Podíl z tržeb	20,14%	18,60%	21,56%	17,62%	15,01%
Roční tempo růstu		-45,88%	45,31%	-5,61%	5,12%
Průměrné tempo růstu za minulost		-6,0%			

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky srovnáme s reálnými výkazy zisku a ztráty a stejným způsobem pokračujeme v rámci budoucího období. Jak je vidět z tabulky, tempa růstu nákladů na prodané zboží v minulosti mělo spíše záporný charakter, tedy náklady vůči tržbám klesaly. V budoucnu se předpokládá další pokles tohoto podílu na tržbách, i když tentokrát s kladným růstovým tempem z důvodu vyššího tempa růstu tržeb.

Tabulka 53: náklady na prod. zboží a podíly na tržbách plán (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Náklady vynaložené na prodané zboží	28 175	29 214	31 735	33 114
Podíl z tržeb	13,74%	13,34%	13,29%	13,29%
Roční tempo růstu	-1,58%	3,69%	8,63%	4,35%
Průměrné tempo růstu plán	3,7%			

Zdroj: vlastní zpracování

V dalším kroku bude následovat analýza a prognóza výkonové spotřeby. U analýzy minulého období položku výkonové spotřeby převezmeme z údajů reálného výkazu zisku a ztráty a určíme její podíl na tržbách a průměrné tempo růstu.

Tabulka 54: výkonová spotřeba a její podíly na tržbách minulost (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	69 328	44 340	53 875	67 381	91 404
Podíl z tržeb	38,06%	41,54%	40,26%	43,60%	47,92%
Roční tempo růstu		-36,04%	21,50%	25,07%	35,65%
Průměrné tempo růstu za minulost		7,2%			
Průměrná inflace		2,8%			

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci predikce položky výkonová spotřeba vyjdeme z předchozích vypočtených údajů: predikovaný index obchodní marže pronásobený tržbami přičteme k indexu celkových výkonů - opět pronásobeného tržbami a od výsledku odečteme index přidané hodnoty, také pronásobený tržbami. Z takto stanovených hodnot výkonové spotřeby určíme podíl na tržbách a tempo růstu této položky.

Tabulka 55: výkonová spotřeba a její podíly na tržbách plán (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	88 892	92 055	100 066	104 412
Podíl z tržeb	43,36%	42,04%	41,91%	41,91%
Roční tempo růstu	-2,75%	3,56%	8,70%	4,34%
Průměrné tempo růstu výkonové spotřeby	3,4%			
Průměrná inflace	2,2%			

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je vidět, výkonová spotřeba v absolutních hodnotách do budoucna poroste, i když o polovinu nižším tempem než tomu bylo v minulosti. Podíly na tržbách zůstávají téměř identické s podíly minulými. V posledních dvou letech bude tento podíl stabilní.

Další položkou jsou osobní náklady. V rámci minulého období pronásobíme index osobních nákladů zpět tržbami a dostaneme skutečnou výši osobních nákladů, kterou pro upřesnění správnosti srovnáme s údaji v reálném výkazu zisku a ztráty. Spočítáme tempa růstu těchto nákladů a jejich průměr

Tabulka 56: osobní náklady a jejich tempo růstu za minulost (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Osobní náklady (tis. Kč)	45 503	34 762	37 292	41 705	45 155
Roční tempo růstu		-23,61%	7,28%	11,83%	8,27%
Průměrné tempo růstu za minulost		-0,2%			

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci budoucího období postupujeme naprosto stejným způsobem. Jak znázorňuje tabulka č. 57, osobní náklady do budoucna sice porostou vyšším tempem, než tomu bylo v minulosti, toto tempo se však bude postupně snižovat.

Tabulka 57: osobní náklady a jejich tempo růstu plán (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Osobní náklady (tis. Kč)	53 612	60 947	66 766	69 669
Roční tempo růstu	18,73%	13,68%	9,55%	4,35%
Průměrné tempo růstu plán	1,6%			

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní zbývá závěrečný krok, kterým je ověření správnosti předchozích odhadů a výpočtů. V rámci minulého i budoucího výpočtu KPVH před odpisy použijeme stejný postup: od indexu přidané hodnoty pronásobeného s tržbami odečteme osobní náklady vypočtené v předchozích krocích a dále odčítáme indexy daní a poplatků spolu s ostatními provozními náklady pronásobenými tržbami. Dostaneme KPVH před odpisy, které podle původního vzorce ($KPVH / \text{Tržby}$) přepočteme na hodnotu ziskové marže. Pokud jsme tedy správně postupovali, výsledek výpočtu by se měl rovnat ziskové marži vypočtené metodou shora.

Tabulka 58: výpočet KPVH před odpisy a ziskové marže zdola (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Korigovaný provozní zisk před odpisy	31 424	16 290	18 051	28 104	32 518
Zisková marže z KPZ před odpisy	17,25%	15,26%	13,49%	18,18%	17,05%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 59: výpočet KPVH před odpisy a ziskové marže zdola – plán (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní zisk před odpisy	35 058	37 551	41 064	42 849
Zisková marže z KPZ před odpisy	17,10%	17,15%	17,20%	17,20%

Zdroj: vlastní zpracování

Z výsledků je zřejmé, že uvedený postup prokázal správnost všech předchozích odhadů a výpočtů. V dalším kroku budou předchozí zjištěné hodnoty shrnuty do předběžných výkazů s analýzou jejich vývoje.

Provozní zisková marže vykazovala pokles v letech 2008 -2010. Po tomto období dosáhla nárůst, který bude pokračovat i v dalších letech a dosáhne své stabilizace v roce 2015. Tato prognóza se opírá zejména o vývoj ostatních významných položek a současně výsledky strategické analýzy, ve které vyplynula 70% konkurenční síla oceňovaného podniku.

Tabulka 60: podíl nákladových a výnosových položek na tržbách - minulost

	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	24,19%	31,54%	34,30%	28,71%	24,64%
Náklady vynaložené na prodané zboží	20,14%	18,60%	21,56%	17,62%	15,01%
Obchodní marže	4,04%	12,94%	12,74%	11,09%	9,64%
Výkony	75,82%	76,39%	69,26%	77,78%	78,59%
<i>z toho Tržby za vl. Výrobky a služby</i>	75,81%	68,46%	65,70%	71,29%	75,36%
<i>Změna stavu zásob vlastní činnosti</i>	-5,11%	-0,83%	-0,61%	2,75%	-0,02%
<i>Aktivace</i>	5,12%	8,77%	4,17%	3,74%	3,26%
Výkonová spotřeba	38,06%	41,54%	40,26%	43,60%	47,92%
Přidaná hodnota	41,80%	47,79%	41,74%	45,27%	40,31%
Osobní náklady	24,98%	32,57%	27,87%	26,98%	23,67%
<i>z toho Mzdové náklady</i>	17,85%	23,68%	20,08%	19,38%	17,01%
<i>Náklady na sociální zabezpečení</i>	7,14%	8,89%	7,78%	7,61%	6,66%
Daně a poplatky	0,16%	0,22%	0,09%	-0,01%	0,08%
Ostatní provozní položky	-0,60%	-0,27%	0,30%	0,12%	-0,49%
Korigovaný provozní zisk před odpisy	31 424	16 290	18 051	28 104	32 518
Zisková marže z KPZ zdola	17,25%	15,26%	13,49%	18,18%	17,05%

Zdroj: vlastní zpracování

Na vývoji provozní ziskové marže se podílí největší měrou přidaná hodnota, která je nejvíce ovlivněna výkony společnosti, zejména prodejem vlastních výrobků a služeb. Výkonová spotřeba se v minulosti vyvíjela rychleji (7,2 %) než inflace (2,8 %) a rychleji než tržby společnosti (5,7 %). Celkový podíl výkonové spotřeby na tržbách v minulosti postupně rostl, do budoucna je však předpokládáno jeho snižování a stabilizace. Očekává se jeho pomalejší růst (3,4 %) vůči tržbám (6,9 %), vzhledem k využití úspor z rozsahu vyplývajících z rozšíření nových kapacit. Inflace se v budoucím období očekává na úrovni 2,2 %, což je o 1,2 % méně než je růst výkonové spotřeby.

Obchodní marže rostla v minulém období díky rostoucím tržbám za prodané zboží a současně klesajícím nákladům. Pro budoucí období se předpokládá ještě její mírné zvýšení, zejména díky dalším úbytkům nákladů na zboží, v rámci výhodnějších nákupních podmínek. Samotné tržby za zboží by se měly stabilizovat přibližně na současné úrovni, neboť se nepředpokládají změny prodejních podmínek.

Vývoj přidané hodnoty za minulé období je ovlivňován zejména tržbami za vlastní výroby a služby. Tržby za vlastní výroby a služby mírně vzrostou a zůstanou stabilizované pro budoucí období.

Osobní náklady se budou i do budoucna dále zvyšovat. Jejich tempo růstu se v dalším období zvýší, ale zůstane i nadále nižší (1,6 %), než je tempo růstu tržeb, což ovlivní růst produktivity práce.

Tabulka 61: podíl nákladových a výnosových položek na tržbách - plán

	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	24,64%	24,64%	24,64%	24,64%
Náklady vynaložené na prodané zboží	13,74%	13,34%	13,29%	13,29%
Obchodní marže	10,90%	11,30%	11,35%	11,35%
Výkony	75,84%	75,86%	75,86%	75,86%
<i>z toho Tržby za vl. Výrobky a služby</i>	75,36%	75,36%	75,36%	75,36%
<i>Změna stavu zásob vlastní činnosti</i>	-4,53%	-4,71%	-4,73%	-4,73%
Aktivace	5,01%	5,21%	5,23%	5,23%
Výkonová spotřeba	43,36%	42,04%	41,91%	41,91%
Přidaná hodnota	43,38%	45,12%	45,30%	45,30%
Osobní náklady	26,15%	27,84%	27,97%	27,97%
<i>z toho Mzdové náklady</i>	19,37%	20,62%	20,72%	20,72%
<i>Náklady na sociální zabezpečení</i>	6,78%	7,22%	7,25%	7,25%
Daně a poplatky	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Ostatní provozní položky	-0,48%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Korigovaný provozní zisk před odpisy	35 057	37 550	41 062	42 849
Zisková marže z KPZ zdola	17,10%	17,15%	17,20%	17,20%

Zdroj: vlastní zpracování

Ostatní položky, jako daně a poplatky a ostatní provozní položky měly a do budoucna budou mít stále pouze omezený vliv na provozní ziskovou marži. Tyto podíly jsou pro příští období ponechány na úrovni období minulého.

10.1.3 Pracovní kapitál

V rámci generátorů hodnoty vycházíme při výpočtu pracovního kapitálu z položky nikoli pouze krátkodobých závazků, jak je tomu u tradičních výpočtů pracovního kapitálu, ale počítáme s položkou všech neúročených závazků, čili i takových závazků, u kterých není

možné zjistit výši úroků. Celkově jsou výpočty podloženy výhradně provozně nutným pracovním kapitálem. Výchozím bodem je analýza minulého vývoje jednotlivých položek pracovního kapitálu ve vztahu k celkovým tržbám. K tomuto účelu zjišťujeme dobu obratu jednotlivých položek, tyto údaje analyzujeme a na základě výsledků prognózujeme ukazatele do budoucna. V konečné fázi vypočítáme absolutní výši položek pracovního kapitálu pro budoucí období. Na základě předchozích odhadů provozně nutného finančního majetku v rámci ukazatele okamžité likvidity stanovíme objemy finančního majetku v jednotlivých letech.

Zásoby

V rámci analýzy minulého vývoje zjistíme dobu obratu zásob ve dnech:

Tabulka 62: doba obratu zásob 2008 – 2012 vztaženo k tržbám (ve dnech)

	2008	2009	2010	2011	2012
Zásoby celkem	177,9	248,1	156,9	127,8	105,4
Nedokončená výroba	2,0	5,4	4,9	9,9	7,3
Zboží	158,5	218,1	135,2	98,7	82,1
Výrobky	17,4	24,6	16,8	19,2	16,1

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo rozebráno v části finanční analýza, doba obratu zásob dosahuje i ve srovnání s konkurenty podniku vysoké hodnoty a její trend je rozkolísaný. Jde zejména o položku zásob zboží. Pozitivně je hodnocena skutečnost, že se tato doba postupně snižovala. Může to znamenat, že stav zásob narůstal pomaleji než výkony a náročnost výkonů na zásoby se snižovala.

Tabulka 63: plánování doby obratu zásob 2013 – 2016 vztaženo k tržbám (ve dnech)

	2013	2014	2015	2016
Zásoby celkem	111,8	124,1	132,5	132,5
Nedokončená výroba	5,9	6,3	6,6	6,6
Zboží	89,0	99,0	106,0	106,0
Výrobky	16,9	18,8	19,9	19,9

Zdroj: vlastní zpracování

V závislosti na výše uvedené analýze odhadujeme vývoj jednotlivých položek zásob pro období 2013 – 2016. Pro podnik XY tvoří zásoby jednu z nejvýznamnějších položek pra-

covního kapitálu, proto v souvislosti s růstem tržeb v budoucím období předpokládáme růst doby obratu celkových zásob, aby byla zachována konkurenceschopnost podniku.

Krátkodobé pohledávky

Tabulka 64: doba obratu pohledávek 2008 – 2012 vztaheno k tržbám (ve dnech)

	2008	2009	2010	2011	2012
Pohledávky za odběrateli	59,0	58,6	59,3	53,7	73,5

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci obratu pohledávek si společnost stojí daleko lépe než její konkurence, i když je tato doba v kontextu k době obratu závazků značně vysoká. Pro další vývoj se předpokládá její stabilizace na úrovni pohybující se kolem 70 dnů. Vzhledem k tomu, že zákazníci podniku jsou zejména jiní než koneční spotřebitelé, je zde určitý tlak na delší dobu splatnosti. Nepředpokládá se její další růst, neboť už tak je dosti velká a z důvodu, že podnik neplánuje změny prodejních podmínek, nebude se zřejmě ani snižovat.

Tabulka 65: doba obratu pohledávek 2013 – 2016 vztaheno k tržbám (ve dnech)

	2013	2014	2015	2016
Pohledávky za odběrateli	70,0	70,0	70,0	70,0

Zdroj: vlastní zpracování

Neúročené závazky

Doba obratu závazků má v rámci minulého období tendenci ke snižování a její stabilizaci. Vzhledem ke konkurenci se ukazatel doby obratu závazků zdá nízký, což může znamenat, že společnost využívá rychlých plateb v zájmu zvyšování své marže.

Tabulka 66: doba obratu neúročených závazků za minulost (ve dnech)

Podíl na tržbách	2008	2009	2010	2011	2012
Neúročené závazky celkem	22,2	71,0	46,0	40,6	41,3
Závazky z obchodního styku	12,1	14,5	17,9	21,7	26,3
Závazky k zaměstnancům	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Závazky ke společníkům	0,6	42,1	13,2	3,1	1,5
Závazky ze soc. zabezpečení	2,0	2,9	3,6	2,5	2,1
Stát - daňové závazky a dotace	7,3	11,3	11,0	13,1	11,2

Zdroj: vlastní zpracování

Zvláště nízké hodnoty obratu jsou přiřazeny položce závazky z obchodního styku, které jsou téměř třikrát nižší než doba obratu pohledávek z obchodního styku. Do položky závazků jako součásti pracovního kapitálu byla započtena i položka dlouhodobých závazků, která čítá odložený daňový závazek.

Tabulka 67: doba obratu neúročených závazků plán (ve dnech)

Podíl na tržbách	2013	2014	2015	2016
Neúročené závazky celkem	44,4	44,4	45,3	45,3
Závazky z obchodního styku	29,0	29,0	29,0	29,0
Závazky k zaměstnancům	0,2	0,2	0,2	0,2
Závazky ke společníkům	2,3	2,3	2,9	2,9
Závazky ze soc. zabezpečení	2,4	2,4	2,4	2,4
Stát - daňové závazky a dotace	10,5	10,5	10,8	10,8

Zdroj: vlastní zpracování

V budoucím období se očekává mírné zvýšení a stabilizace položky závazků z obchodního styku. Závazky k zaměstnancům jsou ponechány na dosavadní úrovni, v rámci položky závazků ke společníkům se předpokládá její mírné zvýšení a položka odloženého daňového závazku a závazků ze sociálního zabezpečení bude ponechána na určité úrovni průměru za minulé období. U těchto položek závazků zatím není důvod předpokládat významné změny.

Krátkodobý finanční majetek

Na základě předchozího vymezení provozně nutného finančního majetku stanovíme jeho výši v jednotlivých letech 2008 – 2012.

Tabulka 68: provozně nutné peníze za minulost (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	10 820	27 582	43 836	45 421	39 832
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky) skutečná	0,98	1,33	2,60	2,64	1,84
Provozně nutné peníze	4 438	8 302	6 750	6 877	8 643
Provozně nutná likvidita	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40

Zdroj: vlastní zpracování

Podle absolutního vyjádření neúročených závazků (doba obratu závazků * tržby/365) vypočítáme stav finančních prostředků pro predikované období (závazky * plánovaná pro-

vozně nutná likvidita) v rámci stanovení koeficientu okamžité likvidity ve výši 0,4. Z výsledku je patrný růst provozně nutných finančních prostředků do budoucna.

Tabulka 69: provozně nutné peníze plán (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Provozně nutné peníze	9 976	10 654	11 852	12 367
Provozně nutná likvidita	0,4	0,4	0,4	0,4

Zdroj: vlastní zpracování

Pracovní kapitál

Nyní doplníme absolutní hodnoty dle předchozí doby obratu položek pracovního kapitálu a srovnáme správnost výpočtů s údaji v rozvaze (2008 – 2012). Na závěr dostaneme položku upraveného pracovního kapitálu, jehož růst srovnáme s růstem tržeb daného období, které jsou vyčísleny na 8.614 tisíc Kč. Výsledkem bude koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu.

Tabulka 70: koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK - minulost (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Zásoby	88 760	72 553	57 532	54 109	55 091
Pohledávky	29 464	17 144	21 739	22 740	38 435
Peněžní prostředky provozně nutné	4 438	8 302	6 750	6 877	8 643
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	160	134	175	211	229
Neúročené závazky (krátkodobé + dlouhodobé)	11 096	20 755	16 874	17 193	21 608
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	310	493	151	386	290
Upravený pracovní kapitál	111 416	76 885	69 171	66 358	80 500
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	-358,9%				

Zdroj: vlastní zpracování

Stejným způsobem budeme dále postupovat v rámci predikovaného období, přičemž položku ostatních aktiv a pasivního časového rozlišení odhadneme podle jejich minulého vývoje. Přírůstek tržeb pro budoucí období byl vypočten v absolutní výši 58.370 tisíc Kč.

Tabulka 71: koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK - plán (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Zásoby	62 797	74 446	86 667	90 435
Pohledávky	39 319	41 992	45 786	47 777
Peněžní prostředky provozně nutné	9 976	10 654	11 852	12 367
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	229	229	229	229
Neúročené závazky (krátkodobé + dlouhodobé)	24 939	26 635	29 630	30 918
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	290	290	290	290
Upravený pracovní kapitál	87 091	100 396	114 614	119 599
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	55,7%			

Zdroj: vlastní zpracování

Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu v letech 2013 - 2016 je na rozdíl od minulého období v kladném čísle z důvodu rostoucího pracovního kapitálu. Z uvedeného je zřejmá významnost položek pracovního kapitálu vůči celkovým tržbám.

10.1.4 Investice do dlouhodobého majetku

V posledním kroku analyzujeme investiční náročnost dlouhodobého majetku na přírůstky tržeb v letech 2008 – 2012, které byly vyčísleny jako rozdíl tržeb 2012 a tržeb 2008 ve výši 8.614 tisíc korun. Investiční náročnost počítáme jako poměr změny investic (investice 2012 – investice 2009) v rámci *netto* hodnoty vůči výše uvedenému přírůstku tržeb. V rámci náročnosti tohoto kroku byl dlouhodobý majetek rozčleněn na jednotlivé položky: nehmotný majetek, stavby, samostatné movité věci, pozemky a nedokončený dlouhodobý majetek. Analýza těchto položek v letech 2008 -2012 včetně výpočtů jednotlivých koeficientů investiční náročnosti je uvedena v příloze této práce č. P XXI.

Celkový koeficient náročnosti tržeb na provozně nutný dlouhodobý majetek je v záporné výši -22,5 %. Významné investice byly provedeny zejména na poli stavebnictví. Investice do nákupu nových pozemků jsou na minimální úrovni, nehmotný majetek a samostatné movité věci mají spíše tendenci ke snižování *netto* hodnoty. Plánovaný přírůstek tržeb v budoucím období 2012 - 2016 je 58.370 tisíc Kč. Pro náročnost kroku, jako jsou odhady investičního majetku pro budoucí období, použijeme třífázovou metodu. Pro budoucí vývoj investic budeme v první fázi počítat se stejným vývojem jednotlivých položek dlouhodobého majetku jako v minulém období. Dle jednotlivých koeficientů náročnosti investic

v letech 2008 – 2012 odhadujeme v první fázi vývoj netto investic pro roky 2013 – 2016 v absolutních číslech.

Tabulka 72: odhad podle minulého koeficientu náročnosti 2013 – 2016 (v tis. Kč)

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto 2013-2016
Nehmotný majetek	-29,7%	-17 340
Stavby	40,5%	23 622
Samostatné movité věci	-150,8%	-88 043
Pozemky	3,9%	2 304
Nedokončený majetek	113,6%	66 312
Celkem	-22,5%	-13 146

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní přistoupíme k druhé fázi predikce investičního majetku podle průměrných hodnot v rámci odvětví. V materiálech Ministerstva průmyslu a obchodu⁴⁴ vyplynul průměrný koeficient náročnosti ve výši 1,5 %. V rámci odhadů jednotlivých položek opět predikujeme absolutní hodnoty investic pro oceňovanou společnost v letech 2013 – 2016 v závislosti na tomto uvedeném koeficientu.

Tabulka 73: odhad podle koeficientu náročnosti u podobných podniků (v tis. Kč)

Majetek	Odvětvový koeficient náročnosti	Odhad investic netto 2013-2016
Nehmotný majetek	-3,5%	-2 043
Stavby	11,5%	6 713
Samostatné movité věci	-7,2%	-4 203
Pozemky	0,7%	409
Celkem	1,5%	876

Zdroj: vlastní zpracování

V další fázi byl dle vývoje jednotlivých let a konzultací s odborníky stanoven koeficient náročnosti na hodnotu 1,7 % a tento opět přepočítán na absolutní hodnoty investic. Vzhledem k minulému vývoji stavebních investic bude v budoucnu předpokládán jejich útlum.

⁴⁴ Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví.

Investice budou v tomto období více směřovat k obnově samostatných movitých věcí (obměna výrobních technologií a strojního vybavení).

Tabulka 74: odhad podle koeficientu náročnosti odborného odhadu (v tis. Kč)

Majetek	Odborný odhad koeficientu	Odhad investic netto 2013-2016
Nehmotný majetek	1,8%	1 051
Stavby	-20,5%	-11 966
Samostatné movité věci	20,4%	11 907
Pozemky	0,0%	0
Celkem	1,7%	992

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě takto odhadnutých částek určíme predikci vývoje investic aritmetickým průměrem dle druhé a třetí fáze odhadu (tedy dle srovnání s odvětvím a odborného odhadu) s výsledným koeficientem náročnosti růstu ve výši 1,6 %.

Tabulka 75: výsledný odhad investic 2013 – 2016 (v tis. Kč)

Majetek	Odhad investic netto 2013-2016
Nehmotný majetek	-496
Stavby	-2 627
Samostatné movité věci	3 852
Pozemky	204
Celkem	933
Výsledný koeficient náročnosti růstu tržeb na investice:	1,6%

Zdroj: vlastní zpracování

V poslední fázi plánování investic zbývá sestavit podrobný plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů, který se nachází v příloze této práce č. P XXII. Původní odpisy jsou přebírány z původních výkazů, nové odpisy jsou určeny jako lineární. Doba odepisování nehmotného majetku je stanovena na 4 roky, staveb 30 let a samostatné movité věci jsou odepisovány 6 let. Tabulka č. 76 představuje zkrácenou verzi plánu dlouhodobého majetku, investic a odpisů.

Tabulka 76: plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů zkrácená verze (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	Celkem
Odpisy	4 746	4 746	6 116	4 565	5 315	
Zůstatková hodnota	43 246	45 974	48 332	49 689	44 179	
Celkové investice netto	-324	2 728	2 357	1 357	-5 510	933
Celkové investice brutto	5 978	7 474	8 473	5 922	-195	21 674

Zdroj: vlastní zpracování

10.1.5 Rentabilita investovaného kapitálu

V rámci prognózy investic a odpisů dopočítáme KPVH po odpisech a daních. V souladu s momentálně nejasným vývojem daní v příštím období bude v tomto případě daňová sazba ponechána na současné úrovni 19 %.

Tabulka 77: KPVH a zisková marže po odpisech a po dani 2008 – 2012 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Korigovaný provozní zisk po odpisech a dani	18 563	6 346	8 435	17 534	22 495
Zisková marže z KPVH po odpisech a dani	10,19%	5,95%	6,30%	11,35%	11,79%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani		4,9%			

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 78: KPVH a zisková marže po odpisech a po dani 2013 – 2016 (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní zisk po odpisech a dani	24 552	25 462	29 563	30 403
Zisková marže z KPVH po odpisech a dani	11,98%	11,63%	12,38%	12,20%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	7,8%			

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 79: provozně nutný IK a jeho rentabilita minulost (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Inv. kapitál prov. nutný k 31. 12.	166 388	123 365	109 861	109 614	133 532
Obrat kapitálu prov. nutného	x	0,64	1,08	1,41	1,74
Rentabilita investovaného kapitálu	x	3,81%	6,84%	15,96%	20,52%

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita investovaného kapitálu v minulosti významně rostla. Tento stav je způsoben jednak růstem ziskové marže, jednak významným růstem obratu provozně nutného kapitálu. Takový nárůst se již v budoucím období nepředpokládá, ovšem vyšší hodnoty rentability zůstanou zachovány. Celkově se očekává mírný pokles rentability v průměru kolem dvou procentních bodů, který bude ovlivněn spíše obratovostí provozně nutného investovaného kapitálu než samotnou ziskovou marží.

Tabulka 80: provozně nutný IK a jeho rentabilita plán (v tis. Kč)

	2013	2014	2015	2016
Inv. kapitál prov. nutný k 31. 12.	133 066	148 727	164 303	163 778
Obrat kapitálu prov. nutného	1,54	1,65	1,61	1,52
Rentabilita investovaného kapitálu	18,39%	19,13%	19,88%	18,50%

Zdroj: vlastní zpracování

10.2 Sestavení komplexního finančního plánu

Na základě předchozích závěrů lze nyní sestavit plánované výkazy pro roky 2013 – 2016 v rámci členění na provozní a neprovozní činnost.

10.2.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Tabulka 81: hlavní činnost – N a V spojené s provozním majetkem (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	47 006	50 522	53 957	58 832	61 390
Náklady vynaložené na prodané zboží	28 626	28 175	29 214	31 735	33 114
Obchodní marže	18 380	22 347	24 742	27 097	28 275
Výkony	149 920	154 497	165 001	179 911	187 732
Výkonová spotřeba	91 404	88 892	92 055	100 066	104 412
Přidaná hodnota	76 896	87 951	97 689	106 942	111 596
Osobní náklady	45 155	53 612	60 947	66 766	69 669
Daně a poplatky	161	267	285	310	324
Odpisy	4 746	4 746	6 116	4 565	5 315
Ostatní provozní položky	-938	0	0	0	0
KPVH	27 772	29 327	30 341	35 301	36 289

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě předchozích propočtů v části prognózy generátorů hodnoty převezmeme do plánovaného výkazu zisků a ztrát položky tržeb a souvisejících nákladů a dopočteme obchodní marži, přidanou hodnotu a korigovaný provozní výsledek hospodaření. Vzhledem k tomu, že podnik dlouhodobě nevlastní žádný úročený cizí kapitál, tato položka nebyla plánována ani pro další období. V dalším kroku budou rozebrány položky výkazu spojené s neprovozní činností, jako například finanční výnosy a náklady. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku pro budoucí období nejsou plánovány, stejně jako výnosy z dlouhodobého finančního majetku, který podnik nevlastní.

Tabulka 82: vedlejší činnost – N a V spojené s neprovozním majetkem (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Finanční výnosy	847	264	383	381	379
Finanční náklady	859	677	723	788	822
Tržby z prodeje majetku	1 641				
Zůstatková cena prodaného majetku	1 556				
VH z neprovozního majetku	73	-412	-339	-407	-443

Zdroj: vlastní zpracování

V dalším kroku byl na základě předchozích údajů spočten celkový výsledek hospodaření před daní a vypočtena daň, která byla pro příští období ponechána na úrovni 19 %. Konečný výsledek udává čistý výsledek hospodaření po dani, který je výchozím determinan-tem plánovaného výkazu peněžních toků.

Tabulka 83: celkový výsledek hospodaření (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
Mimořádný VH před daní	0	0	0	0	0
Celkový VH před daní	27 845	28 914	30 002	34 894	35 846
Daň	5 221	5 494	5 700	6 630	6 811
VH za účetní období po dani	22 624	23 421	24 302	28 264	29 035

Zdroj: vlastní zpracování

10.2.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

V tomto kroku bude rozdělena plánovaná daň z příjmů na tu část, která se týká provozní činnosti a část, která se týká činnosti neprovozní.

Tabulka 84: plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	45 421	39 832	57 793	57 390	57 145

Zdroj: vlastní zpracování

Vycházíme z hodnoty peněžních prostředků na začátku roku 2012, kterou převezmeme z aktuálních výkazů podniku a dále postupujeme v definici jednotlivých položek v každém plánovaném roce nejdříve v rámci provozní činnosti. Následně vypracujeme výkaz za neprovozní oblast činnosti podniku.

Tabulka 85: peněžní tok z provozního majetku (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU					
Korigovaný provozní VH (KPVH _d)	27 772	29 327	30 341	35 301	36 289
Daň připadající na kor. VH (d x KPVH _d)	5 277	5 572	5 765	6 707	6 895
Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)	22 495	23 755	24 576	28 594	29 394
Úpravy o nepeněžní operace	4 746	4 746	6 116	4 565	5 315
Odpisy DHM (provozně nutného)	4 746	4 746	6 116	4 565	5 315
Úpravy OA (provozně nutných)	-12 093	-3 150	-12 626	-13 020	-4 470
Změna stavu pohledávek	-15 713	-884	-2 673	-3 794	-1 990
Změna stavu krátkodobých závazků	4 602	5 440	1 696	2 995	1 288
Změna stavu zásob	-982	-7 706	-11 648	-12 221	-3 768
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	20 425	25 351	18 066	20 138	30 239
2) INVESTIČNÍ ČINNOST					
Nabytí DHM (provozně nutného)	-14 522	2 312	-8 473	-5 922	195
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-14 522	2 312	-8 473	-5 922	195
CF Z PROV. MAJETKU CELKEM	5 903	27 663	9 593	14 216	30 434

Zdroj: vlastní zpracování

Výchozím bodem je KPVH z provozní činnosti z předchozích výpočtů v části finančního plánování výkazu zisků a ztrát. K těmto výnosům je vypočtena daň z příjmů a následně doložena hodnota KPVH po dani. Suma odpisů bude rovněž převzata z předchozího výkazu investic a dále budou přičteny či odečteny změny položek pracovního kapitálu, které jsme naplánovali v rámci generátorů hodnoty. Výsledkem je dopočet peněžního toku

z provozní činnosti, který dále doplníme o peněžní toky z činnosti investiční. Posledním krokem je celkový peněžní tok z provozního celkového majetku.

Tabulka 86: peněžní tok z neprovozního majetku (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
Příjmy z neprovozního maj. a mimoř. příjmy	129	-334	-275	-330	-359
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VH z neprovozního majetku	73	-412	-339	-407	-443
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	56	78	64	77	84
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
CF Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM	73	-334	-275	-330	-359

Zdroj: vlastní zpracování

Peněžní toky z neprovozního majetku získáme doplněním výsledku hospodaření z provozní činnosti doplněné o část daně připadající na tyto výnosy.

Tabulka 87: peněžní tok z finanční činnosti (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
Změna stavu dlouhodobých závazků	-283	0	0	0	0
Změna dlouhodobých úvěrů	-283	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	-11 282	-9 368	-9 721	-14 132	-14 517
Výplata dividend a podílů ze zisku	-11 282	-9 368	-9 721	-14 132	-14 517
CF Z FIN. ČINNOSTI CELKEM	-11 565	-9 368	-9 721	-14 132	-14 517

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci finanční činnosti doplníme potřebné položky změny dlouhodobých závazků a do počteme z plánovaného výsledku hospodaření výplaty podílů vlastníkům, které byly odhadnuty ve výši 40 % ze zisku. Z předchozích dílčích výsledků dopočteme celkový peněžní tok a stavy peněžních prostředků v jednotlivých letech, které budou následně převzaty do výkazu rozvahových položek.

Tabulka 88: peněžní tok celkem (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015	2016
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	-5 589	17 961	-403	-246	15 558
<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>	<i>39 832</i>	<i>57 793</i>	<i>57 390</i>	<i>57 145</i>	<i>72 702</i>

Zdroj: vlastní zpracování

10.2.3 Plánovaná rozvaha

V této části finančního plánu přebíráme jednotlivé položky generátorů hodnot a stavy peněžních prostředků vygenerované předchozím výkazem peněžních toků. V případě správnosti provedených propočtů a odhadů se strany aktiv a pasiv rozvahy rovnají a potvrzují předchozí postupy. Plánovaná rozvaha je uložena v příloze práce č. P XXIII a č. P XXIV.

10.3 Finanční analýza plánových ukazatelů a závěr finančního plánu

Po sestavení finančního plánu bude provedena finanční analýza s návazností na předchozí finanční analýzu provedenou za minulé období, která by měla potvrdit, nebo vyvrátit předpoklad o budoucí perspektivě podniku vyslovené v rámci předchozích analýz. Logickým vyústěním takového závěru pak bude volba oceňovací metody. Dále vyplyne z předmětné analýzy případná rizikovitost, která je zohlednitelná v rámci stanovení diskontní sazby v další části práce. Konstrukce ukazatelů finanční analýzy plánovaných výkazů je stejná, jako u provedené finanční analýzy předchozích období.

Bilanční suma bude ve všech plánovaných letech růst, přičemž největší podíl na tomto růstu budou mít oběžná aktiva, které se na sumě aktiv podílí téměř 80 %, což je v průměru o 10 % více než v předchozích letech. Na oběžném majetku se nejvíce podílí položka zásob, která je téměř v 80 % tvořena zásobami zboží. Položka dlouhodobého majetku se na celkových aktivech podílí zhruba jednou pětinou, její výše je téměř stabilizovaná a její struktura je největší měrou tvořena nemovitým majetkem. Strana pasiv je nejvíce ovlivňována položkou vlastního kapitálu, která se na pasivech podílí konstantními 87 %, stejně jako v předchozím období. Položka cizích zdrojů je nejvíce ovlivňována krátkodobými závazky. Vývoj obchodní marže i přidané hodnoty je poznamenán kladným růstem po celé sledované období. Obchodní marže dosahuje průměrného podílu 10 % na obratu, stejně jako v předchozích letech.

Tabulka 89: plánovaná likvidita

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
Okamžitá likvidita	2,04	2,32	2,15	1,93	2,35
Pohotová likvidita	4,01	3,89	3,73	3,47	3,90
Běžná likvidita	6,84	6,41	6,53	6,40	6,82

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaná likvidita potvrzuje vysokou hladinu finančních účtů i do budoucna. V rámci srovnání s likviditou minulého období je patrné, že ukazatele jsou více stabilizovány a ukazatel běžné likvidity vykazuje nižší hodnoty, než tomu bylo v minulosti.

Tabulka 90: plánovaná zadluženost

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	88,3%	86,7%	86,9%	86,6%	87,0%
Úrokové krytí	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci předchozího trendu vývoje nebyl shledán důvod k budoucímu zadlužování podniku, cizí úročný kapitál tedy není do budoucna plánován a ukazatel zadluženosti je na úrovni předchozích období.

Tabulka 91: plánovaná rentabilita účetních výkazů

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	14,9%	14,0%	13,5%	14,6%	14,0%
Rentabilita vlastního kapitálu po dani	13,7%	13,1%	12,6%	13,6%	13,1%
Rentabilita tržeb po dani	11,5%	11,4%	11,1%	11,8%	11,7%
Rentabilita tržeb z provozního zisku	14,1%	14,3%	13,9%	14,8%	14,6%
Rentabilita tržeb z provozního cash flow	10,4%	12,2%	8,1%	8,3%	12,0%

Zdroj: vlastní zpracování

Všechny typy rentability vykazují stabilní a vysoké hodnoty. Všechny položky dosahují vyšších hodnot než v předchozím období, až na položku rentability tržeb z provozního cash flow, která je oproti minulosti průměrně nižší vlivem nižších provozních toků.

Tabulka 92: plánované ukazatele aktivity

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob (dny)	102,1	111,8	124,1	132,5	132,5
Doba obratu pohledávek (dny)	71,2	70,0	70,0	70,0	70,0
Doba obratu obchodních závazků (dny)	25,5	29,0	29,0	29,0	29,0

Zdroj: vlastní zpracování

Doba obratu celkových aktiv se průměrně snížila na hodnotu 370 dní, což je pozitivní jev, neboť průměrná hodnota minulých období byla 425 dní. Pokles zaznamenala i průměrná doba obratu zásob o 43 dní, což je hodnoceno pozitivně. Doba obratu pohledávek se však

zvýšila průměrně o 17 dní, i když je tento ukazatel stále pod úrovní srovnatelných konkurenčních podniků. Na druhé straně je zde určitá pozitivní kompenzace ve smyslu doby obratu závazků, která se zvýšila průměrně o 13 dní. Pozitivně je také hodnocena skutečnost, že v plánovaném horizontu dosahuje daleko lepších výsledků poměr doby obratu pohledávek vůči obchodním závazkům, i když podnik bude nadále dosahovat kladný obchodní deficit.

V souvislosti s výše uvedeným lze potvrdit předpoklad finanční a strategické analýzy o perspektivě a nekonečném trvání podniku XY a podnik je možno ocenit výnosovými metodami.

11 OCENĚNÍ PODNIKU

11.1 Volba metod ocenění a jejich zdůvodnění

Tato práce pojednává o ocenění podniku v rámci výnosových metod. Jak už bylo uvedeno, tento typ oceňování je komplexně použitelný téměř ve všech případech hodnotových kategorií. V případě podniku XY je hlavní hodnotovou kategorií tržní hodnota.

Stěžejní metodou pro výnosové ocenění bude v první fázi metoda DCF v základním pojetí entity, tedy metoda diskontovaných peněžních toků. Ve druhé fázi bude podniková hodnota testována metodou kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) pro určení spodní hranice ocenění a v závěru prověříme správnost výpočtu DCF metody alternativní metodou ekonomické přidané hodnoty EVA, která by měla být s první metodou shodná.

11.2 Metoda DCF Entity

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) je základní výnosovou metodou založenou na principu přepočtu budoucích peněžních toků na současnou hodnotu. Jak již bylo v teoretické části práce rozebráno, metoda DCF zahrnuje několik oceňovacích přístupů. Jednou z nich je metoda DCF entity, která byla vybrána pro ocenění podniku XY. Podstatou této metody je, že se zabývá hodnotou podniku jako celku, od něhož je následně odečtena hodnota případného cizího kapitálu k dosažení hodnoty netto. K přepočtu peněžních toků na současnou hodnotu je však nejdříve potřeba zjistit náklady na kapitál.

11.2.1 Diskontní míra pro DCF Entity

Jelikož společnost nedisponuje žádným úročeným cizím kapitálem, bude v tomto případě diskontní míra zohledňovat výlučně náklady vlastního kapitálu vypočtené podle metody CAPM. Za pomoci zjištěné diskontní míry budeme ve výpočtu hodnoty podniku na základě metody DCF entity převádět budoucí peněžní toky na současnou hodnotu. Výpočet nákladů vlastního kapitálu odpovídá postupu uvedenému v rámci teoretické části práce.

Váhy vlastního a cizího kapitálu, jak bylo již tedy řečeno, jsou v poměru 1 : 0 a vzhledem k minulému dlouhodobému vývoji tohoto poměru je dále předpokládán stejný vývoj. Váha cizího kapitálu je tedy v hodnotě 0 a náklady na cizí kapitál nebudou dále počítány, neboť jsou taktéž nulové.

Vzhledem k výše uvedenému zde bude významná pozornost věnována stanovení nákladů na vlastní kapitál, neboť tyto parametry budou klíčové v rámci celkové hodnoty firmy. Veškeré údaje byly čerpány z databází profesora Damodarana (Damodaran Online, 2014).

Tabulka 93: stanovení nákladů vlastního kapitálu – CAPM s rizikovou prémie země

r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	1,76%
Beta nezadlužené pro strojírenský průmysl (Evropa)	0,79
Riziková prémie kap. trhu USA (geometrický průměr 1928 - 2012)	4,20%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,70%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	1,05%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (0,4 % - odhad)	1,45%
Riziková přírážka za menší společnost - odhad	2,0%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	1,5%

Zdroj: vlastní zpracování na základě databáze The Data Page (Damodaran Online, 2014)

Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě údajů o výnosnosti do doby splatnosti desetiletých státních dluhopisů USA k 31. 12. 2012 a to ve výši 1,76 %. Nezadlužený beta koeficient byl dosazen na základě údajů evropského trhu v rámci strojírenského odvětví ve výši 0,79. Riziková přírážka trhu byla určena prostřednictvím geometrického průměru let 1928 – 2012 ve výši 4,20 % a tato hodnota byla získána rovněž z výše uvedeného zdroje. Na základě ratingového hodnocení České republiky byla dosazena hodnota A1, čemuž odpovídá koeficient rizika selhání země dle prof. Damodarana v hodnotě 0,7. Tento údaj byl vynásoben s koeficientem 1,5 (poměr rizikové prémie akcií vůči dluhopisům), přičemž výsledkem je riziková prémie ČR ve výši 1,05 %. Tento podíl byl navýšen o odhad rozdílu inflace ČR⁴⁵ a USA⁴⁶ ve výši 0,4 % (průměrná inflace USA a její cílování v dalších letech je na úrovni 1,6 %, cílování inflace v ČR na úrovni 2 %). Riziková prémie země byla tedy stanovena ve výši 1,45 %.

⁴⁵ (ČSÚ, ©2013)

⁴⁶ (LLC, ©2014)

Dalším faktorem ovlivňujícím náklady vlastního kapitálu je přírážka za sníženou obchodovatelnost v odhadnuté výši 1,5 % a riziková přírážka za menší společnost ve výši 2 %, které byly stanoveny odborným odhadem. Po dosazení údajů do rovnice výpočtu nákladů vlastního kapitálu č. 24 dostaneme hodnotu ve výši rovných 10 % (beta zadlužená = beta nezadlužená, daňové zatížení je ve výši 19 %).

$$10 \% = 0,0176 + 0,79 * 0,042 + 0,0145 + 0,015 + 0,02$$

Tímto jsme tedy de facto získali i hodnotu průměrných vážených nákladů na kapitál WACC, kterou lze použít pro další výpočty z hlediska samotného ocenění podniku.

11.2.2 Výpočet investovaného provozně nutného kapitálu

V rámci kapitoly rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná jsme dospěli k výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu za minulé období. Na základě sestaveného finančního plánu budeme dále počítat provozně nutný investovaný kapitál pro období budoucí, přičemž vyloučíme provozně potřebná aktiva o peněžní prostředky nad stanovený limit okamžité likvidity (40 %).

Tabulka 94: provozně potřebné finanční prostředky (v tis. Kč)

31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016
Provozně potřebná likvidita	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Krátkodobé závazky	19 499	24 939	26 635	29 630	30 918
Provozně potřebný finanční majetek	8 643	9 976	10 654	11 852	12 367
Provozně nepotřebný finanční majetek	31 189	47 817	46 736	45 292	60 335

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším krokem je vymezení volných peněžních toků (FCFF), k čemuž je ovšem třeba znát velikost provozně nutného kapitálu a korigovaného výsledku hospodaření po zdanění. Provozně nutný investovaný kapitál tedy zahrnuje dlouhodobý majetek v plánované výši a upravený pracovní kapitál o provozně nepotřebný finanční majetek.

Provozně nutný investovaných kapitál, jak víme z předchozích analýz, klesal od roku 2008 do roku 2011. V roce 2012 začal tento kapitál narůstat zejména vlivem investic a rozšiřováním kapacit, které souvisí s nárůstem pracovního kapitálu. Větší nárůst kapitálu je očekáván v letech 2014-2015.

Tabulka 95: provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)

31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ⁴⁷
Dlouhodobý majetek	53 032	45 974	48 332	49 689	44 179	
Upravený pracovní kapitál	82 899	87 381	100 686	114 904	119 889	
Investovaný kapitál celkem	135 931	133 356	149 017	164 593	164 068	171 123

Zdroj: vlastní zpracování

V dalším kroku je třeba vymezit korigovaný provozní výsledek hospodaření, který převzeme z plánované výsledovky v rámci hlavní činnosti (tj. přidaná hodnota minus osobní náklady, daně, poplatky, odpisy a ostatní provozní náklady) a tuto hodnotu převedeme na hodnotu po zdanění, neboť právě z této položky vyplývá další výpočet volného peněžního toku pro první fázi výpočtu.

Tabulka 96: korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (v tis. Kč)

31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Korigovaný provozní VH	27 772	29 327	30 341	35 301	36 289	
Korigovaný prov. VH po upravené dani	22 495	23 755	24 576	28 594	29 394	30 658

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je vidět z předchozí tabulky, stejně jako v minulých letech podnik dosahuje stále kladného KPVH s růstovým trendem i do budoucna.

11.2.3 Volné peněžní toky pro DCF Entity

Volné peněžní toky v 1. Fázi

V dalším kroku bude stanoveno volné cash flow (FCFF) v letech 2013 – 2016 pro 1. fázi oceňování doplněním předchozích údajů do tabulky, přičtením plánovaných odpisů v plné výši a upraveného provozně nutného dlouhodobého⁴⁸ a pracovního⁴⁹ kapitálu.

⁴⁷ Údaj roku 2017 = údaj roku 2016 pronásobený koeficientem tempa růstu 4,3 %.

⁴⁸ Změna výše provozně nutného dlouhodobého majetku + odpisy (s opačným znaménkem).

⁴⁹ Změna výše upraveného pracovního kapitálu (s opačným znaménkem).

Tabulka 97: volné peněžní toky pro 1. fázi (v tis. Kč)

		2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní výsledek hospodaření		29 327	30 341	35 301	36 289
Upravená daň		5 572	5 765	6 707	6 895
Korigovaný provozní VH po dani		23 755	24 576	28 594	29 394
Odpisy		4 746	6 116	4 565	5 315
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku		2 312	-8 473	-5 922	195
Investice do provozně nutného prac. kapitálu		-4 482	-13 304	-14 219	-4 985
FCFF		26 330	8 915	13 018	29 918
Odúročitel pro diskontní míru:	10,00%	0,9091	0,8264	0,7513	0,6830
Diskontované FCFF k 1. 1. 2013		23 937	7 368	9 781	20 435

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledkem je tedy volné cash flow, které diskontujeme odúročitelem ve výši 10 % (v tomto případě NVK = WACC) pro získání diskontovaného CF v jednotlivých plánovaných letech.

V roce 2013 je FCFF vyšší než v dalších dvou letech, neboť je v tomto roce předpokládán nižší přírůstek investic do provozně nutného kapitálu, podobně, jako je tomu v posledním prognózovaném roce. Největší přírůstek investic je očekáván v roce 2014, což se zjevně projevuje na peněžním toku tohoto roku. Lze očekávat, že v dalších letech bude volný peněžní tok růst stabilizovaným tempem, jelikož lze očekávat stabilní tempo ziskové marže i investičních aktivit.

Hodnota první fáze oceňování podniku je součtem diskontovaných FCFF k 1. 1. 2013 v hodnotě **61.519 tisíc korun**.

Nyní přistoupíme k výpočtu ocenění druhé fáze, kdy vypočteme tzv. pokračující hodnotu podniku podle Gordonova a parametrického vzorce. K určení pokračující hodnoty druhé fáze je třeba zjistit volný peněžní tok prvního roku, který je odhadnut na základě výsledků posledního roku fáze první.

Volné peněžní toky ve 2. Fázi

Období 2. fáze začíná rokem 2017 a předpokladem pro její výpočet je stabilizace tržního podílu, který dosahuje od roku 2016 stejné tempo růstu tržeb jako trh ve výši 4,3 %, což vyplynulo z výsledků strategické analýzy. Tržby oceňovaného podniku v roce 2017 jsou

vypočteny dle vzorce: $\text{tržby}_{2016} * (1 + g)$, tedy: $29\,394 * 1,043 = 30\,658$. Od tohoto výsledku jsou odečteny investice v roce 2017, čímž jsme se dostali k výsledku volného cash flow v roce 2017 ve výši **23 603 tisíc Kč**.

11.2.4 Pokračující hodnota

Rentabilita investovaného kapitálu v období první fáze oproti minulému období dosáhla mírného poklesu z hodnoty 20,52 % (2012) na hodnotu 18,5 % (2016), což je způsobeno zejména narůstajícím provozně nutným kapitálem. V rámci pokračující hodnoty je předpoklad stabilizace tempa růstu tržeb a současně nárůstu provozně nutného investovaného kapitálu, což stabilizuje rentabilitu investovaného kapitálu na úroveň 18,7 %. Hodnoty rentability tedy ve všech obdobích splňují podmínku tvorby hodnoty (ROE je větší než náklady kapitálu).

Tabulka 98: pokračující hodnota

Tempo růstu	4,3%
Míra investic netto do DM a PK	23,0%
Rentabilita investic netto	18,7%

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní již zbývá samotný výpočet hodnoty podniku ve 2. fázi:

Gordonův vzorec (19):

$$PH = \frac{23\,602,779}{0,1 - 0,043} = 414\,084 \text{ tis. Kč}$$

Parametrický vzorec (21):

$$PH = \frac{30\,657,722 * \left(1 - \frac{0,043}{0,186859}\right)}{0,1 - 0,043} = 414\,084 \text{ tis. Kč}$$

Tabulka 99: hodnota podniku pro 2. fázi

FCFF 2017	23 603	tis. Kč
Parametrický vzorec	414 084	tis. Kč
Gordonův vzorec	414 084	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Současnou hodnotu druhé fáze získáme výpočtem

$$\frac{414\,084}{1,1^4} = 282\,825 \text{ tis. Kč}$$

11.2.5 Ocenění neprovozního majetku

V rámci rozdělení aktiv podniku na provozní a neprovozní byly z majetku vyloučeny peněžní prostředky nad stanovenou hranici likvidity. Podnik má k 1. 1. 2013 peněžní prostředky nad stanovenou likviditu 40 % ve výši 31.189 tis. Kč, které budou k výsledné netto hodnotě přičteny.

11.2.6 Výsledné ocenění podniku metodou DCF Entity

Tabulka 100: výnosové ocenění k 1. 1. 2013

Současná hodnota 1. fáze		61 519	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze		282 825	tis. Kč
Provozní hodnota brutto		344 344	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění		0	tis. Kč
Provozní hodnota netto		344 344	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění		31 189	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF entity		375 533	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota dle metody DCF entity je vyjádřena v hodnotě **375 533 tisíc Kč**.

11.3 Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Paušální metoda kapitalizovaných čistých zisků je vybranou výnosovou metodou, jejímž výstupem je hodnota vlastního kapitálu. V tomto případě byla vybrána ke stanovení dolní meze pro výnosové ocenění podniku XY v rámci splnění potřebných kritérií pro použití této metody: podnik disponuje výnosovým potenciálem a jeho budoucího dosahování na základě obnovovacích investic, je potvrzena dlouhodobá existence podniku, přičemž není narušena majetková podstata podniku rozdělením trvale odnímatelného čistého výnosu. Zdrojem dat jsou výkazy zisku a ztráty let 2008 – 2012 uvedené v příloze této práce.

Úprava minulých výsledků hospodaření

V rámci úpravy zisků a ztrát jsou k čistému výsledku hospodaření nejdříve přičteny odpisy a postupně odečítány výnosy, které s provozně provozním majetkem nesouvisí, v tomto

případě se jedná o finanční výnosy a tržby spojené s prodejem dlouhodobého majetku. Přičtena je případná zůstatková cena majetku. Upravený výsledek hospodaření je následně korigován bazickým cenovým indexem na ceny k datu ocenění a vynásoben vahami jednotlivých let, přičemž nejnižší váhu má nejzazší minulé období.

Tabulka 101: úprava VH (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	Součet
VH před zdaněním	23 498	7 932	10 413	21 647	27 772	
(+) odpisy	7 926	8 358	7 638	6 457	4 746	
(-) Finanční výnosy	-2 015	-869	-516	-1 075	-847	
(-) Tržby z prodeje DM	-462	0	0	-390	-1 641	
(+) Zůst. cena prodaného DM	0	0	0	0	1 556	
Upravený VH před odpisy	28 947	15 421	17 535	26 639	31 586	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,063</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,019</i>	<i>1,033</i>	
<i>Cenový index bazický vzt. k roku 2012</i>	<i>0,927</i>	<i>0,936</i>	<i>0,950</i>	<i>0,968</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	31 237	16 476	18 458	27 518	31 586	25 055
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	31 237	32 952	55 373	110 072	157 930	387 565

Zdroj: vlastní zpracování

Po úpravě minulých výsledků hospodaření bude vypočten trvale odnímatelný čistý výnos, jako vážený průměr upravených hospodářských výsledků dle vzorce č. 27:

$$25\,838 = \frac{387\,565}{15}$$

Od dosaženého výsledku odečteme odpisy, které jsme odborně odhadli na základě reprodukčních cen ve výši 6 209 tis. Kč, na místo účetně vykázaných 4 746 tis. Kč. Výsledkem je trvale odnímatelný čistý výnos před daní, od něžž bude odečtena daň vypočítaná v rámci účetně vykázaných odpisů k dosažení trvale odnímatelného čistého výnosu po dani.

Tabulka 102: výpočet trvale odnímatelného ČV (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	25 838
Odpisy z reprodukčních cen - odhad	6 209
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	19 629
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	21 092
Daň (19 %)	4 007
Trvale odnímatelný čistý výnos po daní	15 621

Zdroj: vlastní zpracování

Pro kalkulovanou úrokovou míru použijeme náklady vlastního kapitálu vypočtené dle metody CAPM očištěné o inflaci (jejíž dlouhodobý odhad je na úrovni 2 %):

$$i_k = 10 \% - 2 \% = 8 \%$$

Trvale odnímatelný čistý výnos po daní diskontujeme vypočtenou kalkulovanou úrokovou mírou, čímž dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. Použijeme vzorec č 28:

$$\frac{15\,621,229}{0,08} = 195\,265$$

K této hodnotě vlastního kapitálu přičteme neprovozní majetek k datu ocenění, což v případě podniku XY představuje peněžní prostředky nad stanovenou likviditu 40 % ve výši 31.189 tis. Kč, které budou k výsledné netto hodnotě přičteny.

Tabulka 103: výpočet hodnoty VK podle KČV (v tis. Kč)

Výnosová hodnota provozní	195 265
Neprovozní majetek k datu ocenění	31 189
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	226 454

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti XY vypočtená podle paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů představuje ocenění současného potenciálu bez zohlednění budoucích růstových příležitostí a lze ji tedy považovat za určité spodní vymezení hodnoty společnosti XY. Tato hodnota je na úrovni **226.454 tisíc Kč**.

11.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Obecně tato metoda vyjadřuje schopnost podniku tvořit přidanou hodnotu. V rámci možných variant této oceňovací metody byla zvolena metoda EVA entity. V rámci ukazatele

NOPAT i NOA přebíráme položky korigovaného výsledku hospodaření po upravené dani (tedy NOPAT) a položky investovaného kapitálu (tedy NOA) z údajů předešlé metody DCF entity, neboť zde již byly všechny potřebné změny učiněny a obě dvě metody by měly vycházet ze stejných vstupních veličin. Diskontní míra je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, v tomto případě tedy na úrovni vlastních nákladů ve výši 10 %. Dále bude vypočtena hodnota EVA dle vzorce č. 29, kterou diskontujeme příslušným odúročitelem ke stanovení konečné diskontované hodnoty EVA.

Tabulka 104: vstupní veličiny a výpočet EVA pro první fázi (v tis. Kč)

31. 12.	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NOPAT	22 495	23 755	24 576	28 594	29 394	30 658
NOA k 31. 12.	135 931	133 356	149 017	164 593	164 068	171 123
WACC x NOA _{t-1}		13 593	13 336	14 902	16 459	16 407
EVA		10 161	11 241	13 692	12 934	14 251
Odúročitel pro diskontní míru:	10,00%	0,9091	0,8264	0,7513	0,6830	
Diskontovaná EVA		9 238	9 290	10 287	8 834	

Zdroj: vlastní zpracování

Z uvedených výpočtů lze konstatovat kladnou přidanou hodnotu ve všech prognózovaných letech první fáze ocenění. V dalším kroku bude určena pokračující hodnota založená na stejných předpokladech, čili vstupní údaje budou korespondovat s daty stanovenými metodou DCF entity.

Tabulka 105: pokračující hodnota (v tis. Kč)

Tempo růstu	4,3%
Míra investic netto	23,0%
Pokračující hodnota	250 015

Zdroj: vlastní zpracování

Počítáme hodnotu EVA v prvním roce druhé fáze, tedy v roce 2017:

$$30\,658 - 164\,068 * 0,1 = 14\,251 \text{ tis. Kč}$$

Výpočet přidané hodnoty:

$$\frac{14\,250,88^{50}}{0,1 - 0,043} = 250\,015 \text{ tis. Kč}$$

Tabulka 106: výnosové ocenění k 1. 1. 2013 podle EVA (v tis. Kč)

Současná hodnota 1. Fáze (součet diskontované EVA 2013 – 2016)		37 649
Současná hodnota 2. Fáze (diskontovaná přidaná hodnota ⁵¹)		170 764
MVA		208 413
NOA k datu ocenění		135 931
Provozní hodnota brutto		344 344
Úročený cizí kapitál k datu ocenění		0
Provozní hodnota netto		344 344
Neprovozní majetek k datu ocenění		31 189
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA		375 533

Zdroj: vlastní zpracování

Provozní hodnota netto je totožná s provozní hodnotou brutto, protože podnik nevykazuje k datu ocenění žádné úročené cizí zdroje. Stejně jako v předchozích metodách oceňování přičítáme ke konečné výnosové hodnotě neprovozní majetek ve formě finančních prostředků nad rámec stanovené likvidity 40 %. Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody EVA entity podniku XY k 1. 1. 2013 činí **375.533 tisíc Kč**, stejně jako v případě DCF entity, což potvrzuje správnost výpočtů, neboť v obou případech byla použita stejná vstupní data založená na stejných předpokladech (WACC, NOPAT, NOA).

11.5 Závěr ocenění podniku

Jak již bylo zmíněno v teoretické části práce v kapitole 1.3.1, v rámci hledané tržní hodnoty podniku, která nemá vlastnosti objektivně měřitelné veličiny, není možné tuto hodnotu objektivně jednočíselně vyjádřit prostřednictvím okamžikové ceny, která je náchylná na změny. Proto je tato hodnota obvykle vyjadřovaná jako intervalový odhad, přičemž však šířka takového intervalu může dosahovat velkého rozpětí, čímž je ovšem značně narušen

⁵⁰ Nezaokrouhlená hodnota EVA.

⁵¹ 170 764 = 250 015 * 0,6830 (počítáno s nezaokrouhlenými hodnotami).

užitek takového odhadu. Konečná hodnota oceňované společnosti XY bude stanovena na úrovni metody DCF a EVA a to především z důvodu jejich vazby na budoucí růstové příležitosti, které v rámci tržní hodnoty podniku hrají zásadní úlohu. Pokud hledáme přibližnou tržní hodnotu perspektivního a zdravého podniku, od něhož očekáváme v budoucnu tvorbu ekonomické přidané hodnoty, bude se tato hodnota vždy s menší či větší odchylkou pohybovat kolem těchto hodnot a hodnota podle metody KČV může sloužit pouze jako nejnižší možný finanční obnos, který determinuje spodní hranici možných tržních vyjednávání.

VÝSLEDNÉ OCENĚNÍ

Výnosovými metodami vybranými pro tuto práci se staly metoda diskontovaných peněžních toků v základním přístupu „Entity“, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a ekonomické přidané hodnoty. Pro potřeby diskontování budoucích peněžních toků bylo nutno stanovit náklady na investovaný kapitál. Vzhledem k absenci dlouhodobého úročeného cizího kapitálu byla zjišťována hodnota průměrných vážených nákladů WACC na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které byly určeny metodou CAPM ve výši rovných 10 %.

Pro budoucí období bylo počítáno s vymezeným provozně nutným investovaným kapitálem a korigovaným výsledkem hospodaření po zdanění, na jejichž základě byly vymezeny budoucí peněžní toky (FCFF) pro první fázi ocenění, které byly diskontovány zjištěnými náklady kapitálu a vypočtena výsledná hodnota první fáze ocenění ve výši 61.519 tisíc korun. V rámci druhé fáze pokračující hodnoty podniku byla na základě výsledků strategické analýzy zjištěna hodnota volného peněžního toku roku 2017 ve výši 23.603 tisíc korun. Na základě tohoto údaje a výpočtu rentability investic v období pokračující hodnoty byla následně dle Gordonova a parametrického vzorce získána hodnota 2. fáze oceňování ve výši 414.084 tisíc korun, která byla diskontována na současnou hodnotu 282.825 tisíc korun. Součtem výsledných hodnot první a druhé fáze ocenění spolu s přičtením provozně nenutného majetku k datu ocenění (31.189 tisíc Kč) jsme se dostali k výsledné hodnotě podniku metodou DCF entity ve výši **375.533 tisíc korun**.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých zisků byla vybrána pro stanovení spodní hranice hodnoty podniku. Na základě úpravy výsledku hospodaření o odpisy a provozně nesouvisící výnosy byly výsledky hospodaření postupně korigovány bazickým cenovým indexem na hodnoty k datu ocenění a na základě těchto údajů vypočten trvale odnímatelný čistý výnos, který byl po úpravě odpisů a daně diskontován vypočtenou úrokovou mírou k získání hodnoty vlastního kapitálu ke dni ocenění ve výši 195.265 tisíc korun. K tomuto výsledku byla přičtena hodnota neprovozního majetku jako v případě metody DCF. Výsledná hodnota podniku podle metody kapitalizovaných čistých výnosů vyšla na úrovni **226.454 tisíc korun** a představuje spodní vymezení hodnoty společnosti, jelikož nezohledňuje budoucí růstové příležitosti podniku.

Metoda ekonomické přidané hodnoty v rámci varianty entity byla zvolena jako alternativní metoda k metodě DCF entity, která vychází ze stejných vstupních veličin a měla by tedy vést i ke stejné hodnotě. Výhodou této metody je možnost sledovat vývoj přidané hodnoty,

kteřou podnik dosahuje v rámci investovaného kapitálu, čímž slouží jako určitý indikátor tvorby nebo destrukce hodnoty pro majitele podniku. V rámci metody EVA byly použity stejné vstupní údaje jako u metody DCF, tedy korigovaný výsledek hospodaření (NOPAT), provozně nutný investovaný kapitál (C nebo NOA) a diskontní míra na úrovni WACC, tedy v tomto případě náklady vlastního kapitálu. Na základě těchto informací byla vypočtena diskontovaná hodnota ekonomické přidané hodnoty (EVA), na základě které lze konstatovat tvorbu kladné hodnoty pro majitele v rámci jednotlivých prognózovaných let první oceňovací fáze. Součtem těchto hodnot byla získána hodnota první oceňovací fáze ve výši 37.649 tisíc korun. Postup výpočtu druhé fáze je založen na stejných předpokladech jako u metody DCF, tedy nejprve zjištěním hodnoty EVA v prvním roce druhé fáze (2017) ve výši 14.251 tisíc korun a následným výpočtem přidané hodnoty ve výši 250.015 tisíc korun. Diskontováním této částky příslušným odúročitelem jsme se dostali na dnešní hodnotu druhé fáze ocenění ve výši 170.764 tisíc korun. Součtem hodnot obou oceňovacích fází a přičtením provozně nenutného majetku v podobě finančních prostředků nad rámec stanovené likvidity jsme se dostali na výslednou hodnotu vlastního kapitálu podle metody EVA entity ve výši **375.533 tisíc korun**, což je totožná hodnota jako u metody DCF entity.

V rámci uvedených tří metod byly v podstatě zjištěny dvě hodnoty podniku. Tyto dvě hodnoty by za určitých okolností mohly představovat určitý interval tržních hodnot podniku XY, který však v tomto případě dosahuje značného rozpětí a snižuje celkový užitek takového odhadu. V této fázi oceňování záleží zejména na konkrétním účelu hledané hodnoty a na roli a zkušenostech samotného oceňovatele. V případě tzv. „rozhodčí“ funkce je úkolem oceňovatele stanovit relevantní hodnotu v rámci daného intervalu za předpokladu vyváženého zohlednění zájmů účastníků transakce. V případě funkce „poradenské“ jde o samotnou determinaci hraničních, nebo intervalových hodnot daného ocenění. V případě podniku XY jde o informativní ocenění pro majitele podniku, tudíž je zde relevantní předpoklad jejich zájmu na konkrétní hodnotě ocenění, která je co nejbližší metodologicky podloženému výpočtu. Podnik XY bude tedy oceněn hodnotou zjištěnou metodami DCF a EVA k datu 1. 1. 2013 a to i z toho důvodu, že metoda kapitalizovaných čistých výnosů nezohledňuje budoucí růstové možnosti a současně, jak již bylo zmíněno v teoretické části práce, tato metoda s sebou nese i určitou míru nepřesností.

Výsledná hodnota oceňované společnosti XY je tedy stanovena na základě metod DCF a EVA k datu **1. 1. 2013** ve výši **375.533 tisíc Kč**.

ZÁVĚR

Cílem této práce bylo stanovení tržní hodnoty podniku XY k datu 1. 1. 2013 za pomoci vybraných výnosových metod. Společnost XY se řadí k největším výrobcům hydraulických válců v ČR tradujícím svou existenci již přes dvacet let. Zájmem majitelů podniku je zjistit relevantní cenu podniku opřenou o prokazatelný a současný stav založený na všeobecně uznávaných faktech a postupech. Hodnota podniku je v rámci výnosových metod vyjádřena současnou hodnotou odůvodněných budoucích příjmů podniku a vychází z odborného odhadu oceňovatele, který dokládá výsledky své práce názory daného trhu.

Práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou, které na sebe navazují. V teoretické práci je shrnuta problematika a pojmový aparát oceňování, oceňovací postupy a metody, jejichž syntéza je shrnuta v samostatné závěrečné kapitole. Praktická část práce se zabývá procesem oceňování podniku XY a je rozdělena na čtyři hlavní dílčí části: Strategická analýza, Finanční analýza, Finanční plán a samotné Ocenění podniku, přičemž každá dílčí část je zakončena samostatnou kapitolou shrnující dosažené výsledky a údaje. V příloze práce jsou umístěny podpůrné materiály k jednotlivým kapitolám, které byly z důvodu velkého objemu dat vyčleněny z textové části práce.

Prvním dílčím cílem v praktické části práce bylo za pomoci strategické analýzy částečně prokázat podmínku nepřetržitého trvání podniku (Going Concern) a stanovit prognózu tržeb pro první fázi oceňovacího procesu, což představuje jakousi klíčovou vstupní bránu k výnosovému ocenění. Na základě vnějších a vnitřních faktorů, které ovlivňují výnosový potenciál podniku, byl vymezen a analyzován samotný relevantní trh podniku, na němž působí konkurenční podniky. Analýza prokázala mírně nadprůměrnou atraktivitu trhu. Hlavními faktory působícími na konkurenční potenciál oceňovaného podniku jsou především kvalita managementu, firemní pověst, dlouhodobá tržní pozice a kvalita produktů i služeb. Díky těmto faktorům byl podnik shledán konkurenceschopným v nadprůměrné 70% úspěšnosti a současně byl vysloven **závěr o perspektivnosti dalšího růstu jeho tržního podílu.**

Finanční analýza v intervalu let 2008 - 2012 prokázala na základě relevantních údajů o minulém vývoji a finančním zdraví předpoklad nepřetržitého trvání podniku. Narůstající bilanční suma aktiv i pasiv podniku je ovlivňována zejména vývojem oběžných aktiv (70 % z celkových aktiv) a vlastního kapitálu, který tvoří dlouhodobě 90% podíl na financování podniku. Podnik dlouhodobě nedisponuje cizími úročenými zdroji. Vlastní kapitál

společnosti více než třikrát pokrývá dlouhodobá aktiva, čímž je zajištěno zlaté bilanční pravidlo financování a kladný čistý pracovní kapitál společnosti. Finanční analýza prokázala vyšší tempo růstu zisku proti výnosům podniku, což se pozitivně projevilo v růstovém trendu ukazatele rentability tržeb. Růst zisku byl provázen růstem produktivity práce. V rámci provozní činnosti byly po celé analyzované období generovány kladné peněžní toky a celková finanční situace podniku byla ve všech sledovaných letech vyhodnocena jako dlouhodobě nadprůměrná. Bylo provedeno srovnání s odvětvovými standardy a vybranými konkurenty a z hlediska finanční analýzy podloženém strategickou analýzou **byl vysloven pozitivní závěr o trvání podniku v další fázi vývoje.**

V další části práce byly vymezeny aktiva provozně potřebná a nepotřebná. Za nepotřebný majetek je pokládána ta část likvidních prostředků na účtech a pokladnách společnosti, jež tvoří částku nad rámec 40% podílu těchto prostředků na krátkodobých závazcích společnosti. Po vymezení provozně nutného investovaného kapitálu byl provozní výsledek hospodaření upraven o položky prodeje dlouhodobého majetku, které nesouvisí s hlavní činností a na základě generátorů hodnoty sestaven finanční plán na období 2013 – 2016. Finanční analýza plánu prokázala **předpoklad o budoucí perspektivě podniku**, čímž potvrdila závěry strategické a finanční analýzy a bylo přistoupeno k samotnému ocenění podniku výnosovými metodami.

Podnik byl oceňován třemi vybranými metodami. Jedná se o dvoufázovou metodu diskontovaných peněžních toků v základním přístupu „Entity“ (DCF entity), metodu kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) a metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA entity). Náklady na investovaný kapitál byly stanoveny ve výši 10 %. V rámci jednotlivých ocenění byla hodnota podniku XY ke dni 1. 1. 2013 stanovena v následující výši:

Metoda diskontovaných peněžních toků	375.533 tisíc korun
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	226.454 tisíc korun
Metoda ekonomické přidané hodnoty	375.533 tisíc korun

V rámci uvedených metod byly tedy zjištěny dvě hodnoty podniku, které by za určitých okolností mohly představovat interval tržních hodnot, který však, jak už bylo zmíněno, dosahuje značného rozpětí a snižuje efekt daného ocenění. Na druhou stranu však bodové vyjádření okamžité ceny je často zavádějící. Metodou kapitalizovaných čistých výnosů byla tedy vymezena spodní hranice intervalu hodnoty společnosti XY ve výši **226.454 tisíc korun**, která nezohledňuje budoucí růstové možnosti, což je v případě společnosti XY po-

kládáno za málo pravděpodobné a proto podle mého názoru může tato hodnota představovat pouze určitou negativní alternativu skutečné tržní hodnoty i s ohledem na její relativně nižší přesnost, než je tomu u metod DCF a EVA.

Výsledná hodnota oceňované společnosti XY, jako perspektivního a zdravého podniku, podloženého strategickou a finanční analýzou, byla stanovena na základě metod diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty k **datu 1. 1. 2013** ve výši **375.533 tisíc Kč**, čímž je splněn vytčený cíl této práce.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BALLWIESER, Wolfgang, 1987. *Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion*. 2. Auflage. Wiesbaden: Verlag Gabler, 220 s. ISBN 978-3-409-39004-0.

COPELAND, Thomas et al., 2002. *Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*. [překl.] Friedrich MADER. 3. völlig überarbeitete und erweiterte Auflage. Frankfurt: Campus-Verlag, 583 s. ISBN 978-3593368955.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2006. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha : Ekopress, 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

FOTR, Jiří et al., 2012. *Tvorba strategie a strategické plánování*. Praha: Grada, 384 s. ISBN 978-80-247-3985-4.

HACHMEISTER, Dirk, 2000. *Der Discounted Cash Flow als Mass der Unternehmenswertsteigerung*. 4. Auflage. Frankfurt am Main: Lang : Peter Lang, 305 s. ISBN 978-3-631-37030-8.

HÁLEK, Vítězslav, 2009. *Oceňování majetku v praxi*. Bratislava : Donau Media, 246 s. ISBN 978-80-89364-29-9. Online vydání dostupné z: <http://www.halek.org/knihy/>

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C.H.Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza*. Praha: Grada, 205 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

KRANEBITTER, Gottwald, 2007. *Unternehmensbewertung für Praktiker*. 2. überarbeitete und erw. Auflage. Wien: Linde Verlag, 392 s. ISBN 978-3714300796 .

MANDL, Gerwald a Klaus RABEL, 1997. *Unternehmensbewertung: Eine praxisorientierte Einführung*. Wien: Ueberreuter Wirtschaft, 455 s. ISBN 978-3706401630.

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

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

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

MLČOCH, Jan, 1998. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

MOXTER, Adolf, 2012. *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*. 2. Auflage. Berlin: Springer Gabler, 234 s. ISBN 978-3-322-82938-2.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2009. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Linde, 333 s. ISBN 978-8086131-85-6.

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

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

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

Zákony, internetové zdroje a ostatní

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

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

Český statistický úřad. [Online]. © 2013 [cit. 2014-01-13]. *Hlavní makroekonomické ukazatele*. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/katalog.nsf/>.

Český statistický úřad. [Online]. © 2013 [cit. 2014-01-13]. *Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)*. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_\(cz_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace)).

Damodaran Online [Online]. © 2014 [cit. 2014-03-01]. *The Data Page*. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

DĚDIC, Radim, 2013. *Oceňování podniku*. (přednáška) Zlín : UTB.

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

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

Ministerstvo financí České republiky. [Online]. © 2013 [cit 2014-01-12]. *Výpis z registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES*. Dostupné z: http://www.info.mfcr.cz/cgi-bin/ares/darv_res.cgi?ico=18757537&jazyk=cz&xml=1.

Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. [Online]. © 2013 [cit 2014-01-20]. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví*. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. [Online]. © 2013 [cit 2014-01-28]. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2012*. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument144063.html>.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. [Online]. © 2012 [cit 2013-11-29]. *Obchodní rejstřík a sbírka listin*. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a179486&klic=5o5div>.

www.axl.cz. [Online]. 2014 [cit 2014-02-10]. *CHARVÁT AXL, a.s.* Dostupné z: <http://www.axl.cz/>.

www.hydraulickestroje.cz. [Online]. 2010 [cit 2014-02-10]. *Hydraulické stroje a zařízení*. Dostupné z: <http://www.hydraulickestroje.cz/>.

www.hydraulikservis.cz. [Online]. ©2014 [cit 2014-02-10]. *Hydraulik servis CZ s.r.o.* Dostupné z: <http://www.hydraulikservis.cz/>.

www.xy.cz. [Online]. © 2011 [cit 2013-11-29]. *Podnik XY*. Dostupné z: <http://www.xy.cz/>.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

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

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

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: strategická analýza	29
--------------------------------------	----

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: počet zaměstnaných osob skupiny 28.1 a oddílu 28	70
Graf 2: vývoj tržeb oddílu CZ-NACE 28 a skupiny 28.1	71
Graf 3: tempo růstu relevantního trhu.....	72
Graf 4: vývoj tržního podílu XY.....	78
Graf 5: srovnání tržních podílů u oceňovaného podniku a vybraných konkurentů.....	81
Graf 6: tržní podíly v letech 2005 – 2012.....	81
Graf 7: vývoj počtu zaměstnanců v letech 1998 – 2012.....	84
Graf 8: vývoj osobních nákladů vzhledem k tržbám	85
Graf 9: vývoj položek oběžného majetku v letech 2008 -2012	95
Graf 10: vývoj položek dlouhodobého majetku v letech 2008 -2012.....	95
Graf 11: vývoj položek vlastního kapitálu v letech 2008 -2012.....	96
Graf 12: struktura financování v letech 2008 -2012	97
Graf 13: vývoj podílů vybraných položek na oběžném majetku	98
Graf 14: podíly VH minulých a běžného období na celkových aktivech.....	99
Graf 15: vývoj vybraných položek výkazu zisku a ztráty v letech 2008 – 2012.....	100
Graf 16: podíly jednotlivých položek VZZ k celkovému obratu společnosti.....	101
Graf 17: vývoj vlivu vybraných položek na peněžní toky v letech 2008 -2012.....	102
Graf 18: vývoj ČPK XY v letech 2008 -2012 (v tis. Kč)	104
Graf 19: analýza rentability XY.....	110
Graf 20: vývoj doby obratu položek podniku XY v letech 2008 – 2012 (ve dnech).....	112
Graf 21: grafické znázornění podílu ukazatelů na souhrnném Z – skóre	114
Graf 22: vývoj personální náročnosti, produktivity práce a zisku na zaměstnance.....	115

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: výpočet volného peněžního toku	48
Tabulka 2: postup výpočtu hodnoty podle EVA	59
Tabulka 3: podíl tržeb oddílu 28 na celkovém ZP (v tis. Kč).....	68
Tabulka 4: skupina 28.1 a její podíl na výnosech oddílu 28 (výr. strojů a zař. j. n.).....	69
Tabulka 5: počet podniků kategorie CZ-NACE 28 a jejich podíl na ZP	69
Tabulka 6: počet podniků kategorie CZ-NACE 28.1 a jejich podíl na oddílu 28	69
Tabulka 7: podíl zaměstnaných osob kategorie CZ-NACE 28 na ZP	69
Tabulka 8: podíl zaměstnaných osob skupiny 28.1 na oddílu 28	70
Tabulka 9: tržby za ZP, oddílu 28 a skupiny 28.1 (v mil. Kč)	71
Tabulka 10: velikost a tempo růstu relevantního trhu (v mil. Kč).....	72
Tabulka 11: atraktivita trhu.....	74
Tabulka 12: indexy determinace jednotlivých funkcí.....	76
Tabulka 13: prognóza vývoje relevantního trhu (v mil. Kč)	77
Tabulka 14: vývoj podílu podniku XY na tržbách relevantního trhu (v mil. Kč)	78
Tabulka 15: vymezení tržeb a tržních podílů (TP) konkurentů (v mil. Kč)	80
Tabulka 16: vybrané položky účetních výkazů za rok 2012 (v tis. Kč)	82
Tabulka 17: vybrané poměrové ukazatele v roce 2012	82
Tabulka 18: podíl investic na obratu podniku XY (v tis. Kč).....	86
Tabulka 19: koeficienty investiční náročnosti konkurenčních firem.....	87
Tabulka 20: souhrnná konkurenční síla podniku	89
Tabulka 21: vývoj a prognóza růstu tržního podílu XY (v %)	90
Tabulka 22: prognóza tržeb (v mil. Kč).....	91
Tabulka 23: zkrácená verze CF podniku XY (v tis. Kč)	101
Tabulka 24: vývoj zlatého bilančního pravidla (v tis. Kč)	103
Tabulka 25: analýza zlatého pravidla financování konkurence v roce 2012 (v tis. Kč)....	103
Tabulka 26: vývoj ČPK společnosti XY (v tis. Kč)	104
Tabulka 27: vývoj podílu ČPK na OM společnosti XY (v tis. Kč)	105
Tabulka 28: analýza likvidity podniku XY v letech	105
Tabulka 29: analýza likvidity odvětví	106
Tabulka 30: analýza likvidity vybraných konkurentů	106
Tabulka 31: analýza ukazatelů zadluženosti společnosti XY	108
Tabulka 32: analýza ukazatelů zadluženosti odvětví.....	108

Tabulka 33: analýza ukazatelů zadluženosti vybraných konkurentů.....	108
Tabulka 34: analýza rentability podniku XY	109
Tabulka 35: analýza rentability odvětví.....	110
Tabulka 36: analýza rentability vybraných konkurentů	110
Tabulka 37: analýza aktivity podniku XY (ve dnech).....	111
Tabulka 38: analýza aktivity vybraných konkurentů v roce 2012 (ve dnech).....	111
Tabulka 39: Altmanův model podniku XY	113
Tabulka 40: Altmanův model konkurenčních firem.....	114
Tabulka 41: vývoj vybraných ukazatelů zaměstnanosti (v tis. Kč)	115
Tabulka 42: okamžitá likvidita a srovnání jejího vývoje za odvětví	120
Tabulka 43: provozně nutný kapitál podniku XY v letech 2008 – 2012 (v tis. Kč).....	120
Tabulka 44: KPVH v letech 2008 – 2012 (v tis. Kč).....	121
Tabulka 45: vývoj tržeb a tempo růstu za minulé období (v tis. Kč)	122
Tabulka 46: prognóza vývoje tržeb a průměrné tempo růstu (v tis. Kč)	122
Tabulka 47: průměrné tempo růstu KPVH za minulost (v tis. Kč)	123
Tabulka 48: vývoj ziskové marže za minulost.....	123
Tabulka 49: prognóza vývoje ziskové marže 2013 – 2016 shora.....	124
Tabulka 50: analýza ziskové marže zdola za minulost.....	124
Tabulka 51: prognóza ziskové marže zdola 2013 - 2016	125
Tabulka 52: náklady na prod. zboží a podíly na tržbách v minulosti (v tis. Kč)	126
Tabulka 53: náklady na prod. zboží a podíly na tržbách plán (v tis. Kč)	126
Tabulka 54: výkonová spotřeba a její podíly na tržbách minulost (v tis. Kč)	126
Tabulka 55: výkonová spotřeba a její podíly na tržbách plán (v tis. Kč)	127
Tabulka 56: osobní náklady a jejich tempo růstu za minulost (v tis. Kč).....	127
Tabulka 57: osobní náklady a jejich tempo růstu plán (v tis. Kč)	128
Tabulka 58: výpočet KPVH před odpisy a ziskové marže zdola (v tis. Kč)	128
Tabulka 59: výpočet KPVH před odpisy a ziskové marže zdola – plán (v tis. Kč)	128
Tabulka 60: podíl nákladových a výnosových položek na tržbách - minulost.....	129
Tabulka 61: podíl nákladových a výnosových položek na tržbách - plán	130
Tabulka 62: doba obratu zásob 2008 – 2012 vztaženo k tržbám (ve dnech).....	131
Tabulka 63: plánování doby obratu zásob 2013 – 2016 vztaženo k tržbám (ve dnech)....	131
Tabulka 64: doba obratu pohledávek 2008 – 2012 vztaženo k tržbám (ve dnech)	132
Tabulka 65: doba obratu pohledávek 2013 – 2016 vztaženo k tržbám (ve dnech)	132

Tabulka 66: doba obratu neúročených závazků za minulost (ve dnech)	132
Tabulka 67: doba obratu neúročených závazků plán (ve dnech).....	133
Tabulka 68: provozně nutné peníze za minulost (v tis. Kč)	133
Tabulka 69: provozně nutné peníze plán (v tis. Kč).....	134
Tabulka 70: koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK - minulost (v tis. Kč)	134
Tabulka 71: koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK - plán (v tis. Kč)	135
Tabulka 72: odhad podle minulého koeficientu náročnosti 2013 – 2016 (v tis. Kč).....	136
Tabulka 73: odhad podle koeficientu náročnosti u podobných podniků (v tis. Kč).....	136
Tabulka 74: odhad podle koeficientu náročnosti odborného odhadu (v tis. Kč).....	137
Tabulka 75: výsledný odhad investic 2013 – 2016 (v tis. Kč)	137
Tabulka 76: plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů zkrácená verze (tis. Kč).....	138
Tabulka 77: KPVH a zisková marže po odpisech a po dani 2008 – 2012 (v tis. Kč).....	138
Tabulka 78: KPVH a zisková marže po odpisech a po dani 2013 – 2016 (v tis. Kč).....	138
Tabulka 79: provozně nutný IK a jeho rentabilita minulost (v tis. Kč).....	138
Tabulka 80: provozně nutný IK a jeho rentabilita plán (v tis. Kč)	139
Tabulka 81: hlavní činnost – N a V spojené s provozním majetkem (v tis. Kč)	139
Tabulka 82: vedlejší činnost – N a V spojené s neprovozním majetkem (v tis. Kč).....	140
Tabulka 83: celkový výsledek hospodaření (v tis. Kč).....	140
Tabulka 84: plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč).....	141
Tabulka 85: peněžní tok z provozního majetku (v tis. Kč).....	141
Tabulka 86: peněžní tok z neprovozního majetku (v tis. Kč).....	142
Tabulka 87: peněžní tok z finanční činnosti (v tis. Kč).....	142
Tabulka 88: peněžní tok celkem (v tis. Kč)	142
Tabulka 89: plánovaná likvidita	143
Tabulka 90: plánovaná zadluženost.....	144
Tabulka 91: plánovaná rentabilita účetních výkazů	144
Tabulka 92: plánované ukazatele aktivity	144
Tabulka 93: stanovení nákladů vlastního kapitálu – CAPM s rizikovou premií země.....	147
Tabulka 94: provozně potřebné finanční prostředky (v tis. Kč).....	148
Tabulka 95: provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč).....	149
Tabulka 96: korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (v tis. Kč).....	149
Tabulka 97: volné peněžní toky pro 1. fázi (v tis. Kč)	150
Tabulka 98: pokračující hodnota	151

Tabulka 99: hodnota podniku pro 2. fázi.....	151
Tabulka 100: výnosové ocenění k 1. 1. 2013	152
Tabulka 101: úprava VH (v tis. Kč)	153
Tabulka 102: výpočet trvale odnímatelného ČV (v tis. Kč).....	154
Tabulka 103: výpočet hodnoty VK podle KČV (v tis. Kč)	154
Tabulka 104: vstupní veličiny a výpočet EVA pro první fázi (v tis. Kč).....	155
Tabulka 105: pokračující hodnota (v tis. Kč)	155
Tabulka 106: výnosové ocenění k 1. 1. 2013 podle EVA (v tis. Kč)	156

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Vývoj národohospodářských ukazatelů
- P II Predikční testy
- P VIII Výsledky regresní analýzy logaritmické funkce
- P IV Seznam podniků zabývajících se hydraulickými systémy
- P V Kvalita managementu
- P VI Hodnocení personální situace
- P VII Analýza vnitřního potenciálu – dlouhodobý majetek a investice
- P VIII Bostonská matice perspektivnosti podniku
- P IX Rozvaha 2008 – 2012 - aktiva(v tis. Kč)
- P X Rozvaha 2008 – 2012 - pasiva(v tis. Kč)
- P XI Horizontální analýza rozvahy - aktiva
- P XII Horizontální analýza rozvahy - pasiva
- P XIII Vertikální analýza rozvahy - aktiva
- P XIV Vertikální analýza rozvahy – pasiva
- P XV Výkaz zisku a ztráty
- P XVI Výkaz zisku a ztráty – horizontální analýza
- P XVII Výkaz zisku a ztráty – vertikální analýza
- P XVIII Výkaz peněžních toků
- P XIX Konstrukce výpočtu souhrnných ukazatelů
- P XX Pyramidový rozklad ukazatelů
- P XXI Analýza dlouhodobého majetku, investic a odpisů (v tis. Kč)
- P XXII Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (tis. Kč)
- P XXIII Plánovaná rozvaha - aktiva (tis. Kč)
- P XXIV Plánovaná rozvaha - pasiva (tis. Kč)

PŘÍLOHA P I: VÝVOJ NÁRODOHOSPODÁŘSKÝCH UKAZATELŮ

	Rok	Relevantní trh	Tempo růstu	HDP b.c. (mil. Kč)	Tempo růstu	Tvorba hrubého fixního kapitálu	Tempo růstu	Vývoj nezaměstnanosti (%)	Tempo růstu	Průměrná míra inflace (%)	Tempo růstu	Deflátor HDP	Tempo růstu
Skutěčnost	2005	47 549,0		3116056		804594		7,9		1,9		-0,3	
	2006	55 560,4	16,8%	3352599	7,6%	860157	6,9%	7,1	-10,1%	2,5	31,6%	0,5	-281,9%
	2007	67 584,7	21,6%	3662573	9,2%	989608	15,0%	5,3	-25,4%	2,8	12,0%	3,3	508,8%
	2008	69 294,9	2,5%	3848411	5,1%	1031182	4,2%	4,4	-17,0%	6,3	125,0%	1,9	-42,1%
	2008	57 943,5	-16,4%	3758979	-2,3%	926081	-10,2%	6,7	52,3%	1,0	-84,1%	2,3	18,8%
	2010	65 442,8	12,9%	3790880	0,8%	930549	0,5%	7,3	9,0%	1,5	50,0%	-1,6	-169,2%
	2011	64 147,8	-2,0%	3823401	0,9%	922622	-0,9%	6,7	-8,2%	1,9	26,7%	-0,9	-40,3%
	2012	65 956,6	2,8%	3845926	0,6%	887938	-3,8%	7,0	4,5%	3,3	73,7%	1,6	-272,4%
Průměrné tempo			5,5%		3,1%		1,7%		0,7%		33,5%		-39,8%

Zdroj: Český statistický úřad

PŘÍLOHA P II: PREDIKČNÍ TESTY

	Vysvětlovaná proměnná		Vysvětlující proměnná								
		Relevantní trh (mil. Kč)	Predikce HDP lin	Predikce HDP exp	Predikce HDP log	Predikce HFK lin	Predikce HFK exp	Predikce HFK log	Predikce NEZ lin	Predikce NEZ exp	Predikce NEZ log
Regresní rovnice	2005	47 549,0									
	2006	55 560,4									
	2007	67 584,7									
	2008	69 294,9									
	2008	57 943,5									
Predikční test	2010	65 442,8	65 767,5	65 743,6	65 720,4	60 371,5	59 830,9	60 715,2	53 239,4	53 001,4	53 328,6
	2011	64 147,8	66 594,2	66 697,2	66 476,1	59 614,9	59 061,3	59 968,9	56 973,0	56 470,2	56 445,5
	2012	65 956,6	67 166,7	67 365,8	66 995,7	56 304,5	55 808,8	56 626,0	55 106,2	54 708,3	54 853,6
	ZJIŠTĚNÉ ODCHYLKY PREDIKČNÍHO TESTU										
	2010		0,50%	0,46%	0,42%	-7,75%	-8,58%	-7,22%	-18,65%	-19,01%	-18,51%
	2011		3,81%	3,97%	3,63%	-7,07%	-7,93%	-6,51%	-11,18%	-11,97%	-12,01%
	2012		1,83%	2,14%	1,58%	-14,63%	-15,39%	-14,15%	-16,45%	-17,05%	-16,83%

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P VIII VÝSLEDKY REGRESNÍ ANALÝZY LOGARITMICKÉ FUNKCE

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,86740274
Hodnota spolehlivosti R	0,75238751
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,66985001
Chyba stř. hodnoty	5155,5716
Pozorování	5

ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	242294706,20	242294706,0	9,1157054	0,056794144
Rezidua	3	79739755,65	26579918,6		
Celkem	4	322034461,80			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>
Hranice	-1274253,5000	441788,62160	-2,88430590	0,0633062
HDP b.c. (mil. Kč)LN X	88458,1695	29298,32607	3,01922264	0,0567941

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P IV: SEZNAM PODNIKŮ ZABÝVAJÍCÍCH SE HYDRAULICKÝMI SYSTÉMY

		Disponibilní účetní závěrka	Výrobní činnost	Počet zaměstnan- ců	Tržby za vlastní výrobky a služby 2012 (tis. Kč)	Výroba hydraul. válců
Zlínský kraj						
1	Hydroma, spol. s r.o.			46	105 251	NE
2	FEA, spol. s.r.o.	NE				
3	RMR, s.r.o.			3	2 059	
4	Glentor, s.r.o.			26	36 260	NE
5	H.P.- servis hydraulika s.r.o.				25 000	NE
Jihočeský kraj						
6	Hydac spol. s r.o.			104	238 000	NE
7	Kinshofer CZ, s.r.o.			117	253 000	NE
8	Jihostroj, a.s.				384 000	NE
9	CRAVT s.r.o.		NE			
Jihomoravský kraj						
10	HYDROCOM, spol. s r.o.		NE		44 616	
11	REROSA - HYDRAULIKA, s.r.o.		NE	3		
12	Bohemia Hydro, s.r.o.	NE			9 230	NE
13	KGF HYDRAULIKA, s.r.o.	NE				
14	hymoss, s.r.o.	NE				
15	J+P BASE, s.r.o.	NE				
16	HYDRACOL, s.r.o.	NE				
17	Kovex Újezd s.r.o.	NE				
18	Unipower Czech s.r.o.	NE				
19	Hydraulické stroje a zařízení s.r.o.			32	20 222	
Královehradecký kraj						
20	ARGO-HYTOS s.r.o.					NE
21	FMV - DESIGN, s.r.o.	NE				
22	PELIKÁN Vrchlabí, s.r.o.	NE				
23	TESS CZ, spol. s r.o.	NE				
Liberecký kraj						
24	CHARVÁT AXL, a.s.			160	159 238	
25	NÁSTROJÁRNA SEMILY, s.r.o.				14 098	NE
26	Kovovýroba Krob, s.r.o.	NE		29	35 719	
Moravskoslezský kraj						
27	Hydrostatika CZ, s.r.o.		NE	2		
28	INTERFLUID, spol. s r.o.	NE				
29	KARLA, spol. s r.o.			222	508 583	
30	AVHB - Hydraulika, s.r.o.			31	46 007	NE

31	PRESSHYDRAULIKA, s.r.o.			29	73 788	NE
32	OHS - hydraulika, s.r.o.	NE				
33	AGADAN, spol. s r.o.	NE				
34	HYTECH CR spol. s r.o.			25	20 409	NE
35	IVV Engineering s.r.o.	NE				
36	KOMA - Industry s.r.o.			156	134 026	NE
37	STROJÍRNA Vehovský s.r.o.			55	61 677	NE
38	TTS Marine Ostrava s.r.o.			25	37 611	NE
Olomoucký kraj						
39	Hydraulik servis CZ, s.r.o.			9	11 507	
40	BKX, a.s.	NE	NE			
Pardubický kraj						
41	KOVAZ, s.r.o.	NE	NE			
42	ARLAT Technology, s.r.o.	NE	NE			
Plzeňský kraj						
43	ZS - Bohemia, s.r.o.			22	33 003	NE
Středočeský kraj						
44	EUROFLUID - HYDRAULIK ČR		NE		7 291	
45	CHARVÁT HYKOM, s.r.o.	NE				
46	HPS Benešov, s.r.o.	NE				
47	LTM SYSTEM, s.r.o.	NE				
48	PQS TECHNOLOGY, organizační složka			13	4 303	NE
49	ULBRICH HYDROAUTOMATIK, s.r.o.		NE			
50	YUKEN ČR, s.r.o. (vznik 2012)			2	650	
Ústecký kraj						
51	CHVALIS, s.r.o.			78	101 028	NE
52	LIEBEZEIT HYDRAULIK, s.r.o.	NE				
53	CHARVÁT Group s.r.o.	NE				
Vysočina						
54	OK Hydraulik, s.r.o. (vznik 2011)			23	12 746	
Praha						
55	PUR-Tech s.r.o.	NE	NE			
Karlovarský kraj						
56	PQS Technology, Ltd. (vznik 2008)			13	4 363	

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P V KVALITA MANAGEMENTU

Kritérium		Mínus	Bodové hodnocení						Plus	
			0	1	2	3	4	5		6
1	Schopnost tvořit vize	Žádné							×	Vedení má jasnou vizi
2	Schopnost tvořit strategie	Žádná							×	Vedení má jasnou strategii
3	Schopnost prognózovat	Špatná							×	Mimořádná
4	Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle							×	Realistické pohledy
5	Plánování běžné činnosti	Žádné							×	Pravidelně, obsáhle
6	Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence							×	Jasná kompetence a hodnoty
7	Osobní kvalifikace	Nedostatečná							×	Vysoce kvalifikovaný
8	Schopnost se učit	Strnulost v minulosti							×	Vysoká, zájem o nové
9	Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování							×	Schopnost rychle nalézt řešení
10	Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost							×	Ovládá obě oblasti
Četnost bodů			0	0	0	0	0	4	6	
Body x četnost			0	0	0	0	0	20	36	

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrný počet bodů $56/10 = 6$ bodů

PŘÍLOHA P VI HODNOCENÍ PERSONÁLNÍ SITUACE

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5	6		
A. Kvalifikace a fluktuace										
Závislost na klíčových odbornostech	Vysoká závislost			×						Nízká závislost
Kvalifikace personálu	Nedostatečně kvalifikovaný personál						×			Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace				×					Nízká fluktuace
B. Klima v podniku										
Obecné hodnocení klimatu	Nespokojenost						×			Spokojenost, důvěra
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota						×			Iniciativnost, ochota
C. Osobní náklady										
Vývoj osobních nákladů	Rostou rychleji než produktivita práce						×			Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
Náklady na školení	Minimální				×					Vysoké
Četnost bodů		0	0	1	2	0	4	0		
Body x četnost		0	0	2	6	0	20	0		

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci uvedeného ziskala oceňovaná společnost získala 28 bodů, což v rámci 7 zkoumaných faktorů dává průměrný výsledek 4 body.

PŘÍLOHA P VII ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU – DLOUHODOBÝ MAJETEK A INVESTICE

Kritérium	Špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Dobré hodnocení		
		0	1	2	3	4	5	6			
1	Přiměřenost kapacit	Nedostatečné, nebo nevyužité kapacity							x		Optimálně využitá kapacita
2	Technická úroveň DM	Velmi zastaralá							x		Moderní vybavení
3	Stav údržby	Nedostatečná údržba				x					Pečlivá údržba
4	Posuzování investic	Pouhý odhad				x					Standardní kritéria hodnocení investic
5	Investiční controlling	Žádné prvky IC						x			Průběžná kontrola a zpětné hodnocení
6	Přiměřenost investic	Zcela nedostatečná						x			Investice jsou přiměřené
Četnost bodů			0	0	0	2	2	2	0		
Body x četnost			0	0	0	6	8	10	0		

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci uvedeného získala oceňovaná společnost 24 bodů, což je vyjádřeno průměrným hodnocením a známkou 4.

PŘÍLOHA P VIII BOSTONSKÁ MATICE PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU

KONKURENČNÍ SÍLA	Velká	3 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	XY 2 Podniky s dobrou perspektivou	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	5 Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9 Podniky téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		ATRAKTIVITA TRHU		
		●—————→		

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P IX ROZVAHA 2008 – 2012 - AKTIVA(V TIS. KČ)

POLOŽKA AKTIV ROZVAHY	2008	2009	2010	2011	2012
DNM (netto)	3 254	1 127	1 700	712	695
DHM pozemky	947	947	947	947	1 287
DHM - stavby (netto)	30 521	29 433	28 328	31 268	34 007
DHM - sam.mov.věci (netto)	20 250	14 973	9 715	10 303	7 257
Nedokončený DHM				26	9 786
CELKEM DM	54 972	46 480	40 690	43 256	53 032
Materiál	0	0		82	
Nedokončená výroba	1 010	1 588	1 813	4 107	3 792
Výrobky	8 675	7 197	6 155	8 148	8 393
Zboží	79 075	63 768	49 564	41 772	42 906
Zásoby	88 760	72 553	57 532	54 109	55 091
Pohledávky z obch.vztahů	23 574	13 195	20 370	20 560	35 387
Pohledávky za společníky	3	3	3	3	
Daňové pohledávky	2 900	2 089	377	212	207
Krátkodobé zálohy	1 220	814	386	1 614	880
Jiné pohledávky	1 767	1 043	603	351	1 961
Krátkodobé pohledávky	29 464	17 144	21 739	22 740	38 435
Peníze v hotovosti	346	141	282	78	228
Účty v bankách	10 474	27 441	43 554	45 343	39 604
Krátkodobý finanční majetek	10 820	27 582	43 836	45 421	39 832
CELKEM OM	129 044	117 279	123 107	122 270	133 358
Náklady příštích období	160	134	118	136	145
Příjmy příštích období			57	75	84
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	160	134	175	211	229
AKTIVA (netto)	184 176	163 893	163 972	165 737	186 619

Zdroj: finanční výkazy společnosti XY

PŘÍLOHA P VX ROZVAHA 2008 – 2012 - PASIVA(V TIS. KČ)

POLOŽKA PASIV ROZVAHY	2008	2009	2010	2011	2012
Základní kapitál	204	204	204	204	204
Základní kapitál	204	204	204	204	204
Zákonný rezervní fond	20	20	20	20	20
Statutární a ostatní fondy	2 633	2 548	2 488	2 453	2 391
Rezervní fondy a fondy ze zisku	2 653	2 568	2 508	2 473	2 411
VH minulých období	150 741	133 315	135 923	127 134	139 482
VH běžného období	19 172	6 558	8 312	18 347	22 624
VLASTNÍ KAPITÁL	172 770	142 645	146 947	148 158	164 721
Odložený daňový závazek	2 510	2 505	2 375	2 392	2 109
Dlouhodobé závazky	2 510	2 505	2 375	2 392	2 109
Závazky z obchodních vztahů	5 730	4 054	6 119	8 527	12 539
Závazky ke společníkům	304	12 318	4 853	1 316	798
Závazky k zaměstnancům	113	68	99	92	121
Závazky k institucím	1 011	838	1 317	1 049	1 077
Daňové závazky a dotace	1 144	799	1 649	3 165	3 747
Krátkodobé přijaté zálohy	284	173	362	651	496
Dohadné účty pasivní			100	1	721
Krátkodobé závazky	8 586	18 250	14 499	14 801	19 499
Výdaje příštích období	310	493	151	386	290
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	310	493	151	386	290
CIZÍ ZDROJE	11 096	20 755	16 874	17 193	21 608
PASIVA CELKEM	184 176	163 893	163 972	165 737	186 619

Zdroj: finanční výkazy společnosti XY

PŘÍLOHA P XI: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY - AKTIVA

POLOŽKA AKTIV ROZVAHY	změna 2009-2008		změna 2010-2009		změna 2011-2010		změna 2012-2011		změna 2012-2008	
	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%
DNM (netto)	-2 127	-65%	573	51%	-988	-58%	-17	-2%	-2 559	-79%
DNM pozemky							340	36%	340	36%
DHM - stavby (netto)	-1 088	-4%	-1 105	-4%	2 940	10%	2 739	9%	3 486	11%
DHM - sam.mov.věci (netto)	-5 277	-26%	-5 258	-35%	588	6%	-3 046	-30%	-12 993	-64%
Nedokončený DHM					26		9 760	37538%	9 786	
CELKEM DM	-8 492	-15%	-5 790	-12%	2 566	6%	9 776	23%	-1 940	-4%
Materiál					82		-82	-100%		
Nedokončená výroba	578	57%	225	14%	2 294	127%	-315	-8%	2 782	275%
Výrobky	-1 478	-17%	-1 042	-14%	1 993	32%	245	3%	-282	-3%
Zboží	-15 307	-19%	-14 204	-22%	-7 792	-16%	1 134	3%	-36 169	-46%
Zásoby	-16 207	-18%	-15 021	-21%	-3 423	-6%	982	2%	-33 669	-38%
Pohledávky z obch.vztahů	-10 379	-44%	7 175	54%	190	1%	14 827	72%	11 813	50%
Pohledávky za společníky							-3	-100%	-3	-100%
Daňové pohledávky	-811	-28%	-1 712	-82%	-165	-44%	-5	-2%	-2 693	-93%
Krátkodobé zálohy	-406	-33%	-428	-53%	1 228	318%	-734	-45%	-340	-28%
Jiné pohledávky	-724	-41%	-440	-42%	-252	-42%	1 610	459%	194	11%
Krátkodobé pohledávky	-12 320	-42%	4 595	27%	1 001	5%	15 695	69%	8 971	30%
Peníze v hotovosti	-205	-59%	141	100%	-204	-72%	150	192%	-118	-34%
Účty v bankách	16 967	162%	16 113	59%	1 789	4%	-5 739	-13%	29 130	278%
Krátkodobý finanční majetek	16 762	155%	16 254	59%	1 585	4%	-5 589	-12%	29 012	268%
CELKEM OM	-11 765	-9%	5 828	5%	-837	-1%	11 088	9%	4 314	3%
Náklady příštích období	-26	-16%	-16	-12%	18	15%	9	7%	-15	-9%
Příjmy příštích období			57		18	32%	9	12%	84	
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	-26	-16%	41	31%	36	21%	18	9%	69	43%
AKTIVA (netto)	-20 283	-11%	79	0%	1 765	1%	20 882	13%	2 443	1%

Zdroj: vlastní zpracování na základě finančních výkazů

PŘÍLOHA P XII: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY - PASIVA

POLOŽKA PASIV ROZVAHY	změna 2009-2008		změna 2010-2009		změna 2011-2010		změna 2012-2011		změna 2012-2008	
	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%
Základní kapitál										
Základní kapitál										
Zákonný rezervní fond										
Statutární a ostatní fondy	-85	-3%	-60	-2%	-35	-1%	-62	-3%	-242	-9%
Rezervní fondy a fondy ze zisku	-85	-3%	-60	-2%	-35	-1%	-62	-3%	-242	-9%
VH minulých období	-17 426	-12%	2 608	2%	-8 789	-6%	12 348	10%	-11 259	-7%
VH běžného období	-12 614	-66%	1 754	27%	10 035	121%	4 277	23%	3 452	18%
VLASTNÍ KAPITÁL	-30 125	-17%	4 302	3%	1 211	1%	16 563	11%	-8 049	-5%
Odložený daňový závazek	-5		-130	-5%	17	1%	-283	-12%	-401	-16%
Dlouhodobé závazky	-5		-130	-5%	17	1%	-283	-12%	-401	-16%
Závazky z obchodních vztahů	-1 676	-29%	2 065	51%	2 408	39%	4 012	47%	6 809	119%
Závazky ke společníkům	12 014	3952%	-7 465	-61%	-3 537	-73%	-518	-39%	494	163%
Závazky k zaměstnancům	-45	-40%	31	46%	-7	-7%	29	32%	8	7%
Závazky k institucím	-173	-17%	479	57%	-268	-20%	28	3%	66	7%
Daňové závazky a dotace	-345	-30%	850	106%	1 516	92%	582	18%	2 603	228%
Krátkodobé přijaté zálohy	-111	-39%	189	109%	289	80%	-155	-24%	212	75%
Dohadné účty pasivní			100		-99	-99%	720	72000%	721	
Krátkodobé závazky	9 664	113%	-3 751	-21%	302	2%	4 698	32%	10 913	127%
Výdaje příštích období	183	59%	-342	-69%	235	156%	-96	-25%	-20	-6%
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	183	59%	-342	-69%	235	156%	-96	-25%	-20	-6%
CIZÍ ZDROJE	9 659	87%	-3 881	-19%	319	2%	4 415	26%	10 512	95%
PASIVA CELKEM	-20 283	-11%	79	0%	1 765	1%	20 882	13%	2 443	1%

Zdroj: vlastní zpracování na základě finančních výkazů

PŘÍLOHA P XIII: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY - AKTIVA

POLOŽKA AKTIV ROZVAHY	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
DNM (netto)	3 254	2%	1 127	1%	1 700	1%	712	0%	695	0%
DNM pozemky	947	1%	947	1%	947	1%	947	1%	1 287	1%
DHM - stavby (netto)	30 521	17%	29 433	18%	28 328	17%	31 268	19%	34 007	18%
DHM - sam.mov.věci (netto)	20 250	11%	14 973	9%	9 715	6%	10 303	6%	7 257	4%
Nedokončený DHM	0	0%	0	0%	0	0%	26	0%	9 786	5%
CELKEM DM	54 972	30%	46 480	28%	40 690	25%	43 256	26%	53 032	28%
Materiál	0	0%	0	0%		0%	82	0%		0%
Nedokončená výroba	1 010	1%	1 588	1%	1 813	1%	4 107	2%	3 792	2%
Výrobky	8 675	5%	7 197	4%	6 155	4%	8 148	5%	8 393	4%
Zboží	79 075	43%	63 768	39%	49 564	30%	41 772	25%	42 906	23%
Zásoby	88 760	48%	72 553	44%	57 532	35%	54 109	33%	55 091	30%
Pohledávky z obch.vztahů	23 574	13%	13 195	8%	20 370	12%	20 560	12%	35 387	19%
Pohledávky za společnosti	3	0%	3	0%	3	0%	3	0%		0%
Daňové pohledávky	2 900	2%	2 089	1%	377	0%	212	0%	207	0%
Krátkodobé zálohy	1 220	1%	814	0%	386	0%	1 614	1%	880	0%
Jiné pohledávky	1 767	1%	1 043	1%	603	0%	351	0%	1 961	1%
Krátkodobé pohledávky	29 464	16%	17 144	10%	21 739	13%	22 740	14%	38 435	21%
Peníze v hotovosti	346	0%	141	0%	282	0%	78	0%	228	0%
Účty v bankách	10 474	6%	27 441	17%	43 554	27%	45 343	27%	39 604	21%
Krátkodobý finanční majetek	10 820	6%	27 582	17%	43 836	27%	45 421	27%	39 832	21%
CELKEM OM	129 044	70%	117 279	72%	123 107	75%	122 270	74%	133 358	71%
Náklady příštích období	160	0%	134	0%	118	0%	136	0%	145	0%
Příjmy příštích období		0%		0%	57	0%	75	0%	84	0%
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	160	0%	134	0%	175	0%	211	0%	229	0%
AKTIVA (netto)	184 176	100%	163 893	100%	163 972	100%	165 737	100%	186 619	100%

Zdroj: vlastní zpracování na základě finančních výkazů

PŘÍLOHA P XIV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY - PASIVA

POLOŽKA PASIV ROZVAHY	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
Základní kapitál	204	0%	204	0%	204	0%	204	0%	204	0%
Základní kapitál	204	0%	204	0%	204	0%	204	0%	204	0%
Zákonný rezervní fond	20	0%	20	0%	20	0%	20	0%	20	0%
Statutární a ostatní fondy	2 633	1%	2 548	2%	2 488	2%	2 453	1%	2 391	1%
Rezervní fondy a fondy ze zisku	2 653	1%	2 568	2%	2 508	2%	2 473	1%	2 411	1%
VH minulých období	150 741	82%	133 315	81%	135 923	83%	127 134	77%	139 482	75%
VH běžného období	19 172	10%	6 558	4%	8 312	5%	18 347	11%	22 624	12%
VLASTNÍ KAPITÁL	172 770	94%	142 645	87%	146 947	90%	148 158	89%	164 721	88%
Odložený daňový závazek	2 510	1%	2 505	2%	2 375	1%	2 392	1%	2 109	1%
Dlouhodobé závazky	2 510	1%	2 505	2%	2 375	1%	2 392	1%	2 109	1%
Závazky z obchodních vztahů	5 730	3%	4 054	2%	6 119	4%	8 527	5%	12 539	7%
Závazky ke společníkům	304	0%	12 318	8%	4 853	3%	1 316	1%	798	0%
Závazky k zaměstnancům	113	0%	68	0%	99	0%	92	0%	121	0%
Závazky k institucím	1 011	1%	838	1%	1 317	1%	1 049	1%	1 077	1%
Daňové závazky a dotace	1 144	1%	799	0%	1 649	1%	3 165	2%	3 747	2%
Krátkodobé přijaté zálohy	284	0%	173	0%	362	0%	651	0%	496	0%
Dohadné účty pasivní		0%		0%	100	0%	1	0%	721	0%
Krátkodobé závazky	8 586	5%	18 250	11%	14 499	9%	14 801	9%	19 499	10%
Výdaje příštích období	310	0%	493	0%	151	0%	386	0%	290	0%
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	310	0%	493	0%	151	0%	386	0%	290	0%
CIZÍ ZDROJE	11 096	6%	20 755	13%	16 874	10%	17 193	10%	21 608	12%
PASIVA CELKEM	184 176	100%	163 893	100%	163 972	100%	165 737	100%	186 619	100%

Zdroj: vlastní zpracování na základě finančních výkazů

PŘÍLOHA P XV: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Položka výkazu Z/Z	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	44 054	33 666	45 902	44 370	47 006
Náklady na prodané zboží	36 688	19 854	28 850	27 232	28 626
Obchodní marže	7 366	13 812	17 052	17 138	18 380
Tržby za prodej vlastních výr a služeb	138 084	73 063	87 918	110 183	143 746
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-9 315	-890	-811	4 252	-38
Aktivace	9 328	9 357	5 579	5 779	6 212
Výkony	138 097	81 530	92 686	120 214	149 920
Spotřeba materiálu a energie	53 870	34 848	40 806	49 464	66 349
Služby	15 458	9 492	13 069	17 917	25 055
Výkonová spotřeba	69 328	44 340	53 875	67 381	91 404
Přidaná hodnota	76 135	51 002	55 863	69 971	76 896
Mzdové náklady	32 506	25 278	26 875	29 945	32 455
Náklady na pojistné	11 307	7 989	8 995	10 260	11 099
Sociální náklady	1 690	1 495	1 422	1 500	1 601
osobní náklady	45 503	34 762	37 292	41 705	45 155
Daně a poplatky	298	235	125	-17	161
Odpisy	7 926	8 358	7 638	6 457	4 746
Tržby z prodeje DM a materiálu	462			390	1 641
Zústatková cena prodaného DHM					1 556
Změna stavu rezerv a OP	-64	-13	274	-1 572	-275
Ostatní provozní výnosy	2 153	1 098	764	851	2 179
Ostatní provozní náklady	1 127	826	885	2 602	1 516
PROVOZNÍ VH	23 960	7 932	10 413	22 037	27 857
Změna stavu rezerv a OP ve FM					125
Výnosové úroky	347	420	268	417	360
Ostatní finanční výnosy	1 668	449	248	658	612
Finanční výnosy	2 015	869	516	1 075	847
Ostatní finanční náklady	1 806	758	749	484	859
Finanční náklady	1 806	758	749	484	859
FINANČNÍ VH	209	111	-233	591	-12
VH z běžné činnosti před zdaněním	24 169	8 043	10 180	22 628	27 845
Daň z příjmů za běžnou činnost	4 997	1 485	1 868	4 281	5 221
Splatná daň	4 751	1 487	1 998	4 264	5 504
Odložená daň	246	-2	-130	17	-283
VH z běžné činnosti po zdanění	19 172	6 558	8 312	18 347	22 624

Zdroj: finanční výkazy společnosti XY

PŘÍLOHA P XVI: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY – HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

Položka výkazu Z/Z	změna 2009-2008		změna 2010-2009		změna 2011-2010		změna 2012-2011		změna 2012-2008	
	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%	Tis. Kč	%
Tržby za prodej zboží	-10 388	-24%	12 236	36%	-1 532	-3%	2 636	6%	2 952	7%
Náklady na prodané zboží	-16 834	-46%	8 996	45%	-1 618	-6%	1 394	5%	-8 062	-22%
Obchodní marže	6 446	88%	3 240	23%	86	1%	1 242	7%	11 014	150%
Tržby za prodej vlastních výr a služeb	-65 021	-47%	14 855	20%	22 265	25%	33 563	30%	5 662	4%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	8 425	-90%	79	-9%	5 063	-624%	-4 290	-101%	9 277	-100%
Aktivace	29	0%	-3 778	-40%	200	4%	433	7%	-3 116	-33%
Výkony	-56 567	-41%	11 156	14%	27 528	30%	29 706	25%	11 823	9%
Spotřeba materiálu a energie	-19 022	-35%	5 958	17%	8 658	21%	16 885	34%	12 479	23%
Služby	-5 966	-39%	3 577	38%	4 848	37%	7 138	40%	9 597	62%
Výkonová spotřeba	-24 988	-36%	9 535	22%	13 506	25%	24 023	36%	22 076	32%
Přidaná hodnota	-25 133	-33%	4 861	10%	14 108	25%	6 925	10%	761	1%
Mzdové náklady	-7 228	-22%	1 597	6%	3 070	11%	2 510	8%	-51	0%
Náklady na pojistné	-3 318	-29%	1 006	13%	1 265	14%	839	8%	-208	-2%
Sociální náklady	-195	-12%	-73	-5%	78	5%	101	7%	-89	-5%
osobní náklady	-10 741	-24%	2 530	7%	4 413	12%	3 450	8%	-348	-1%
Daně a poplatky	-63	-21%	-110	-47%	-142	-114%	178	-1047%	-137	-46%
Odpisy	432	5%	-720	-9%	-1 181	-15%	-1 711	-26%	-3 180	-40%
Tržby z prodeje DM a materiálu	-462	-100%	0		390		1 251	321%	1 179	255%
Zůstatková cena prodaného DHM	0		0		0		1 556		1 556	
Změna stavu rezerv a OP	51	-80%	287	-2208%	-1 846	-674%	1 297	-83%	-211	330%
Ostatní provozní výnosy	-1 055	-49%	-334	-30%	87	11%	1 328	156%	26	1%
Ostatní provozní náklady	-301	-27%	59	7%	1 717	194%	-1 086	-42%	389	35%
PROVOZNÍ VH	-16 028	-67%	2 481	31%	11 624	112%	5 820	26%	3 897	16%
Změna stavu rezerv a OP ve FM	0		0		0		125		125	
Výnosové úroky	73	21%	-152	-36%	149	56%	-57	-14%	13	4%
Ostatní finanční výnosy	-1 219	-73%	-201	-45%	410	165%	-46	-7%	-1 056	-63%
Finanční výnosy	-1 146	-57%	-353	-41%	559	108%	-228	-21%	-1 168	-58%
Ostatní finanční náklady	-1 048	-58%	-9	-1%	-265	-35%	375	77%	-947	-52%
Finanční náklady	-1 048	-58%	-9	-1%	-265	-35%	375	77%	-947	-52%
FINANČNÍ VH	-98	-47%	-344	-310%	824	-354%	-603	-102%	-221	-106%
VH z běžné činnosti před zdaněním	-16 126	-67%	2 137	27%	12 448	122%	5 217	23%	3 676	15%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-3 512	-70%	383	26%	2 413	129%	940	22%	224	4%
Splatná daň	-3 264	-69%	511	34%	2 266	113%	1 240	29%	753	16%
Odložená daň	-248	-101%	-128	6400%	147	-113%	-300	-1765%	-529	-215%
VH z běžné činnosti po zdanění	-12 614	-66%	1 754	27%	10 035	121%	4 277	23%	3 452	18%

Zdroj: vlastní zpracování na základě finančních výkazů

PŘÍLOHA P XVII: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY – VERTIKÁLNÍ ANALÝZA

Položka výkazu Z/Z	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
Tržby za prodej zboží	44 054	24%	33 666	29%	45 902	33%	44 370	27%	47 006	24%
Náklady na prodané zboží	36 688	20%	19 854	17%	28 850	21%	27 232	17%	28 626	15%
Obchodní marže	7 366	4%	13 812	12%	17 052	12%	17 138	10%	18 380	9%
Tržby za prodej vlastních výr a služeb	138 084	76%	73 063	63%	87 918	63%	110 183	67%	143 746	73%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-9 315	-5%	-890	-1%	-811	-1%	4 252	3%	-38	0%
Aktivace	9 328	5%	9 357	8%	5 579	4%	5 779	4%	6 212	3%
Výkony	138 097	76%	81 530	71%	92 686	67%	120 214	73%	149 920	76%
Spotřeba materiálu a energie	53 870	30%	34 848	30%	40 806	29%	49 464	30%	66 349	34%
Služby	15 458	8%	9 492	8%	13 069	9%	17 917	11%	25 055	13%
Výkonová spotřeba	69 328	38%	44 340	38%	53 875	39%	67 381	41%	91 404	46%
Přidaná hodnota	76 135	42%	51 002	44%	55 863	40%	69 971	43%	76 896	39%
Mzdové náklady	32 506	18%	25 278	22%	26 875	19%	29 945	18%	32 455	16%
Náklady na pojistné	11 307	6%	7 989	7%	8 995	6%	10 260	6%	11 099	6%
Sociální náklady	1 690	1%	1 495	1%	1 422	1%	1 500	1%	1 601	1%
osobní náklady	45 503	25%	34 762	30%	37 292	27%	41 705	25%	45 155	23%
Daně a poplatky	298	0%	235	0%	125	0%	-17	0%	161	0%
Odpisy	7 926	4%	8 358	7%	7 638	6%	6 457	4%	4 746	2%
Tržby z prodeje DM a materiálu	462	0%		0%		0%	390	0%	1 641	1%
Zůstatková cena prodaného DHM		0%		0%		0%		0%	1 556	1%
Změna stavu rezerv a OP	-64	0%	-13	0%	274	0%	-1 572	-1%	-275	0%
Ostatní provozní výnosy	2 153	1%	1 098	1%	764	1%	851	1%	2 179	1%
Ostatní provozní náklady	1 127	1%	826	1%	885	1%	2 602	2%	1 516	1%
PROVOZNÍ VH	23 960	13%	7 932	7%	10 413	8%	22 037	13%	27 857	14%
Změna stavu rezerv a OP ve FM		0%		0%		0%		0%	125	0%
Výnosové úroky	347	0%	420	0%	268	0%	417	0%	360	0%
Ostatní finanční výnosy	1 668	1%	449	0%	248	0%	658	0%	612	0%
Finanční výnosy	2 015	1%	869	1%	516	0%	1 075	1%	847	0%
Ostatní finanční náklady	1 806	1%	758	1%	749	1%	484	0%	859	0%
Finanční náklady	1 806	1%	758	1%	749	1%	484	0%	859	0%
FINANČNÍ VH	209	0%	111	0%	-233	0%	591	0%	-12	0%
VH z běžné činnosti před zdaněním	24 169	13%	8 043	7%	10 180	7%	22 628	14%	27 845	14%
Daň z příjmů za běžnou činnost	4 997	3%	1 485	1%	1 868	1%	4 281	3%	5 221	3%
Splatná daň	4 751	3%	1 487	1%	1 998	1%	4 264	3%	5 504	3%
Odložená daň	246	0%	-2	0%	-130	0%	17	0%	-283	0%
VH z běžné činnosti po zdanění	19 172	11%	6 558	6%	8 312	6%	18 347	11%	22 624	11%

Zdroj: vlastní zpracování na základě finančních výkazů

PŘÍLOHA P XVIII VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ

	Položka	2008	2009	2010	2011	2012
	<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	9 858	10 820	27 582	43 836	45 421
A	PENĚŽNÍ TOK Z BĚŽNÉ A MIMORÁDNÉ ČINNOSTI					
Z	Účetní výsledek hospodaření	24 169	8 043	10 180	22 628	27 845
A.1	Úpravy o nepeněžní operace	6 253	8 358	7 638	6 457	4 746
A.1.1	Odpisy stálých aktiv	7 926	8 358	7 638	6 457	4 746
A.1.2	Změna stavu rezerv a opravných položek	-1 673				
A.1.3	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	0				
A.2	Úpravy oběžných aktiv	-7 409	38 400	6 292	2 923	-12 093
A.2.1	Změna stavu pohledávek a aktivních účtů čas. rozlišení	15 524	12 346	-4 636	-1 037	-15 713
A.2.2	Změna stavu krátk. závazků a pasivních účtů čas. rozlišení	-13 166	9 847	-4 093	537	4 602
A.2.3	Změna stavu zásob	-9 767	16 207	15 021	3 423	-982
A.2.4	Změna stavu krátkodobých cenných papírů					
	Peněžní tok z provozní činnosti celkem	23 013	54 801	24 110	32 008	20 498
B	INVESTIČNÍ ČINNOST					
B.1	Nabytí dlouhodobého majetku	-15 314	134	-1 848	-9 023	-14 522
B.1.1	Nabytí DHM a DNM	-15 314	134	-1 848	-9 023	-14 522
B.1.3	Změna dlouhodobého finančního majetku					
B.2	Výnosy z prodeje DHM a DNM	0	0	0	0	0
	Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-15 314	134	-1 848	-9 023	-14 522
C	FINANČNÍ ČINNOST					
C.1	Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	246	-5	-130	17	-283
C.1.1	Změna dlouhodobých úvěrů	246	-5	-130	17	-283
C.1.2	Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů					
C.1.3	Změna dluhopisů					
C.2	Zvýšení a snížení vlastního kapitálu z vybr. operací	-6 983	-38 168	-5 878	-21 417	-11 282
C.2.1	Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)					
C.2.2	Výplata dividend a podílů ze zisku	-6 983	-38 168	-5 878	-21 417	-11 282
	Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-6 737	-38 173	-6 008	-21 400	-11 565
	PENĚŽNÍ TOK CELKEM	962	16 762	16 254	1 585	-5 589
	<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>	<i>10 820</i>	<i>27 582</i>	<i>43 836</i>	<i>45 421</i>	<i>39 832</i>

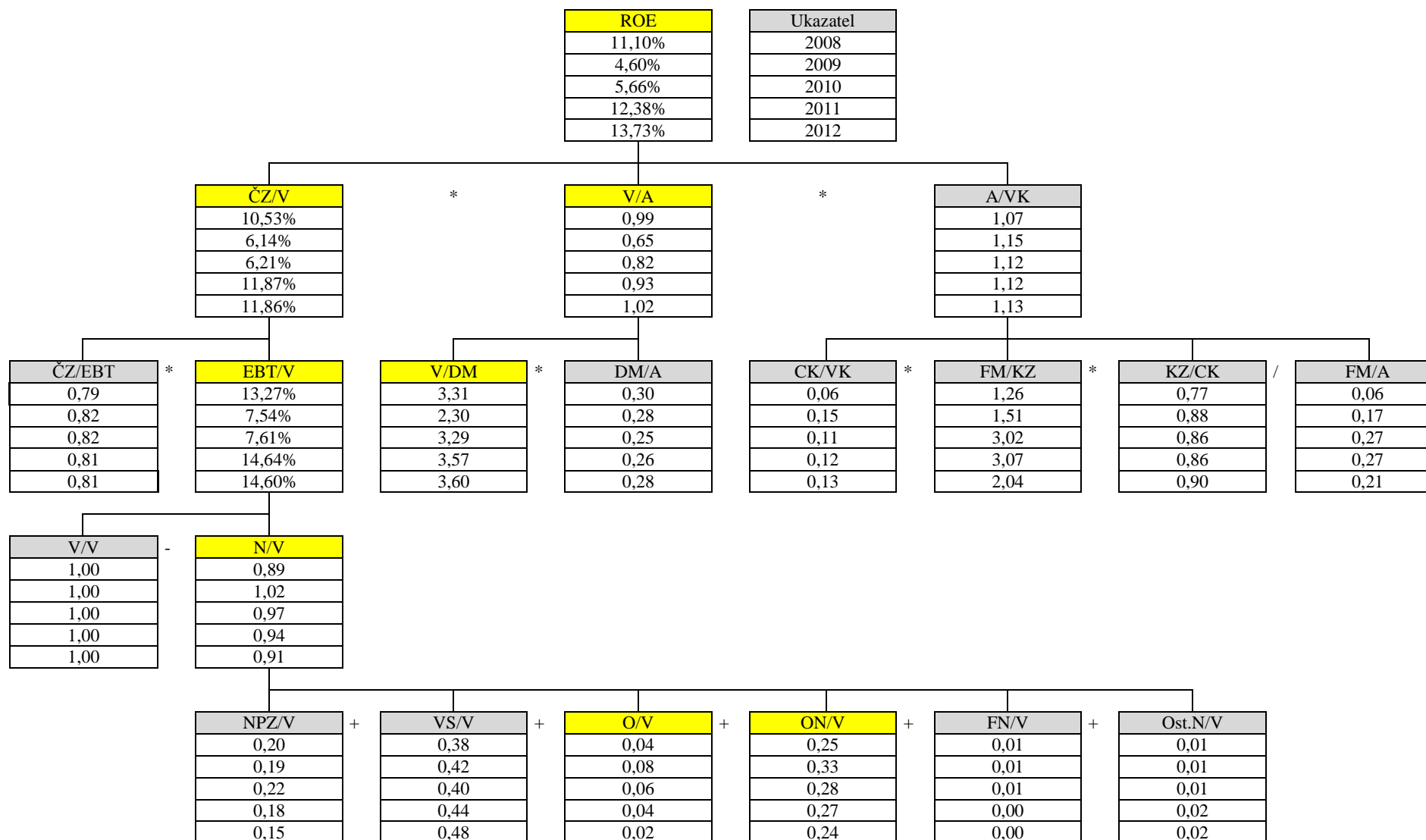
Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P XIX: KONSTRUKCE VÝPOČTU SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ

Ukazatel	Konstrukce výpočtu	2008	2009	2010	2011	2012
ROE	= čistý zisk/VK	0,1110	0,0460	0,0566	0,1238	0,1373
ČZ/V	= čistý zisk/tržby	0,1027	0,0560	0,0593	0,1110	0,1122
V/A	= tržby/aktiva	1,0138	0,7148	0,8547	0,9975	1,0801
A/VK	= aktiva/VK	1,0660	1,1490	1,1159	1,1187	1,1329
ČZ/EBT	= čistý zisk/zisk př.zd.	0,7932	0,8154	0,8165	0,8108	0,8125
EBT/V	= zisk př.zd./tržby	0,1294	0,0687	0,0726	0,1369	0,1381
V/DM	= tržby/DM	3,3966	2,5204	3,4441	3,8221	3,8009
DM/A	= DM/aktiva	0,2985	0,2836	0,2482	0,2610	0,2842
CK/VK	= CK/VK	0,0642	0,1455	0,1148	0,1160	0,1312
FM/KZ	= FM/kr. závazky	1,2602	1,5113	3,0234	3,0688	2,0428
KZ/CK	= kr.závazky/CK	0,7738	0,8793	0,8593	0,8609	0,9024
FM/A	= FM/aktiva	0,0587	0,1683	0,2673	0,2741	0,2134
V/V	= tržby/tržby	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
N/V	= náklady/tržby	0,8712	0,9316	0,9234	0,8821	0,8633
NPZ/V	= nákl.na pr.zb./tržby	0,1965	0,1695	0,2059	0,1647	0,1420
VS/V	= výkonová spotř./tržby	0,3713	0,3785	0,3844	0,4076	0,4535
O/V	= odpisy/tržby	0,0424	0,0713	0,0545	0,0391	0,0235
ON/V	= osobní náklady/tržby	0,2437	0,2967	0,2661	0,2523	0,2240
FN/V	= finanční náklady/tržby	0,0097	0,0065	0,0053	0,0029	0,0043
Ost N/V	= ostatní náklady/tržby	0,0076	0,0091	0,0072	0,0156	0,0160

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P XX: PYRAMIDOVÝ ROZKLAD UKAZATELŮ



Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P XXI: ANALÝZA DLOUHODOBÉHO MAJETKU, INESTIC A ODPISŮ (V TIS. KČ)

	2008	2009	2010	2011	2012
Nehmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku (netto)	3 254	1 127	1 700	712	695
Odpisy		1 149	861	988	90
Investice netto		-2 127	573	-988	-17
Investice brutto		-978	1 434	0	73
Investiční náročnost růstu tržeb 2008-2012	-29,7%				
Stavby					
Stav majetku ke konci roku	30 521	29 433	28 328	31 268	34 007
Odpisy		1 108	1 105	1 068	1 202
Investice netto		-1 088	-1 105	2 940	2 739
Investice brutto		20	0	4 008	3 941
Investiční náročnost růstu tržeb 2008-2012	40,5%				
Samostatné movité věci					
Stav majetku ke konci roku	20 250	14 973	9 715	10 303	7 257
Odpisy		6 101	5 672	4 401	3 454
Zůstatková hodnota prodaného zařízení	0	0	0	0	1 556
Investice netto		-5 277	-5 258	588	-3 046
Investice brutto		824	414	4 989	1 964
Investiční náročnost růstu tržeb 2008-2012	-150,8%				
Pozemky					
Stav majetku ke konci roku	947	947	947	947	1 287
Investice netto		0	0	0	340
Investiční náročnost růstu tržeb 2008-2012	3,9%				
Nedokončený hmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku	0	0	0	26	9 786
Investice netto		0	0	26	9 760
Investiční náročnost růstu tržeb 2008-2012	113,6%				

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P XXII: PLÁN DLOUHODOBÉHO MAJETKU, INVESTIC A ODPISŮ (TIS. KČ)

	2012	2013	2014	2015	2016	Celkem
Nehmotný majetek						
Původní - odpisy	90	90	90	90	90	
- zůstatková hodnota	695	605	515	425	335	
Nový - investice netto		2 371	2 000	1 000	-5 867	-496
- investice brutto		2 461	2 705	2 382	-3 890	
- pořizovací hodnota k 31. 12.		2 461	5 166	7 548	3 658	
- odpisy (1/4 z PC k 1.1.)		0	615	1 292	1 887	
Celkem - odpisy	90	90	705	1 382	1 977	
- zůstatková hodnota	695	3 066	5 066	6 066	199	
Stavby						
Původní - odpisy	1 202	1 202	1 202	1 202	1 202	
- zůstatková hodnota	34 007	32 805	31 603	30 401	29 199	
Nový - investice netto		-657	-657	-657	-657	-2 627
- investice brutto		545	563	582	602	
- pořizovací hodnota k 31. 12.		545	1 109	1 691	2 292	
- odpisy (1/30 z PC k 1.1.)		0	18	37	56	
Celkem - odpisy	1 202	1 202	1 220	1 239	1 258	
- zůstatková hodnota	34 007	33 350	32 694	32 037	31 380	
Samostatné movité věci						
Původní - odpisy	3 454	3 454	3 454	349		
- zůstatková hodnota	7 257	3 803	349	0		
Nový - investice netto		963	963	963	963	3 852
- investice brutto		4 417	5 153	2 907	3 043	
- pořizovací hodnota k 31. 12.		4 417	9 570	12 477	15 520	
- odpisy (1/6 z PC k 1.1.)		0	736	1 595	2 080	
Celkem - odpisy	3 454	3 454	4 190	1 944	2 080	
- zůstatková hodnota	7 257	8 220	9 183	10 146	11 109	
Pozemky						
Pozemky - zůstatková hodnota	1 287	1 338	1 389	1 440	1 491	204

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P XXIII: PLÁNOVANÁ ROZVAHA - AKTIVA (TIS. KČ)

A K T I V A	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	186 619	206 112	222 388	239 516	255 322
Dlouhodobý majetek	53 032	45 974	48 332	49 689	44 179
Dlouhodobý nehmotný majetek	695	3 066	5 066	6 066	199
Dlouhodobý hmotný majetek	52 337	42 908	43 266	43 623	43 980
Pozemky	1 287	1 338	1 389	1 440	1 491
Stavby	34 007	33 350	32 694	32 037	31 380
Samostatné movité věci	7 257	8 220	9 183	10 146	11 109
Nedokončený DHM	9 786				
Oběžná aktiva	133 358	159 909	173 828	189 598	210 914
Zásoby	55 091	62 797	74 446	86 667	90 435
Nedokončený výroba	3 792	3 314	3 779	4 317	4 505
Výrobky	8 393	9 493	11 278	13 016	13 582
Zboží	42 906	49 991	59 389	69 334	72 348
Krátkodobé pohledávky	38 435	39 319	41 992	45 786	47 777
Pohledávky z obchodních vztahů	38 435	39 319	41 992	45 786	47 777
Krátkodobý finanční majetek	39 832	57 793	57 390	57 145	72 702
a) Provozně potřebné	8 643	9 976	10 654	11 852	12 367
b) Provozně nepotřebné	31 189	47 817	46 736	45 292	60 335
Časové rozlišení	229	229	229	229	229

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P XXIV: PLÁNOVANÁ ROZVAHA - PASIVA (TIS. KČ)

PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	186 619	206 112	222 388	239 516	255 322
Vlastní kapitál	164 721	178 774	193 354	207 486	222 004
Základní kapitál	204	204	204	204	204
Fondy ze zisku	2 411	2 411	2 411	2 411	2 411
Statutární a ostatní fondy	2 391	2 391	2 391	2 391	2 391
Zákonný rezervní fond	20	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	139 482	152 738	166 438	176 607	190 354
VH běžného úč. období (+-)	22 624	23 421	24 302	28 264	29 035
Cizí zdroje	21 608	27 048	28 744	31 739	33 027
Dlouhodobé závazky	2 109	2 109	2 109	2 109	2 109
Odložený daňový závazek	2 109	2 109	2 109	2 109	2 109
Krátkodobé závazky	19 499	24 939	26 635	29 630	30 918
Závazky z obchodních vztahů	13 756	16 289	17 397	18 969	19 793
Závazky k zaměstnancům	121	112	120	131	137
Závazky ke společníkům	798	1 292	1 380	1 897	1 979
Závazky ze soc.zab.a zdrav. pojištění	1 077	1 348	1 440	1 570	1 638
Stát - daňové závazky a dotace	3 747	5 898	6 299	7 064	7 371
Časové rozlišení	290	290	290	290	290

Zdroj: vlastní zpracování