

Projekt stanovení hodnoty společnosti výnosovými metodami oceňování

Bc. Petr Janoušek

Diplomová práce
2016



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2015/2016

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Petr Janoušek**
Osobní číslo: **M14313**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty společnosti výnosovými metodami oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši týkající se metod a postupů využívaných pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Provedte analýzu vývoje vnějšího a vnitřního prostředí společnosti.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Pomocí vybraných výnosových metod oceňování stanovte hodnotu podniku.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

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

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

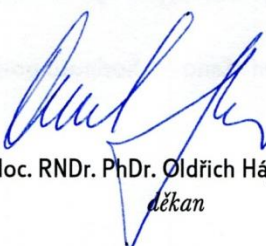
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley and Sons, 2010, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

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

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

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Libor Fojtík**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016


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




doc. Ing. Miloš Král, CSc.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

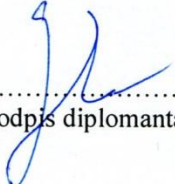
- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

15. 4. 2016


.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce bylo ocenit podnik vybranými výnosovými metodami. Práce byla rozdělena na teoretickou, praktickou a projektovou část. V teoretické části byla provedena literární rešerše zaměřená na výnosové metody ocenění. Na základě provedené strategické analýzy a generátorů hodnoty byly prognózovány tržby společnosti a sestaven finanční plán. Finanční zdraví společnosti bylo zhodnoceno pomocí finanční analýzy. K ocenění společnosti byly vybrány tyto metody: kapitalizované čisté výnosy, diskontované cash flow a ekonomická přidaná hodnota. Výsledné ocenění bylo stanoveno váženým průměrem výsledků jednotlivých metod.

Klíčová slova: ocenění společnosti, výnosové metody ocenění, strategická analýza, finanční plán, finanční analýza

ABSTRACT

The aim of this diploma thesis was to evaluate a company using chosen yield valuation methods. The work was divided into three parts – theoretical, practical and project part. The theoretical part was a literature review focused on yield valuation methods. Sales prediction and financial plan was made on the base of performed strategic analysis and value generators. The performance of the company was measured by financial analysis. Capitalization of Net Income, Discounted Cash Flow and Economic Value Added methods were used for evaluation of the company. The resulting value was determined using the weighted average.

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

Na tomto místě bych chtěl poděkovat panu Ing. Liboru Fojtíkovi za jeho cenné rady a vedení této diplomové práce. Poděkování rovněž patří managementu podniku za umožnění zpracovat tuto diplomovou práci v jejich společnosti, za jejich čas a poskytnuté informace.

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 ZÁKLADNÍ TERMINOLOGIE A METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 PODNIK	13
1.2 KATEGORIE HODNOTY PODNIKU.....	14
1.2.1 Tržní hodnota	14
1.2.2 Subjektivní hodnota	15
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	15
1.2.4 Kolínská škola.....	15
1.3 DŮVODY OCENĚNÍ PODNIKU	16
1.4 DISKONTNÍ MÍRA	16
1.4.1 Diskontní míra ve vztahu ke kategoriím hodnoty.....	17
1.5 FAKTOR ČASU A RIZIKA	17
1.5.1 Faktor času	17
1.5.2 Faktor rizika	18
1.6 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	19
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU VÝNOSOVÝMI METODAMI	21
2.1 SBĚR DAT	22
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	22
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	23
2.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	26
2.5 ANALÝZA GENERÁTORŮ HODNOTY	27
2.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	28
3 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	31
3.1 METODA DISKONTOVANÝCH CASH FLOW	32
3.1.1 DCF Entity	33
3.1.2 DCF Equity	37
3.1.3 Diskontní míra.....	38
3.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	41
3.3 KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY	43
3.4 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA	44
II PRAKTICKÁ ČÁST	48
4 ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI	49
4.1 ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI.....	49
4.2 PŘEDMĚT ČINNOSTI	50
4.3 DŮVOD OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI	50
5 STRATEGICKÁ ANALÝZA	51
5.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	51
5.1.1 Politické a legislativní faktory	51
5.1.2 Ekonomické faktory	52

5.1.3	Sociální a demografické faktory	54
5.1.4	Technologické faktory	55
5.2	MIKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ	56
5.2.1	Analýza odvětví	56
5.2.2	Vymezení relevantního trhu	58
5.2.3	Vývoj relevantního trhu	59
5.2.4	Analýza konkurence	62
5.2.5	Analýza konkurenční síly	62
5.2.6	Analýza odběratelů	64
5.2.7	Analýza dodavatelů	64
5.3	PROGNÓZA TRŽEB SPOLEČNOSTI	65
6	FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI.....	66
6.1	ABSOLUTNÍ UKAZATELE	66
6.1.1	Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury	66
6.1.2	Horizontální a vertikální analýza finanční struktury	67
6.1.3	Analýza výnosů	68
6.1.4	Analýza nákladů	69
6.2	ROZDÍLOVÉ UKAZATELE	70
6.3	POMĚROVÉ UKAZATELE	71
6.3.1	Likvidita	71
6.3.2	Rentabilita	72
6.3.3	Zadluženost	72
6.3.4	Aktivita	73
6.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE	74
6.4.1	Z – skóre	74
6.4.2	IN05	75
6.5	SPIDER ANALÝZA	75
6.6	ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ FINANČNÍ ANALÝZY	77
7	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	78
7.1	PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA	78
7.1.1	Krátkodobý finanční majetek	78
7.1.2	Dlouhodobý hmotný majetek	79
7.1.3	Ostatní provozně nepotřebná aktiva	79
7.1.4	Provozně nutný investovaný kapitál	79
7.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	80
8	ANALÝZA GENERÁTORŮ HODNOTY	81
8.1	TRŽBY	81
8.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE	82
8.3	PRACOVNÍ KAPITÁL	85
8.4	DLOUHODOBÝ MAJETEK A INVESTICE	87
8.5	ANALÝZA RENTABILITY PROVOZNĚ POTŘEBNÉHO INVESTOVANÉHO KAPITÁLU	88
9	FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI.....	90

9.1	PLÁNOVANÁ ROZVAHA	90
9.2	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁTY	92
9.3	PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ	93
10	STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI	95
10.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	95
10.1.1	Náklady na vlastní kapitál	95
10.1.2	Náklady na cizí kapitál	100
10.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)	100
10.2	STANOVENÍ TEMPA RŮSTU	100
10.3	HODNOTA STANOVENÁ METODOU DCF ENTITY	101
10.4	HODNOTA STANOVENÁ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	102
10.5	HODNOTA STANOVENÁ METODOU EVA	104
10.6	DOPLŇKOVÉ STANOVENÍ ÚČETNÍ HODNOTY	106
10.7	SHRNUTÍ ZJIŠTĚNÝCH VÝSLEDKŮ	106
10.8	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA	106
	ZÁVĚR	108
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	109
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	113
	SEZNAM OBRÁZKŮ	115
	SEZNAM TABULEK	116
	SEZNAM PŘÍLOH	119

ÚVOD

Otevřenost ekonomiky a konkurenční boj vede mnoho podniků k zaměření na hodnotově orientovaný management, neboť cíle zájmových skupin a vlastníků podniku jsou spojeny se zájmem o maximalizaci tržní hodnoty podniku. Vybraná společnost bude oceňována z důvodu zájmu vlastníků společnosti o znalost hodnoty jejich majetku.

K ocenění podniku vede náročná cesta, která vyžaduje mnoho podrobných informací a znalostí. Základem je určení důvodu ocenění společnosti, tzn. za jakým účelem je prováděno. Klíčovými faktory jsou kvalitní informace, na základě kterých je ocenění prováděno, vybrané metody ocenění a zejména přístup toho, kdo ocenění provádí. Z důvodu citlivosti uváděných dat si management společnosti nepřeje v diplomové práci uvádět název oceňované společnosti.

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku pomocí několika výnosových metod oceňování. Výnosové metody byly zvoleny z důvodu jejich nejčastějšího využití v současné praxi a použitelnosti v podmínkách České republiky. Jejich předností je, že berou v potaz budoucí růstový potenciál podniku.

Teoretická část je pojata jako literární rešerše české a zahraniční odborné literatury, která je teoretickou základnou pro praktické provedení stanoveného cíle. Rešerše je provedena se zaměřením na základní terminologii a metody oceňování podniku. Podrobněji je pak rozebrán postup při stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami a samotné výnosové metody oceňování.

Praktická část je členěna na analytickou a projektovou část. V analytické části jsou uvedeny základní informace o oceňované společnosti, významná část je věnována strategické analýze, v níž je analyzováno jak makroekonomické tak mikroekonomické prostředí a jejímž závěrem je prognóza výnosového potenciálu oceňované společnosti. V závěru analytické části je provedena finanční analýza společnosti.

Projektová část se zabývá rozdělením aktiv a provozně potřebná a nepotřebná, analýzou generátorů hodnoty, sestavením finančního plánu společnosti, stanovením nákladů na kapitál a stanovením hodnoty společnosti metodou diskontovaných peněžních toků, metodou kapitalizovaných čistých výnosů a ekonomickou přidanou hodnotou. Vzhledem k tomu, že se konečné hodnoty stanovené jednotlivými metodami mohou lišit, je provedena syntéza získaných výsledků. Projektová část je završena citlivostní analýzou.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Často se v souvislosti s řízením podniku hovoří o maximalizaci hodnoty akcií či maximalizaci hodnoty jmění akcionářů. Růst hodnoty je jedním ze základních cílů úspěšného podnikání a jen tak může podnik dlouhodobě prosperovat a obstát ve stále rostoucí konkurenci globální ekonomiky. Maximalizace tržní hodnoty podniku se stává důležitým zájmem vlastníků a zainteresovaných stran. Z tohoto důvodu by měla společnost usilovat o růst hodnoty v čase. Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu podniku, zabývajícího se prodejem ochranných pracovních pomůcek, pomocí vybraných výnosových metod oceňování.

Oceňován bude podnik zabývající se prodejem a částečně výrobou ochranných pracovních pomůcek, obuvi, drogerií. Podnik se sídlem ve Zlínském kraji se za svou více než 20letou historii stal významným dodavatelem ochranných pracovních pomůcek pro mnoho společností v téměř celé České republice. Podnětem pro ocenění tohoto vybraného podniku je zájem jeho vlastníků o znalost hodnoty. Management společnosti si z důvodu citlivosti uváděných dat nepřál zveřejnit název firmy v této diplomové práci.

Ocenění společnosti bude prováděno k 1. 1. 2016. Analýza historické výkonnosti podniku bude provedena 5 let zpětně, tzn. bude analyzováno období 2011-2015. Finanční plán, nezbytný k provedení ocenění podniku výnosovými metodami, bude stanoven na 4 roky, tzn. na období 2016-2019. Pro období počínající koncem finančního plánu bude stanoveno tempo růstu.

Podnik bude oceněn několika vybranými výnosovými metodami oceňování, které jsou v současné praxi nejpoužívanější. Před oceněním společnosti je třeba provést strategickou analýzu prostředí podniku, jejímž závěrem je predikce růstu podniku. Nezbytné je posouzení finančního zdraví podniku, které bude zhodnoceno na základě finanční analýzy. Dále je potřeba rozčlenit aktiva na provozně nutná a nenutná a detailněji se zaměřit na tzv. generátory hodnoty. Před samotnou aplikací jednotlivých oceňovacích metod je třeba sestavit finanční plán společnosti. Hodnota podniku bude vyčíslena několika výnosovými metodami a výsledky budou podrobeny citlivostní analýze.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADNÍ TERMINOLOGIE A METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Předtím než se tato práce zaměří na problematiku „jak ocenit“, je nutné se zabývat podnikem jako samotným předmětem ocenění, tedy otázkou „co ocenit“.

1.1 Podnik

Pojmem podnik se zabývá mnoho různých autorů a každý přichází s tak trochu vlastním pohledem na věc. Například Wöhe vymezil podnik jako takovou kombinaci výrobních faktorů, která slouží vlastníkům podniku k dosažení určitých cílů. (Wöhe, 2007, cit. podle Zámečník a Tučková, [b. r.]) Fibírová a Šoljaková (2005, s. 13) dodávají, že se definice podniku často zaměřují na jeho systémové pojetí, otevřenost, adaptibilitu a dynamičnost.

Obchodní zákoník, platný do konce roku 2014, definoval podnik jako „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“ (Česko, 1964) Někteří autoři (Mařík, 2011, s. 15, 16; Vomáčková, 2005, s. 22 - 27) přistoupili ke kritice tohoto ustanovení zákona s tím, že opomíjí zejména zdrojovou stránku financování podniku či nedostatečně vyzdvihuje organizační funkčnost podniku.

Obchodní zákoník byl nahrazen novou legislativou a s účinností od 1. 1. 2015 vstoupil v platnost zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník a zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). Vymezení podniku nalezneme již nově v občanském zákoníku a to v §502, který zavádí nový pojem **obchodní závod** a definuje jej jako „*organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ (Česko, 2012) Slovním spojením „organizovaný soubor jmění“ zákonodárce reagoval na již výše zmiňované nedostatky definice obchodního zákoníku.

Podnik je považován za věc hromadnou, kterou občanský zákoník definuje v §501. „*Soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se za celek a tvoří hromadnou věc.*“ (Česko, 2012)

Fibírová a Šoljaková (2005, s. 13) poukazují na zásadní odlišnost ekonomického a právního pojetí podniku. Zatímco v ekonomickém pojetí je pro podnik význačná věcná podstata majetku a účel jeho využití, právní pojetí se zaměřuje na majetek z pohledu vlastnictví.

Shrneme-li předchozí poznatky, dojdeme k závěru, že aby mohl podnik dosahovat určitých cílů a sloužit k podnikatelské činnosti, pak je tvořen „účelnou, funkční“ kombinací hmotného majetku, nehmotného majetku a lidského kapitálu. Zřejmé je, že v rámci ocenění podniku musíme zahrnout do ocenění podnik jako celek se všemi jeho složkami. (Kislingerová, 2001, s. 8)

1.2 Kategorie hodnoty podniku

„Hodnota je to, co jsou lidé ochotni zaplatit.“ – John Naisbitt (Naisbitt, [b.r.] cit. podle Nemethy, 2011, s. 103)

Jestliže podnik, organizovaný útvar, má schopnost přinášet v současnosti a taky v budoucnu užitek, hovoříme o jeho **užitné hodnotě**. Kislingerová (2001, s. 10) uvádí, že užitná hodnota podniku je pro každého vlastníka určena individuálně a je shodná s užitnou hodnotou jakéhokoliv jiného statku. Damodaran (c2011, s. 4) hovoří o tzv. vnitřní hodnotě aktiva a dodává, že aktivum, které má schopnost přinášet dlouhodobě stabilní příjem, by zároveň mělo mít i vyšší hodnotu oproti aktivu, jehož budoucí příjmy jsou spojeny s vysokou volatilitou.

Podíváme-li se na podnik jako na prostředek směny, tedy jako „zboží“, které má být směněno mezi prodávajícím a kupujícím, pak hovoříme o **směnné hodnotě**. Podle Damodarana (c2011, s. 4) je většina aktiv oceňována právě relativní hodnotou, kdy stanovíme hodnotu aktiva na základě porovnání s tržními cenami obdobných aktiv. Kislingerová (2001, s. 10) dodává, že objektivní směnná hodnota v případě podniku není většinou výsledkem střetu nabídek kupujících a prodávajících, a proto je nutné přistoupit k zavedení různých modelů, které poskytnou prodávajícímu a kupujícímu určité cenové východisko.

Mařík (2011, s. 21 – 30) uvádí základní kategorie hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- Kolínská škola.

1.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota je hodnota vzešlá ze střetu nabídky a poptávky více prodávajících a kupujících na trhu, kteří jednají rozumně, nezávisle, a mají dostatek informací o obchodu. Tržní

hodnota se pak rovná odhadnuté částce, která odpovídá ceně sjednané na volném a konkurenčním trhu k datu ocenění. (Mařík, 2011, s. 21, 22; Nemethy, 2011, s. 115)

1.2.2 Subjektivní hodnota

Vezmeme-li v úvahu, že každý podnik představuje jedinečné aktivum, lze si jen těžko v našich podmínkách představit trh s takovými podniky. Z tohoto důvodu přistupujeme k subjektivní hodnotě podniku, která odráží individuální pohled a představu konkrétního kupujícího či prodávajícího. Podle Maříka (2011, s. 27) lze hovořit o subjektivní hodnotě i tehdy, jestliže při ocenění podniku použijeme finanční plán vytvořený z podkladů poskytnutých výhradně managementem podniku a na základě tohoto finančního plánu posléze vyvozujeme budoucí peněžní toky podniku bez ohledu na jejich možnou nepřiměřenost.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

V případě, že bychom chtěli stanovit objektivní hodnotu podniku, zjistíme, že objektivní hodnota je pojem relativní, neboť podle mnohých autorů (Kislingerová, 2001, s. 11; Mařík, 2011, s. 27) ve své podstatě ani neexistuje. Odborníci se však snaží hodnotu objektivizovat, čili co nejvíce přiblížit hodnotě, která by mohla být považována za obecně přijatelnou.

Objektivizovaná hodnota vychází z hodnoty budoucích výnosů z pohledu vlastníka, je založena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu jsou dodrženy určité podstatné požadavky. (Mařík, 2011, s. 27, 28)

1.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola reaguje na problém související se stanovením tržní hodnoty. V podmínkách evropských zemí chybí trhu nejen transparentnost, ale především dostatečné množství transakcí. Z tohoto důvodu se Kolínská škola zabývá tzv. **obecnými funkcemi ocenění** a oceňovatele.

Mezi tyto funkce patří: funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Smyslem každé funkce je stanovení jiné kategorie hodnoty podniku.

- Mařík (2011, s. 31) považuje za nejdůležitější **poradenskou funkci**. Účelem této funkce je stanovení maximální akceptovatelné ceny pro kupujícího, aniž by na koupi prodělal a minimální akceptovatelné ceny pro prodávajícího, aniž by na prodeji prodělal (hraniční hodnoty).

- Mezi hraničními hodnotami se nachází spravedlivá hodnota, kterou Kolínská škola stanovuje prostřednictvím své **rozhodčí funkce**. Tato hodnota bere v potaz zájmy obou stran obchodu.
- Důležitou funkcí je rovněž **funkce argumentační**, na základě které oceňovatel hledá argumenty pro upevnění pozice kupujícího či prodávajícího a slouží jako podklady pro jednání o „lepší“ ceně pro danou stranu. (Mařík, 2011, s. 31)

1.3 Důvody ocenění podniku

Při ocenění podniku je podstatné znát účel, za kterým je ocenění prováděno. Jen tak může oceňovatel vhodně zvolit metodu ocenění a dojít tak ke správnému závěru.

Důvody pro ocenění podniku jsou různé. Pavelková a Knápková (2012, s. 218, 219) rozlišují základní dvě kategorie a to:

- ocenění **související se změnou vlastníka**,
- ocenění **nesouvisející se změnou vlastníka**.

Podíváme-li se na důvody ocenění podrobněji, pak mezi důvody ocenění související se změnou vlastnictví můžeme řadit například koupě či prodej podniku (nebo jeho části), fúze nebo rozdělení společnosti. K důvodům nesouvisející se změnou vlastnictví pak můžeme uvést třeba ocenění pro potřeby banky v souvislosti s poskytnutím úvěru nebo pro případ sanace podniku či změny právní formy. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 219; Vochozka, 2011, s. 9, 10) Vochozka (2011, s. 9) navíc uvádí mezi důvody hodnocení společnosti potřeby managementu nebo majitelů, kteří mají zájem o informace o jejich majetku.

1.4 Diskontní míra

Použití diskontní míry při oceňování podniku je podle Maříka (2011, s. 48) v podstatě náhradním řešením vymezení relace mezi očekávanými příjmy, investovaným kapitálem a rizikem. Ideálním případem, kdy bychom nepotřebovali ani diskontní míru, je nalezení srovnatelného podniku, jehož hodnotu již známe, a který vykazuje podobné pravděpodobnostní rozdělení a velikost příjmů jako námi oceňovaný podnik. V praxi je však téměř nemožné nalézt shodný podnik. Z tohoto důvodu využíváme při ocenění diskontní míru.

Diskontní míra je podle Damodarana (2011, s. 15) složena z:

- **očekávané výnosnosti** (odrážející preference spotřebitele/investora),

- **rizika**, které vyplývá z neurčitosti budoucích cash flow,
- a **očekávané inflace**, která snižuje kupní sílu peněz.

1.4.1 Diskontní míra ve vztahu ke kategoriím hodnoty

Mařík (2011, s. 50) považuje za důležité, aby diskontní míra použitá při ocenění byla stanovena v souladu s kategorií hodnoty.

- V případě tržní hodnoty stanovujeme diskontní míru na základě tržních dat.
- Pro subjektivní hodnotu bereme v potaz především náklady příležitosti, kdy se náklady příležitosti investora rovnají míře návratnosti jiné stejně rizikové investice.
- Pro objektivizovanou hodnotu stanovíme diskontní míru na základě všeobecně uznávaných uzancí. Obvyklé je vycházet z tzv. bezrizikové úrokové míry na úrovni výnosu desetiletých státních dluhopisů, ke které se přičte riziková přírážka stanovená na základě odborného odhadu oceňovatele a tříd rizika.

1.5 Faktor času a rizika

Při ocenění podniku musí oceňovatel pracovat se dvěma významnými faktory - faktor času a faktor rizika. Oba faktory jsou při ocenění vzaty v úvahu prostřednictvím správně stanovené diskontní míry.

1.5.1 Faktor času

Podle Maříka (2011, s. 39) stanovíme hodnotu aktiva (podniku) jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů z tohoto aktiva (podniku) plynoucích. Abychom mohli spočítat současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, je nutné nejprve určit diskontní míru, pomocí které budeme jednotlivé příjmy diskontovat. Diskontování je důležité proto, že peníze (příjmy), které máme k dispozici nyní, mají větší hodnotu než peníze (příjmy), které získáme později v budoucnu. Hovoříme o tzv. časové hodnotě peněz. Podle Sedláčka (2010, s. 7) má koruna dnes větší hodnotu než koruna zítra z toho důvodu, že je možné dnešní korunu investovat a začít tím vydělávat okamžitě úrok.

Důvody zavedení časové hodnoty peněz dle Damodarana (c2011, s. 14) jsou:

- Lidé preferují okamžitou spotřebu před spotřebou v budoucnu.
- Inflace způsobuje snižování kupní síly peněz.
- Riziko, že budoucí příjmy nebudou dosaženy.

1.5.2 Faktor rizika

Druhým podstatným faktorem, který by měla zohlednit diskontní míra, je riziko. Riziko spočívá v tom, že ten, kdo rozhoduje, si není jistý výsledky možných variant, ze kterých vybírá, tzn. že odhadované výsledky nemusí odpovídat skutečným výsledkům, čímž dochází ke zkreslení hodnoty ocenění podniku. (Mařík, 2011, s. 40; Sedláček, 2010, s. 7) Odchylky mohou být jak pozitivní, tak negativní. Zdrojem rizika může být kvalita managementu a organizační struktura podniku, konkurenční síla na trhu, stupeň diverzifikace, provozní páka, finanční páka a další. (Mařík 2011, s. 40, 41)

Mařík (2011, s. 40) dále člení riziko na obchodní vs. finanční a systematické vs. nesystematické. Kislingerová (2001, s. 105) rozlišuje riziko tržní (systematické) a specifické, které ještě dělí na riziko provozní a finanční. Toto členění Kislingerové však Mařík (2011, s. 46) považuje za nesprávné, neboť jak riziko provozní, tak finanční obsahuje složku systematickou i nesystematickou.

Obchodní riziko znamená možné výkyvy v dosažených čistých výnosech. Tyto rozdíly mohou být způsobeny jak nestálostí prodeje, tzn. že nebude dosaženo očekávaného zisku - *prodejní riziko*, tak úrovní fixních provozních nákladů, kdy vysoký podíl fixního majetku zvyšuje fixní provozní náklady, které způsobují vyšší citlivost zisku na změnu objemu výroby a odbytu – *provozní riziko*.

Celkové obchodní riziko můžeme změřit pomocí variačního koeficientu provozních výsledků hospodaření, tzn. jako podíl směrodatné odchylky provozních VH a jejich středních hodnot či určitého trendu. (Mařík, 2011, s. 42, 43)

Finanční riziko je spojeno s financováním podniku prostřednictvím úročených cizích zdrojů. Úrok jako náklad cizího kapitálu je pro podnik fixním nákladem, který ovlivňuje hospodářský výsledek, tzn. snižuje základ pro výpočet daně z příjmů. V této souvislosti hovoříme o tzv. úrokovém daňovém štítu, který dokáže zvýšit výnos pro akcionáře, avšak na druhou stranu každé zvýšení podílu cizích zdrojů ve struktuře financování zároveň zvyšuje finanční riziko, které akcionáři podstupují.

Finanční riziko lze matematicky vyjádřit jako podíl zisku před zdaněním a úroky (EBIT) k rozdílu mezi EBIT a nákladovými úroky. (Kislingerová, 2001, s. 123, 124)

Systematické riziko je podle Kislingerové (2001, s. 105) dáno vnějším prostředím, ve kterém podnik funguje. Podstatou tohoto rizika je nemožnost jeho eliminace podnikem,

avšak aby podnik dokázal obstát v měnícím se prostředí, musí být schopen na toto riziko pružně reagovat. Mezi faktory způsobující nesystematické (tržní) riziko Mařík (2011, s. 46) řadí například vývoj hrubého domácího produktu, tržních úrokových měr nebo cenové hladiny.

Nesystematické riziko (specifické) je opakem k riziku systematickému. Toto riziko je spojeno s činností podniku a pro každý podnik je rovněž rizikem jedinečným. Podle Maříka (2011, s. 46) může mít toto riziko příčinu například v chybách vedení nebo kvůli uplatňování neověřených poznatků v podniku.

1.6 Metody oceňování podniku

Při ocenění podniku má oceňovatel na výběr z více metod, které využívá podle funkce, které si ocenění klade za cíl. Ideální je použít všechny základní metody a výslednou hodnotu stanovit syntézou jejich výsledků. Je třeba poznamenat, že podle účelu ocenění volí oceňovatel nejen metodu, ale i data, kterými daný oceňovací model naplní (např. diskontní míra, peněžní toky, apod.).

Rozeznáváme tři **kategorie oceňovacích metod**:

1. Metody spočívající v analýze **výnosů** (výnosové metody)
2. Metody spočívající v analýze **majetku** (majetkové metody)
3. Metody spočívající v analýze **trhu** (tržní metody)

V každé kategorii pak rozlišujeme konkrétní metody pro ocenění podniku.

Mezi **výnosové metody** můžeme zařadit:

- metodu diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metodu kapitalizovaných čistých výnosů,
- metodu založenou na koncepci ekonomické přidané hodnoty,
- kombinované metody.

Mezi **majetkové metody** patří:

- účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
- substanční hodnota na principu úspory nákladů,
- likvidační hodnota,
- majetkové ocenění na principu tržních hodnot.

K **tržním metodám** řadíme ocenění na základě:

- tržní kapitalizace,
- srovnatelných podniků,
- srovnatelných transakcí,
- údajů o podnicích uvedených na burzu,
- odvětvových multiplikátorů. (Mařík, 2011, s. 36, 37)

Kislingerová (2001, s. 21 – 24) uvádí k těmto třem typům metod ještě samostatnou čtvrtou skupinu a to **metody kombinované**, Mařík (2011, s. 37) je řadí k metodám výnosovým tak, jak je uvedeno v členění výše. Tyto metody kombinují výsledky získané pomocí výnosových a majetkových metod. Do skupiny kombinovaných metod patří například Schmalenbachova metoda střední hodnoty, tzv. švýcarská metoda nebo model diferenciální renty.

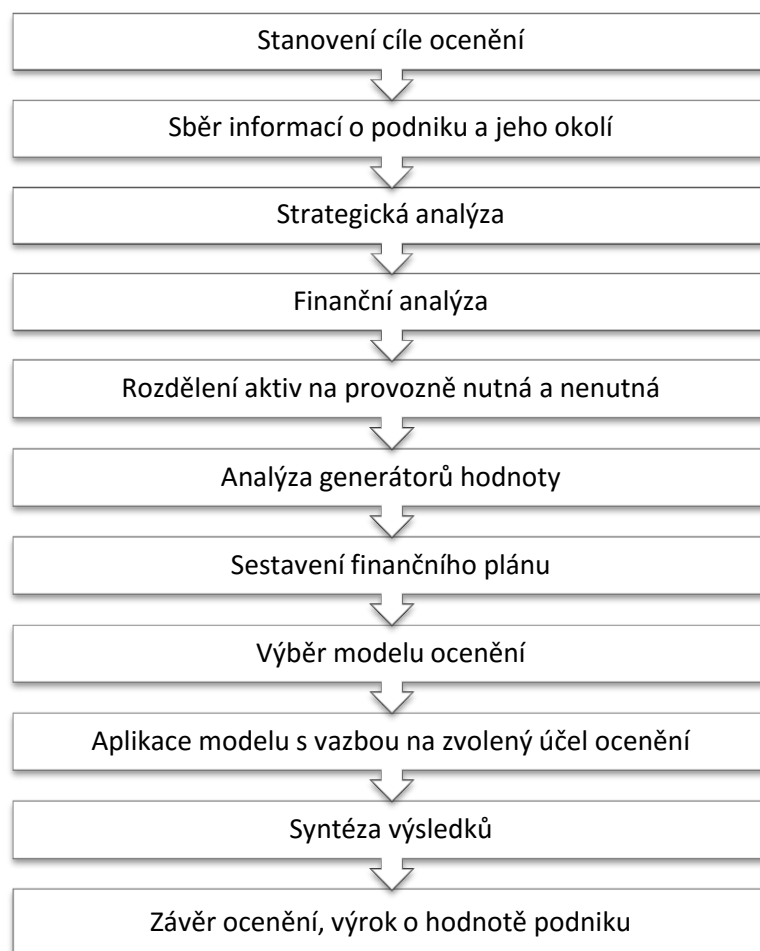
Nemethy (2011, s. 110) dodává, že nejlepší je ocenit firmu z různých úhlů pohledu. Rozdíly ve výsledcích mohou vést k otázkám ohledně předpokladů, na nichž stojí analýza.

Vzhledem k zaměření a vybranému tématu se bude tato diplomová práce dále zabývat pouze výnosovými metodami oceňování.

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU VÝNOSOVÝMI METODAMI

Ke stanovení závěrečné hodnoty podniku vede dlouhá cesta náročných úkolů. Kislingerová (2001, s. 25, 26) a Mařík (2011, s. 36) doporučují při oceňování podniku nejprve stanovit účel, za jakým bude ocenění prováděno. Na základě účelu je možné volit přístupy a metody ocenění. Podle Allmana (2010, s. 6) je důležitým prvním krokem brainstorming a návrh postupu práce, čímž v podstatě potvrzuje výrok Maříka a Kislingerové.

Na obrázku 1 je znázorněn obecný postup pro ocenění podniku. Kislingerová (2001, s. 26) uvádí do postupu na druhém a třetím místě ještě vytvoření pracovního týmu a sestavení plánu práce ve vazbě na cíl a termín řešení. Její postup tak více vystihuje postup práce skutečných odborníků z praxe.



Obrázek 1: Postup oceňování podniku (Kislingerová, 2001, s. 26; Mařík, 2011, s. 53)

V následující části budou jednotlivé body postupu rozebrány podrobněji.

2.1 Sběr dat

Pro provedení ocenění podniku vychází oceňovatel z poměrně velkého množství dat, která je potřeba nejprve posbírat. Oceňovatel zpracovává informace jak interní, které pokrývají dění uvnitř podniku, tak informace o podnikovém okolí (makroekonomické prostředí) a odvětví (mikroekonomické prostředí). (Kislingerová, 2001, s. 25) Podle Allmana (2010, s. 6) je však nemožné sesbírat všechna potřebná data. Většina finančních analytiků stráví velké množství času výběrem dat, které nakonec použijí pro analýzu.

Při sběru informací se oceňovatel zaměřuje především na:

- **základní informace o podniku** – název, právní forma, IČO, předmět podnikání, vlastnická struktura, řídicí struktura,
- **ekonomická data podniku** – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, případné podnikové plány,
- **relevantní trh** – velikost a vývoj trhu, na kterém se daný podnik nachází, segmentace trhu, faktory vývoje trhu,
- **konkurence** – nejvýznamnější konkurenti a základní informace o nich, možné substituty, bariéry vstupu do odvětví, vyjednávací pozice podniku k odběratelům a dodavatelům,
- **odbyt a marketing** – struktura odbytu z hlediska času, srovnání hlavních výrobků s konkurencí, odbytové kanály, cenová politika, reklama, výzkum a vývoj nových výrobků,
- **výroba a dodavatelé** – charakter výroby, úroveň technologie podniku, stav výrobního zařízení, investice plánované a minulé, řízení kvality, vytížení kapacity podniku, informace o dodavatelích, stav a struktura zásob,
- **zaměstnanci** – kvalifikace, trh práce, fluktuace pracovníků, atmosféra na pracovišti, osobní náklady, produktivita práce ve srovnání s konkurencí. (Mařík, 2011, s. 55, 56)

2.2 Strategická analýza

Strategická analýza je podle Maříka (2011, s. 56, 57) podstatná součást ocenění podniku, která by měla odpovédět na to:

- jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska,
- jaké lze očekávat výnosy,

- a jaké riziko je s podnikem spojeno.

Kislingerová (2001, s. 97) říká, že pro ocenění výnosovými metodami je pro oceňovatele podstatné pracovat s podnikatelským záměrem, kterým v podstatě nahrazuje strategickou analýzu. Je-li podnikatelský plán ve společnosti vytvořen, odhadce zkoumá, zda předložené skutečnosti odpovídají reálné situaci. Podle Nemethyho (2011, s. 104) by každá firma měla mít podnikatelský plán vytvořen, jeho absence podle něj vypovídá o špatném řízení společnosti. Jestliže však podnik podnikatelský plán podnik sestaven nemá, je nutné, aby si jej oceňovatel vytvořil sám. Podnikatelský plán pak poskytne oceňovateli informace potřebné pro výpočet výnosu, který vstupuje do dalších propočtů. (Kislingerová, 2001, s. 97) Stejně tak Mařík (2011, s. 56) považuje za nejdůležitější výstup strategické analýzy vymezení výnosového potenciálu podniku, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku. Zatímco vnitřní potenciál podniku je dán jeho silnými a slabými stránkami, vnější potenciál se vyznačuje příležitostmi a hrozbami podnikatelského prostředí.

Strategický plán by měl obsahovat:

- **analýzu trhu** – zejména vymezení relevantního trhu, jeho velikosti, růstového potenciálu, atraktivity, závislosti na hospodářském cyklu, struktury účastníků trhu, intenzity konkurence, bariér vstupu a stanovení prognózy vývoje trhu;
- **analýzu konkurence** – jde především o stanovení tržního podílu, identifikaci hlavních konkurentů, určení síly podniku vůči konkurentům a analýzu vnitřního potenciálu podniku;
- **prognózu tržeb podniku** – tržby podniku vyvozuje z předchozích dvou kroků strategické analýzy a z dosavadního vývoje tržeb oceňovaného podniku. (Mařík, 2011, s. 58 – 95; Kislingerová, 2001, s. 97, 98)

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je nástroj sloužící ke zhodnocení finanční situace podniku. Pomocí tohoto nástroje lze zjistit, jak je podnik výkonný, jak efektivně využívá majetek nebo zda má vhodnou kapitálovou strukturu. Znalost finanční situace podniku je nezbytná pro finanční řízení nejen pro kontrolu minulosti, ale i k prognózování budoucího vývoje. (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 17)

Podle Korába, Peterky a Režňákové (©2007, s. 161) je nezbytné pro tvorbu finančního plánu analyzovat jak situaci v okolí podniku tak minulou a současnou situaci uvnitř podni-

ku. Pro potřeby finančního plánu se analyzují finanční výsledky, tzn. provádí se finanční analýza.

Výstupy finanční analýzy slouží jako zdroj informací nejen vlastníkům a manažerům, ale také investorům, obchodním partnerům, bankám, státním institucím, auditorům či odborné veřejnosti. Tyto subjekty můžeme členit na interní uživatele, externí uživatele a stát. (Fibírová a Šoljaková, 2005, s. 16, 17)

Při zpracování finanční analýzy se vychází především z **účetních výkazů**, avšak nesmíme opomenout ani informace od manažerů podniku či výroční zprávy. Při zpracování finanční analýzy musíme brát v úvahu, že data mohou obsahovat chyby či být záměrně zkreslená. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 33 – 35)

Rozvaha je výkaz sloužící k zachycení stavu aktiv a pasiv, tedy majetku a zdrojů jeho financování k určitému časovému okamžiku, ke kterému je sestavována (obvykle konec účetního období). (Sedláček, 2010, s. 33)

Výkaz zisků a ztrát zachycuje náklady a výnosy za jednotlivé činnosti, které vedly k dosaženému výsledku hospodaření za účetní období. Výsledek hospodaření se následně převádí do rozvahy. Výkaz zisků a ztrát je sestavován za použití tzv. akruálního principu. (Sedláček, 2010, s. 41)

Přehled o peněžních tocích zobrazuje stav peněžních prostředků na začátku a konci období a zároveň zobrazuje peněžní toky v průběhu daného období. Podle Sedláčka (2010, s. 48) se jedná o tzv. retrospektivní cash flow. Z důvodu sestavování výkazu zisků a ztrát za dodržení akruálního principu, je přehled o peněžních tocích důležitým zdrojem informací pro posouzení platební schopnosti podniku. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 35 – 49)

Příloha k účetní závěrce je dokument, který by měl doplnit informace k ostatním výkazům tak, aby si externí uživatelé mohli vytvořit správnou představu o finanční situaci a hospodaření podniku. Měla by obsahovat zejména informace o použitých účetních metodách, majetku pořízeném na leasing, podílech v jiných společnostech, rezervách, struktuře osobních nákladů, akvizicích, transakcích se spřízněnými stranami a mnohých dalších důležitých skutečnostech. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 35 – 49)

Pavelková a Knápková (2012, s. 26 – 41) člení ukazatele, které vychází z analýzy účetních výkazů na absolutní ukazatele, rozdílové ukazatele a poměrové ukazatele. Dále je možno analýzu doplnit výpočty ukazatelů kapitálového trhu, souhrnných ukazatelů či dalších uka-

zatelů, ke kterým patří například produktivita práce, podíl přidané hodnoty na tržbách, a jiné.

Absolutní ukazatele finanční analýzy využíváme k analýze položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Pomocí těchto ukazatelů lze zjistit především vývoj jednotlivých položek a struktura obou výkazů. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 26) Podle Grünwalda a Holečkové (2007, s. 54) mají absolutní ukazatele omezenou možnost porovnání mezi podniky, neboť jsou citlivé na velikost podniku. Doplníme-li však analýzu absolutních hodnot analýzou výkazů v procentuálním vyjádření, lze pak porovnávat údaje s konkurencí či s hodnotami v odvětví, čímž lze zjistit odchylky v majetkové a kapitálové struktuře. (Koráb, Peterka, Režňáková, ©2007, s. 162)

Rozdílové ukazatele využíváme zejména při analýze finanční situace podniku s orientací na likviditu. Nejpoužívanější rozdílový ukazatel je zřejmě čistý pracovní kapitál, který je vyjádřen rozdílem mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji. Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku financovaného dlouhodobými zdroji. Ukazatel by měl dosahovat kladných hodnot, neboť podnik by si měl zachovat potřebnou výši likvidních zdrojů k zajištění jeho platební schopnosti. Je důležité, aby pracovní kapitál byl držen ve formě likvidních prostředků. (Synek a Kislíngrová, 2015, s. 279, 280)

Poměrové ukazatele jsou považovány za nejdůležitější nástroj finanční analýzy, neboť umožňují získat rychlou představu o finančním zdraví podniku. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 27; Koráb, Peterka a Režňáková, ©2007, s. 162) Poměrové ukazatele patří k ukazatelům relativním, jejich konstrukce umožňuje porovnávat mezi podniky, neboť jejich citlivost na velikost podniku je nízká. Konstrukce a výběr ukazatelů je závislá na tom, co chceme měřit. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 54, 55)

Poměrové ukazatele členíme na ukazatele:

- **rentability** – jsou konstruovány jako poměr zisku k vlastnímu kapitálu, celkovému kapitálu, tržbám a podobně; vyjadřují výnosnost vloženého kapitálu, což je v tržním prostředí hlavní indikátor umístění kapitálu;
- **zadluženosti** – slouží k zobrazení struktury krytí aktiv podniku, zejména poměru mezi vlastními a cizími zdroji; podnik by se měl zaměřit na takový poměr vlastních a cizích zdrojů, který pro něj bude znamenat minimální náklady na kapitál; vzhledem k tomu, že cizí kapitál je obvykle levnější než vlastní, nemusí nulové zadluže-

ní znamenat optimální kapitálovou strukturu; na druhou stranu je třeba zohlednit riziko a finanční stabilitu podniku s vysokým zadlužením;

- **likvidity** – znamenají schopnost podniku hradit závazky; rozlišujeme několik ukazatelů likvidity, které poměřují jinak likvidní oběžná aktiva;
- **aktivity** – měří efektivitu využití aktiv v podniku; pomocí těchto ukazatelů je možné zjistit, zda podnik pracuje s přiměřeným množstvím aktiv vzhledem k jeho dosaženým výsledkům; ukazatele aktivity můžeme vyjádřit v podobě obratu nebo ve formě doby obratu; (Pavelková a Knápková, 2012, s. 27 – 34)

Zhodnotit celkový výsledek finanční analýzy lze rovněž za pomoci tzv. **souhrnných ukazatelů** finanční analýzy, které jsou podle Grünwalda a Holečkové (2007, s. 183) konstruovány jako soustavy několik poměrových ukazatelů, jimž jsou přiřazeny určité váhy. Výsledek se pak porovnává s tabulkovými hodnotami a pomáhá určit, zda je podnik náchylný k finanční tísní a podobně.

Podle Růčkové (2008, s. 73 - 82) lze rozeznat dvě kategorie souhrnných ukazatelů:

- bankrotní modely (Altmanovo Z-skóre, Index IN, Tafflerův model)
- a bonitní modely (Soustava bilančních analýz R. Douchy, Kralickův Quicktest, Tamariho model).

Synek a Kislíngrová (2015, s. 288) dodávají, že srovnání s konkurencí, tzv. benchmarking, je metoda používaná v posledních letech. K srovnání s konkurenčním podnikem nebo s celým odvětvím se využívá grafická metoda, tzv. **spider analýza**.

Pavelková, Knápková a Šteker (2013, s. 131) dodávají, že výstupem finanční analýzy je zhodnocení finanční situace podniku, poukázání na silné a slabé místa hospodaření a návrh doporučení pro zlepšení situace podniku.

2.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Finanční výkazy společnosti je třeba upravit tak, aby odrážely skutečné hospodářské výsledky společnosti, neboť podle Nemethyho (2011, s. 106) se tak děje jen zřídka.

Podnik při své činnosti využívá majetek, který lze členit na:

- provozně nutný
- a provozně nenutný.

Provozně nutný majetek je ten, který je v podniku využíván pro hlavní účel podnikání. Tento majetek se vyznačuje určitou strukturou a velikostí, včetně kapacitních rezerv.

Za **provozně nenutný majetek** je považován veškerý ostatní majetek, který není v podniku využíván k hlavní činnosti, případně se jedná o majetek, jehož velikost je neúměrná s přihlédnutím k provozním potřebám podniku. Provozně nepotřebná aktiva je potřeba vyčlenit z několika důvodů a to bez ohledu na to, zda z tohoto majetku plynou do podniku příjmy či nikoliv. Tato aktiva by měla být oceněna samostatně s ohledem na to, jaké další využití jejich vlastníci předpokládá – prodej, pronájem, likvidace.

Za provozně nepotřebná aktiva lze považovat například:

- nevyužité pozemky či budovy,
- nadměrné množství peněžních prostředků či zásob,
- dlouhodobě držené cenné papíry (akcie) bez dividend,
- nedobytné pohledávky či pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku,
- a další.

S provozně nenutným majetkem je třeba vyloučit i výnosy a náklady s nimi spojené. Mezi nejčastější patří:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku,
- odpisy související s budovami a zařízeními, které neslouží k hlavní činnosti podnikání.

Jiná situace nastává, jestliže jsme se rozhodli některé cenné papíry ponechat v provozně nutném majetku. V tomto případě je nutné přičíst k výsledku hospodaření i výnosy související s těmito cennými papíry.

Takto upravený hospodářský výsledek, jenž je výsledkem hospodaření plynoucím z využití provozně nutného majetku, označujeme jako **korigovaný výsledek hospodaření**. (Mařík, 2011, s. 118 - 123)

2.5 Analýza generátorů hodnoty

I přesto, že oceňovací modely mohou být naplněny mnoha detailními informacemi, Damodaran (c2011, s. úvod) říká, že hodnota podniku je silně závislá pouze na několika **generátorech hodnoty**, které se liší podnik od podniku. Podle Maříka (2011, s. 125) se generátorem hodnoty rozumí „*soubor několika základních podnikohospodářských veli-*

čin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku“ a obvykle se určují v souvislosti s konkrétním přístupem k ocenění podniku.

Koller (c2011, s. 15, 24) říká, že podnik tvoří hodnotu pro vlastníky tím, že investuje peníze dnes, aby vydělal více peněz v budoucnu. Z pohledu generátorů hodnoty tvrdí, že cokoliv co nevede ke zvýšení cash flow, netvoří hodnotu.

Podstata generátorů hodnoty při oceňování podniku je dle Maříka (2011, s. 126) ta, že jsou to veličiny, které významným způsobem ovlivňují peněžní tok do podniku. Hodnota podniku je pak určena na základě tohoto peněžního toku. Důležité je tedy zaměřit se při ocenění a tvorbě finančního plánu především na ty hodnoty, které jsou pro ocenění podstatné – generátory hodnoty. Toto specifické zaměření však neznamená zjednodušení, ale možnost hlouběji se zaměřit na podstatné položky.

Mezi generátory hodnoty Mařík (2011, s. 125,126) řadí:

- tržby a jejich růst,
- marži provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do provozně nutného majetku,
- diskontní míru,
- způsob financování,
- a dobu existence podniku.

Podle Kollera (c2011, s. 79) je podstatné pro tvorbu hodnoty dosažení určité rovnováhy mezi růstem a návratností investovaného kapitálu.

2.6 Sestavení finančního plánu

Plánování je činnost, při které dochází k formulaci cílů podnikání s prostředky, které by měly pomoci k dosažení daného cíle. Zejména v dnešní době tržní ekonomiky je plánování v podniku nezbytná činnost, neboť omezuje rizika. Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 210, 214) není výstupem finančního plánování minimalizace rizika, ale jejich odhalení a přijetí opatření k jejich účinnému řízení. Proces plánování vychází z pečlivé analýzy a ohodnocení historických skutečností a směřuje k odhadu možných příležitostí a hrozeb v budoucnosti. Podle těchto autorek je plánování kontinuální procesem, jehož výstupem jsou plány sestavené na klouzavém a variantním principu.

Plánování je na druhou stranu spojeno i s kritikou, která říká, že jde o přežitek doby socialistu, a že tržní ekonomika a její zákon nabídky a poptávky signalizuje teprve až ex post čeho je nadbytek a čeho nedostatek. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 231, 232)

Formulaci cílů a strategií předchází analýza vnitřního a vnějšího potenciálu vývoje podniku, ke které lze podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 211) využít:

- SWOT analýzu,
- Porterův model pěti sil,
- finanční analýzu,
- PEST analýzu,
- Informace a podklady pro zpracování prognóz,
- benchmarking.

Podle Brigham a Ehrhardta (2014, s. 489) je finanční plánování úzce spojeno s tzv. free cash flow (volné cash flow). Provozem podniku je dosahováno volného cash flow a ve finančním plánu je stanoveno, jak tohoto volného cash flow podnik využije. Finanční plán musí podle těchto autorů zahrnovat dividendovou politiku a kapitálovou strukturu podniku.

Finanční plán dělíme na:

- dlouhodobý finanční plán – strategický,
- a krátkodobý finanční plán – operativní.

Strategický finanční plán slouží zejména pro finanční zabezpečení strategického plánu podniku vnějšími či vnitřními zdroji tak, aby byla zachována finanční stabilita podniku. Podle Sedláčka (2010, s. 138) se do dlouhodobého finančního plánu přenášejí dlouhodobá kapitálová rozhodnutí a investiční rozhodnutí podniku. Grünwald a Holečková (2007, s. 242) považují dlouhodobý finanční plán za základ finančního plánování, který určuje finanční politiku podniku na plánované období.

Základem pro sestavení strategického finančního plánu je plán prodeje a marketingu, ve kterém je vyjádřen odbyt jednotlivých produktů. Vycházíme z předpokladu, že pro většinu podniků tvoří úzké místo právě odbyt. Na tento plán navazují další plány – plán výroby, zásobování, investic či personální plán. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 212, 213; Brigham a Ehrhardt, 2014, s. 511)

Grünwald a Holečková (2007, s. 242) dodávají, že menší podniky si často vystačí pouze s posouzením dosavadní finanční politiky s alespoň finančním kalendářem v menším rozsahu.

Strategický finanční plán sestává z:

- plánovaného výkazu zisku a ztráty,
- plánované rozvahy,
- plánovaného přehledu cash flow. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 213)

Sedláček (2010, s. 145) dodává k těmto dokumentům navíc ještě rozpočet investičních výdajů a rozpočet dlouhodobého externího kapitálu.

Operativní finanční plán vychází ze strategického finančního plánu a je zaměřen na krátkodobá finanční rozhodnutí podniku. (Sedláček, 2010, s. 147) Operativní plán může být sestaven na libovolně dlouhé období, avšak obvyklá doba je 5 let. V prvním roce je plán velmi detailní a jeho podrobnost s přibývajícím rokem v plánu klesá. (Brigham a Ehrhardt, c2014, s. 489)

Kostrou finančního plánu jsou podle Maříka (2011, s. 150) položky hlavního provozu podniku, které ovlivňují hodnotu podniku - generátory hodnoty.

K vypracování kompletního finančního plánu je však ještě potřeba doplnit o:

- plán financování – jedná se o splátky úvěrů, nové úvěry, apod.; je potřebný mimo jiné i pro stanovení nákladů na kapitál;
- méně významné položky – jsou to ty položky, které nepovažujeme za generátory hodnoty, avšak jejich doplnění poslouží k zajištění kontinuity časové řady;
- položky nesouvisející s hlavním provozem podniku – tyto položky je vhodné doplnit zejména z důvodů kontinuity časové řady a dotvoření celkového obrazu o podniku pro oceňovatele;
- výplaty dividend, podílů na zisku,
- formální dopočty – jde o dopočty, které v jednotlivých dílčích plánech nebyly počítány; (Mařík, 2011, s. 150, 151)

3 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Cílem této diplomové práce je ocenit zvolený podnik výnosovými metodami oceňování, z tohoto důvodu budou v této kapitole rozebrány výnosové metody oceňování podrobněji.

Výnosové metody oceňování jsou založeny na předpokladu, že hodnota podniku je určena očekávaným (budoucím) užitekem pro investora. V případě podniku se užitek investora rozumí výnosy, které mohou mít různou povahu. Může se jednat například o zisk, dividendy, volné peněžní toky, které diskontujeme na současnou hodnotu nebo i o ekonomickou přidanou hodnotu. Racionálně-chovající se investor navíc zvažuje i alternativní variantu investice – náklady ušlé příležitosti. (Kislingerová, 2001, s. 145) Schopnost generovat výnosy je podle Allmana (2010, s. 39) jedním z nejpodstatnějších prvků pro ocenění. Přebytek výnosů nad náklady tvoří hodnotu pro věřitele (v podobě úroků), vlastníky (ve formě dividend) nebo může zůstat v podniku, čímž dochází opět k růstu hodnoty vlastníků.

Na základě odlišného pojetí výnosů rozlišujeme několik metod ocenění. Do skupiny výnosových metod tak řadíme:

- Metodu diskontovaných peněžních toků,
- Metodu kapitalizovaných čistých výnosů,
- Metodu ekonomické přidané hodnoty.

Dle Maříka (2011, s. 163, 164) se výnosy vstupující do ocenění z praktického hlediska mohou modifikovat. Ke kritériím pro konkrétní modifikaci výnosů patří:

- **kategorie hledané hodnoty** – zvažujeme očekávané výnosy a diskontní sazbu, které by měly odpovídat kategoriím hodnoty – tržní, investiční, objektivizované;
- **způsob kalkulace cen** – rozlišujeme kalkulaci ve stálých cenách (v cenách k datu ocenění, kdy očistíme diskontní sazbu o inflaci, a kalkulaci v běžných cenách, kdy diskontní sazbu neočišťujeme o inflaci, ale vyjadřujeme v její nominální hodnotě);
- **způsob kalkulace daní** – buď nezahrnujeme do výpočtů daně vůbec, nebo počítáme se zdaněním na úrovni společnosti či na úrovni společnosti i subjektu, pro který je ocenění určeno;

3.1 Metoda diskontovaných cash flow

Metoda diskontovaných cash flow je principiálně základní výnosovou metodou. I přesto je však dle Kislingerové (2001, s. 157) metoda hojně využívána zejména v anglosaských zemích a v praxi českých podniků má rovněž své opodstatnění. Rovněž Allman (2010, s. 1) souhlasí s tím, že metoda je velmi často využívána v mnoha oblastech financí. Založena je na předpokladu, že užitek z aktiva (podniku) má podobu peněžních toků - příjmů. (Mařík, 2011, s. 164)

Kislingerová (2001, s. 157) upozorňuje na fakt, že tato metoda ocenění pracuje se zjednodušenými předpoklady, mezi které patří:

- efektivní kapitálové trhy,
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním kapitálem a dluhem,
- počítáme pouze s daní z příjmů,
- podnik neustále investuje do výše odpisů.

Existují tři techniky výpočtu, které se navzájem liší tím, pro koho je peněžní tok určen:

- metoda **DCF Entity**,
- metoda **DCF Equity**,
- metoda **APV** (upravená současná hodnota). (Kislingerová, 2001, s. 160; Mařík, 2011, s. 165)

Kislingerová (2001, s. 167, 168) dodává, že při práci s jednotlivými modely metody diskontovaných peněžních toků navíc pracujeme s **fázemi růstu podniku**. Lze tak rozlišit:

1. **Model pro stabilní růst** – pouze jedna fáze stabilního růstu podniku.
2. **Dvoufázový propočet** – rozlišuje dvě fáze růstu podniku, a sice – fázi vysokého růstu a fázi stabilního růstu.
3. **Třífázový propočet** – rozlišuje tři fáze růstu podniku, a to – fázi mimořádného růstu, přechodné období a fázi stabilního růstu.

Správná délka jednotlivých fází není určena žádným pravidlem a závisí tak na odhadu oceňovatele. Mařík (2011, s. 179) však upozorňuje na fakt, že v případě dvoufázového propočtu a stanovení první fáze v délce 5 let, se pohybuje podíl pokračující hodnoty (druhé fáze ve dvoufázovém propočtu) na celkové zjištěné hodnotě podniku na úrovni až 80 %. Z tohoto důvodu je třeba pečlivě zvážit délku jednotlivých období.

První fáze růstu podniku se však podle Kislingerové (2001, s. 169) obvykle pohybuje v evropských zemích mezi 3 a 6 lety, zatímco v USA je délka tohoto období 5 až 20 let. Podle Maříka (2011, s. 179) je tento stav způsoben opatrností evropských autorů. Kislingerová (2001, s. 169) uvádí, že určitou zjednodušenou pomůckou pro oceňovatele by mohl být vztah odpisů a investic:

- Jestliže jsou odpisy vyšší než investice, pak se nachází podnik ve fázi růstu.
- V případě že se odpisy rovnají investicím, podnik se nachází ve fázi stabilizace.
- Když jsou odpisy nižší než investice, podnik je ve fázi poklesu.

Podle Maříka (2011, s. 179 - 181) lze délku období první fáze určit na základě:

- toho, zda podnik tvoří novou hodnotu (ekonomická přidaná hodnota je kladná),
- fáze životního cyklu podniku,
- hospodářského cyklu,
- závislosti na dosažení rovnováhy,
- nebo v závislosti na délce podnikových plánů.

3.1.1 DCF Entity

Základní a nejpoužívanější metodou je metoda DCF Entity. Metoda počítá s peněžním tokem, který je k dispozici **vlastníkům i věřitelům**, čímž se odlišuje od metody DCF Equity. (Mařík, 2011, s. 165, 166) Kislingerová (2001, s. 170) dodává, že tato metoda se jeví v podmínkách České republiky vhodnější oproti metodě DCF Equity.

Pomocí této metody lze stanovit hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto) a následně hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto) tím, že od hodnoty brutto odečteme hodnotu cizího kapitálu.

Hodnota podniku jako celku je však myšlena nikoliv na úrovni hodnoty bilance rozvahy, ale na úrovni hodnoty investovaného kapitálu, který zjistíme úpravou rozvahy. Potřeba zjištění hodnoty investovaného kapitálu plyne rovněž z potřeby stanovit náklady na tento investovaný kapitál. (Mařík, 2011, s. 165, 166)

Jak již bylo zmíněno, výchozím základem pro tuto metodu ocenění jsou peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům (dividendy) a věřitelům (splátky + úroky). Pro potřeby oceňování je však důležité počítat pouze s těmi peněžními toky, které je možné z podniku odejmout, aniž by byla narušena jeho funkce – zachování principu going concern. Druhá fáze

stanovení tzv. **volného peněžního toku** (Free Cash Flow) je odečet investic, které jsou potřebné pro dosažení peněžních toků v budoucnu. Princip výpočtu volného cash flow je znázorněn ve schématu v tabulce 1. (Mařík, 2011, s. 170)

Tabulka 1: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF Entity (Mařík, 2011, s. 170)

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním
2.	-	Upravená daň z příjmů
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v korigovaném VH a nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok provozní
7.	-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
8.	-	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
9.	=	Volný peněžní tok (FCF – Free Cash Flow)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH), ze kterého vycházíme je stanoven v souladu s několika zásadami. Mezi tyto zásady Mařík (2011, s. 171) řadí:

- KPVH obsahuje náklady na cizí kapitál.
- KPVH neobsahuje jednorázové položky.
- KPVH neobsahuje náklady a výnosy související s provozně nenutným majetkem.

Pro stanovení hodnoty podniku lze využít následující vztah:

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

kde: FCFF_t volný peněžní tok v roce t

i_k kalkulovaná úroková míra

n počet let plánované existence podniku

Podle Maříka (2011, s. 178) je předpokladem princip going concern, tedy předpoklad trvalého fungování podniku. V tomto případě je však téměř nemožné stanovit cash flow ve všech letech existence podniku. V praxi to lze vyřešit již zmiňovanou **dvoufázovou metodou propočtu**, která má pro metodu DCF Entity tvar:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2)$$

kde:	FCFF	volný peněžní tok v roce t
	T	délka první fáze růstu podniku (v letech)
	PH	pokračující hodnota
	i_k	kalkulovaná úroková míra (na úrovni průměrných vážených nákladů)

Někdy je podle Maříka (2011, s. 200) možné se setkat i s **třífázovým propočtem**, který mezi fází vysokého růstu podniku a stabilní růstu začleňuje fázi přechodnou. Tato přechodná fáze znamená zpomalující se vysoký růst podniku. Volné peněžní toky pro přechodnou fázi určujeme pomocí ročního tempa růstu. Vzorec pro třífázový propočet je dán následujícím vztahem:

$$H_b = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} \cdot (i_k - g)} \quad (3)$$

kde:	FCF	volný peněžní tok
	i_k	kalkulovaná úroková míra
	g	stabilní tempo růstu třetí fáze
	T1	délka fáze rychlého růstu (počet let)
	T2	délka fáze rychlého růstu a fáze přechodu (počet let)

POKRAČUJÍCÍ HODNOTA

Stanovíme-li délku první fáze, je třeba stanovit i druhou fázi, po kterou předpokládáme stabilní růst volného cash flow. Způsoby stanovení pokračující hodnoty uvádí Mařík (2011, s. 183) dva, a to pomocí:

- Gordonova vzorce,
- a Parametrického vzorce.

Pomocí **Gordonova vzorce** spočítáme pokračující hodnotu jako současnou hodnotu nekonečně rostoucí časové řady peněžních toků druhé fáze růstu podniku. Podmínkou platnosti

vzorce je, aby kalkulovaná úroková míra převyšovala plánované tempo růstu volného peněžního toku. Gordonův vzorec je dán následujícím vztahem:

$$PH \text{ v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (4)$$

kde:	FCFF	volný peněžní tok
	T	poslední rok prognózovaného období
	i_k	kalkulovaná úroková míra (na úrovni průměrných vážených nákladů)
	g	plánované tempo růstu volného peněžního toku ve druhé fázi

Druhou možností stanovení pokračující hodnoty je užití **parametrického vzorce**. Tento vzorec je založen na generátorech hodnoty. Jako generátory hodnoty využívá tempo růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření sníženého o upravené daně a očekávanou rentabilitu nových (čistých) investic. Parametrický vzorec je určen následujícím vztahem:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (5)$$

kde:	$KPVH_{T+1}$	korigovaný výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy
	r_I	rentabilita čistých investic
	g/r_I	míra investic
	i_k	kalkulovaná úroková míra (na úrovni průměrných vážených nákladů)

Podle Maříka (2011, s. 199, 200) lze určit pokračující hodnotu podniku i pomocí jiných způsobů než je diskontování příjmů. K těmto způsobům patří:

- likvidační hodnota,
- substanční hodnota,
- multiplikátor P/E,
- násobitel tržní cena/účetní hodnota vlastního kapitálu,
- účetní hodnota.

Ke stanovení **výsledné hodnoty podniku** je potřeba ještě provést tyto kroky:

1. Od hodnoty podniku brutto odečíst hodnotu úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění podniku.

2. Příklad hodnotu provozně nutných aktiv ke dni ocenění podniku. (Mařík, 2011, s. 201)

3.1.2 DCF Equity

Druhým typem metody ocenění podniku diskontovaných cash flow je DCF Equity. Tato metoda počítá na rozdíl od DCF Entity pouze s peněžním tokem, který je k dispozici **pouze vlastníkům**.

Metoda již nevychází z hodnoty podniku jako celku, ale diskontováním peněžních toků zjišťujeme přímo hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto). (Mařík, 2011, s. 165)

Metoda DCF Equity se liší od metody DCF Entity způsobem stanovení volného cash flow, diskontní mírou i zjištěným výsledkem. (Mařík, 2011, s. 210)

Princip výpočtu volného cash flow je znázorněn v tabulce 2.

Tabulka 2: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF Equity (Mařík, 2011, s. 205)

1.		Korigovaný provozní výsledek hospodaření po odpočtu upravené daně z příjmů
2.	+	Odpisy
3.	+	Ostatní náklady započtené v korigovaném VH a nejsou výdaji v běžném období
4.	-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
5.	-	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
6.	=	Volný peněžní tok (FCF) na úrovni podniku
7.	-	Úroky z cizího kapitálu (po snížení o daňový štít)
8.	-	Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+	Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	=	Volný peněžní tok (FCFE) na úrovni vlastníků

Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody DCF Equity se užívá následujícího vztahu (Mařík, 2011, s. 206):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (6)$$

kde: FCFE volný peněžní tok v roce t

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni vlastního kapitálu při dané míře zadlužení

g předpokládané tempo růstu ve druhé fázi

3.1.3 Diskontní míra

Důležitou roli při výpočtu hodnoty podniku hraje u modelů DCF diskontní míra. Jejím úkolem je především budoucí výnosy diskontovat a převést na současnost, vyjádřit očekávanou míru výnosnosti a míru rizika. Diskontní míru lze spočítat vícero způsobů. Jaký konkrétní způsob bude zvolen, závisí na metodě, pomocí které podnik oceňujeme. (Kislingerová, 2001, s. 174)

Mařík (2011, s. 206) uvádí následující:

- Diskontní míru stanovenou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) užíváme pro ocenění metodou DCF Entity.
- Diskontní míru stanovenou na úrovni nákladů vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení podniku užíváme pro ocenění metodou DCF Equity.
- Diskontní míru stanovenou na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení podniku užíváme pro ocenění metodou DCF APV.

Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Jak již bylo zmíněno, průměrné vážené náklady kapitálu užívá při ocenění metoda DCF Entity, která počítá s peněžními toky, které jsou k dispozici pro vlastníky i věřitele. Tomu musí odpovídat i zvolená diskontní míra, která pracuje jak s úrokem (cena za použití kapitálu věřitelů) i s požadovaným výnosem akcionářů (vlastníků). (Kislingerová, 2001, s. 174)

Průměrné vážené náklady kapitálu lze spočítat podle následujícího vztahu (Pavelková a Knápková, 2012, s. 63; Vochozka, 2011, s. 122):

$$WACC = n_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK} \cdot \frac{VK}{K} \quad (7)$$

kde:	n_{CK}	náklady na cizí kapitál
	d	sazba daně z příjmů
	CK	tržní hodnota cizího kapitálu
	n_{VK}	náklady na vlastní kapitál
	VK	tržní hodnota vlastního kapitálu

K tržní hodnota celkového kapitálu ($K = CK + VK$)

WACC odrážejí průměrnou cenu, kterou podnik platí za kapitál, kterým je financován. Celkový výsledek je závislý nejen na nákladech na vlastní a cizí kapitál, ale i na struktuře kapitálu, který podnik využívá. (Kislingerová, 2001, s. 174, 175)

Vymezení nákladů na vlastní kapitál

Stanovit náklady na vlastní kapitál je možné více způsoby. Mezi nejčastější patří stanovení pomocí:

- modelu CAPM,
- a stavebnicové metody.

Model CAPM je v praxi používán nejvíce, avšak současně je nejvíce kritizován v souvislosti s reálností základních předpokladů, na nichž je založen. (Kislingerová, 2001, s. 188) Model bere při stanovení nákladů na vlastní kapitál v potaz bezrizikovou úrokovou míru, výnosnost trhu a nediverzifikovatelné riziko. (Allman, 2010, s. 3)

Podle Maříka (2011, s. 216) obsahuje důležitý prvek, tzv. přímkou cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru. Tato očekávaná výnosnost je pak použita jako náklad vlastního kapitálu podniku. Střední očekávaná výnosnost cenného papíru je dána následujícím vztahem:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \cdot \beta_A \quad (8)$$

kde: $E(R_A)$ střední očekávaná výnosnost cenného papíru

r_f bezriziková výnosnost

$E(R_m)$ střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

β_A beta koeficient cenného papíru A

$[E(R_m) - r_f]$ tržní riziko

Determinací úrokové sazby na trhu se zabývá mnoho ekonomických teorií. Podle Maříka (2011, s. 218) však neexistuje žádné aktivum, jehož výnos by nebyl zatížen rizikem. Obvykle se však doporučuje využít ke stanovení **bezrizikové úrokové míry** dlouhodobé státní dluhopisy, které jsou i v praxi užívány nejčastěji. (Kislingerová, 2001, s. 191 – 193) Podle Maříka (2011, s. 218) je vhodné použít takové státní dluhopisy, jejichž doba splat-

nosti odpovídá době životnosti podnikových aktiv. V podmínkách České republiky tak hledáme státní dluhopisy, jejichž doba splatnosti je 10 let a více.

Měřítkem nediversifikovatelného rizika v modelu CAPM je **koeficient β** . Podle Maříka (2011, s. 222-224) existují různé přístupy, jak stanovit tento koeficient. K možným způsobům patří například odhad na základě historických hodnot, metodou analogie nebo na základě analýzy působících faktorů. Nejvhodnější pro naše podmínky se jeví metoda analogie, která vychází z myšlenky převzetí parametru β od jiných podniků, avšak je nutno vypořádat se s jistými odlišnostmi – kapitálová struktura, obchodní riziko. Koeficient β lze vyjádřit tímto vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot \left(1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK} \right) \quad (9)$$

kde:	β_Z	β vlastního kapitálu zadluženého podniku
	β_N	β vlastního kapitálu nezadluženého podniku
	d	sazba daně z příjmů
	CK	cizí kapitál
	VK	vlastní kapitál

Koeficienty nezadlužené β uvádí například profesor Damodaran na svých webových stránkách.

Stavebnicová metoda

V Evropě jsou častěji využívány ke stanovení nákladů na vlastní kapitál stavebnicové metody. Jejich princip spočívá v přiřítání jednotlivých dílčích přírážek za rizika k riziku bezrizikovému. V praxi se vyskytuje více vzorců, podle kterých je možné dospět k výsledku. Kislingerová (2001, s. 200) uvádí jako základní vzorec následující:

$$r_e = r_f + r_o + r_{f_r} + r_l \quad (10)$$

kde:	r_f	bezriziková výnosnost
	r_o	přirážka za obchodní riziko
	r_{f_r}	přirážka za finanční riziko
	r_l	přirážka za sníženou likviditu (v případě, že akcie ji mají sníženou)

Ministerstvo průmyslu a obchodu využívá při svých analýzách pro výpočet nákladů na vlastní kapitál svou metodu stavebnicového modelu podle následujícího vztahu (Metodika INFA, ©2005):

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} \quad (11)$$

kde:	r_f	bezriziková výnosnost
	r_{LA}	přirážka za velikost podniku
	$r_{podnikatelské}$	přirážka za produkční sílu
	$r_{finstab}$	přirážka za finanční stabilitu
	r_{finstr}	přirážka za riziko dělení produkční síly

3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Dalším základním modelem, pomocí kterého lze přímo stanovit hodnotu podniku je metoda kapitalizovaných čistých výnosů (zisků). Metoda je hojně rozšířena zejména v německy mluvících zemích. (Mařík, 2011, s. 257)

Princip této metody spočívá v tzv. trvale udržitelné úrovni zisku podniku, kterou diskontujeme mírou kapitalizace. Pro stanovení hodnoty podniku lze vyjít z následujícího vzorce věčné renty (Kislíngrová, 2001, s. 153):

$$HP = \frac{e_z}{r} \quad (12)$$

kde:	HP	hodnota podniku
	e_z	trvale dosažitelný zisk
	r	míra kapitalizace

Jedná se o metodu, pomocí které zjistíme přímo hodnotu netto, z čehož plyne, že musíme vycházet z výnosů plynoucím pouze vlastníkům. Mařík (2011, s. 257) rozlišuje dva typy této metody podle toho, jak jsou chápány čisté výnosy:

- varianta 1 – výnos podniku je dán jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, tzn. že zde vycházíme z peněžních toků; v tomto případě je možné tuto metodu ztotožnit s metodou DCF Equity;

- varianta 2 – výnos podniku je dán upravenými výsledky hospodaření, tedy jako rozdíl mezi výnosy a náklady; tato metoda byla zpracována institutem auditorů a vychází tedy více z praxe;

Vzhledem k tomu, že tato metoda vznikla v německy mluvících zemích, je pro ni příznačné, že je založena na určitých principech (obecně přijímané zásady), avšak postup výpočtu je obdobný jako u jiných výnosových metod. V jednotlivých krocích je tedy třeba provést:

1. analýzu dosavadních výsledků hospodaření a jejich úpravu,
2. sestavení plánu budoucích výsledků hospodaření,
3. kalkulaci úrokové míry,
4. výpočet výnosové hodnoty. (Mařík, 2011, s. 259 – 263)

Metoda pracuje především s dosaženou výkonností podniku v minulých letech, proto je nezbytné provést důkladnou analýzu historické úrovně zisku a výkazu zisků a ztrát. (Kislingerová, 2001, s. 153, 154) Rovněž Mařík (2011, s. 264) uvádí, že je třeba u této metody klást dostatečný důraz na úpravu minulých účetních výkazů. Tato úprava má za cíl:

- zjistit skutečné výsledky hospodaření, které by mohly být rozděleny,
- zajistit srovnatelnost minulosti a budoucnosti tak, aby minulé výsledky mohly sloužit jako základna pro plánování budoucích výsledků.

Již v samotném postupu stavení hodnoty podniku touto metodou je podle Maříka (2011, s. 265) třeba rozlišovat, zda budeme určovat hodnotu podniku pomocí:

- paušální metody,
- nebo analytické metody.

Analytická metoda je obdobou metody DCF. Podstatou analytické metody je prognóza budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Rozdílem oproti metodě DCF se stávají upravené budoucí výsledky hospodaření, které používáme namísto peněžních toků jako u metody DCF. Konkrétní postup při získávání vstupních dat však záleží na tom, zda je ocenění prováděno se subjektivním nebo objektivizovaným přístupem. Analytickou metodou je možné spočítat hodnotu podniku, pro který plánujeme trvalou existenci i omezenou živostnost. (Mařík, 2011, s. 270, 271)

Paušální metoda je druhou možností stanovení hodnoty podniku a to zejména tehdy, když je obtížné stanovit prognózu budoucích výsledků. Týká se to především podniků, jejichž budoucnost je nejistá. Ocenění za použití paušální metody je založeno na předpokladu,

že podnik bude v budoucnu dosahovat alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti. (Mařík, 2011, s. 271, 272)

Jako vážený průměr upravených čistých výsledků hospodaření minulého období spočítáme trvale odnímatelný čistý výnos následovně (Mařík, 2011, s. 273):

$$TO\check{C}V = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \cdot \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (13)$$

kde:	TOČV	trvale odnímatelný čistý výnos
	$\check{C}V_t$	čistý výnos minulého období
	q_t	váhy, které určují významnost minulého čistého výnosu pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu
	K	počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Hodnota podniku stanovená paušální metodou je pak vypočítána podle následujícího vztahu (Mařík, 2011, s. 273):

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

kde:	H_n	hodnota podniku netto
	TOČV	trvale odnímatelný čistý výnos
	i_k	kalkulovaná úroková míra

3.3 Kombinované výnosové metody

Kombinované výnosové metody jsou založeny na kombinaci více oceňovacích metod. Jsou používány především k syntéze výsledků ocenění. Kislingerová (2001, s. 237 – 240) uvádí tyto kombinované metody:

- Schmalenbachova metoda (metoda střední hodnoty),
- metoda vážené střední hodnoty,
- a metoda nadzisku (superzisku).

Schmalenbachova metoda je kombinací výnosových a majetkových metod ocenění. Podstatou metody je tvrzení autora, že hodnota podniku je určena jak budoucími výnosy, tak vloženými aktivy. Obě složky jsou považovány v této metodě za rovnocenné a i přes

kritiku tohoto principu, je tato metoda v praxi často využívána. (Kislingerová, 2001, s. 237)

Metoda vážené střední hodnoty je metoda, která kombinuje opět výnosové a majetkové metody, avšak na rozdíl od Schmalenbachovy metody se zde přiřazuje váha hodnotě podniku stanovené substanční metodou. Můžeme se setkat s několika modifikacemi výpočtu. (Kislingerová, 2001, s. 238 – 240)

Metoda nadzisku je metoda analogická k metodě střední hodnoty, avšak odlišuje se užitím tzv. nadzisku (superzisku). Podstata nadzisku spočívá v tom, že podnik dle autora musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Metoda pak stanoví hodnotu podniku na základě kapitalizovaného nadzisku, který definuje jako rozdíl mezi ziskem, který lze dosáhnout investováním kapitálu bez rizika, a ziskem, který je produkován pomocí tohoto kapitálu podnikem. (Kislingerová, 2001, s. 240)

3.4 Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota je ukazatel, který se zejména v poslední době velmi rozšiřuje napříč ekonomickou teorií i praxí. Význam mezinárodních investorů se projevuje v tlaku na výkonnost firem a tím na shareholder value (hodnota pro akcionáře). Výsledkem je vznik nových ukazatelů, mezi něž patří tržní přidaná hodnota i ekonomická přidaná hodnota. (Synek a Kislingerová, 2015, s. 68, 69)

Ekonomická přidaná hodnota se dá využít jako měřítko výkonnosti podniku, při odměňování manažerů, při hodnocení investičních projektů a rovněž při oceňování podniků a akvizic. Jeho výhoda spočívá v odstranění některých nedostatků, které klasické výnosové ukazatele mají. (Mařík, 2011, s. 282; Pavelková a Knápková, 2012, s. 52, 53) Podle Růčkové (2008, s. 67) je ekonomická přidaná hodnota na rozdíl od poměrových ukazatelů obtížněji stanovitelná a rovněž nelze provést srovnání s jiným podnikem či odvětvím z důvodu jejího absolutního vyjádření.

Ekonomická přidaná hodnota vychází z ekonomického zisku, který je dán rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady. Součástí ekonomických nákladů jsou nejen účetní náklady, ale i tzv. oportunitní náklady - náklady ušlé příležitosti. Ekonomický zisk společnost získala svou činností po očištění o veškeré náklady na kapitál, tzn. cizí i vlastní. Ekonomickou přidanou hodnotu lze vyjádřit pomocí následujícího vztahu (Pavelková a Knápková, 2012, s. 52, Vochozka, 2011, s. 120):

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

kde:	EVA	ekonomická přidaná hodnota
	NOPAT	zisk z hlavní činnosti podniku po zdanění
	WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
	C	kapitál, který je vázán v provozně nutných aktivech

Abychom mohli přistoupit k samotnému výpočtu ekonomické přidané hodnoty, je nutné upravit účetní vstupní data tak, aby lépe vyjadřovala skutečný stav v podniku a nebyla podřízena různým legislativním požadavkům. Účetní model převádíme na model ekonomický. Tato úprava zahrnuje:

- úpravu rozvahy tak, abychom vymezili čistá operativní aktiva (NOA),
- a úpravu výkazu zisku a ztráty tak, abychom stanovili odpovídající zisk k hlavní činnosti podniku po zdanění (NOPAT). (Pavelková a Knápková, 2012, s. 56, 57)

Vymezení čistých operativních aktiv

Čistá operativní aktiva představují majetek podniku, který produkuje operativní zisk. Pro stanovení těchto aktiv se vychází z rozvahy, avšak je potřebné provést několik důležitých úprav. Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 58 – 61) tyto úpravy zahrnují:

- aktivaci chybějících položek rozvahy – jedná se o takové formy kapitálu, které mohou v budoucnu přinést podniku užitek, avšak zaúčtovány byly rovnou do nákladů; jedná se například o značku, vzdělávání pracovníku, reklama, výzkum a vývoj, atd.;
- aktivaci majetku pořízeného na leasing,
- úpravy na základě oceňovacích rozdílů u dlouhodobého majetku a oběžných aktiv,
- úpravu hodnoty aktiv tak, aby odpovídala ekonomické realitě; tato úprava spočívá v revizi odpisů a tzv. tichých rezerv;
- vymezení provozně nutných aktiv k zabezpečení hlavní činnosti podniku – tato úprava v sobě zahrnuje například vyloučení dlouhodobého finančního majetku nesusouvisejícího s hlavní činností podniku, vyloučení nedokončených investic, nevyužitých pozemků a budov, pohledávek nesusouvisejících s hlavní činností podniku, a další;
- snížení upravených aktiv o pasiva, která nenesou náklad – krátkodobé závazky, časové rozlišení pasivní, neúročené dlouhodobé závazky;

Vyčíslení čistého operativního zisku

Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je nutné vyčíslit čistý operativní zisk (NOPAT). Pro vyčíslení NOPAT se vychází z aktiv, které tvoří čistý operativní aktiva (NOA), neboť je potřeba zjistit operativní zisk, který je tvořen zapojením čistých operativních aktiv.

Při určování výše NOPAT lze vycházet z provozního výsledku hospodaření nebo z výsledku hospodaření z běžné činnosti. Jestliže vycházíme z výsledku hospodaření z běžné činnosti, je třeba provést několik úprav ke zjištění NOPAT. Tyto úpravy podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 62) zahrnují:

- přičtení (= vyloučení) placených úroků z finančních nákladů,
- vyloučení jednorázových položek (například odstupné zaměstnancům, prodej dlouhodobého majetku, apod.)
- vyloučení výnosů z provozně nepotřebných aktiv,
- vyloučení nákladů na výzkum a vývoj, na vzdělávání zaměstnanců, reklamu a další,
- revizi odpisů a tvorby a čerpání tichých rezerv,
- vyloučení výnosů a nákladů spojených s dlouhodobým finančním majetkem,
- úpravu výše daně z příjmů.

Podle Maříka (2011, s. 295) existuje více metod stanovení hodnoty podniku pomocí ekonomické přidané hodnoty. Obdobně jako u metody diskontovaných peněžních toků i zde můžeme rozlišovat varianty výpočtu ocenění:

- EVA Entity,
- EVA Equity,
- EVA APV.

V praxi je pak nejčastěji využívána metoda EVA Entity.

Základní schéma výpočtu je obdobné jako u metody diskontovaných peněžních toků:

Tabulka 3: Schéma výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA Entity (Mařík, 2011, s. 295)

1.		Tržní hodnota provozně potřebných aktiv
2.	+	Tržní hodnota ostatních aktiv
3.	-	Tržní hodnota úročených závazků
4.	=	Tržní hodnota vlastního kapitálu

Pro stanovení tržní hodnoty provozně potřebných aktiv je nutné k hodnotě provozně nutných aktiv přičíst **tržní přidanou hodnotu** (MVA – Market Value Added). Tato tržní přidaná hodnota je v podstatě pohledem do budoucna a představuje současnou hodnotu budoucích EVA. Tržní přidanou hodnotu lze spočítat dvěma způsoby (Mařík, 2011, s. 296):

- Jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou provozně nutných aktiv. Tento výpočet je však možné provést pouze u akciových společností, které jsou obchodované na trhu.
- Jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (= současná hodnota budoucích EVA).

Pro stanovení hodnoty podniku se obvykle užívá dvoufázová metoda. Hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto) zjistíme pomocí následujícího vztahu (Mařík, 2011, s. 297):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (16)$$

kde:	H_n	hodnota podniku netto
	EVA_t	ekonomická přidaná hodnota v roce t
	NOA_0	čistá operativní aktiva (k datu ocenění)
	NOA_{t-1}	čistá operativní aktiva (k předcházejícímu roku ocenění)
	$NOPAT_t$	operativní výsledek hospodaření v roce t
	T	počet let plánovaných EVA
	WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
	D_0	hodnota úročených dluhů (k datu ocenění)
	A_0	hodnota neoperativních aktiv (k datu ocenění)

Mařík (2011, s. 298) dodává, že při dodržení určitých podmínek, je hodnota podniku stanovená pomocí metody EVA i metody DCF stejná. K těmto podmínkám patří:

- použití stejného zisku,
- stanovení stejných průměrných vážených nákladů na kapitál,
- stanovení stejného investovaného provozně nutného kapitálu.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI

Vzhledem k citlivosti zde uvedených údajů si vedení společnosti nepřálo uvést název firmy v diplomové práci.

4.1 Základní informace o společnosti

Právní forma: společnost s ručením omezeným

Sídlo společnosti: Zlínský kraj

Oceňovaná společnost je podnik s ryze českou kapitálovou účastí. V současné době má pouze 4 společníky, jejichž vklady tvoří základní kapitál ve výši 270 tisíc korun. V čele společnosti stojí 2 jednatelé. Podnik vznikl v roce 1991 sloučením s jinou akciovou společností a za více než 20letou historii se stal významným dodavatelem ochranných pracovních oděvů a pomůcek téměř v celé České republice. Společnost má dobré zázemí v obchodní i poradenské sféře v oblasti ochranných pracovních pomůcek a bezpečnosti práce. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

V roce 2001 společnost obdržela za systém řízení kvality certifikát ISO 9001, na jehož základě byla přijata politika kvality. V této politice je zaměstnancům kladeno za cíl dosažení maximální spokojenosti s poskytovanými službami ze strany zákazníků prostřednictvím kvalitní, bezchybné a rychlé realizace jejich požadavků ze strany zaměstnanců. Norma přináší společnosti mnohé výhody, mezi něž patří například udržení vysoké úrovně poskytovaných služeb, možnost dosáhnouti vyšších tržeb a tržního podílu prostřednictvím správně nastavených podnikových procesů, zvýšení výkonnosti celé organizace nebo zvýšení důvěry veřejnosti a státních orgánů. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

Vzhledem k tomu, že společnost dlouhodobě zaměstnává více jak 50 % osob zdravotně znevýhodněných, je schopna poskytnout svým odběratelům tzv. náhradní plnění, což přináší společnosti konkurenční výhody. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

Společnost rovněž dbá o své dobré jméno a podporuje činnost okolních spolků, jimž poskytuje peněžní a nepeněžní dary. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

4.2 Předmět činnosti

Činnost společnosti lze dělit na hlavní a vedlejší.

Za hlavní předmět činnosti společnosti lze považovat obchodní činnost, tedy nákup a prodej zejména ochranných pracovních oděvů a pomůcek, pracovní obuvi, drogistického zboží a kancelářských potřeb. Současně však společnost vlastní i textilní a kožedělné dílny, ve kterých část objemu produkce sama vyrábí či dodatečně upravuje zákazníkovi na míru. Ke specifickým požadavkům patří například výšivka, potisk nebo termo-etiketa v podobě firemního loga. Vlastní výroba pak zahrnuje zejména výrobu rukavic, kožedělných výrobků a textilních výrobků. Společnost dodává své zboží a výrobky především obchodním společnostem (B2B), avšak pro spotřebitele (B2C) slouží hlavně velkoobchodní centrum umístěné v jedné z provozoven ve Zlínském kraji. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

Vedlejší předmět činnosti zahrnuje pronájem bytových a nebytových prostor ve Zlínském kraji. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

4.3 Důvod ocenění společnosti

Hlavním podnětem ke stanovení hodnoty společnosti je zájem vlastníků o znalost hodnoty jejich majetku. Společnost bude oceňována pro případ prodeje k 1. 1. 2016.

5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

5.1 Makroekonomické prostředí

Pro analýzu makroprostředí byla zvolena PEST analýza, která slouží k lepšímu pochopení faktorů působících na podniky. PEST analýza se zaměřuje na oblast politických a legislativních faktorů, ekonomických faktorů, sociálních a demografických faktorů a technologických faktorů.

5.1.1 Politické a legislativní faktory

S účinností od 1. ledna 2014 platí nový občanský zákoník a zákon o obchodních korporacích. Sladění společenských smluv s novou legislativou přineslo mnohým firmám komplikace a výdaje na právní služby. Změnám podlehl i úprava smluv, byly provedeny změny v orgánech společností, změny týkající se zakládání společností a v mnohých dalších oblastech. (PRK Partners s.r.o., 2014, s. 4 – 35) Nejružnější legislativní změny však podle webové aplikace Knihovny připravované legislativy probíhají prakticky neustále a je nutné se v těch relevantních orientovat. (Knihovna připravované legislativy, c2016)

Nejpodstatnější **z daňového hlediska** v roce 2015 je namísto sjednocení sazby daně z přidané hodnoty zavedení druhé snížené sazby daně z přidané hodnoty ve výši 10 %. Rovněž proběhlo i znovuzavedení slevy na poplatníka pro pracující důchodce. I přesto však došlo v roce 2015 k vyšším daňovým výnosům a to zejména díky hospodářskému růstu. (Ministerstvo financí, 2016, s. 11) S účinností od 1. ledna 2016 mají plátcí DPH ze zákona povinnost podávat elektronicky kontrolní hlášení k DPH. (Kontrolní hlášení k DPH, ©2013-2016) V roce 2016 se očekává zavedení nových instrumentů zabezpečujících snížení daňových úniků. Schválena již byla tzv. elektronická evidence hotovostních tržeb, která znamená, že každá platba v hotovosti bude prostřednictvím internetu okamžitě zaevidována do centrálního datového úložiště Finanční správy. Ministerstvo financí předpokládá, že tímto krokem dojde k zamezení daňových úniků a možnému budoucímu snížení daňové zátěže. (Ministerstvo financí, 2016, s. 11; E-tržby (EET), ©2016; Poslanci po 236 dnech přijali elektronickou evidenci tržeb, ©2016)

V lednu 2014 byla prvním přímo zvoleným prezidentem Milošem Zemanem jmenována nová koaliční vláda v čele s předsedou Bohuslavem Sobotkou. Volební období současné vlády končí v roce 2018. Vláda se zaměřuje mimo jiné na ozdravení veřejných financí, zamezení daňových úniků a nejnověji i migrační krizí. Pozitivně se jeví stabilizace zadlu-

žení vládního sektoru v roce 2015, o čemž vypovídá snížení úrokových výdajů o více než 12 %. Ministerstvo financí v témže roce přistoupilo k emisi dluhopisů se záporným výnosem do splatnosti. Vážněji se jeví konflikty na Blízkém východě a v severní Africe, které vyvolaly migrační krizi do Evropy, zejména pak do Německa. Ekonomický dopad podle ministerstva financí zatím není možné odhadnout. (Ministerstvo financí, 2016, s. 1, 11)

5.1.2 Ekonomické faktory

Hrubý domácí produkt utrpěl v roce 2012 a 2013 především kvůli doznívání následků finanční krize a kvůli dluhové krizi eurozóny (zejména Řecko). V následujícím roce se již začala ekonomika rozbíhat, a to dokonce nad evropským průměrem. Oslabená koruna pomohla i českým exportérům, i když růst dovozu přesahoval růst vývozu. Nepříznivě se jevil pokles nových zakázek pro automobilky v závěru roku. (Dubská, 2014) V druhém pololetí roku 2015 česká ekonomika zaznamenala výrazný růst podpořený měnovou politikou, značnými vládními investicemi, čerpáním prostředků z fondů EU (vliv na HDP asi +0,8 %), růstem zahraniční poptávky a poklesem cen pohonných hmot (vliv na HDP asi +0,9 %). Mnoho z těchto faktorů se však jeví jako jednorázové. (Holub, 2016; Ministerstvo financí, 2016, s. 1) Za hospodářským růstem stála spíše domácí poptávka než zahraniční obchod, kde pokračoval trend rychlejšího růstu dovozu nad vývozem. Na růstu se podílela všechna odvětví průmyslu. (Kermiet, 2016)

V roce 2016 se předpokládá mírnější růst hrubého domácího produktu přibližně na úrovni 2,7 % a to kvůli poklesu vládních výdajů z fondů Evropské unie. Naopak podpořit ekonomiku by měly stále nízké ceny pohonných hmot. (Ministerstvo financí, 2016, s. 1) ČNB předpokládá v roce 2017 ekonomický růst okolo 3 % způsobený především vyšší spotřebou domácností, růstem reálné mzdy a nízkými cenami komodit. (Holub, 2016) Ministerstvo financí předpokládá hospodářský růst v roce 2017 na úrovni 2,6 %. Což je oproti odhadu ČNB nižší růst než v roce 2016. Pro vývoj světového obchodu se negativně jeví zpomalování růstu čínské ekonomiky. Pro Českou republiku by však tento faktor neměl být rozhodující. Riziko představuje i volatilita a nejistota na finančních trzích související s poklesem cen komodit a nepříznivým vývojem čínské ekonomiky. Vzhledem k významné obchodní provázanosti české a německé ekonomiky by mohla představovat riziko kauza automobilky Volkswagen, která se týkala podvodů při měření emisí některých

dieselových motorů. Podle ministerstva financí však zatím nelze odhadnout možný dopad na ekonomiku ČR. (Ministerstvo financí, 2016, s. 1, 2)

Česká národní banka uplatňuje již od roku 1997 měnověpolitický režim cílování inflace. Od roku 2010 vyhlásila ČNB **inflační cíl 2 %** s tolerančním pásmem $\pm 1 %$, který trvá v současné době a ve kterém chce banka i nadále pokračovat. Jak je uvedeno v tabulce 4, inflační cíl se ve sledovaných letech držel v tolerančním pásmu až do roku 2014, kdy došlo k výraznému poklesu cen pohonných hmot. Kvůli těmto nízkým cenám pohonných hmot, poklesu cen potravin a lehkému poklesu regulovaných cen se nepodařilo naplnit inflační cíl ani v roce 2015, a to i přes devizové intervence ČNB. Podle prognóz ČNB se hladina inflace v roce 2016 a 2017 zvýší především díky růstu cen potravin zapříčiněnému globálním růstem cen zemědělských komodit. Prognóza však počítá s poklesem regulovaných cen kvůli snižování cen plynu pro domácnosti, což znamená, že se nepodaří naplnit 2% inflační cíl v roce 2016, nýbrž až v roce 2017. (Holub, 2016)

Obecná míra nezaměstnanosti se v letech 2011 až 2013 držela okolo 7 %. Počínaje rokem 2014 dochází k poklesu nezaměstnaných v důsledku příznivého vývoje ekonomiky. Navzdory zavedení vyšší minimální mzdy v lednu 2015 nezaměstnanost klesá. Tento klesající trend je očekáván i v následujících letech. (Ministerstvo financí, 2016, s. 1)

Klíčová **úroková míra** – 2T repo sazba je od listopadu 2012 na „technické nule“. K uvolnění měnových podmínek ČNB využila nástroje devizových intervencí, aby oslabil kurz koruny k euru na 27 CZK/EUR. Toto oslabení koruny způsobilo snížení koupěschopnosti domácí poptávky a mělo přeměřovat poptávku na domácí zboží a služby. Slabší kurz měl za úkol podpořit český export, čímž mělo dojít k podpoře investic firem. Oživení výroby následně přispělo k nárůstu zaměstnanosti a mezd – kupní síle spotřebitelů.

ČNB předpokládá tržní úrokovou sazbu na nízké úrovni i v roce 2016. To odráží předpoklad, že dvou týdenní repo sazba zůstane na „technické nule“ (0,05 %). Prognóza však předpokládá růst jak tržní úrokové míry PRIBORU, tak dvou týdenní repo sazby v roce 2017. (Holub, 2016) Průměr **výnosu desetiletých státních dluhopisů** za rok 2015 dosáhl hodnoty 0,5 %. Vzhledem k nízkým hodnotám referenčních sazeb ČNB a předpokládanému vývoji inflace jsou odhadovány i nadále nízké hodnoty dlouhodobých úrokových sazeb. V roce 2016 by se výnos desetiletých státních dluhopisů mohl pohybovat na úrovni 0,6 %. (Ministerstvo financí, 2016, s. 13)

Tabulka 4: Základní makroekonomické údaje v České republice (vlastní zpracování dle ČSÚ, ©2005; MFČR, 2016)

	2011	2012	2013	2014	2015	predikce	
						2016	2017
HDP ve stálých cenách (v mld. Kč)	4028,6	3995,4	3974,1	4052,8	4242,5	4358,6	4489,6
Růst reálného HDP	2,0 %	-0,8 %	-0,5 %	2,0 %	4,7 %	2,7 %	3,0 %
Inflace	2,1 %	3,5 %	1,4 %	0,4 %	0,3 %	1,1 %	1,8 %
Nezaměstnanost	6,8 %	7,0 %	7,1 %	6,2 %	5,2 %	4,5 %	4,4 %
Zaměstnanost	70,9 %	71,5 %	72,5 %	73,5 %	-	-	-
Běžný účet plat. bil. (v mld. Kč)	-85	-63	-22	26	45	95	70
Finanční účet plat. bil. (v mld. Kč)	-75	12	68	48	-	-	-
Měnový kurz CZK/EUR	24,59	25,15	25,98	27,54	27,28	27,10	-
2T repo sazba ČNB	0,75 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,70 %
3 M PRIBOR	1,2 %	1,0 %	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,9 %

5.1.3 Sociální a demografické faktory

Česká republika je považována za ekonomicky vyspělou zemi. Od roku 1995 je členem OECD – organizace, která sdružuje ekonomicky nejrozvinutější země světa. Jestliže posuzujeme životní úroveň země podle ukazatele HDP na obyvatele vyjádřeného v paritě kupní síly, pak se podle výzkumu OECD (PPPs and exchange rates, ©2016) řadí Česká republika spíše k těm chudším zemím OECD. V roce 2015 se umístila podle tohoto srovnání na 25. místě, avšak dosáhla nejlepšího výsledku ze zemí visegrádské skupiny. Pozitivním faktem pro občany je rostoucí trend reálné hrubé mzdy, což svědčí o postupném zvyšování životní úrovně obyvatel.

Počet obyvatel České republiky je ve sledovaných letech stabilní, s mírně rostoucím trendem. Problémem by však mohlo být stárnutí populace, se kterým se Česká republika potýká již nyní. Z tabulky 5 je vidět neustálý úbytek lidí ve věku 15 – 64 let, tedy lidí v produktivním věku, jejichž podíl v populaci je přibližně 70 % a stále se snižuje. Nepoměr v přírůstku kategorie ve věku 0 – 14 let a kategorie 65+ značí již zmiňované stárnutí populace a souvisí také mimo jiné se stále se rozšiřujícím trendem chování obyvatel, který je charakteristický odsouváním založení rodiny a narození potomka do vyššího věku rodičů. Tento jev má negativní vliv na sociální systém státu, který je tak nadměrně zatěžován vý-

dají zejména na starobní důchody. Současně je třeba zvyšovat i příjmovou stránku rozpočtu a to zejména zvyšováním sazeb a zefektivněním výběru daní a sociálního pojištění. Na druhou stranu stát se snaží podporovat rodiny s dětmi a porodnost, o čemž svědčí mimo jiné navrhované zvýšení částek daňového zvýhodnění na druhé a další dítě v roce 2016. (Přehled nejdůležitějších změn pro občany na rok 2016, 2016)

Co se týče vzdělání obyvatelstva, lze sledovat trend zvyšující se dosažené úrovně vzdělání. Při sčítání obyvatel v roce 2011 převažoval stupeň vzdělání střední včetně vyučení, kterého dosáhlo přibližně 38 % obyvatelstva. Díky systému vzdělávání, bezplatnému systému veřejných škol se zvyšuje počet lidí s vysokoškolským diplomem. V roce 2011 tak vysokoškolského vzdělání dosáhlo cca 13 % obyvatel. (Úroveň vzdělání obyvatelstva podle výsledků sčítání lidu, 2014)

Tabulka 5: Základní údaje o obyvatelstvu ČR (vlastní zpracování dle Ministerstva financí, 2016, s. 21, 42)

					predikce			
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Počet obyvatel k 1. 1.		10487	10505	10516	10512	10538	10550	10552
Růst věkové struktury	0 - 14	1,8 %	1,3 %	1,2 %	1,1 %	1,5 %	1,0 %	0,6 %
	15 - 64	-1,2 %	-0,9 %	-1,0 %	-1,1 %	-0,8 %	-0,9 %	-0,9 %
	65 +	2,4 %	3,9 %	3,9 %	3,3 %	3,0 %	2,9 %	3,0 %
Průměrná hrubá mzda		24455	25067	25035	25607	26500	27600	28800
Průměrná hrubá mzda		20884	20717	20403	20785	21400	22200	22900

5.1.4 Technologické faktory

V průběhu let, lze sledovat zvyšující se množství peněz, které je přiděleno ze státního rozpočtu na výzkum, vývoj a inovace. Jestliže se však zaměříme na objem dotací ze státního rozpočtu na výzkum a vývoj směřující do odvětví výroby textilního, oděvního a koženého zboží, lze sledovat v období let 2011 až 2013 klesající trend. (Státní rozpočtové výdaje a dotace na VaV v období 2000 až 2013: Průmyslová výroba a technologie, 2014)

Zaměříme-li se na produktové inovace odvětví velkoobchodu, zjistíme, že v období let 2010 až 2012 převládá inovace výrobků (39,5 %) nad inovací výrobku a i služby (34,2 %) a inovací služby (26,3 %). Podniky inovují své produkty (výrobky i služby) nejčastěji ve vlastní režii. Co se týče malých a středních podniků, které vyvíjejí výrobky/služby ve skupině, jejich podíl dosahuje přibližně 30 % u výrobků a 35 % ve službách. Přibližně

13 % malých a středních podniků adaptuje výrobky vyvinuté jinými subjekty a zhruba 25 % podniků v případě služeb. Přibližně stejná procenta podniků zadalo vývoj jinému podniku či skupině. Produktová inovace je u malých a středních podniků zaměřena převážně na rozšíření sortimentu výrobků či služeb, přibližně 15 % na vstup na nové trhy, 11 – 20 % na zvýšení tržního podílu. (Produktová inovace, 2014) V případě netechnických inovací se zaměřením na odvětví velkoobchodu převažuje marketingová inovace (41,8 %) nad marketingovou a organizační inovací (32,6 %), a pouze organizační inovací (25,6 %). (Podniky s netechnickými inovačními aktivitami, 2014)

Odvětví velkoobchodu se v rámci aktivit spojených se zaváděním technických inovací zaměřuje nejčastěji na pořízení strojů, zařízení a softwaru (65,9 %), na školení (55,3 %), na uvádění inovací na trh (37,7 %). (Aktivity spojené se zaváděním technických inovací, 2014)

Pokud se zaměříme na faktory omezující provádění inovačních aktivit, pak zde převládají faktory:

- ekonomické – příliš vysoké inovační náklady či nedostatek finančních prostředků,
- znalostní – nedostatek kvalifikovaných pracovníků
- tržní – nejistá poptávka po inovovaných výrobcích/službách, monopolizovaný trh,
- a nebo nebyly inovace vyžadovány. (Faktory omezující provádění inovačních aktivit, 2014)

5.2 Mikroekonomické prostředí

Analýza mikroprostředí je zaměřena na konkurenci, odběratele a dodavatele společnosti. Jak je uvedeno v teoretické části této práce, dle Maříka (2011, s. 59) je podstatné, aby mikroanalýza obsahovala rovněž analýzu relevantního trhu. Z toho důvodu bude v následující části práce analyzováno i odvětví, do kterého podnik spadá.

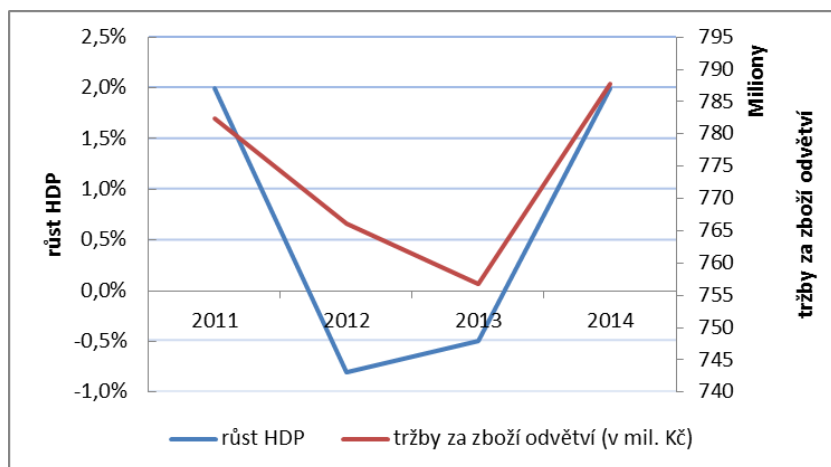
5.2.1 Analýza odvětví

Hlavní činností oceňované společnosti je velkoobchod s ochrannými pracovními prostředky a pomůckami. Podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE lze podnik zařadit do skupiny G 46.42 – Velkoobchod s oděvy a obuví. Základní vybrané údaje za odvětví jsou uvedeny v tabulce 6. Nejpodstatnější výnosy v tomto odvětví představují tržby za zboží. Podíváme-li se na tržby za zboží a vývoj hrubého domácího produktu podrobněji,

zjistíme, že odvětví se vyvíjí shodně s vývojem hospodářského cyklu tak, jak to vidíme z obrázku 2. Na základě propočtů v programu MS Excel (Příloha P III) zde existuje statisticky významná závislost mezi vývojem HDP a vývojem odvětví. Exponenciální trend zde vysvětluje 73,8 % variability. V roce 2012 lze sledovat mírný pokles tržeb za zboží, což odpovídá i poklesu hrubého domácího produktu o -0,8 % jak je uvedeno v makroekonomické analýze v kapitole 5.2.1. v tabulce 4. Od roku 2013 však dochází k oživení českého hospodářství, o čemž svědčí růst HDP i růst celkových tržeb za zboží a účetní přidané hodnoty celého odvětví. Jestliže se i nadále bude sektor vyvíjet shodně s hospodářským cyklem, lze očekávat růst tržeb odvětví i v následujících letech dle předpokládaného růstu HDP. Pozitivní je růst počtu zaměstnanců v odvětví, který má rostoucí trend v celém sledovaném období bez ohledu na hospodářský cyklus. I přesto, že nezaměstnanost v České republice v letech 2012 a 2013 mírně rostla, nemělo to vliv na počet lidí zaměstnaných v tomto sektoru.

Tabulka 6: Vybrané údaje odvětví velkoobchodu v letech 2011 - 2014 (vlastní zpracování dle MPO, ©2005; ČSÚ, 2015)

	2011	2012	2013	2014
Tržby za zboží (v tis. Kč)	782 300	766 042	756 683	787 752
Tržby za vlastní výrobky (v tis. Kč)	3 255 976	6 142 605	8 365 200	2 215 864
Tržby za služby (v tis. Kč)	37 347 744	34 638 286	34 217 173	33 598 963
Účetní přidaná hodnota (v tis. Kč)	47 143 654	45 850 138	43 521 651	44 359 495
Počet zahrnutých společností	211	211	184	184
Počet aktivních společností velkoobchod	77003	83250	85579	-
Počet zaměstnaných fyzických osob	254754	268344	272571	-



Obrázek 2: Vývoj HDP a tržeb za zboží v odvětví

5.2.2 Vymezení relevantního trhu

Vymezení trhu oceňované společnosti je poměrně obtížné. Společnost je pro svou činnost zařazena v odvětví CZ-NACE G 46.42 – Velkoobchod s oděvy a obuví. Z dostupných zdrojů však nelze zjistit tržby za zboží a vlastní výrobky konkrétně za tuto skupinu. Ministerstvo průmyslu a obchodu eviduje data pouze za skupinu G 46 – Velkoobchod, kromě motorových vozidel. Je tedy nutno přistoupit k jinému způsobu vymezení relevantního trhu. Vzhledem k tomu, že v literatuře (Mařík, 2011, s. 61) se doporučuje vyzarování velikosti relevantního trhu z pohledu poptávky, byl zvolen následující postup:

1. Regionálně vymežíme trh tak, že vezmeme v potaz ty kraje České republiky, do kterých primárně společnost dodává své zboží, to jsou kraje: Jihomoravský, Královehradecký, Moravskoslezský, Pardubický, Praha, Středočeský, Vysočina a Zlínský. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)
2. Podle regionálního umístění závodů hlavních odběratelů byl zjištěn celkový počet pracujících lidí v těchto krajích za jednotlivé roky (Zaměstnanost, nezaměstnanost, 2014).
3. V těchto krajích byly rovněž zjištěny průměrné náklady na pracovní pomůcky na jednoho zaměstnance za jeden kalendářní měsíc (Úplné náklady práce, 2014). Vynásobením počtem měsíců v roce dostaneme průměrné náklady na pracovní pomůcky na jednoho zaměstnance za rok.
4. Sečteme-li počet zaměstnaných v jednotlivých krajích vynásobený průměrnými ročními náklady na pracovní pomůcky příslušného kraje, dostaneme průměrné ná-

klady na všechny zaměstnané za jeden rok na regionálně vymezeném trhu, což odpovídá velikosti věcně a regionálně vymezeného trhu.

Pro rok 2014 je postup uveden v tabulce 7:

Tabulka 7: Stanovení velikosti relevantního trhu za rok 2014 (vlastní zpracování dle ČSÚ, 2014)

Kraj	Počet pracujících	Průměrné náklady na prac. pom. za zaměstnance na měsíc	Průměrné náklady na prac. pom. za zaměstnance na rok	Průměrné náklady za pracující za rok v kraji
Jihomoravský	557 500	99	1 188	662 310 000
Královehradecký	255 900	122	1 464	374 637 600
Moravskoslezský	549 100	141	1 692	929 077 200
Pardubický	246 500	121	1 452	357 918 000
Praha	648 000	123	1 476	956 448 000
Středočeský	633 500	134	1 608	1 018 668 000
Vysočina	238 500	113	1 356	323 406 000
Zlínský	264 000	112	1 344	354 816 000
CELKEM				4 977 280 800

Vymezení relevantního trhu za delší časové období je uvedeno v tabulce 8. Z důvodů dostupnosti dat je tak možné provést pouze v období 2009 až 2014.

Tabulka 8: Vymezení velikosti relevantního trhu v letech 2009-2014 (vlastní zpracování dle ČSÚ, 2014)

Rok	Velikost relevantního trhu (mld. Kč)	Růst relevantního trhu
2009	5,0193	
2010	4,5202	-9,94 %
2011	4,3034	-4,80 %
2012	4,4440	3,17 %
2013	4,4845	1,01 %
2014	4,9773	10,99 %

5.2.3 Vývoj relevantního trhu

K stanovení prognózy relevantního trhu byla využita jednoduchá i vícenásobná regresní analýza v programu MS Excel. Bylo zkoumáno několik regresorů zvláště: čas, HDP, inflace, nezaměstnanost a tržby odvětví. Pro vícenásobnou regresní analýzu byly zkoumány

regresory: HDP, inflace, nezaměstnanost a tržby odvětví. Pro analýzu trendu byla pro každý regresor testována lineární, exponenciální, logaritmická a parabolická funkce.

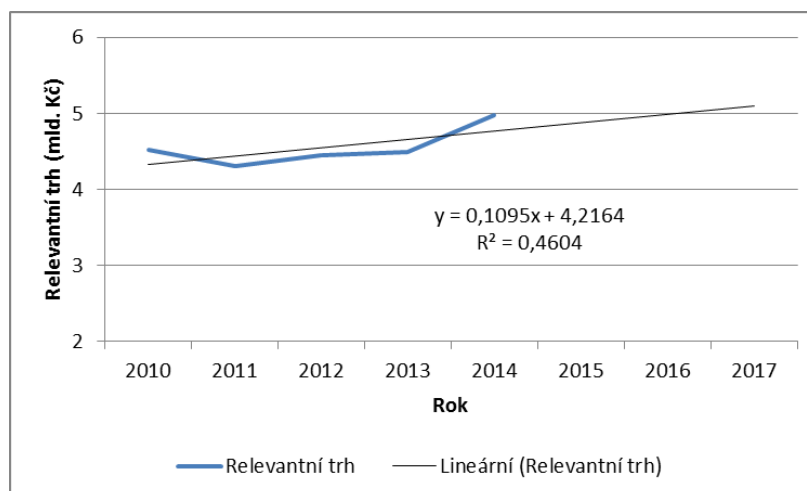
Při testování regresorů HDP, inflace, nezaměstnanosti i tržeb odvětví nebyla prokázána statistická významnost na základě F-testů ani t-testů. Testování, kde byl jako regresor použit čas, mělo statistickou významnost a vysoký upravený index determinace pouze u parabolického trendu ($ID = 0,9594$). Výsledky modelu jsou uvedeny v tabulce 9:

Tabulka 9: Vývoj relevantního trhu – parabolický časový trend (vlastní zpracování)

	Rok	Skutečnost (mld. Kč)	Odhad modelu (mld.Kč)	Odchylka	Celková odchylka	Maximální odchylka	Tempo růstu
Minulost	2009	5,0193	4,9945	-0,49 %	0,08 %	-2,35 %	-
	2010	4,5202	4,5603	0,89 %			-9,94 %
	2011	4,3034	4,3407	0,87 %			-4,80 %
	2012	4,4397	4,3355	-2,35 %			3,17 %
	2013	4,4845	4,5448	1,34 %			1,01 %
	2014	4,9773	4,9686	-0,17 %			10,99 %
Prognóza	2015		5,6070				12,65 %
	2016		6,4597				15,21 %
	2017		7,5270				16,52 %
	2018		8,8088				17,03 %
	2019		10,3051				16,99 %

I přesto, že model dosahuje poměrně vysokého upraveného indexu determinace, predikce do budoucna se jeví jako značně nereálné, neboť průměrné tempo růstu relevantního trhu v období 2009-2014 je pouze 0,08 %.

Relevantní trh od roku 2010 vykazuje poměrně stabilní růst dle grafu na obrázku 3. Z tohoto důvodu bude pro predikci vývoje relevantního trhu použito lineárního časového trendu, který i přes to, že dosahuje indexu determinace hodnoty 0,46, se jeví jako vhodný pro predikci budoucího vývoje. Výsledky modelu jsou uvedeny v tabulce 10.



Obrázek 3: Vývoj relevantního trhu - lineární trend predikce

Tabulka 10: Vývoj relevantního trhu - lineární časový trend (vlastní zpracování)

	Rok	Skutečnost (mld. Kč)	Odhad modelu (mld. Kč)	Tempo růstu modelu	Průměrné tempo růstu modelu
Minulost	2010	4,5202	4,3259	2,6 %	2,5 %
	2011	4,3034	4,4354	2,5 %	
	2012	4,4397	4,5449	2,5 %	
	2013	4,4845	4,6544	2,4 %	
	2014	4,9773	4,7639	2,4 %	
Prognóza	2015		4,8734	2,3 %	2,2 %
	2016		4,9829	2,2 %	
	2017		5,0924	2,2 %	
	2018		5,2019	2,2 %	
	2019		5,3114	2,1 %	

Předpokládaný průměrný roční růst relevantního trhu v období 2015 až 2018 je podle lineárního trendu přibližně 2,2 %, což znamená, že růst relevantního trhu podle modelu je lehce nad úroveň prognózované inflace, i když je otázkou, zda bude tato inflace skutečně dosažena. Vzhledem k prognózám dále se snižující nezaměstnanosti lze předpokládat, že růst trhu bude dosahovat vyšších hodnot. Tempo růstu relevantního trhu v rozmezí 2 - 4 % se jeví jako reálné.

5.2.4 Analýza konkurence

Zaměstnavatel je dle zákona č. 262/2006 Sb., zákoník práce §104 povinen poskytovat svým zaměstnancům bezplatně ochranné pracovní pomůcky, obuv, mycí a čisticí prostředky dle podmínek na pracovišti. (Česko, 2006) Z důvodu nutnosti plnění tohoto zákona je velké množství zaměstnavatelů nuceno nakupovat ochranné pracovní prostředky pro své zaměstnance. Na základě této příležitosti vzniklo a stále vzniká velké množství podniků zabývajících se prodejem ochranných pracovních prostředků. Mezi nejvýznamnější společnosti působící ve Zlínském kraji lze zmínit: AMD Partner, s.r.o., ART Trade, s.r.o., CANIS SAFETY, a.s., FOR JOB PROTECT, s.r.o., TRIODON spol. s r.o.

Bariéry vstupu do odvětví jsou z hlediska kapitálové a technologické náročnosti poměrně malé, z čehož vyplývá i velké množství nově vznikajících společností.

5.2.5 Analýza konkurenční síly

Tržní podíl oceňované společnosti je v minulých letech podle tabulky 11 průměrně na úrovni 3,5 %.

Tabulka 11: Stanovení tržního podílu oceňované společnosti (vlastní zpracování)

Rok	Relevantní trh (mil. Kč)	Tržby oceňované společnosti (mil. Kč)	Tržní podíl
2009	5019,3	133,7	2,66 %
2010	4520,2	141,7	3,13 %
2011	4303,4	159,2	3,70 %
2012	4439,7	171,0	3,85 %
2013	4484,5	166,0	3,70 %
2014	4977,3	190,7	3,83 %

Podkladem pro prognózu tržeb oceňované společnosti je dle Maříka (2011, s. 80) tzv. diagram konkurenční síly.

Tabulka 12: Diagram konkurenční síly oceňovaného podniku (vlastní zpracování dle Mařík, 2011, s. 90; Interní materiály společnosti 2010-2015)

	Kritérium	Váha	Hodnocení						Body	Body x váha	
			0	1	2	3	4	5			6
Přímé faktory	Cenová úroveň	3				x				3	9
	Šíře sortimentu	1						x		5	5
	Hloubka sortimentu	1					x			4	4
	Kvalita zboží	2					x			4	8
	Běžná dostupnost	1			x					2	2
	Možnost týdenních nákupů	2		x						2	4
	Rychlost obsluhy	1				x				3	3
	Úroveň prodejen	1				x				3	3
	Kvalita obsluhy	1				x				3	3
	Účinnost reklamy	2		x						1	2
	Image firmy	1						x		5	5
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3					x			4	12
	Výkonný personál	2					x			4	8
	System řízení	1				x				3	3
	Majetek a investice	2					x			4	8
	Finanční situace	1						x		5	5
	Celkem	25									

Maximální počet bodů: $6 \times 25 = 150$

Hodnocení: $86/150 = 0,57 = 57 \%$

Z tabulky 12 vyplývá, že konkurenční síla oceňovaného podniku je na úrovni hlavních konkurentů či lehce nad ní. Lze tedy předpokládat, že si podnik udrží svůj podíl na trhu a další podíl bude získávat jen velmi málo. Tomu odpovídá i mírný růst tržního podílu v minulých letech a lze předpokládat, že v roce 2018 dosáhne podnik přibližně 4% tržního podílu.

Mezi hlavní **konkurenční výhody** oceňovaného podniku lze zařadit:

- šíři a hloubku sortimentu, který podnik nabízí, včetně možné úpravy či výroby některých druhů zboží na zakázku; podnik nabízí nejen ochranné pracovní pomůcky, ale i drogistické zboží, náradí a kancelářské potřeby za přijatelné ceny a v dobré kvalitě;
- dobré jméno, na které podnik dbá nejen v očích zákazníků, ale i u veřejnosti;

- schopný management, který realizuje takové strategie, pomocí, kterých se mu daří nejen obstát v silné konkurenci, ale i rozšiřovat pole působnosti a realizovat významné zakázky od nových zákazníků;
- stabilní finanční situaci;
- možnost poskytnout odběratelům tzv. náhradní plnění.

Mezi hlavní **konkurenční nevýhody** patří:

- malá síť prodejen oproti velkým dodavatelům ochranných pracovních pomůcek;
- nejistá účinnost a přínosy reklamy. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

Tabulka 13: Vývoj a prognóza tržního podílu oceňované společnosti (vlastní zpracování)

Rok	Minulost						Prognóza				
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržní podíl (%)	2,66	3,13	3,70	3,85	3,70	3,83	3,85	3,90	3,95	4,00	4,05

5.2.6 Analýza odběratelů

Odběratele oceňované společnosti lze rozdělit do několika kategorií. K nejvýznamnějším odběratelům patří několik velkých společností zejména ze sektoru automobilového průmyslu. Tito odběratelé patří většinou mezi stálé zákazníky, což zvyšuje závislost oceňované společnosti na těchto odběratelích. Co se týče vyjednávací síly, pak zde převažuje síla odběratelů. Z tohoto důvodu je oceňovaná společnost nejen nucena snižovat svou ziskovou marži, ale i tolerovat delší dobu splatnosti svých pohledávek. Společnost dodává své zboží a výrobky rovněž několika menším odběratelům a v neposlední řadě má svou podnikovou prodejnu, kde mohou nakoupit zboží a výrobky běžní spotřebitelé (B2C). Mezi konkurenční výhody oceňované společnosti patří i možnost poskytnout odběratelům tzv. náhradní plnění, což v hojné míře využívají. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

5.2.7 Analýza dodavatelů

Společnost je autorizovaným prodejcem několika významných značek. Mezi nejvýznamnější dodavatele patří zejména výrobci z Číny a jiných asijských zemí. Oceňovaná společnost má i zde méně výhodné postavení, neboť co se týče vyjednávací síly, převažuje vyjednávací síla dodavatelů. To má negativní dopad na dobu splatnosti závazků, které je podstatně kratší než doba splatnosti pohledávek. Vzhledem k velké vzdálenosti dodavatelů společnosti a tím pádem i době dodání zboží (až půl roku), je společnost nucena nakupovat

zboží ve velkém objemu a s dostatečným předstihem. Nutností jsou pak velké skladovací prostory a potřeba udržovat poměrně velký objem zásob ve skladech. Společnost musí rovněž sledovat pohyby devizových kurzů, které mohou způsobit nemalé problémy, pokud nakoupí za nevýhodný kurz. (Interní materiály společnosti, 2010-2015)

5.3 Prognóza tržeb společnosti

Tempo růstu tržeb podniku lze odvodit z prognózy růstu relevantního trhu a změn tržního podílu oceňované společnosti. Výpočet tempa růstu tržeb uvádí Mařík (2011, s. 95):

$$T = (\text{Index růstu trhu} \cdot \text{Index změny tržního podílu}) - 1 \quad (17)$$

Tabulka 14: Prognóza tržeb podniku (vlastní zpracování)

	Rok	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl společnosti	Tempo růstu tržeb	Tržby společnosti (mil. Kč)	Průměrný růst tržeb
Minulost	2009	5019,3		2,66 %		133,650	7,19 %
	2010	4520,2	-9,94 %	3,13 %	5,99 %	141,655	
	2011	4303,4	-4,80 %	3,70 %	12,41 %	159,241	
	2012	4439,7	3,17 %	3,85 %	9,55 %	174,451	
	2013	4484,5	1,01 %	3,70 %	-2,80 %	169,564	
	2014	4977,3	10,99 %	3,83 %	18,35 %	200,681	
Prognóza	2015	4873,4	-2,09 %	3,85 %	8,31 %	217,364	2,57 %
	2016	4982,9	2,25 %	3,90 %	3,57 %	225,134	
	2017	5092,4	2,20 %	3,95 %	3,51 %	233,031	
	2018	5201,9	2,15 %	4,00 %	3,44 %	241,055	
	2019	5311,4	2,11 %	4,05 %	3,38 %	249,206	

Tempo růstu tržeb je ve společnosti značně rozkolísané, avšak až na rok 2013 je v kladných hodnotách. Předpokládá se, že i nadále bude tento rostoucí trend pokračovat. O reálnosti odhadu růstu tržeb vypovídá i průměrný růst tržeb v porovnání minulost vs. prognóza.

6 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI

6.1 Absolutní ukazatelé

K analýze trendů (vývoje) a rozboru jednotlivých položek se využívá horizontální a vertikální analýza. V rámci kapitoly absolutní ukazatelé bude provedena vertikální a horizontální analýza vybraných položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

6.1.1 Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury

V celkovém majetku společnosti převažují oběžná aktiva s celkovým podílem více jak 70 % na celkových aktivech. V oběžných aktivech pak mají největší podíl položky zásob a krátkodobých pohledávek. Jedná se však o běžný jev u podniků tohoto odvětví, kdy k podnikání není potřeba příliš velké množství dlouhodobých aktiv. I přesto však hodnota dlouhodobého majetku v jednotlivých sledovaných letech roste. Tato skutečnost je způsobena především investicemi společnosti do dlouhodobého hmotného majetku související s rozvojem činnosti, zejména pak výrobou vlastních výrobků. Společnost investovala v roce 2013 do nového automobilu v hodnotě 600 tisíc korun, avšak zároveň došlo k navýšení hodnoty majetku o téměř 2 miliony korun z důvodů špatného zaúčtování majetku do nákladů a jeho přeúčtování do majetku z podnětu finančního úřadu. V roce 2014 pak společnost investovala do nákupu dvou automobilů a především nové budovy, díky které se podařilo rozšířit kapacitu skladovacích prostor a vybudovat nové kancelářské prostory. Celková investice za téměř 20 milionů korun významně ovlivnila množství dlouhodobého majetku společnosti. Co se týče oběžného majetku, došlo zde meziročně k výraznému nárůstu zejména zásob v roce 2014. Tento nárůst byl způsoben pravděpodobně lepší situací na trhu po finanční krizi a novými kapacitami skladovacích prostor vzniklými na základě již zmiňovaného nákupu nové budovy. Významný pokles v roce 2014 zaznamenáváme u položky krátkodobý finanční majetek, který byl zapříčiněn převážně vynaložením finančních prostředků na investice a zároveň opravy majetku.

Tabulka 15: Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2011 /12	2012 /13	2013 /14	2014 /15
Aktiva celkem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	12,3	10,0	9,7	4,5
Dlouhodobý majetek	19,8	18,2	17,2	27,6	25,8	2,8	4,3	75,5	-2,3
Hmotný	19,8	18,0	17,1	27,5	25,8	1,7	4,7	76,4	-2,1
Nehmotný	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	100,0	-34,0	-52,0	-100,0
Finanční	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	0,0
Oběžná aktiva	79,8	81,5	82,3	72,2	73,7	14,7	11,2	-3,8	6,7
Zásoby	39,5	42,9	39,1	39,9	39,3	21,8	0,2	11,9	2,9
Dl. pohledávky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kr. pohledávky	35,2	34,7	34,9	32,2	33,2	10,9	10,6	1,2	7,8
Kr. finanční majetek	5,1	3,9	8,4	0,1	1,2	-14,5	136,6	-98,7	1176,9
Časové rozlišení	0,4	0,3	0,4 %	0,2	0,5	-4,6	37,0	-40,3	147,6

6.1.2 Horizontální a vertikální analýza finanční struktury

Co se týče zdrojů krytí majetku, pak převažující podíl na celkových pasivech má vlastní kapitál s podílem na celkových pasivech přibližně 80 %. Největší zásluhu na tomto podílu má položka výsledek hospodaření minulých let, která se v jednotlivých letech pohybuje na hodnotě přibližně 70 %. Rovněž vysoký podíl této položky v odvětví je na úrovni asi 40 %. U výsledku hospodaření minulých let byl zaznamenán v roce 2013 významný nárůst, který byl způsoben nejen převodem celého zisku z předcházejícího období, ale i již zmiňovaným navýšením majetku z podnětu kontroly finančního úřadu, který byl vykázan na účet 426 – jiný výsledek hospodaření minulých let. Pozitivní je meziroční růst hospodářského výsledku běžného období, kdy v roce 2014 a zejména pak v roce 2015 došlo k výraznému nárůstu zisku, což svědčí o postupném vymanění podniku z následků finanční krize, která se podepsala na hospodaření podniku ještě v roce 2013. Co se týče cizích zdrojů, podnik jich využívá jen malé množství, převážně pak krátkodobé závazky z obchodního styku. Významný nárůst bankovních úvěrů v roce 2014 je spojen s vysokými investicemi do dlouhodobého hmotného majetku. Tyto zdroje byly totiž použity zejména pro rekonstrukci nově pořízeného majetku. Bankovní úvěry byly sjednány ve formě kontokorentů na běžném účtu a již v roce 2015 byly zcela splaceny. Pozitivní se jeví meziroční pokles závazků z obchodního styku. Lze považovat za konkurenční výhodu tuto politiku podniku, která znamená řádné platby závazků dodavatelům.

Tabulka 16: Horizontální a vertikální analýza finanční struktury (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2011 /12	2012 /13	2013 /14	2014 /15
Pasiva celkem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	12,3	10,0	9,7	4,5
Vlastní kapitál	82,9	81,0	81,9	77,7	87,0	9,7	11,2	4,0	17,1
Základní kapitál	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitálové fondy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RF, nedělitelný, ostatní fondy	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,3
VH minulých let	74,3	71,3	73,7	69,8	71,2	7,7	13,8	3,8	6,7
VH běžného období	6,9	8,3	6,8	6,7	14,6	34,1	-9,5	7,4	128,5
Cizí zdroje	16,8	18,8	17,8	22,0	12,8	25,6	4,3	35,2	-39,2
Rezervy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dl. závazky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kr. závazky	16,8	18,8	17,8	16,9	12,8	25,6	4,3	4,0	-3,8
- z obchodního styku	9,9	13,0	13,5	12,1	8,9	47,8	13,8	-1,6	-22,7
- k zaměstnancům	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	4,5	3,9	14,4	-9,1
Bankovní úvěry	0,0	0,0	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	100,0	-100,0
Časové rozlišení	0,3	0,2	0,3	0,4	0,2	-35,0	69,5	39,2	-40,5

6.1.3 Analýza výnosů

Z analýzy výnosů společnosti je jednoznačné, že se jedná o obchodní společnost, neboť největší podíl na tržbách jsou dosahovány prostřednictvím tržeb z prodeje zboží. Od roku 2014 můžeme navíc pozorovat významný nárůst tržeb, což bylo způsobeno hlavně získáním nových zakázek a významných nových odběratelů. Podnik však rovněž realizuje v menším množství vlastní výrobu, která se podílí na celkových tržbách přibližně z 15 %. V odvětví je podíl tržeb za vlastní výrobky na celkových výnosech pouze 0,16 %, což svědčí o výraznější diverzifikaci podniku a přizpůsobení výrobků odběratelům na míru. Velmi pozitivní je nárůst výkonů v roce 2014 a 2015, který byl způsoben rovněž zakázkami pro nové odběratele a pravděpodobně i příznivějším hospodářským vývojem po finanční krizi. V roce 2012 došlo k jednorázovému prodeji všech dlouhodobých cenných papírů, které společnost do té doby vlastnila. Ostatní provozní a finanční výnosy jsou zanedbatelné.

Tabulka 17: Horizontální a vertikální analýza výnosů (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2011 /12	2012 /13	2013 /14	2014 /15
Tržby za zboží	87,8	88,0	87,9	82,0	80,5	10,1	-2,9	14,9	4,7
Výkony	10,2	9,6	10,5	16,7	18,7	3,0	6,9	95,2	19,4
- Tržby za vl. výrobky	2,2	1,8	1,9	4,3	7,1	-10,8	2,4	180,0	77,6
- Aktivace	8,0	7,8	8,7	12,4	11,6	6,8	7,9	76,8	-0,7
Tržby z prodeje DM	0,6	1,0	0,3	0,1	0,1	89,1	-73,7	-75,1	166,9
Ostatní provozní výnosy	1,1	1,2	1,2	1,0	0,5	20,2	-8,6	10,2	-45,8
Tržby z prodeje CP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	-100,0	0,0	0,0
Výnosy z dl. FM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Výnosy z kr. FM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Výnosové úroky	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	6,4	-3,8	-28,6
Ostatní finanční výnosy	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-40,4	-69,3	223,8	53,7
Mimořádné výnosy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VÝNOSY	100,0	100,0	100,0	100,0	1000	9,8	-2,8	23,1	6,7

6.1.4 Analýza nákladů

Z horizontální a vertikální analýzy nákladových položek výkazu zisku a ztráty můžeme vidět, že největší náklady jsou vynakládány na prodané zboží. Tento stav však odpovídá odvětví podnikání a stavu výnosů. Za rok 2014 odvětví dosahuje poměru nákladů na prodané zboží k celkovým nákladům až 90 %. Výrazný nárůst položky výkonové spotřeby v roce 2014 je spojen s nárůstem výroby, který se rovněž odráží ve výnosech. Pozitivně se však jeví pokles výkonové spotřeby a osobních nákladů v roce 2015 i přes to, že výnosy v tomto roce meziročně vzrostly. Projevily se zde snahy podniku o úspory související s výrobou výrobků. Zatímco podíl osobních nákladů na obratu společnosti dosahuje přibližně 6 % ve všech sledovaných letech, v odvětví je tato hodnota nižší cca o 2 %. Stálý nárůst odpisů je spojen s neustálou investiční činností podniku, i přesto však tvoří ve všech sledovaných letech pouze necelé 1 % celkových nákladů. Společnost nevyužívá při své činnosti žádných rezerv, proto položka změna stavu rezerv a časového rozlišení souvisí pouze se změnou časového rozlišení. Jednorázový prodej dlouhodobých cenných papírů v roce 2012 se projevil i v nákladech. Ostatní nákladové položky jsou zanedbatelné.

Tabulka 18: Horizontální a vertikální analýza nákladů (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2011 /12	2012 /13	2013 /14	2014 /15
Náklady na prodané zboží	75,5	75,0	74,8	69,2	71,7	8,1	-2,6	14,5	5,0
Výkonová spotřeba	15,9	15,7	15,9	22,5	21,2	7,4	-0,6	75,1	-4,9
- Spotřeba materiálu a energie	7,4	7,3	7,0	9,2	9,2	7,7	-6,1	63,2	1,2
- Služby	8,5	8,4	8,9	13,3	11,9	7,1	4,1	84,5	-9,2
Osobní náklady	5,6	6,0	6,1	5,4	5,2	16,7	-0,2	9,8	-1,9
Daně a poplatky	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	10,6	11,0	258,3	-69,1
Odpisy	0,8	0,7	0,9	1,0	0,7	-12,1	30,6	30,1	-21,8
ZC prodaného DM a materiálu	0,7	1,0	0,2	0,1	0,1	42,7	-77,3	-70,8	90,8
Změna stavu rezerv a ČR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-50,0	5,4	12,8	-100,0
Ostatní provozní n.	0,2	0,3	0,7	0,2	0,7	41,9	119,1	-57,9	186,6
Prodané CP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	-100,0	0,0	0,0
Nákladové úroky	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,8	-15,1	-12,6	30,9
Ostatní finanční náklady	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	32,6	-48,4	121,7	-14,0
Daň z příjmů	0,8	1,0	1,0	1,1	1,9	34,6	-5,4	40,1	79,7
Mimořádné n.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
NÁKLADY	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	8,9	-2,4	23,9	1,2

6.2 Rozdílové ukazatele

K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům patří ukazatel čistého pracovního kapitálu, který je definován jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů. Hodnocený podnik dosahuje ve všech sledovaných letech kladných hodnot tohoto ukazatele, což znamená, že podnik má vytvořenou určitou „rezervu“ pro krytí nečekaných závazků. Vysoké kladné hodnoty v souvislosti s dalšími ukazateli znamenají, že podnik uplatňuje neutrální až konzervativní strategii financování. Tyto strategie se vyznačují tím, že podnik kryje menší nebo podstatnou část oběžných aktiv dlouhodobým kapitálem, který je považován za méně rizikový, avšak zároveň dražší z hlediska financování.

Tabulka 19: Ukazatel čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Ukazatel (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Čistý pracovní kapitál	69497	77669	87941	75054	95149

6.3 Poměrové ukazatelé

6.3.1 Likvidita

Běžná likvidita podniku dosahuje poměrně vysokých hodnot oproti odvětví, kde je tento ukazatel v roce 2014 na úrovni hodnoty 1,83. Hlavním důvodem vysoké hodnoty tohoto ukazatele je skutečnost, že podnik vykazuje velké množství zásob ve skladu a využívá poměrně malé množství krátkodobých cizích zdrojů. Podnik udržuje větší množství zásob ve skladech především z důvodu dlouhých dodacích lhůt dodavatelů například z Číny a častých nárazových objednávek odběratelů, kteří požadují dodat zboží v krátkém časovém intervalu. Ukazatel pohotovosti likvidity dosahuje srovnatelných hodnot jako odvětví. V roce 2014 je zaznamenán nepříznivý pokles ukazatele hotovostní likvidity výrazně pod doporučené hodnoty a hodnoty odvětví. Nízké hodnoty ukazatele by mohly znamenat nedostatek rychle likvidních prostředků a nepříznivý dopad na okamžitou platební schopnost podniku. Tento nedostatek byl však v podniku kompenzován možností čerpat bankovní úvěr až do výše 17 milionů korun. Nedostatek mohl být rovněž řešen zvýšením inkas pohledávek a snahou o prodloužení doby splatnosti závazků. V roce 2015 je však hodnota tohoto ukazatele v normě a podnik drží v pokladně a na bankovních účtech více prostředků. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech i celkových aktivech je na poměrně vysoké úrovni. Svědčí sice o dobré stabilitě krátkodobého financování podniku, avšak společně s vysokými hodnotami běžné likvidity znamená drahé financování podniku a zároveň může mít nepříznivý dopad na ukazatele rentability.

Tabulka 20: Ukazatele likvidity (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	4,746	4,333	4,617	3,283	5,761
Pohotová likvidita	2,396	2,054	2,427	1,470	2,692
Hotovostní likvidita	0,304	0,207	0,469	0,004	0,094
ČPK/OA	0,789	0,769	0,783	0,695	0,826
ČPK/A	0,630	0,627	0,645	0,502	0,609

6.3.2 Rentabilita

Rentabilita vlastního kapitálu dosahuje ve všech sledovaných letech vyšší úrovně než výnosnost alternativních investic, avšak zároveň přibližně třetinových hodnot oproti odvětví, což může být způsobeno vysokými hodnotami dosažené likvidity a zároveň nízkým zastoupením cizích zdrojů ve struktuře financování podniku. Dosažená úroveň rentability vlastního kapitálu znamená, že podnik tvoří hodnotu pro své vlastníky. V roce 2015 pak dosahuje nejvyšší úrovně za celé sledované období, což bylo způsobeno vysokou hodnotou zisku, kterého společnost v tomto roce dosáhla. Rentabilita celkových aktiv dosahuje oproti odvětví nižších hodnot, avšak velmi pozitivní je výrazný nárůst rentability v roce 2015. Rentabilita tržeb je na přibližně dvojnásobné úrovni oproti odvětví. Znamená to, že podnik dosahuje vyšší marže na prodaném zboží a výrobcích. Naopak nepříznivý je klesající trend tohoto ukazatele v letech 2012 - 2014, což je důsledek neustálého tlaku odběratelů na snižování cen. V roce 2015 pak rentabilita dosahuje nejvyšší úrovně za sledované období.

Tabulka 21: Ukazatele rentability (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Ukazatel (%)	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita vlastního kapitálu	8,38	10,24	8,34	8,61	13,61
Rentabilita aktiv	8,36	9,93	8,22	8,40	14,75
Rentabilita tržeb	5,80	7,06	6,61	6,26	10,60
Rentabilita investovaného kapitálu	8,38	10,24	8,34	8,61	13,61

6.3.3 Zadluženost

Podnik využívá ke svému financování jen malý podíl cizích zdrojů. Ve všech sledovaných letech se zadluženost pohybuje na úrovni přibližně 20 %. Pro odvětví, ve kterém je podnik zařazen, je běžná 60% zadluženost. Podnik nevyužívá ve sledovaných letech žádné dlou-

hodobé cizí zdroje a omezuje se tak pouze na krátkodobé cizí zdroje, především z obchodního styku a v roce 2014 i bankovním úvěrem ve formě kontokorentu, který byl v roce 2015 zcela splacen. S pokrytím úroků z výpůjček nemá hodnocený podnik žádné problémy, o čemž svědčí velmi vysoké hodnoty ukazatele úrokového krytí, jehož minimální doporučená hodnota je 5. Společnost uplatňuje konzervativní strategii financování, neboť dlouhodobým kapitálem financuje nejen veškerý dlouhodobý majetek, ale zároveň i velkou část oběžných aktiv. Zvolený způsob financování je předpokladem pro finanční stabilitu společnosti, avšak může se jevit pro společnost jako drahý a rovněž může mít negativní dopad na hodnoty ukazatelů rentability.

Tabulka 22: Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	16,80 %	18,80 %	17,84 %	21,99 %	12,79 %
DM/dlouhodobý kapitál	4,175	4,455	4,749	2,815	3,374
Finanční páka	1,206	1,234	1,221	1,288	1,149
Úrokové krytí (EBIT)	43,76	60,04	64,39	82,68	115,82
Úrokové krytí (CF)	43,06	56,23	62,84	79,72	92,99
Doba splácení dluhu	2,0	2,0	2,2	2,7	1,3

Zda je pro podnik vhodné využívat více cizích zdrojů zjistíme pomocí multiplikátoru vlastního kapitálu, který je vyjádřen jako součin finanční páky a úrokové redukce zisku. Z tabulky 23 je patrné, že ve všech sledovaných letech je hodnota tohoto ukazatele vyšší jak 1, což znamená, že zvýšení podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře společnosti bude mít pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

Tabulka 23: Multiplikátor vlastního kapitálu (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Úroková redukce zisku	0,977	0,983	0,984	0,988	0,991
Finanční páka	1,206	1,234	1,221	1,288	1,149
Multiplikátor vlastního kapitálu	1,179	1,214	1,202	1,272	1,139

6.3.4 Aktivita

Obrat celkových aktiv společnosti dosahuje ve všech sledovaných letech vyšších hodnot než je minimální požadovaná hodnota 1. Znamená to, že 1 koruna majetku přinesla více jak 1 korunu na tržbách. Obrat aktiv počítaný z tržeb se příliš neliší od obratu počítaného

z celkových výnosů společnosti. Svědčí to jen o malé váze položek výnosů, jako je například aktivace, finanční výnosy, mimořádné výnosy a další. Mírné snížení ukazatele obratu v letech 2012 a 2013 bylo způsobeno nižšími tržbami jako následek finanční krize. Pozitivně lze hodnotit mírně rostoucí trend tohoto ukazatele v letech 2013 – 2015, což svědčí o stále efektivnějším využívání podnikových aktiv.

Doba obratu zásob je na poměrně vysoké úrovni. Tato skutečnost je však způsobena již zmiňovanými dlouhými lhůtami při dodávkách zboží a nutností udržovat vyšší množství zásob ve skladu. Porovnáme-li hodnoty ukazatelů doby obratu pohledávek a závazků, zjistíme, že doba obratu pohledávek dosahuje ve všech sledovaných letech téměř dvojnásobných hodnot oproti době obratu závazků. Pro podnik se jedná o nepříznivou situaci, kdy inkasuje pohledávky za delší dobu, než platí své závazky. Tato skutečnost je způsobena tlakem odběratelů na prodlužování dob splatnosti a zároveň tlakem ze strany dodavatelů na zkracování lhůt splatnosti. Podnik se tak dostává do nepříjemné situace, která by mohla mít vliv na likviditu a platební schopnost.

Tabulka 24: Ukazatele aktivity (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv (z tržeb)	1,442	1,407	1,244	1,342	1,391
Obrat aktiv (z výnosů)	1,602	1,568	1,386	1,556	1,588
Doba obratu zásob	99	110	113	107	102
Doba obratu pohledávek	88	89	101	86	86
Doba obratu závazků	42	48	52	45	33
Obratovost pohledávek	4,104	4,054	3,562	4,165	4,186
Obratovost závazků	8,584	7,487	6,974	7,940	10,877

6.4 Souhrnné ukazatele

Souhrnné ukazatele slouží k dotvoření kompletního pohledu na finanční stabilitu společnosti. Mají pomoci analytikovi v určení, zda se společnost může dostat do finančních problémů.

6.4.1 Z – skóre

Výsledky výpočtu Altmanova Z-skóre porovnáваме s tabulkovými hodnotami. Vzhledem k tomu, že ve všech sledovaných letech vyšla hodnota vyšší jak tabulková 2,99, znamená

to, že podle tohoto ukazatele má podnik uspokojivou finanční situaci. Tvrzení tohoto ukazatele koresponduje s hodnotami ostatních ukazatelů finanční analýzy.

Tabulka 25: Altmanovo Z - skóre společnosti (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
X1 = pracovní kapitál / aktiva	0,630	0,627	0,645	0,502	0,609
X2 = nerozdělené zisky / aktiva	0,826	0,808	0,817	0,775	0,841
X3 = EBIT / aktiva	0,084	0,099	0,082	0,084	0,148
X4 = vlastní kapitál / cizí zdroje	4,932	4,308	4,591	3,531	5,589
X5 = tržby / aktiva	1,442	1,408	1,244	1,342	1,391
Z - skóre	4,922	4,657	4,579	4,100	5,342

6.4.2 IN05

Stejně tak jako u Z-skóre i výsledky souhrnného ukazatele indexu IN05 se porovnávají s tabulkovými hodnotami. Ve všech sledovaných letech dosáhly hodnoty tohoto ukazatele nad hraniční hodnotu 1,6, což podle tohoto ukazatele znamená, že podnik tvoří hodnotu.

Tabulka 26: Index IN05 společnosti (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva / cizí zdroje	5,951	5,318	5,607	4,547	7,819
EBIT / nákladové úroky	43,758	60,039	64,391	82,678	115,824
EBIT / aktiva	0,084	0,099	0,082	0,084	0,148
Výnosy / aktiva	1,602	1,568	1,386	1,555	1,588
Oběžná aktiva / (krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)	4,746	4,333	4,617	3,283	4,733
IN05	3,620	4,206	4,337	4,854	6,813

6.5 Spider analýza

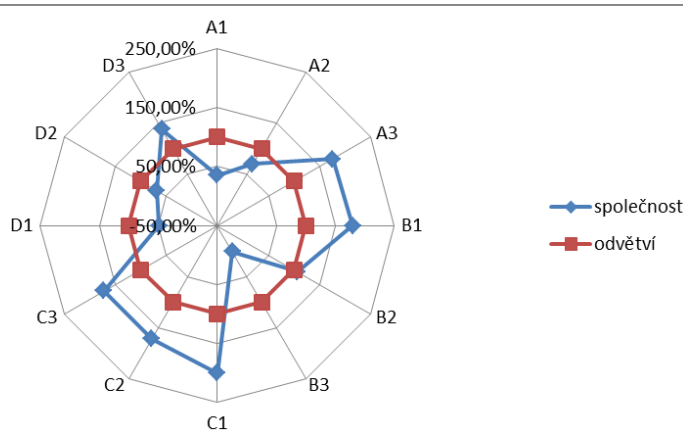
Vzhledem k nedostupnosti údajů o odvětví jsou v tabulce 27 srovnávány údaje za rok 2014. Rovněž z důvodu nedostupnosti údajů nákladových úroků za odvětví je úrokové krytí srovnáváno s konkurenčním podnikem CANIS SAFETY, a.s.

Co se týče rentability vlastního kapitálu a aktiv, dosahuje společnosti nižší úrovně než celé odvětví, avšak v roce 2015 došlo k nárůstu rentability ve společnosti. Pozitivní je vyšší rentabilita tržeb u společnosti. Nízká rentabilita je pravděpodobně způsobena nižším za-

dlužením, než je v odvětví obvyklé. V případě běžné a pohotové likvidity je na tom společnost lépe než odvětví. Nízká hodnota hotovostní likvidity byla v roce 2015 již v normálu. Oceňovaná společnost uplatňuje konzervativní strategii financování. Z tohoto důvodu je zadlužení oproti odvětví daleko nižší. V obratovosti aktiv a pohledávek dosahuje společnost v porovnání s odvětvím horších výsledků. Naopak lepších výsledků dosahuje společnost u obratovosti závazků. Výsledky jsou uvedeny v tabulce 27, z hodnot je sestaven pruskovitý graf na obrázku 4.

Tabulka 27: Porovnání vybraných ukazatelů společnosti a odvětví (vlastní zpracování dle výkazů společnosti; MPO, ©2005)

			společnost	odvětví
A1	Rentabilita	vlastního kapitálu	8,61 %	24,78 %
A2		aktiv	8,40 %	12,07 %
A3		tržeb	6,26 %	3,57 %
B1	Likvidita	běžná	3,28	1,83
B2		pohotová	1,47	1,38
B3		hotovostní	0,004	0,32
C1	Zadluženost	VK/A	77,66 %	38,78 %
C2		krytí DM dl. kapitálem	2,815	1,638
C3		úrokové krytí	82,678	48,140
D1	Obratovost	aktiv	1,342	2,760
D2		pohledávek	4,165	6,042
D3		závazků	7,940	5,767



Obrázek 4: Spider analýza - porovnání společnosti a odvětví

6.6 Závěrečné zhodnocení finanční analýzy

Celkově lze označit oceňovanou společnost za **zdravou a finančně stabilní**. O finanční stabilitě svědčí kladné hodnoty čistého pracovního kapitálu ve všech sledovaných letech, vysoká běžná likvidita i nízké zadlužení.

Podnik dosahuje **vyšší rentability vlastního kapitálu**, než je výnosnost alternativní investice, což znamená, že podnikání má v tomto případě smysl a podnik tvoří hodnotu pro jeho vlastníky.

Management **pravidelně investuje** do dlouhodobého majetku a aktivně vyhledává a sjednává pro podnik **nové zakázky**, což se odráží ve stále se zvyšujících tržbách a zisku společnosti.

Konzervativní strategie financování podniku, která s sebou nese nízké zadlužení společnosti, na jedné straně přispívá finanční stabilitě, na druhé však nepříznivě ovlivňuje nejen rentabilitu, ale rovněž představuje drahou formu financování majetku společnosti. Z hodnot multiplikátoru vlastního kapitálu vyplývá, že větší zadlužení společnosti by pozitivně ovlivnilo hodnoty rentability.

Negativně lze pohlížet na **delší dobu obratu pohledávek oproti kratší době obratu závazků**. V tomto případě to znamená, že podnik inkasuje své pohledávky za delší dobu, než platí závazky. Pro podnik to však může znamenat konkurenční výhodu, neboť dle ostatních indikátorů mu to nepřináší žádné finanční potíže.

Pozitivně lze hodnotit podnik na základě souhrnných ukazatelů Altmanova Z-skóre či Indexu IN05 i porovnáním dosahovaných hodnot s odvětvím. Podniky v odvětví však dle ukazatelů obratovosti využívají majetek efektivněji než oceňovaná společnost.

7 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ

Abychom se nedopustili při oceňování podniku chyby, musíme vyčlenit provozně nepotřebná aktiva a ocenit je zvlášť. Zároveň je nutné vymezit i náklady a výnosy s těmito nepotřebnými aktivy související.

7.1 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Nepotřebná aktiva pro provoz společnosti byla shledána v oblasti krátkodobého finančního majetku a v oblasti dlouhodobého hmotného finančního majetku – budovy.

7.1.1 Krátkodobý finanční majetek

Pro vyčlenění provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku využijeme ukazatele hotovostní likvidity. Vývoj hotovostní likvidity podniku je znova uveden v tabulce 28.

Tabulka 28: Likvidita (hotovostní) v minulých letech (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
Peněžní prostředky / krátkodobé závazky	0,304	0,207	0,469	0,004	0,094

Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 273) by neměla hodnota ukazatele hotovostní likvidity překročit 0,5. Mařík (2011, s. 124) doporučuje ponechat potřebnou výši peněz na úrovni 15 % krátkodobých závazků, což odpovídá hotovostní likviditě 0,15. Vzhledem k tomu, že v literatuře (Pavelková, Knápková a Šteker, 2013, s. 92; Růčková, 2008, s. 49) se často uvádí minimální hodnota ukazatele 0,2, ponecháme pro účely ocenění potřebné peněžní prostředky na úrovni 20 % krátkodobých závazků.

Tabulka 29: Propočet provozně nutných peněžních prostředků (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
Provozně nutná likvidita (max. 0,2)	0,2	0,2	0,2	0,004	0,094
Krátkodobé závazky	18551	23302	24314	32880	19984
Peníze (pokladna + b. účet) v rozvaze (tis. Kč)	5645	4825	11415	147	1877
Peníze (pokladna + b. účet) provozně nutné (tis. Kč)	3710	4660	4863	147	1877

7.1.2 Dlouhodobý hmotný majetek

Společnost provozuje jednu budovu v rámci vedlejšího předmětu činnosti. Tato budova je kompletně využita pro vedlejší předmět činnosti, a proto bude vyčleněna z provozně nutného majetku v plné výši. Tržní hodnota budovy je dle společnosti 10 mil. Kč.

Tabulka 30: Propočet provozně nutného majetku – budovy (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Budovy netto v rozvaze	16481	15588	16186	32165	30665
Hodnota provozně nepotřebné budovy netto	6356	6166	5976	5786	5596
Provozně potřebný majetek – budovy	10125	9422	10210	26379	25069

7.1.3 Ostatní provozně nepotřebná aktiva

Žádné další položky aktiv nebyly shledány jako provozně nepotřebné. Účetní jednotka nemá podíly v jiných společnostech. Nemá ani žádné dlouhodobé cenné papíry držené do splatnosti ani žádný jiný dlouhodobý finanční majetek.

7.1.4 Provozně nutný investovaný kapitál

Vyčíslení provozně nutného investovaného kapitálu je provedeno v tabulce 31.

Tabulka 31: Vyčíslení provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
+	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	262	173	83	0
+	Dlouhodobý hmotný majetek	15548	16110	17358	35380	34695
=	Dlouhodobý majetek provozně nutný	15548	16372	17531	35463	34695
+	Zásoby	43598	53119	53238	59599	61333
+	Pohledávky	38805	43027	47602	48188	51923
+	Provozně nutná výše peněz	3710	4660	4863	147	1877
+	Ostatní aktiva	431	411	563	336	832
-	Krátkodobé závazky	18551	23302	24314	25277	24327
-	Ostatní pasiva	343	223	378	526	313
=	Pracovní kapitál provozně nutný	67650	77692	81574	82467	91325
=	Investovaný kapitál provozně nutný	83198	94064	99105	117930	126020

7.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

V souvislosti s vyčleněním majetku na provozně potřebný a nepotřebný je třeba rovněž upravit provozní výsledek hospodaření. Z důvodu shledání jedné budovy za provozně nepotřebnou budou vyloučeny veškeré náklady a výnosy z ní plynoucí. Dále je vyčleněn výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu v jednotlivých letech.

Tabulka 32: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
+	Provozní výsledek hospodaření z VZZ	9064	12333	11109	12647	23063
-	VH z provozně nepotřebné budovy	560	570	550	590	597
-	VH z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-253	103	91	5	104
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	8757	11660	10468	12052	22362
+	Odpisy (bez odpisů z prov. nepotřebného majetku)	1228	1057	1438	1928	1466
=	KPVH před zdaněním a odpisy	9985	12717	11906	13980	23828

8 ANALÝZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Před samotným sestavením finančního plánu je třeba se zaměřit na generátory hodnoty v oceňovaném podniku, neboť podle Maříka (2011, s. 126) je prognóza generátorů hodnoty kostrou pro tvorbu finančního plánu. Tato kapitola bude zaměřena na tržby, provozní ziskovou marži, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku jako generátory hodnoty.

8.1 Tržby

Nejpodstatnějším generátorem hodnoty jsou tržby, neboť vypovídají o prodeji společnosti.

Průměrné roční tempo růstu tržeb v oceňované společnosti za období let 2009-2015 dosahuje 8,09 %. Záporného meziročního vývoje tržeb společnost ve sledovaném období dosáhla pouze v roce 2013. Jednalo se o mírný meziroční pokles, který společnost utrpěla zejména kvůli následkům finanční krize. Nejvyšší růst zaznamenala společnost v roce 2014, kdy došlo k oživení hospodářského vývoje a zároveň k získání nových zakázek a významných zákazníků.

Tabulka 33: Historický vývoj tržeb ve společnosti (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	159241	174451	169564	200681	217364
Roční tempo růstu tržeb	12,41 %	9,55 %	-2,80 %	18,35 %	8,31 %
Průměrné tempo růstu tržeb	8,09 %				

Prognóza vývoje tržeb se opírá o výsledky provedené strategické analýzy. Průměrné tempo růstu tržeb v plánovaném období je 3,48 %. Projekce budoucích tržeb společnosti je uvedena v tabulce 34.

Tabulka 34: Prognóza vývoje tržeb ve společnosti (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	225134	233031	241055	249206
Roční tempo růstu tržeb	3,57 %	3,51 %	3,44 %	3,38 %
Průměrné tempo růstu tržeb	3,48 %			

8.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je dalším neméně důležitým generátorem hodnoty pro výsledné ocenění podniku. Lze ji spočítat jako rozdíl mezi tržbami a korigovaným výsledkem hospodaření před zdaněním a odpisy. Historický vývoj provozní ziskové marže metodou „shora“ je uveden v tabulce 35.

Tabulka 35: Historický vývoj provozní ziskové marže ve společnosti (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	159241	174451	169564	200681	217364
Korigovaný výsledek hospodaření před zdaněním a odpisy (tis. Kč)	9985	12717	11906	13980	23828
Zisková marže (%)	6,27	7,29	7,02	6,97	10,96
Průměrná zisková marže (%)	7,70				

Průměrná zisková marže v oceňovaném podniku byla navýšena zejména rokem 2015, kdy podnik dosáhl mimořádné ziskové marže, zejména díky úsporám a výhodným novým zakázkám. Aby podnik dokázal udržet současnou pozici na trhu a nadále zvyšoval tržní podíl, nepředpokládá se výrazná změna ziskové marže. Z toho důvodu je pro následující roky brána zisková marže na úrovni 7,50 %.

Tabulka 36: Prognóza ziskové marže metodou "shora" (vlastní zpracování)

	2016	2017	2018	2019
Tržby (tis. Kč)	225134	233031	241055	249206
Korigovaný výsledek hospodaření (tis. Kč)	16885	17477	18079	18690
Zisková marže (%)	7,50	7,50	7,50	7,50

Pro prognózu ziskové marže bude využito i metody „zdola“. Tato metoda spočívá v analýze a prognóze hlavních a posléze i méně významných provozních nákladových položek, popřípadě i výnosových položek. Analýza a prognóza je provedena jako podíl jednotlivých položek na tržbách společnosti. Korigovaný provozní výsledek hospodaření je dán rozdílem provozních výnosů a nákladů. Z tohoto zisku lze dopočítat provozní ziskovou marži. (Mařík, 2011, s. 128) Analýza podílu nákladových a výnosových položek na tržbách za zboží oceňované společnosti je uvedena v tabulce 37.

Tabulka 37: Analýza podílu nákladových a výnosových položek na tržbách společnosti (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Podíl z tržeb (%)	2011	2012	2013	2014	2015
Obchodní marže (podíl k tržbám za zboží)	17,71	19,31	19,04	19,28	19,06
Přidaná hodnota	11,79	13,09	13,49	12,71	16,93
Osobní náklady	5,91	6,30	6,47	6,00	5,43
Daně a poplatky	0,08	0,08	0,09	0,27	0,08
Ostatní provozní výnosy	1,24	1,36	1,28	1,19	0,60
Ostatní provozní náklady	0,25	0,33	0,74	0,26	0,70

Nejvýznamnější nákladovou položkou jsou náklady na prodané zboží. Historicky se tyto náklady podílely na tržbách společnosti ve výši asi 81 %. V budoucnu se nepředpokládají výrazné změny. Z důvodu opatrnosti a horší vyjednávací síly vůči dodavatelům budou náklady na zboží v poměru k tržbám vyměřeny na 82 %.

Tabulka 38: Vývoj a prognóza nákladů na zboží (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Náklady na zboží (tis. Kč)	127635	137956	134402	153940	161614	167770	173655	179634	185708
Podíl z tržeb za zboží (%)	82,16	80,69	80,96	80,72	80,94	82,00	82,00	82,00	82,00
Tempo růstu (%)	12,89	8,09	-2,58	14,54	4,99	3,81	3,51	3,44	3,38
Průměrné tempo růstu (%)	6,08					3,54			

Vývoj a prognóza výkonové spotřeby je uvedena v tabulce 39. Vysoký nárůst výkonové spotřeby v roce 2014 byl způsoben především rozšířením výroby vlastních výrobků. Podobné markantní rozšíření vlastní výroby v plánovaných letech není uvažováno. Růst výkonové spotřeby předpokládáme 1,8 % nad inflací. V podniku lze dosáhnout ještě menších úspor, což se projeví v mírně klesajícím podílu výkonové spotřeby na tržbách společnosti.

Tabulka 39: Vývoj a prognóza výkonové spotřeby (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	26834	28820	28635	50144	47670	49243	50868	52547	54281
Podíl z tržeb (%)	16,85	16,52	16,89	24,99	21,93	21,87	21,83	21,80	21,78
Tempo růstu (%)		7,40	-0,64	75,11	-4,93	1,80	1,80	1,80	1,80
Průměrné tempo růstu (%)		15,45				3,30			
Průměrná inflace (%)		1,40				1,50			

Historický růst osobních nákladů ve společnosti je značně rozkolísaný. Průměrně však osobní náklady rostly o 5,81 %. V průběhu plánovaných let se nepředpokládají významné personální změny, a proto ponecháme růst mezd lehce nad jejich historickým průměrným růstem.

Tabulka 40: Vývoj a prognóza osobních nákladů (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Osobní náklady (tis. Kč)	9415	10991	10966	12036	11803	12521	13282	14089	14946
Roční tempo růstu (%)		16,74	-0,23	9,76	-1,94	6,08	6,08	6,08	6,08
Průměrné tempo růstu (%)		5,81				6,08			

Obchodní marže ve sledovaných letech zůstává téměř nezměněná (cca 19,2 %), z čehož vyplývá, že náklady na prodané zboží se pohybují na úrovni přibližně 80,8 % celkových tržeb za zboží. V následujících letech se očekává, že se situace nebude významně měnit, avšak z důvodu již zmíněné opatrnosti a horší vyjednávací schopnosti u dodavatelů bude stanovena na 18 %. V případě přidané hodnoty se očekává další mírný nárůst rozšíření vlastní výroby. Aktivace je odhadována na základě minulého vývoje. Co se týče osobních nákladů, jejich celková výše ve sledovaných letech roste. Ostatní položky mají nevýznamný podíl na tržbách společnosti. Daně a poplatky zůstanou na průměrné úrovni 0,13 %, ostatní provozní výnosy na hodnotě 1,0 % a ostatní provozní náklady na úrovni 0,5 %.

Tabulka 41: Prognóza podílů výnosových a nákladových položek na tržbách společnosti (vlastní zpracování)

Podíl z tržeb (%)	2016	2017	2018	2019
Obchodní marže (podíl k tržbám za zboží)	18,00	18,00	18,00	18,00
Přidaná hodnota	16,42	16,68	16,82	16,87
Daně a poplatky	0,13	0,13	0,13	0,13
Ostatní provozní výnosy	1,00	1,00	1,00	1,00
Ostatní provozní náklady	0,50	0,50	0,50	0,50

Prognóza konkrétních hodnot jednotlivých položek je uvedena v tabulce 42.

Tabulka 42: Prognóza ziskové marže metodou "zdola" (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Tržby	225134	233031	241055	249206
Aktivace	28842	30353	31661	32815
Náklady na zboží	167770	173655	179634	185708
Výkonová spotřeba	49243	50868	52547	54281
Osobní náklady	12521	13282	14089	14946
Daně a poplatky	293	303	313	324
Ostatní provozní náklady	900	932	965	997
Ostatní provozní výnosy	2251	2330	2411	2492
KPVH před odpisy	25501	26675	27579	28257
Zisková marže (%)	11,33	11,45	11,44	11,34

8.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál, který považujeme za generátor hodnoty, je odlišný od pracovního kapitálu, který se používá pro potřeby finanční analýzy. Zde je potřeba pracovní kapitál modifikovat: od aktiv odečítáme pouze neúročený cizí kapitál a započítáváme položky pouze v rozsahu provozně nutném. (Mařík, 2011, s. 132, 133) Výpočet upraveného pracovního kapitálu je proveden v tabulce 43.

Tabulka 43: Výpočet upraveného pracovního kapitálu v letech 2011-2015 (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

	(tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
+	Zásoby	43598	53119	53238	59599	61333
+	Pohledávky	38805	43027	47602	48188	51923
+	Provozně nutné peněžní prostředky	3710	4660	4863	147	1877
+	Ostatní aktiva (ČRA)	431	411	563	336	832
-	Krátkodobé závazky (neúročené)	18551	23302	24314	25277	24327
-	Ostatní pasiva (ČRP)	343	223	378	526	313
=	Upravený pracovní kapitál	67650	77692	81574	82467	91325

Abychom mohli srovnat vývoj upraveného pracovního kapitálu v minulém období a v budoucnosti, lze využít koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál. Ten lze spočítat podle následujícího vzorce (Mařík, 2011, s. 136):

$$k_{wc} = \frac{\Delta \text{pracovní kapitál}}{\Delta \text{tržby}} \quad (18)$$

Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu v období let 2011-2015 je 48,20 %. V prognózovaném období 2016-2019 je roven 36,93 %.

Doba obratu zásob se v prognózovaném období mírně snižuje díky lehce se zvyšující produkci vlastních výrobků, kdy nebude třeba držet na skladě tolik zboží. Pokles je však jen velmi pozvolný. Co se týče obchodních pohledávek, předpokladem je, že doba obratu zůstane pravděpodobně na úrovni přibližně 88 dnů, což je sice poměrně dlouhá doba, ale představuje pro podnik konkurenční výhodu. V případě závazků se nepředpokládají významné změny oproti minulému vývoji.

Tabulka 44: Analýza vývoje a prognóza dob obrátů zásob, pohledávek a závazků (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

Doby obratu z tržeb (dny)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	99	110	113	107	102	108	107	106	105
Pohledávky obchodní	86	87	100	85	85	88	88	88	88
Krátkodobé závazky	42	48	52	45	33	40	40	40	40
z toho obchodní	25	33	39	32	23	30	30	30	30
z toho zaměstnanci	1,1	1,1	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1
z toho sociální z.	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
z toho stát	3,3	2,8	3,6	4,2	0,2	2,8	2,8	2,8	2,8

Z dob obrátů lze nyní dopočíst konkrétní plánované hodnoty jednotlivých položek pracovního kapitálu.

Tabulka 45: Výpočet upraveného pracovního kapitálu v letech 2016-2019 (vlastní zpracování)

	(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
+	Zásoby	67540	69262	70977	72685
+	Pohledávky	55033	56963	58925	60917
+	Peněžní prostředky (nutné)	5003	5178	5357	5538
+	Časové rozlišení aktivní	500	500	500	500
-	Krátkodobé závazky	25015	25892	26784	27690
-	Časové rozlišení pasivní	350	350	350	350
=	Upravený pracovní kapitál	102711	105661	108625	111600

8.4 Dlouhodobý majetek a investice

V tabulce 46 je zachycen vývoj investic do provozně nutného dlouhodobého majetku společnosti. Ukazatel investic netto vyjadřuje změnu stavu majetku. Je-li ukazatel kladný, společnost investovala více, než bylo vytvořeno odpisy. Společnost výrazně investovala v roce 2014, což lze sledovat z vysoké hodnoty ukazatele investice netto v tomto roce. Naopak v roce 2015 společnost utlumila investiční činnost, což se projevilo i v záporné hodnotě ukazatele investice netto. Investice brutto zahrnují jak odpisy, tak investice netto.

Tabulka 46: Vývoj investic v podniku v letech 2011-2015 (vlastní zpracování dle výkazů společnosti)

(tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
DM provozně nutný	15548	16372	17531	35463	34695
Odpisy	1228	1057	1438	1928	1466
Investice netto	-963	824	1159	17932	-768
Investice brutto	265	1881	2597	19860	698

Pro naplánování investic bude tato práce vycházet z plánu investic, které poskytlo vedení oceňované společnosti. Společnost každoročně nakupuje dva nové vozy (jeden osobní, jeden nákladní), s čímž se počítá i v následujících letech. Vzhledem k tomu, že v současné době není známá hodnota nakupovaných automobilů, budeme vycházet z historických investic do nových automobilů. Nový osobní automobil společnost kupovala přibližně

v hodnotě 350 tisíc korun a nákladní v hodnotě asi 500 tisíc korun. S podobnými hodnotami investic se počítá i v budoucnu. Další investice do dlouhodobého majetku se v nejbližších letech neplánují.

Tabulka 47: Plán investic a odpisů (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Odpisy	1618	1752	1888	2024
ZC provozně nutného DM	34118	34405	32557	31573
Investice netto	-577	287	-1848	-984
Investice brutto	1041	2039	40	1040

8.5 Analýza rentability provozně potřebného investovaného kapitálu

Vzhledem k tomu, že je k dispozici prognóza investic a odpisů, lze nyní dopočítat korigovaný provozní zisk po odpisech a dani. Vzhledem k tomu, že se nepředpokládá změna v sazbě daně z příjmů právnických osob, bude i nadále počítáno se sazbou 19 %.

Tabulka 48: Dopočet korigovaného provozního zisku po odpisech a dani (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Daň z příjmů (%)	19	19	19	19	19	19	19	19	19
KPVH po odpisech a dani	7093	9445	8479	9762	18113	19345	20188	20810	21249
Zisková marže (%)	4,45	5,41	5,00	4,86	8,33	8,59	8,66	8,63	8,53
Tempo růstu KPVH	26,41			4,07					

Provozně nutný investovaný kapitál lze dopočítat jako součet provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku, jejichž prognóza je již nyní rovněž k dispozici. V rámci analýzy je v tabulce 49 rovněž spočítána obrátka investovaného kapitálu a jeho rentabilita. Obrátka investovaného kapitálu v plánovaných letech odpovídá historickým hodnotám. Rentabilita investovaného kapitálu utrpěla v letech 2013 a 2014 následky finanční krize, avšak v roce 2015 se zdá být na dobré úrovni.

Tabulka 49: Dopočet provozně nutného investovaného kapitálu, jeho obrátky a rentability (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Investovaný kapitál (tis. Kč)	83198	94064	99105	117930	126020	136829	140066	141182	143173
Obrátka i. kapitálu	1,91	1,85	1,71	1,70	1,72	1,66	1,66	1,71	1,74
Rentabilita i. kapitálu (%)	8,53	10,04	8,56	8,28	14,37	14,24	14,61	15,03	15,23

9 FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI

9.1 Plánovaná rozvaha

Dlouhodobý nehmotný majetek – v současné době je netto hodnota dlouhodobého nehmotného majetku nulová a společnost nepředpokládá v budoucnu významné investice.

Dlouhodobý hmotný majetek – v plánovaném období se předpokládají pouze menší investice, a to zejména do vozového parku společnosti. Hodnota dlouhodobého hmotného majetku v plánovaném období klesá z důvodu jeho opotřebení.

Dlouhodobý finanční majetek – společnost nevlastní žádný dlouhodobý finanční majetek a prozatím neuvažuje o investicích do tohoto druhu majetku.

Zásoby – výše zásob je v plánovaném období spočtena z historického vývoje dob obratu.

Dlouhodobé pohledávky – společnost neeviduje žádné dlouhodobé pohledávky a ani se nepředpokládá, že vzniknou v plánovaném období.

Krátkodobé pohledávky – výše krátkodobých pohledávek byla v plánovaném období spočtena na základě historického vývoje doby obratu.

Krátkodobý finanční majetek – jeho provozně nutná výše je plánována jako 20 % hotovostní likvidity.

Časové rozlišení aktivní – vychází z průměrných historických hodnot.

Tabulka 50: Plánovaná rozvaha – aktiva (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
AKTIVA	177312	197386	218918	240870
Dlouhodobý majetek	39524	38621	37583	36409
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	39524	38621	37583	36409
- z toho provozně nutný	34118	34405	32557	31573
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	137289	158265	180835	203961
Zásoby	67540	69262	70977	72685
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	55033	56963	58925	60917
Krátkodobý finanční majetek	14716	32040	50933	70359
- z toho provozně nutný	5003	5178	5357	5538
Časové rozlišení aktivní	500	500	500	500

Základní kapitál – společnost neuvažuje o navyšování základního kapitálu, proto hodnota zůstává v plánovaném období konstantní.

Kapitálové fondy – společnost netvoří kapitálové fondy.

Fondy ze zisku – výše fondů ze zisku je ponechána na konstantní výši z roku 2015.

Výsledek hospodaření minulých let – výše této položky neustále roste, společnost nevyplácí podíly na zisku.

Rezervy – společnost netvoří žádné rezervy a neuvažuje o jejich tvorbě ani v nejbližší budoucnosti.

Dlouhodobé závazky – nejsou evidovány žádné dlouhodobé závazky a společnost prozatím nepředpokládá jejich vznik v plánovaném období.

Krátkodobé závazky – výše krátkodobých závazků byla v plánovaném období spočtena na základě historického vývoje doby obratu.

Bankovní úvěry – společnost má možnost využít kontokorentu na svém účtu. Vzhledem k plánovaným investicím se nepředpokládá dlouhodobé využití bankovních úvěrů v plánovaných letech.

Časové rozlišení pasivní - plánované časové rozlišení vychází z průměrných historických hodnot.

Tabulka 51: Plánovaná rozvaha – pasiva (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
PASIVA	177312	197386	218918	240870
Vlastní kapitál	150821	170866	191538	212653
Základní kapitál	270	270	270	270
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Fondy ze zisku	1522	1522	1522	1522
Výsledek hospodaření minulých let	129823	149029	169074	189746
Výsledek hospodaření běžného období	19206	20045	20672	21115
Cizí zdroje	26110	26186	27077	27915
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	26110	26186	27077	27915
Bankovní úvěry	0	0	0	0
Časové rozlišení pasivní	350	350	350	350

9.2 Plánovaný výkaz zisků a ztráty

Tržby za zboží – jsou nejvýznamnější výnosovou položkou. Jejich výše je plánována na základě strategické analýzy v kapitole generátory hodnoty.

Náklady na prodané zboží – tvoří přibližně 82 % tržeb za zboží a v plánované budoucnosti se nepředpokládá změna tohoto poměru.

Tržby za výrobky – předpokládá se, že společnost bude i nadále mírně rozšiřovat vlastní výrobu výrobků.

Aktivace – je plánována na základě historického vývoje dle Maříka (2011, s. 153).

Výkonová spotřeba – je plánována podrobněji v kapitole generátory hodnoty. Růst výkonové spotřeby je plánován v souvislosti s rozšiřováním produkce meziročně o 1,8 % nad inflací.

Osobní náklady – společnost plánuje růst mzdových nákladů v plánovaném období. Co se týče nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, jejich celková výše je plánována na 34 % ze mzdových nákladů. Podrobněji jsou vymezeny v kapitole generátory hodnoty.

Daně a poplatky – odhadovaná výše daní a poplatků vychází z historického vývoje. Podrobněji jsou daně a poplatky plánovány v kapitole generátory hodnoty.

Ostatní provozní výnosy a náklady – tvoří nepatrný podíl na výnosech/nákladech společnosti. Lze sem zahrnout například různé druhy pojištění apod. Jejich odhadovaná výše pro plánované období vychází z historického vývoje.

Výnosové a nákladové úroky – závisí na množství úročených peněžních prostředků/využití kontokorentů. Vzhledem ke zvyšujícímu se objemu peněžních prostředků je plánován i mírný růst výnosových úroků. Nákladové úroky jsou ponechány na konstantní úrovni.

Ostatní finanční výnosy a náklady – řadí se sem zejména kurzové zisky/ztráty, které společnost realizuje při nákupu od zahraničních dodavatelů. Jejich výše je prognózována jako konstantní hodnota z roku 2015.

Tabulka 52: Plánovaný výkaz zisků a ztráty (vlastní zpracování)

Položka (tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Tržby za zboží	204872	212058	219360	226777
Náklady na prodané zboží	167770	173655	179634	185708
Obchodní marže	37102	38403	39726	41069
Tržby za výrobky	20262	20973	21695	22429
Aktivace	28842	30353	31661	32815
Výkonová spotřeba	49234	50868	52547	54281
Přidaná hodnota	36972	38861	40535	42032
Osobní náklady	12521	13282	14089	14946
- Mzdové náklady	9344	9912	10514	11154
- Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3177	3370	3575	3792
Daně a poplatky	293	303	313	324
Odpisy DM	1618	1752	1888	2024
Ostatní provozní výnosy	2251	2330	2411	2492
Ostatní provozní náklady	900	932	965	997
Provozní výsledek hospodaření	23892	24922	25691	26233
Výnosové úroky	180	185	190	195
Nákladové úroky	160	160	160	160
Ostatní finanční výnosy	200	200	200	200
Ostatní finanční náklady	400	400	400	400
Finanční výsledek hospodaření	-180	-175	-170	-165
Daň z příjmů za běžnou činnost	4505	4702	4849	4953
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	19206	20045	20672	21115
Výsledek hospodaření před zdaněním	23712	24747	25521	26068

9.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

K úplnosti finančního plánu je třeba stanovit plán peněžních toků. Celkové plánované peněžní toky jsou ve všech plánovaných letech kladné, což je jeví jako pozitivní. Celkový konečný stav peněžních prostředků je ve všech sledovaných letech rovněž v kladných hodnotách.

Tabulka 53: Plán peněžních toků (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Výsledek hospodaření	19206	20045	20672	21115
Odpisy DM	1618	1752	1888	2024
Změna stavu pohledávek	-3110	-1930	-1962	-1992
Změna stavu krátkodobých závazků	1824	29	860	838
Změna stavu zásob	-6207	-1722	-1715	-1708
Změna časového rozlišení	358	0	0	0
Peněžní tok z provozní činnosti	13689	18174	19743	20227
Nabytí DM provozně nutného	-850	-850	-850	-850
Peněžní tok z investiční činnosti	-850	-850	-850	-850
Peněžní tok celkem	12839	17324	18893	19427

Tabulka 54: Plánovaný stav peněžních prostředků (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Počáteční stav peněžních prostředků	1877	14716	32040	50933
Peněžní tok	12839	17324	18893	19427
Konečný stav peněžních prostředků	14716	32040	50933	70359

10 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI

Na základě provedených analýz je možno konstatovat, že oceňovaná společnost je schopna dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Podnik bude oceňován bez jakýchkoliv synergií, tzn. going concern.

10.1 Stanovení diskontní míry

Pro ocenění společnosti výnosovými metodami je nezbytné stanovit diskontní míru. Pro „netto“ **metodu kapitalizovaných čistých výnosů** je použita diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Pro metody **DCF Entity** a **ekonomickou přidanou hodnotu** je potřeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC), ve kterých jsou zahrnuty jak náklady na vlastní kapitál tak náklady na cizí kapitál.

Náklady na vlastní kapitál budou stanoveny pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv a stavebnicového modelu INFA. Dividendový model nebude použit z toho důvodu, že společnost není obchodována na veřejném trhu a nejedná se o akciovou společnost.

10.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Pro **model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)** je třeba stanovit: bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii trhu a koeficient β .

Bezriziková úroková míra je stanovena na úrovni výnosu 10letých státních dluhopisů, což je nejčastěji používaná varianta. V současné době je výnos 10letých státních dluhopisů ve výši 0,46 %. (Ministerstvo financí, 2016, s. 13)

Riziková premie trhu je dána rozdílem předpokládané výnosnosti kapitálového trhu a bezrizikové úrokové míry. Při výpočtu vycházíme z ratingu země stanovené ratingovou agenturou Moody's, která udělila ČR rating A1. Riziková premie ČR pro rok 2016 podle profesora Damodarana je na úrovni 7,05 %. (Damodaran, 2016)

Koeficient β je možné stanovit pomocí různých přístupů. Lze jej stanovit na úrovni nulového zadlužení podniku nebo na úrovni existujícího zadlužení podniku. Při stanovení koeficientu byl brán v potaz β koeficient na úrovni nulového zadlužení podniků působících ve stejném odvětví jako oceňovaná společnost. Hodnoty pochází z webu prof. Damodarana a β koeficient činí 0,94. (Damodaran, 2016)

1. Model CAPM se znalostí β koeficientu při nulovém zadlužení

Na základě tohoto modelu jsou stanoveny náklady na vlastní kapitál ve výši 10,59 %.

Tabulka 55: CAPM – β při nulovém zadlužení
(vlastní zpracování)

Bezriziková úroková míra	0,46 %
Riziková prémie	7,05 %
Odhad β koeficientu	0,94
Náklady na vlastní kapitál	10,59 %

2. Model CAPM se stanovením β koeficientu na základě finančního a obchodního rizika

Pro tento model je třeba stanovit třídu systematického rizika a korekci β koeficientu k finančnímu riziku. Systematické riziko je v tomto případě rozděleno do pěti tříd podle závislosti na hospodářském cyklu. Oceňovaná společnost byla zařazena do 4. třídy systematického rizika z důvodů silnější závislosti na hospodářském cyklu. V modelu je třeba zvážit prémii za specifické riziko, které v tomto případě odráží úroveň vybraných interních faktorů (management, technologie, výsledky finanční analýzy, apod.). Prémie za specifické riziko byla stanovena ve výši 3,5 %. Na základě tohoto modelu jsou náklady na vlastní kapitál stanoveny ve výši 11,36 %.

Tabulka 56: CAPM - β stanovená dle obchodního a finančního rizika (vlastní zpracování dle programu Evalent)

Bezriziková úroková míra	0,46 %
Riziková prémie	7,05 %
Prémie za specifické riziko	3,50 %
Třída systematického a obchodního rizika	4
Korekce na základě obchodního rizika	0,25
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 2. fázi	0,00
Korekce na základě finančního rizika pro 1. fázi	-0,20
Korekce na základě finančního rizika pro 2. fázi	-0,20
Koeficient β pro 1. fázi	1,05
Koeficient β pro 2. fázi	1,05
Náklady na vlastní kapitál pro 1. fázi	11,36 %
Náklady na vlastní kapitál pro 2. fázi	11,36 %

3. Model CAPM s expertním stanovením β koeficientu

Expertní stanovení β koeficientu je založeno na hodnotícím formuláři, pomocí kterého lze posoudit vybrané rizikové faktory.

Tabulka 57: Faktory pro odhad β koeficientu (vlastní zpracování dle programu Evalent)

Faktor	Stav v podniku	Obodování
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	Vysoká citlivost	1,50
Vyjednávací sílu vůči dodavatelům	Převaha dodavatelů	1,50
Vyjednávací síla vůči odběratelům	Převaha odběratelů	1,50
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	Průměrný	1,00
Míra zadlužení	Menší jak 40 %	0,50
Velikost podniku	Malá	1,50
Diverzifikace území	Střední	1,00
Diverzifikace výroková	Střední	1,00
Odhad β koeficientu		1,19

Náklady na vlastní kapitál stanovené pomocí metody CAPM s expertním stanovením β koeficientu jsou ve výši 8,83 %.

Tabulka 58: CAPM - expertní odhad β koeficientu (vlastní zpracování)

Bezriziková úroková míra	0,46 %
Riziková prémie	7,05 %
Odhad β koeficientu	1,19
Náklady na vlastní kapitál	8,83 %

4. Stavebnicový model INFA

Tento model stanovení nákladů na vlastní kapitál bere v potaz navíc i nesystematické riziko. K bezrizikové úrokové míře jsou připočítávány rizikové přírážky.

Riziková přírážka velikosti podniku (r_{LA}) je závislá především na velikosti úplatných zdrojů (UZ), tzn. velikosti vlastního kapitálu a bankovních úvěrů. Jestliže:

$UZ < 100$ mil. Kč $\rightarrow r_{LA} = 5$ %,

300 mil. Kč $> UZ > 100$ mil. Kč $\rightarrow r_{LA} = (3-UZ)^2/168,2$ (UZ dosazeny v mld. Kč),

$UZ > 300$ mil. Kč $\rightarrow r_{LA} = 0$ % (Metodika INFA, ©2005).

Tabulka 59: INFA - výpočet rizikové přírážky velikosti podniku
(vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
Úplátne zdroje (tis. Kč)	91500	100396	111633	123716	131616
r_{LA} (%)	5,00	5,00	4,96	4,92	4,89

Riziková přírážka podnikatelského rizika (r_{POD}) se odvíjí od velikosti poměru (EBIT/Aktiva). Jestliže:

$(EBIT/Aktiva) > X1 \rightarrow r_{POD} = \text{min. hodnota v odvětví dle MPO,}$

$(EBIT/Aktiva) < 0 \rightarrow r_{POD} = 10 \%,$

$0 < (EBIT/Aktiva) < X1 \rightarrow r_{POD} = (X1 - EBIT/Aktiva)^2 / X1^2 * 0,1$

kde: $X1 = (UZ/Aktiva) * \text{úroková míra (Metodika INFA, ©2005).}$

V období 2011-2015 je vždy ROA větší jak $X1$, což znamená, že riziková přírážka podnikatelského rizika bude minimální hodnota za odvětví.

Tabulka 60: INFA - výpočet rizikové přírážky podnikatelského rizika (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT/Aktiva = ROA (%)	8,36	9,93	8,22	8,40	14,75
Úplátne zdroje (mld. Kč)	0,0915	0,100396	0,111633	0,123716	0,131616
Odhadnutá úroková míra (%)	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3
Aktiva (mld. Kč)	0,110393	0,12392	0,136325	0,149519	0,156255
$X1$ (%)	2,49	2,27	2,13	1,99	1,90
r_{POD} (%)	2,73	3,97	3,51	3,22	3,30

Přírážka za finanční stabilitu ($r_{FINSTAB}$) je navázána na likviditu $L3$ (běžná likvidita).

Jestliže:

$L3 < XL1 \rightarrow r_{FINSTAB} = 10 \%,$

$L3 > XL2 \rightarrow r_{FINSTAB} = 0 \%,$

$XL1 < L3 < XL2 \rightarrow r_{FINSTAB} = (XL2 - L3)^2 / (XL2 - XL1)^2 * 0,1.$

Hodnoty $XL1$ a $XL2$ jsou pro každé odvětví stanoveny individuálně dle MPO. Lze využít zjednodušení, které znamená, že $XL1 = 1$ a $XL2 = 2$. (Metodika INFA, ©2005). Pro výpo-

čet bude použito tohoto zjednodušení. V období 2011-2015 je běžná likvidita vyšší jak hodnota 2,5, z čehož vyplývá, že přírážka za finanční stabilitu je ve výši 0 %.

Tabulka 61: INFA - výpočet rizikové přírážky za finanční stabilitu (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	4,75	4,33	4,62	3,28	5,76
r_{FINSTAB} (%)	0	0	0	0	0

Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{FINSTRU}) je rozdílem mezi r_e a WACC. Platí $r_{\text{FINSTRU}} = r_e - \text{WACC}$. Hodnotu této rizikové přírážky je omezena na maximum 10 %. Jestliže: $r_e < \text{WACC} \rightarrow r_{\text{FINSTRU}} = \text{WACC}$ (Metodika INFA, ©2005).

$$r_e = \frac{\text{WACC} \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{EAT}{EBT} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}} \quad (19)$$

Tabulka 62: INFA - výpočet rizikové přírážky za finanční strukturu (vlastní zpracování)

(%)	2011	2012	2013	2014	2015
WACC	11,44	11,28	10,73	9,72	9,19
r_e	11,44	11,28	10,73	10,23	8,95
r_{FINSTRU}	0	0	0	0,52	9,19

Celkové náklady na vlastní kapitál touto metodou lze získat součtem všech rizikových přírážek k bezrizikové sazbě dle MPO. V roce 2015 dochází ke skokovému růstu nákladů na VK především kvůli rizikové přírážce za finanční strukturu.

Tabulka 63: INFA - stanovení nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování dle MPO, ©2005)

(%)	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	3,71	2,31	2,26	1,58	1,00
r_{LA}	5,00	5,00	4,96	4,92	4,89
r_{POD}	2,73	3,97	3,51	3,22	3,30
r_{FINSTAB}	0	0	0	0	0
r_{FINSTRU}	0	0	0	0,52	9,19
Náklady na VK	11,44	11,28	10,73	10,23	18,38

Náklady na vlastní kapitál jsou v následující části stanoveny jako vážený průměr všech použitých metod. Jednotlivým metodám jsou přiřazeny váhy na základě vypovídací schopnosti vstupních údajů.

Tabulka 64: Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

Model	Váha	Náklady na VK
CAPM – β při nulovém zadlužení	2	10,59 %
CAPM – β na základě obchodního a finančního rizika	2	11,36 %
CAPM – expertní stanovení β koeficientu	3	8,83 %
INFA – stavebnicová metoda	3	18,38 %
Vážený průměr nákladů na VK	10	12,55 %

10.1.2 Náklady na cizí kapitál

Oceňovaná společnost v současné době nevyužívá žádných dlouhodobých úročených cizích zdrojů. Jejich využití se neplánuje ani v budoucnosti. Z tohoto důvodu jsou náklady na cizí kapitál stanoveny ve výši **0 %**.

10.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)

Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál v případě oceňované společnosti není nutný, neboť společnost nevyužívá žádné úročené cizí zdroje. Vážené průměrné náklady na kapitál jsou v tomto případě rovny průměrným váženým nákladům na vlastní kapitál ve výši **12,55 %**.

10.2 Stanovení tempa růstu

Tempo růstu (g) lze stanovit několika způsoby. Budeme-li vycházet z metody, která bere v úvahu růst HDP upraveného o inflaci, pak se dostáváme k hodnotě přibližně 4,5 % ($HDP = 2,7 \% + \text{inflace} = 1,8 \%$). Toto tempo růstu je však pro samotný podnik nereálné. Nelze ani předpokládat dlouhodobý růst ekonomiky ve výši 2,7 % z důvodu cykličnosti ekonomiky. Přihlédneme-li k výsledkům strategické analýzy a k růstovým možnostem podniku, pak lze očekávat dlouhodobý růst přibližně na úrovni 0,5 % nad očekávanou inflací (1,8 %). Celkové tempo růstu bylo zvoleno ve výši **2,3 %**.

10.3 Hodnota stanovená metodou DCF Entity

Pomocí této metody lze zjistit hodnotu společnosti jako celku. Nutností je proto zjistit volné peněžní toky, které plynou jak vlastníkům, tak věřitelům. Náklady na kapitál jsou brány na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál.

V první fázi výpočtu je nutné zjistit diskontované volné peněžní toky prognózované ve finančním plánu společnosti.

Tabulka 65: Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (vlastní zpracování)

	(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
+	KPVH před zdaněním	23883	24923	25691	26233
-	Upravená daň	4538	4735	4881	4984
=	KPVH zdaněný	19345	20188	20810	21249
+	Odpisy	1618	1752	1888	2024
-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)	11386	2950	2964	2975
-	Investice do pořízení DM (provozně nutného)	1041	2039	40	1040
=	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)	8536	16951	19694	19258

Diskontováním peněžních toků lze stanovit hodnotu první fáze. Diskontní míra odpovídá úrovni WACC.

Tabulka 66: Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF Entity (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
FCFF	8536	16951	19694	19258
Diskontní míra	12,55 %			
Odúročitel	0,888	0,789	0,701	0,623
Diskontované FCF (k 1. 1. 2016)	7584	13381	13813	12001
Hodnota 1. fáze (k 1. 1. 2016)	46779,8			

Druhá fáze je rovna součtu budoucích peněžních toků od roku 2020 do nekonečna. Přesnou hodnotu těchto peněžních toků nelze naplánovat, ale je možné určit hodnotu druhé fáze pomocí parametrického vzorce.

Parametrický vzorec

Pro výpočet pokračující hodnoty podle vzorce 5 je třeba stanovit korigovaný provozní zisk pro rok 2020, investice netto 2020, míru investic a rentabilitu investic. Tempo růstu pro druhou fázi bylo zvoleno 0,5 % nad očekávanou inflací (1,8 %), a mírně pod prognózovaným tempem růstu HDP, tzn. celkem 2,3 %.

Tabulka 67: Výpočet parametrického vzorce
(vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2020
KPVH	21737
Investice netto	3293
Míra investic	15,15 %
Rentabilita investic netto	15,18 %
Pokračující hodnota	179946,1
Současná hodnota pokračující hodnoty	112140

Oceňovaná společnost vlastní neprovozní majetek v tržní hodnotě 10 mil. Kč. Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá žádné úročené cizí zdroje, použitím této metody dostáváme hodnotu společnosti k 1. 1. 2016, která je rovna hodnotě vlastního kapitálu, a to **168,919 mil. Kč**.

Tabulka 68: Stanovení hodnoty metodou DCF Entity
(vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	46779,8
Hodnota 2. fáze	112140
Hodnota neprovozních aktiv	10000
Hodnota podniku (VK) k 1. 1. 2016	168919,8

10.4 Hodnota stanovená metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Princip metody spočívá ve stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti prostřednictvím trvale odnímatelných čistých výnosů. Tyto výnosy lze spočítat buď z minulých výsledků hospodaření (paušální metoda) nebo z budoucích výsledků hospodaření (analytická metoda). Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu oceňované společnosti bude použito paušální metody.

V první kroku je třeba upravit hospodářské výsledky před zdaněním tak, jak je uvedeno v tabulce 69. Upravené výsledky hospodaření jsou přepočteny cenovým indexem k datu ocenění a vynásobeny váhami. Vyšší váha je přiřazena upravenému výsledku hospodaření v roce nejbližšímu k datu ocenění.

Tabulka 69: Výpočet upravených výsledků hospodaření (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
VH před zdaněním	9022	12103	11030	12415	22850
+ Odpisy	1227	1057	1438	1928	1466
- Tržby z prodeje DM	1001	1893	498	124	331
+ Zůstatková cena prodaného DM	1254	1790	407	119	227
- VH z prov. nepotřebného majetku	560	570	550	590	597
+ Mimořádné náklady	0	0	0	1	2
= Upravený VH (UVH) před odpisy	9942	12487	11827	13749	23617
Cenový index řetězový	1,021	1,035	1,014	1,004	1,003
Cenový index bazický (2015)	0,946	0,979	0,993	0,997	1,000
UVH upravený o inflaci	10507	12751	11910	13790	23617
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci * váhy	10507	25501	35730	55161	118085

Trvale odnímatelný čistý výnos je dán jako výsledek součtu upravených výsledků hospodaření vynásobených vahami vydělených součtem vah. Zdaněný odnímatelný čistý výnos je vydělen kalkulovanou úrokovou mírou podle vzorce pro věčnou rentu. Kalkulovaná úroková míra odpovídá nákladům na vlastní kapitál po odečtení předpokládané dlouhodobé inflace. Společnost vlastní neprovozní majetek, jehož odhadnutá tržní hodnota je 10 mil. Kč. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016 stanovená metodou kapitalizovaných čistých výnosů je **120,286 mil. Kč**.

Tabulka 70: Hodnota vlastního kapitálu použitím metody kapitalizovaných čistých výnosů (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	16332
Odpisy z reprodukčních cen	1688
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	14644
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	14676
Daň (19 %)	2788
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	11856
Předpokládaná dlouhodobá inflace	1,8 %
Kalkulovaná úroková míra	10,75 %
Provozní výnosová hodnota	110286
Neprovozní majetek k datu ocenění	10000
Výsledná hodnota VK k 1. 1. 2016	120286

10.5 Hodnota stanovená metodou EVA

Stanovení hodnoty podniku prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty probíhá ve dvou fázích. V první fázi je třeba stanovit hodnoty EVA v jednotlivých letech plánovaného období a následně diskontovat na současnou hodnotu k datu ocenění. Diskontní míra je použita na úrovni WACC, které v tomto případě odpovídají nákladům na vlastní kapitál. Hodnota první fáze je dána součtem diskontovaných EVA.

K výpočtu EVA v jednotlivých letech je potřeba stanovit NOA – čistá operativní aktiva, která odpovídají provozně nutnému investovanému majetku, a NOPAT – čistý operativní zisk po zdanění, který je brán jako korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění.

Tabulka 71: Výpočet EVA pro 1. fázi (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT		19345	20188	20810	21248
NOA	126020	136829	140066	141182	143173
WACC . NOA _{t-1}		15815	17172	17578	17718
EVA		3529,72	3015,59	3231,43	3530,40
Odúročitel		0,888	0,789	0,701	0,623
Diskontovaná EVA		3136,14	2380,57	2266,51	2200,09
Hodnota 1. fáze (k 1. 1. 2016)		9983,31			

Ve výpočtu druhé fáze budou zachovány předpoklady jako u metody DCF Entity, tzn. tempo růstu, míra investic netto i rentabilita investic netto. NOPAT pro rok 2020 je dán následujícím vztahem (Mařík, 2011, s. 302):

$$NOPAT_{2020} = NOPAT_{2019} \cdot (1 + g) \quad (20)$$

Výpočet pokračující hodnoty je proveden podle vzorce (Mařík, 2011, s. 302):

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{WACC - g} \quad (21)$$

Tabulka 72: Výpočet EVA pro 2. fázi (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
NOPAT 2020	21737
NOA 2019	143173
WACC	12,55 %
EVA 2020	3769,24
g	2,3 %
Pokračující hodnota	36773
Současná hodnota 2. fáze	21916,5

Stanovení výsledné hodnoty podniku pomocí metody ekonomické přidané hodnoty je provedeno v tabulce 73 a činí **168,919 mil. Kč**. Výsledná hodnota je v tomto případě stejná jako hodnota stanovená metodou DCF Entity. Je to z toho důvodu, že byly použity stejné vážené náklady na kapitál, stejný zisk i stejný investovaný provozně nutný kapitál.

Tabulka 73: Stanovení hodnoty metodou EVA (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	9983,3
Hodnota 2. fáze	22916,5
NOA k datu ocenění	126020
Hodnota neprovozních aktiv	10000
Hodnota podniku (VK) k 1. 1. 2016	168919,8

10.6 Doplnkové stanovení účetní hodnoty

Účetní hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2016 je **135,958 mil. Kč**. Nutno dodat, že tato hodnota je pouze doplňková, neboť vychází z účetních zásad. Tzn. například hodnota majetku se může lišit od reality z důvodu principu historický cen.

10.7 Shrnutí zjištěných výsledků

Pomocí jednotlivých metod byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu oceňované společnosti k 1. 1. 2016. Hodnota zjištěná pomocí metody DCF Entity a metodou EVA je shodná díky použitým shodným vstupům (zisk, náklady na kapitál, tempo růstu). Oproti účetní hodnotě vlastního kapitálu je vyšší. Hodnota zjištěná metodou kapitalizovaných čistých výnosů je od těchto hodnot odlišná. Tato metoda oproti DCF a EVA nebere v potaz budoucí růstový potenciál podniku a vychází pouze z již dosažených výsledků podniku a byla jí proto přiřazena nižší váha ve výpočtu konečné hodnoty. Dala by se označit i za spodní hranici hodnoty vlastního kapitálu.

Tabulka 74: Výsledná hodnota vlastního kapitálu (vlastní zpracování)

Oceňovací metoda	Hodnota VK k 1. 1. 2016 (mil. Kč)	Váha
DCF Entity	168,919	2
Ekonomická přidaná hodnota	168,919	2
Kapitalizované čisté výnosy	120,286	1
Účetní hodnota VK	135,958	0
Výsledná hodnota VK	159,192	

Výsledná hodnota podniku byla určena na základě váženého průměru. Pomocí vybraných výnosových metod oceňování je hodnota společnosti k 1. 1. 2016 ve výši **159,192 mil. Kč**.

10.8 Citlivostní analýza

Zjištěné hodnoty vlastního kapitálu pomocí jednotlivých metod budou ještě podrobeny citlivostní analýze. Konkrétně bude zjišťován vliv diskontní míry a tempa růstu na výsledné hodnoty.

Analýza citlivosti výsledné hodnoty na diskontní míře je provedena v tabulce 75. Jsou zde uvedeny hodnoty vlastního kapitálu při původních vážených nákladech na kapitál a při jejich snížení/zvýšení o 1 %. Pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů je prove-

deno snížení/zvýšení nákladů na vlastní kapitál o 1 %. V případě oceňované společnosti však $WACC = n_{VK}$.

Tabulka 75: Analýza citlivosti na diskontní míru (vlastní zpracování)

Oceňovací metoda	Hodnota VK (mil. Kč)		
	Původní WACC (n_{VK})	WACC -1 %	WACC +1 %
	12,55 %	11,55 %	13,55 %
DCF Entity	168,919	186,679	154,320
Ekonomická přidaná hodnota	168,919	186,679	154,320
Kapitalizované čisté výnosy	120,286	131,598	110,900

Obdobně je provedena analýza citlivosti výsledné hodnoty na tempo růstu v tabulce 76. Jsou zde uvedeny hodnoty vlastního kapitálu při původně stanoveném tempu růstu a při sníženém/zvýšeném tempu růstu o 1 %. Vzhledem k tomu, že metoda kapitalizovaných čistých výnosů nebere v potaz budoucí růstový potenciál společnosti, hodnota zůstává nezměněna.

Tabulka 76: Analýza citlivosti na tempo růstu (vlastní zpracování)

Oceňovací metoda	Hodnota VK (mil. Kč)		
	Původní g	g -1 %	g +1 %
	2,3 %	1,3 %	3,3 %
DCF Entity	168,919	165,706	172,829
Ekonomická přidaná hodnota	168,919	165,706	172,829
Kapitalizované čisté výnosy	120,286	120,286	120,286

Z provedené citlivostní analýzy vyplývá, že daleko větší vliv na výslednou hodnotu má použitá diskontní míra. Při snížení/zvýšení diskontní míry o 1 % se mění výsledná hodnota vlastního kapitálu u všech použitých metod o více jak 10 mil. Kč, zatímco při snížení/zvýšení tempa růstu o 1 % se mění výsledné hodnoty vlastního kapitálu cca o 3 mil. Kč.

Citlivostní analýza prokázala závislost stanovené hodnoty podniku na diskontní míře a tempu růstu. Z toho důvodu je potřeba k těmto hodnotám při oceňování podniku přistupovat obezřetně.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu podniku k 1. 1. 2016 pomocí výnosových metod oceňování.

Teoretická část práce byla zaměřena na základní pojmy související s oceňováním podniku, postup při ocenění a výnosové metody ocenění podniku.

Praktická část byla rozdělena na analytickou a projektovou část. V analytické části byla řešena strategická analýza a finanční analýza oceňované společnosti. V rámci strategické analýzy bylo rozebráno jak makroekonomické prostředí pomocí PEST analýzy, tak mikroekonomické prostředí - analýza relevantního trhu, konkurence, odběratelů a dodavatelů. Oceňovaná společnost patří do odvětví velkoobchodu, konkrétně do skupiny dle CZ NACE G 46.42 – Velkoobchod s oděvy a obuví. Vymezení relevantního trhu bylo provedeno na základě počtu pracujících a průměrných nákladech vynaložených na ochranné pracovní pomůcky v jednotlivých krajích České republiky, kam společnost dodává zboží. Nepříznivá situace pro společnost plyne z vysoké konkurence, která je navíc umocněna nízkými bariérami vstupu do odvětví a nevýhodnějším postavením podniku vůči dodavatelům a odběratelům z hlediska vyjednávací síly. Z podkladů strategické analýzy byla provedena prognóza výnosového potenciálu oceňované společnosti, jenž byl stanoven lehce nad prognózovaným růstem HDP a inflace. Z výsledků finanční analýzy lze označit oceňovanou společnost za finančně zdravou a stabilní. Management upřednostňuje konzervativní strategii financování, s minimem cizích zdrojů, což však může negativně ovlivňovat ukazatele rentability.

Projektová část sestávala z rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, z analýzy generátorů hodnoty, finančního plánu společnosti a ze stanovení hodnoty podniku. K vyčíslení nákladů na vlastní kapitál bylo využito několika metod a to jak metody oceňování kapitálových aktiv, tak metody stavebnicové. Výsledek byl stanoven pomocí váženého průměru. Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost nevyužívá žádných úročených cizích zdrojů a ani to není plánováno, vážené průměrné náklady na kapitál byly stanoveny ve stejné výši jako náklady na vlastní kapitál. Hodnota společnosti byla určena pomocí několika výnosových metod: kapitalizovaných čistých výnosů, diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty. Výsledná hodnota byla stanovena pomocí váženého průměru a k 1. 1. 2016 činí 159,192 mil. Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- Aktivity spojené se zaváděním technických inovací, 2014. Český statistický úřad [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20542669/21300314a07.pdf/ac5576b3-0025-4949-8e8b-f69468e2f042?version=1.0>
- ALLMAN, Keith A., 2010. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken, NJ: Wiley.
- BRIGHAM, Eugene F a Michael C EHRHARDT, 2014. *Financial management: theory and practice*. 14th Edition. Australia: SOUTH-WESTERN CENGAGE Learning. ISBN 1111972214.
- ČESKO, 1964. Zákon č. 40/1964 ze dne 5. března 1964 občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 19 [cit. 2016-02-20]. Po zadání čísla předpisu dostupné z: <http://portal.gov.cz/app/zakony/?path=/portal/obcan/>
- ČESKO, 2006. Zákon č. 262/2006 ze dne 21. dubna 2006 zákoník práce. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 3146 [cit. 2016-02-20]. Po zadání čísla předpisu dostupné z: <http://portal.gov.cz/app/zakony/?path=/portal/obcan/>
- ČESKO, 2012. Zákon č. 89/2012 ze dne 3. února 2012 občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 33 [cit. 2016-02-20]. Po zadání čísla předpisu dostupné z: <http://portal.gov.cz/app/zakony/?path=/portal/obcan/>
- DAMODARAN, Aswath, c2011. *The little book \$ of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons. ISBN 9781118004777.
- Damodaran online* [online], 2016. New York, [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DUBSKÁ, Drahomíra, 2014. Komentář: HDP - stvrzené oživování české ekonomiky. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ci/komentar-hdp-stvrzene-ozivovani-ceske-ekonomiky-2014-v9wn0kcimz>
- E-tržby (EET), ©2016. Finanční správa [online]. [cit. 2016-03-06]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/financni-sprava/eet>
- Faktory omezující provádění inovačních aktivit, 2014. Český statistický úřad [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z:

<https://www.czso.cz/documents/10180/20542669/21300314a14.pdf/1e99cdf0-6a80-4116-9bde-c0b05b828e2c?version=1.0>

FIBÍROVÁ, Jana a Libuše ŠOLJAKOVÁ, 2005. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. Vyd. 1. Praha: ASPI. ISBN 80-7357-084-X.

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-26-2.

HOLUB, Tomáš, 2016. CNB's New Forecast (Inflation Report I/2016): Meeting with Analysts. In: Česká národní banka [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html

Interní materiály a Výroční zprávy oceňované společnosti za období 2010-2015.

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

Podniky s netechnickými inovačními aktivitami, 2014. Český statistický úřad [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z:

<https://www.czso.cz/documents/10180/20542669/21300314a11.pdf/e0cf1623-4e9c-4460-bf6a-ff315652bc38?version=1.0>

Poslanci po 236 dnech přijali elektronickou evidenci tržeb, ©2016. Jako první se zapojí hotely a restaurace. Hospodářské noviny [online]. [cit. 2016-03-06]. Dostupné z: <http://domaci.ihned.cz/c1-65156940-zive-poslanci-jednaji-o-navrhu-zakona-o-elektronicke-evidenci-trzeb>

Produktová inovace, 2014. Český statistický úřad [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20542669/21300314a04.pdf/9c9ca60e-d3d1-4a66-9515-d258482c0bcb?version=1.0>

Přehled nejdůležitějších změn pro občany na rok 2016, 2016. Finanční správa [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/dane-a-pojistne/novinky/2015/prehled-nejdulezitejsich-zmen-pro-obcany-6940>

KERMIET, Vladimír, 2016. Tvorba a užití HDP - 4. čtvrtletí 2015. Český statistický úřad [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2015>

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

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

Knihovna připravované legislativy, c2016. Úřad vlády České republiky [online]. Praha, [cit. 2016-03-06]. Dostupné z: <https://apps.odok.cz/kpl>

KOLLER, Tim, c2011. *Valuation workbook: step-by-step exercises and tests to help you master valuation*. 5th ed. Hoboken, N.J.: Wiley. ISBN 978-0-470-42465-0.

Kontrolní hlášení DPH, ©2013-2016. Finanční správa [online]. [cit. 2016-03-06]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/dane-a-pojistne/dane/dan-z-pridane-hodnoty/kontrolni-hlaseni-DPH>

KORÁB, Vojtěch, Mária REŽŇÁKOVÁ a Jiří PETERKA, ©2007. *Podnikatelský plán*. Vyd. 1. Brno: Computer Press. Praxe podnikatele. ISBN 978-80-251-1605-0.

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

Metodika INFA, ©2005. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2016-04-07]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace-metodika.pdf>

MINISTERSTVO FINANCÍ (MFČR), 2016. Makroekonomická predikce České republiky: leden 2016 [online]. 2016, 58 [cit. 2016-03-05]. ISSN 1804-7971. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-leden-2016-23826>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO), ©2005. Finanční analýza podnikové sféry 2010-2015. © *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>

NÉMETHY, László, 2011. *Úspěšný prodej firmy: ve správný čas a za dobrou cenu*. Vyd. 1. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-3417-7.

Obchod, pohostinství, ubytování, 2015. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2016-04-12]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/1-malavfucr_b

PPPs and exchange rates, ©2016. OECD [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z: http://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=SNA_TABLE4

PRK Partners s.r.o., 2014. Podnikatelský manuál k novému občanskému zákoníku [online]. 1. Praha, [cit. 2016-03-06]. Dostupné z: http://www.businessinfo.cz/app/content/files/dokumenty/AMSP_Manual_NOZ.pdf

RŮČKOVÁ, Petra, 2008. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-2481-2.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2010. *Cash flow*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 978-80-251-3130-5.

Státní rozpočtové výdaje a dotace na VaV v období 2000 až 2013: Průmyslová výroba a technologie, 2014. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20555059/2110011414B.pdf/2c115c0a-87b0-4069-af4f-5cd1f5534a9f?version=1.0>

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-274-8.

Úplné náklady práce, 2014. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2016-04-12]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/uplne-naklady-prace-2014>

Úroveň vzdělání obyvatelstva podle výsledků sčítání lidu, 2014. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2016-03-07]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20536250/17023214.pdf/7545a15a-8565-458b-b4e3-e8bf43255b12?version=1.1>

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

VOMÁČKOVÁ, Hana, 2005. *Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí (vyšší účetnictví)*. 3., aktualiz. vyd. Praha: BOVA POLYGON. ISBN 80-7273-127-0.

ZÁMEČNÍK, Roman a Zuzana TUČKOVÁ, [b.r.]. *Podniková ekonomika I*. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně.

Zaměstnanost, nezaměstnanost, 2014. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2016-04-12]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zamestnanost_nezamestnanost_prace

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

B2B	business to business
B2C	business to consumer
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	peněžní tok
CP	cenné papíry
ČNB	Česná národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
ČR	časové rozlišení
ČPK	čistý pracovní kapitál
DCF	diskontovaný peněžní tok
DM	dlouhodobý majetek
DPH	daň z přidané hodnota
EAT	čistý zisk po zdanění
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FM	finanční majetek
HDP	hrubý domácí produkt
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	tržní přidaná hodnota
NOA	čistá operativní aktiva
NOPAT	čistý operativní zisk po zdanění
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj

PRIBOR	pražská mezibankovní nabídková sazba
RF	rezervní fond
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VZZ	výkaz zisků a ztráty
WACC	vážené průměrné náklady kapitálu
ZC	zůstatková cena

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Postup oceňování podniku	21
Obrázek 2: Vývoj HDP a tržeb za zboží v odvětví.....	58
Obrázek 3: Vývoj relevantního trhu - lineární trend predikce.....	61
Obrázek 4: Spider analýza - porovnání společnosti a odvětví.....	76

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF Entity	34
Tabulka 2: Schéma výpočtu volného peněžního toku pro metodu DCF Equity	37
Tabulka 3: Schéma výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA Entity.....	46
Tabulka 4: Základní makroekonomické údaje v České republice	54
Tabulka 5: Základní údaje o obyvatelstvu ČR.....	55
Tabulka 6: Vybrané údaje odvětví velkoobchodu v letech 2011 - 2014	57
Tabulka 7: Stanovení velikosti relevantního trhu za rok 2014	59
Tabulka 8: Vymezení velikosti relevantního trhu v letech 2009-2014.....	59
Tabulka 9: Vývoj relevantního trhu – parabolický časový trend.....	60
Tabulka 10: Vývoj relevantního trhu - lineární časový trend	61
Tabulka 11: Stanovení tržního podílu oceňované společnosti.....	62
Tabulka 12: Diagram konkurenční síly oceňovaného podniku	63
Tabulka 13: Vývoj a prognóza tržního podílu oceňované společnosti	64
Tabulka 14: Prognóza tržeb podniku	65
Tabulka 15: Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury.....	67
Tabulka 16: Horizontální a vertikální analýza finanční struktury	68
Tabulka 17: Horizontální a vertikální analýza výnosů	69
Tabulka 18: Horizontální a vertikální analýza nákladů	70
Tabulka 19: Ukazatel čistého pracovního kapitálu	71
Tabulka 20: Ukazatele likvidity.....	72
Tabulka 21: Ukazatele rentability	72
Tabulka 22: Ukazatele zadluženosti	73
Tabulka 23: Multiplikátor vlastního kapitálu	73
Tabulka 24: Ukazatele aktivity	74
Tabulka 25: Altmanovo Z - skóre společnosti.....	75
Tabulka 26: Index IN05 společnosti	75
Tabulka 27: Porovnání vybraných ukazatelů společnosti a odvětví.....	76
Tabulka 28: Likvidita (hotovostní) v minulých letech	78
Tabulka 29: Propočet provozně nutných peněžních prostředků	78
Tabulka 30: Propočet provozně nutného majetku – budovy	79
Tabulka 31: Vyčíslení provozně nutného investovaného kapitálu	79
Tabulka 32: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření	80

Tabulka 33: Historický vývoj tržeb ve společnosti	81
Tabulka 34: Prognóza vývoje tržeb ve společnosti	81
Tabulka 35: Historický vývoj provozní ziskové marže ve společnosti	82
Tabulka 36: Prognóza ziskové marže metodou "shora"	82
Tabulka 37: Analýza podílu nákladových a výnosových položek na tržbách společnosti	83
Tabulka 38: Vývoj a prognóza nákladů na zboží	83
Tabulka 39: Vývoj a prognóza výkonové spotřeby	84
Tabulka 40: Vývoj a prognóza osobních nákladů	84
Tabulka 41: Prognóza podílů výnosových a nákladových položek na tržbách společnosti	85
Tabulka 42: Prognóza ziskové marže metodou "zdola"	85
Tabulka 43: Výpočet upraveného pracovního kapitálu v letech 2011-2015	86
Tabulka 44: Analýza vývoje a prognóza dob obrátů zásob, pohledávek a závazků.....	86
Tabulka 45: Výpočet upraveného pracovního kapitálu v letech 2016-2019	87
Tabulka 46: Vývoj investic v podniku v letech 2011-2015.....	87
Tabulka 47: Plán investic a odpisů	88
Tabulka 48: Dopočet korigovaného provozního zisku po odpisech a dani	88
Tabulka 49: Dopočet provozně nutného investovaného kapitálu, jeho obrátky a rentability.....	89
Tabulka 50: Plánovaná rozvaha – aktiva	90
Tabulka 51: Plánovaná rozvaha – pasiva.....	91
Tabulka 52: Plánovaný výkaz zisků a ztráty	93
Tabulka 53: Plán peněžních toků.....	94
Tabulka 54: Plánovaný stav peněžních prostředků.....	94
Tabulka 55: CAPM – β při nulovém zadlužení	96
Tabulka 56: CAPM - β stanovená dle obchodního a finančního rizika.....	96
Tabulka 57: Faktory pro odhad β koeficientu.....	97
Tabulka 58: CAPM - expertní odhad β koeficientu.....	97
Tabulka 59: INFA - výpočet rizikové přírážky velikosti podniku.....	98
Tabulka 60: INFA - výpočet rizikové přírážky podnikatelského rizika	98
Tabulka 61: INFA - výpočet rizikové přírážky za finanční stabilitu	99
Tabulka 62: INFA - výpočet rizikové přírážky za finanční strukturu	99

Tabulka 63: INFA - stanovení nákladů na vlastní kapitál	99
Tabulka 64: Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál	100
Tabulka 65: Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele	101
Tabulka 66: Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF Entity	101
Tabulka 67: Výpočet parametrického vzorce	102
Tabulka 68: Stanovení hodnoty metodou DCF Entity.....	102
Tabulka 69: Výpočet upravených výsledků hospodaření	103
Tabulka 70: Hodnota vlastního kapitálu použitím metody kapitalizovaných čistých výnosů	104
Tabulka 71: Výpočet EVA pro 1. fázi	104
Tabulka 72: Výpočet EVA pro 2. fázi	105
Tabulka 73: Stanovení hodnoty metodou EVA	105
Tabulka 74: Výsledná hodnota vlastního kapitálu.....	106
Tabulka 75: Analýza citlivosti na diskontní míru.....	107
Tabulka 76: Analýza citlivosti na tempo růstu	107

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha oceňované společnosti

Příloha P II: Výkaz zisků a ztráty oceňované společnosti

Příloha P III: Exponenciální trend závislosti vývoje HDP a odvětví

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI

Označ.	AKTIVA	Číslo řádku	Období, k 31. 12., netto v tis. Kč				
			2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA CELKEM (ř. 02+03+31+63)	001	110393	123920	136325	149519	156255
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002					
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04+13+23)	003	21914	22538	23507	41249	40291
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až	004		262	173	83	
B. I. 1.	Zřizovací výdaje	005					
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006					
3.	Software	007		262	173	83	
4.	Ocenitelná práva	008					
5.	Goodwill	009					
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010					
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011					
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný	012					
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)	013	21904	22276	23334	41166	40291
B.II.1.	Pozemky	014	4059	4059	4059	5703	5703
2.	Stavby	015	16418	15588	16186	32165	30665
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých	016	1427	2629	3089	3298	3923
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	017					
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	018					
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019					
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020					
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný	021					
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	022					
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)	023					
B.III.1.	Podíly – ovládaná osoba	024					
2.	Podíly v ÚJ pod podstatným vlivem	025					
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026					
4.	Zápůjčky a úvěry – ovládaná nebo ovládající	027					
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	028					
6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	029					
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční	030					

Označ.	AKTIVA	Číslo řádku	Období, k 31.12., netto v tis. Kč				
			2011	2012	2013	2014	2015
C.	Oběžná aktiva (ř. 32+39+48+58)	031	88048	100971	112255	107934	115133
C. I.	Zásoby (ř. 33 až 38)	032	43598	53119	53238	59599	61333
C. I. 1.	Materiál	033	5040	5409	7387	7787	6780
2.	Nedokončená výroba a polotovary	034					
3.	Výrobky	035					
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	036					
5.	Zboží	037	37325	46676	37793	46810	51756
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	038	1233	1034	8058	5002	3797
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)	039					
C.II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	040					
2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	041					
3.	Pohledávky – podstatný vliv	042					
4.	Pohledávky za společníky	043					
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044					
6.	Dohadné účty aktivní	045					
7.	Jiné pohledávky	046					
8.	Odložená daňová pohledávka	047					
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)	048	38805	43027	47602	48188	51923
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	049	37851	42232	44634	47087	51050
2.	Pohledávky – ovládaná nebo ovládající osoba	050					
3.	Pohledávky – podstatný vliv	051					
4.	Pohledávky za společníky	052					
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053					
6.	Stát – daňové pohledávky	054					
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	055	408	164	2456	564	810
8.	Dohadné účty aktivní	056					
9.	Jiné pohledávky	057	546	631	512	537	63
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)	058	5645	4825	11415	147	1877
C.IV.1.	Peníze	059	160	251	184	147	92
2.	Účty v bankách	060	5485	4574	11231		1785
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	061					
4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	062					
D. I.	Časové rozlišení (ř. 64 až 66)	063	431	411	563	336	831
D. I. 1.	Náklady příštích období	064	44	42	2		260
2.	Komplexní náklady příštích období	065					
3.	Příjmy příštích období	066	387	369	561	336	571

Označ.	PASIVA	Číslo řádku	Období, k 31.12, v tis. Kč				
			2011	2012	2013	2014	2015
	PASIVA CELKEM (ř. 68+89+122)	067	110393	123920	136325	149519	156255
A.	Vlastní kapitál (ř. 69+73+80+83+87+88)	068	91500	100396	111633	116111	131615
A. I.	Základní kapitál (ř. 70 až 72)	069	270	270	270	270	270
A. I. 1.	Základní kapitál	070	270	270	270	270	270
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	071					
3.	Změny základního kapitálu	072					
A.II.	Kapitálové fondy (ř. 74 až 79)	073					
A.II. 1.	Ážio	074					
2.	Ostatní kapitálové fondy	075					
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závaz-	076					
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	077					
5.	Rozdíly z přeměn obchodních korporací	078					
6.	Rozdíly z ocenění při přeměnách obch. korporací	079					
A.III.	Fondy ze zisku (ř. 81+82)	080	1549	1544	1528	1527	1522
A.III.1.	Rezervní fond	081	230	230	230	230	230
2.	Statutární a ostatní fondy	082	1319	1314	1298	1297	1292
A.IV.	Výsledek hosp. minulých let (ř. 84 až 86)	083	82014	88301	100529	104315	111316
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	084	82014	88301	100529	102368	109368
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	085					
3.	Jiný výsledek hospodaření minulých let	086				1948	1948
A.V.1.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	087	7667	10281	9306	9999	18507
A.V.2.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílů na	088					
B.	Cizí zdroje (ř. 90+95+106+118)	089	18550	23301	24314	32882	24327
B. I.	Rezervy (ř. 91 až 94)	090					
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	091					
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	092					
3.	Rezerva na daň z příjmů	093					
4.	Ostatní rezervy	094					
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř. 96 až 105)	095					
B.II. 1.	Závazky z obchodních vztahů	096					
2.	Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	097					
3.	Závazky – podstatný vliv	098					
4.	Závazky ke společníkům	099					
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	100					
6.	Vydané dluhopisy	101					
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	102					
8.	Dohadné účty pasivní	103					
9.	Jiné závazky	104					
10.	Odložený daňový závazek	105					

Označ.	PASIVA	Číslo řádku	Období, k 31.12., v tis. Kč				
			2011	2012	2013	2014	2015
B.III.	Krátkodobé závazky (ř. 107 až 117)	106	18550	23301	24314	25277	24327
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	107	10931	15941	18164	17871	13974
2.	Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	108					
3.	Závazky – podstatný vliv	109					
4.	Závazky ke společníkům	110	5228	5008	3363	4163	4833
5.	Závazky k zaměstnancům	111	487	509	529	605	550
6.	Závazky ze sociálního zab. zdrav. poj.	112	256	253	252	306	272
7.	Stát – daňové závazky a dotace	113	1457	1374	1792	2128	4476
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	114	178	210	213	204	191
9.	Vydané dluhopisy	115					
10.	Dohadné účty pasivní	116					
11.	Jiné závazky	117	13	6	1		21
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 119 až 121)	118				7605	
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	119					
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	120				7605	
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	121					
C. I.	Časové rozlišení (ř. 123+124)	122	343	223	378	526	313
C. I. 1.	Výdaje příštích období	123	343	223	378	526	305
2.	Výnosy příštích období	124					8

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁTY OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI

Označ.	TEXT	Číslo řádku	Období, k 31.12., v tis. Kč				
			2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za prodej zboží	01	155345	170978	166006	190720	199671
A.	Náklady na prodané zboží	02	127835	137956	134402	153940	161614
+	Obchodní marže (ř. 01 – 02)	03	27510	33022	31604	36780	38057
II.	Výkony (ř. 05+06+07)	04	18094	18631	19911	38876	46413
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	3895	3473	3558	9961	17693
2.	Změna stavu vnitropodnikových zásob vl. č.	06					
3.	Aktivace	07	14199	15158	16353	28915	28720
B.	Výkonová spotřeba (ř. 09+10)	08	26834	28820	28635	50144	47670
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	09	12447	13406	12593	20553	20796
B. 2.	Služby	10	14387	15414	16042	29591	26874
+	Přidaná hodnota	11	18770	22833	22880	25512	36800
C.	Osobní náklady (ř. 13 až 16)	12	9415	10991	10966	12036	11803
C. 1.	Mzdové náklady	13	6546	7637	7680	8560	8299
C. 2.	Odměny členům orgánů obch. korporace	14					
C. 3.	Náklady na sociální zab. a zdravotní poj.	15	2140	2477	2450	2622	2583
C. 4.	Sociální náklady	16	729	877	836	854	921
D.	Daně a poplatky	17	123	136	151	541	167
E.	Odpisy dlouhodobého hm. a nehm. majetku	18	1418	1247	1628	2118	1656
III.	Tržby z prodeje dl. maj. a materiálu (ř. 20+21)	19	1001	1893	498	124	331
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20			50	93	171
III. 2.	Tržby z prodeje materiálu	21	1001	1893	448	31	161
F.	Zůstatková cena prod. dl. maj. a mat. (ř.	22	1254	1790	407	119	227
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku	23					
F. 2.	Prodaný materiál	24	1254	1790	407	119	227
G.	Změna stavu rezerv a opravných pol.	25	74	37	39	44	
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	1980	2380	2175	2397	1299
H.	Ostatní provozní náklady	27	403	572	1253	528	1514
V.	Převod provozních výnosů	28					
I.	Převod provozních nákladů	29					
*	Provozní výsledek hospodaření	30	9064	12333	11109	12647	23063

Označ.	TEXT	Číslo řádku	Období, k 31.12., v tis. Kč				
			2011	2012	2013	2014	2015
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	10				
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	10				
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku (ř. 34+35+36)	33					
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovl. o. a ÚJ pod podst. vlivem	34					
2.	Výnosy z ostatních dl. cenných papírů a podílů	35					
3.	Výnosy z ostatního dl. fin. majetku	36					
VIII.	Výnosy z krátkodobého fin. majetku	37					
K.	Náklady z finančního majetku	38					
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39					
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40					
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve fin. Oblasti	41					
X.	Výnosové úroky	42	249	249	265	255	182
N.	Nákladové úroky	43	211	205	174	152	199
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	230	137	42	136	209
O.	Ostatní finanční náklady	45	311	411	212	470	403
XII.	Převod finančních výnosů	46					
P.	Převod finančních nákladů	47					
*	Finanční výsledek hospodaření	48	-43	-230	-79	-231	-211
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50+51)	49	1354	1822	1724	2416	4343
Q. 1.	splatná	50	1354	1822	1724	2416	4343
Q. 2.	odložená	51					
**	Výsledek hosp. za běžnou činnost (ř. 30+48-49)	52	7667	10281	9306	10000	18509
XIII.	Mimořádné výnosy	53					
R.	Mimořádné náklady	54				1	2
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56+57)	55					
S. 1.	splatná	56					
S. 2.	odložená	57					
*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53+54-55)	58				-1	-2
T.	Převod podílu na výsledku hosp. společníkům	59					
***	Výsledek hospodaření za účetní období	60	7667	10281	9306	9999	18507
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	61	9021	12103	11030	12415	22850

PŘÍLOHA P III: EXPONENCIÁLNÍ TREND ZÁVISLOSTI VÝVOJE HDP A ODVĚTVÍ

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,859431901
Hodnota spolehlivosti R	0,738623192
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,701283648
Chyba stř. hodnoty	0,110902927
Pozorování	9

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	0,243299	0,243299	19,78126	0,00298
Rezidua	7	0,086096	0,012299		
Celkem	8	0,329395			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	3,146855385	0,752934	4,179455	0,00414	1,366449	4,927262	1,366449	4,927262
X HDP	0,000844819	0,00019	4,447613	0,00298	0,000396	0,001294	0,000396	0,001294

REZIDUA

<i>Pozorování</i>	<i>Očekávané ln y</i>	<i>Rezidua</i>
1	6,109745931	0,013634
2	6,384048489	-0,16853
3	6,539095567	-0,14114
4	6,460088949	0,054029
5	6,486974465	0,08464
6	6,545148694	0,11709
7	6,561283891	0,079954
8	6,591274117	0,037671
9	6,746532399	-0,07735