

Stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím výnosových metod oceňování

Bc. Filip Martinek

Diplomová práce
2024



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2023/2024

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Filip Martinek**
Osobní číslo: **M22145**
Studijní program: **N0412A050011 Finance**
Specializace: **Finanční trhy a technologie**
Forma studia: **Prezenční**
Téma práce: **Stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši v oblasti ocenění podniku s využitím výnosových metod oceňování.

II. Praktická část

- Představte vybraný podnik a zpracujte strategickou a finanční analýzu podniku.
- Na základě výsledků analýz sestavte finanční plán vybrané společnosti.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

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

Seznam doporučené literatury:

KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ, Drahomíra; REMEŠ, Daniel a ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 9788027105632.
KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc a WESSELS, David. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Seventh edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2020. ISBN 978-1-119-61088-5.
MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 9788087865385.
MASSARI, Mario; GIANFRATE, Gianfranco a ZANETTI, Laura. *Corporate valuation: measuring the value of companies in turbulent times*. Hoboken: Wiley, 2016. ISBN 9781119003335.
VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2020. ISBN 9788027117017.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Radka Rejzková**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **5. února 2024**
Termín odevzdání diplomové práce: **19. dubna 2024**

L.S.

prof. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
garant studijního programu

Ve Zlíně dne 5. února 2024

**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 připoštlí-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, považuji 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

Jméno a příjmení:

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Tato diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím vybraných výnosových metod ocenění. Závěrečná práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část, kterou tvoří další dvě části, analytická a projektová. Cílem teoretické části je literární rešerše, jejímž úkolem je vysvětlení souvisejících pojmů a postupů výpočtu jednotlivými výnosovými metodami ocenění. Součástí analytické části je představení podniku, strategická analýza zkoumající mikroprostředí a makroprostředí, do něhož podnik svou činností spadá a finanční analýza vyhodnocující finanční zdraví podniku. V závěrečné projektové části jsou rozdělena aktiva na provozně potřebné a nepotřebné, predikované generátory hodnoty a sestaven finanční plán. V závěrečné části je určena diskontní míra, tempo růstu a následně je stanovena hodnota podniku třemi výnosovými metodami. Nakonec je provedena citlivostní analýza.

Klíčová slova: strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, diskontní míra, diskontované cash flow, ekonomická přidaná hodnota, kapitalizované čisté výnosy, hodnota podniku

ABSTRACT

This master's thesis focuses on the valuation of a selected company using chosen income-based valuation methods. The final thesis is divided into theoretical and practical parts, comprising two additional sections: analytical and project. The aim of the theoretical part is a literature review, tasked with explaining relevant concepts and procedures of calculation using various income-based valuation methods. The analytical part includes an introduction of the company, strategic analysis examining the microenvironment and macroenvironment within which the company operates, and financial analyses evaluating the financial health of the company. In the concluding project section, assets are categorized into operationally necessary and unnecessary, predicted value generators are identified, and a financial plan is constructed. The valuation process is preceded by quantifying the discount rate and growth rate. In the final section, the enterprise's value is determined using three income-based methods, and a sensitivity analysis is conducted.

Keywords: strategic analysis, financial analysis, value generators, financial plan, discount rate, discounted cash flow, economic value added, capitalized net earnings, enterprise value

Touto cestou bych rád poděkoval Ing. Radce Rejzkové za možnost psaní této diplomové práce pod jejím vedením, za vstřícný a pozitivní přístup a také odborné rady, které mi byli velmi nápomocné při vypracování této závěrečné práce.

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

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	12
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 TEORETICKÝ RÁMEC PRO OCEŇOVÁNÍ PRODNÍKU	14
1.1 DEFINICE PODNIKU	14
1.2 HODNOTA A KATEGORIE HODNOTY	15
1.2.1 Kategorie hodnoty	15
1.3 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCENĚNÍ	18
1.4 FAKTOR ČASU A RIZIKA	19
1.4.1 Faktor času	19
1.4.2 Faktor rizika	19
2 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	22
2.1 VSTUPNÍ DATA	22
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	22
Analýza vnějšího okolí podniku.....	23
2.2.1 Makroprostředí.....	24
2.2.2 Mikroprostředí.....	24
2.2.3 SWOT analýza	27
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	28
2.3.1 Absolutní ukazatele finanční analýzy	29
2.3.2 Rozdílové ukazatele	30
2.3.3 Poměrové ukazatele	30
2.3.4 Souhrnné ukazatele	31
2.4 PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA	32
2.5 GENERÁTORY HODNOTY	32
2.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	33
3 VÝNOSOVÉ METODY PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	34
3.1 METODA DCF (DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ).....	34
3.1.1 DCF entity.....	35
3.1.2 Diskontní míra.....	37
3.2 METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	39
3.3 METODA EVA (EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTA).....	39
4 SHRUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI	41
II PRAKTICKÁ ČÁST	42
5 PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉHO PODNIKU	43
6 STRATEGICKÁ ANALÝZA	45

6.1	PEST ANALÝZA	45
6.1.1	Politické faktory	45
6.1.2	Ekonomické faktory	46
6.1.3	Sociální faktory	48
6.1.4	Technologické faktory	48
6.2	PORTERŮV MODEL PĚTI SIL.....	49
6.2.1	Vyjednávací síla dodavatelů	49
6.2.2	Vyjednávací síla zákazníků	49
6.2.3	Intenzita rivality mezi konkurenty	50
6.2.4	Hrozba nové konkurence.....	51
6.2.5	Hrozba substitučních produktů	51
6.3	ANALÝZA RELEVANTNÍHO TRHU	52
6.3.1	Stanovení tržního podílu podniku v odvětví	52
6.3.2	Prognóza vývoje relevantního trhu	53
6.4	PROGNÓZA TRŽEB OCEŇOVANÉHO PODNIKU	54
6.5	SWOT ANALÝZA	56
6.5.1	Silné stránky	56
6.5.2	Slabé stránky	57
6.5.3	Příležitosti	58
6.5.4	Hrozby.....	58
7	FINANČNÍ ANALÝZA	60
7.1	ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	60
7.1.1	Horizontální a vertikální analýza aktiv	60
7.1.2	Horizontální a vertikální analýza pasiv	61
7.1.3	Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů	62
7.2	ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	63
7.3	POMĚROVÉ UKAZATELE	64
7.3.1	Ukazatele rentability	64
7.3.2	Ukazatele zadluženosti.....	65
7.3.3	Ukazatele likvidity	66
7.3.4	Ukazatele aktivity.....	67
7.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	68
7.4.1	Z-skóre	68
7.4.2	Index IN05	68
8	PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA	70
8.1	PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ AKTIVA.....	70
8.2	PROVOZNĚ POTŘEBNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL	71
8.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	72
9	GENERÁTORY HODNOTY.....	73
9.1	TRŽBY	73

9.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE	73
9.3	PRACOVNÍ KAPITÁL	74
9.4	DLOUHODOBÝ PROVOZNĚ NUTNÝ MAJETEK	75
10	FINANČNÍ PLÁN	79
10.1	PLÁNOVANÁ ROZVAHA	79
10.2	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT	80
11	STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI.....	81
11.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	81
11.1.1	Náklady na cizí kapitál.....	81
11.1.2	Náklady na vlastní kapitál.....	81
11.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál	84
11.2	STANOVENÍ TEMPA RŮSTU.....	84
11.3	OCENĚNÍ PODNIKU METODOU DCF ENTITY	85
11.4	OCENĚNÍ PODNIKU METODOU EVA.....	87
11.5	OCENĚNÍ PODNIKU METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	89
11.6	VYHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A CITLIVOSTNÍ ANALÝZA	90
	ZÁVĚR	93
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	95
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	99
	SEZNAM OBRÁZKŮ	100
	SEZNAM TABULEK.....	101
	SEZNAM PŘÍLOH.....	103

ÚVOD

„Manažeři i investoři musí pochopit, že účetní čísla jsou pouze začátkem, nikoli koncem oceňování podniku.“

- Warren Buffett

V dnešní dynamické a globální ekonomice je ocenění podniku klíčovým procesem v oblasti podnikového řízení a finančního plánování, který má za cíl stanovit objektivní tržní hodnotu podniku v konkrétním časovém okamžiku. Tento proces je důležitý pro řadu situací, včetně fúzí a akvizic, úvěrových hodnocení, daňových plánů, řízení majetku, strategického plánování, stanovení cenové politiky a budoucího rozvoje podniku. Důležitými faktory při ocenění podniku jsou analýza konkurenčního prostředí, hodnocení potenciálu růstu, finanční analýza zahrnující rozvahu a výkaz zisku a ztrát, a také zhodnocení rizik a příležitostí spojených s provozem podniku. „Manažeři i investoři musí pochopit, že účetní čísla jsou začátkem, nikoli koncem oceňování podniku.“

Tato diplomová práce se zaměřuje na určení tržní hodnoty určitého podniku k 1. 1. 2023 pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Pro účely této práce byly zvoleny klíčové metody, včetně metody diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody ekonomické přidané hodnoty, které jsou nejčastěji používané při takových obdobných oceněních.

Diplomová práce je rozdělena na 3 části, teoretickou, analytickou a projektovou, kde bude provedeno samotné stanovení hodnoty. Aby bylo možné provést daný oceňovací proces, musí být v první řadě vysvětleny a popsány základní pojmy v oblasti ocenění podniku, a zároveň přiblížen postup ocenění, včetně strategické a finanční analýzy, prognózy generátorů hodnot a finančního plánu. Dále jsou představeny použité výnosové metody ocenění podniku.

Praktická část začíná představením společnosti a jejímu zařazení do odpovídajícího odvětví. Na základě PEST analýzy, Porterova modelu pěti sil a SWOT analýzy je provedena analýza vnějšího i vnitřního prostředí firmy. Následuje finanční analýza podniku, v rámci které jsou analyzovány absolutní, rozdílové, poměrové a souhrnné ukazatele, jež poskytují přehled o finanční situaci podniku. Dalším krokem je rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná s následným stanovením provozně nutného pracovního kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Na základě těchto analýz je možné určit generátory hodnoty a vytvořit finanční plán na predikované období.

Závěrečná část práce je soustředěna na samotné stanovení hodnoty podniku prostřednictvím vybraných výnosových metod. Ještě před samotným oceněním je potřeba určit vážené průměrné náklady na kapitál a odhadnout tempo růstu. Na závěr je stanovena finální hodnota podniku a provedena citlivostní analýza, zkoumající různé scénáře a jejich dopad na výslednou hodnotu podniku.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem mé diplomové práce je provést ocenění vybrané společnosti k datu 1. 1. 2023 pomocí tří výnosových metod stanovení hodnoty podniku, kterými jsou metody diskontovaného cash flow, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů. Tyto metody byly zvoleny pro jejich běžné využívání v praxi a vhodnost v podmínkách České republiky. Z důvodu zachování důvěrnosti nebude uveden název společnosti.

K dosažení cíle diplomové práce je v rámci teoretické části využita literární rešerše, jejíž součástí je vysvětlení pro tuto práci klíčových pojmů. Na začátku praktické části je představena oceňovaná společnost. Následuje strategická analýza, jejíž součástí je podrobný popis mikroprostředí a makroprostředí, ve kterém se podnik nachází. Makroprostředí je analyzováno za pomoci PEST analýza, jenž popisuje politické, ekonomické, sociální a technologické faktory ovlivňující společnost. Pro analýzu mikroprostředí je zase využit Porterův model pěti sil, ale je také provedena analýza odvětví, do kterého podnik patří. Následně je provedena prognóza budoucích tržeb oceňovaného podniku. Strategická část je doplněna také o SWOT analýzu.

Poslední částí analytické části je finanční analýza, jejímž úkolem poskytnout informace o finančním zdraví společnosti. V rámci absolutních ukazatelů je provedena horizontální a vertikální analýza aktiv, pasiv, výnosů a nákladů. Následně je proveden výpočet čistého pracovního kapitál, po kterém následuje výpočet jednotlivých ukazatelů rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity. V závěru kapitoly je pomocí souhrnných ukazatelů Index IN05 a Altmanova Z-skóre hodnocena finanční stabilita a výkonnost podniku.

Diplomová práce pokračuje rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a vyčíslením korigovaného provozního výsledku hospodaření. Následuje predikce generátorů hodnot, která v návaznosti na finanční analýzu provádí výpočty, jejíž výsledky jsou klíčové pro stanovení finančního plánu. Samotnému ocenění podniku musí předcházet určení výše diskontní míry, která je v tomto případě ve výši vážených průměrných nákladů na kapitál (pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byli využity modely CAPM a stavebnicový model) a stanovení tempa růstu. V poslední části je provedeno stanovení hodnoty podniku s využitím metody DCF Entity, EVA a kapitalizovaných čistých výnosů. Následuje již pouze citlivostní analýza zkoumající odlišnost výsledků při změně diskontní míry a tempa růstu o jeden procentní bod.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORETICKÝ RÁMEC PRO OCEŇOVÁNÍ PRODNÍKU

Oceňování podniku je podle Krabce (2009) jak praktickou, tak teoretickou vědní disciplínou, která využívá poznatky z podnikových financí, oceňovacích standardů a ekonomické teorie.

Ohledně pojmu oceňování panují v odborné literatuře různé názory. Někdo jej definuje jako přesnou vědu, další zase jako umění, které umožňuje dosáhnout jakéhokoliv výsledku. Zima cituje národohospodářskou fakultu VŠE, která uvádí, že se jedná o odborný odhad, kdy se hledají a vymezují záchytné body a zužují pásma, ve kterých nejspíš zkoumaná hodnota leží. Termín oceňování představuje určení hodnoty znalcem, kdy se nesnaží zjistit cenu, nýbrž hodnotu podniku. Při stanovení hodnoty je důležité převést údaje o jednotlivých aktivech, trzích, daňových sazbách a také o vývoji podniku do informací o hodnotě. (Zima, 2016)

Vochozka (2020) tvrdí, že stanovení hodnoty je důležité v momentě, kdy je zasahováno do majetku podniku. Může o to jít v případě odchodu společníka do důchodu, změně právní formy, likvidace či fúze společnosti nebo vypořádání pozůstalosti.

Při ocenění se stanovuje hodnota podniku, který je určen pro směnu stejně jako například zboží. Protože podnik nemá žádnou objektivní, zdůvodnitelnou hodnotu, je možné tvrdit, že neexistuje obecně platné (univerzální) ocenění. (Kislingerová, 2001)

1.1 Definice podniku

Na začátek si musíme uvést co to podnik vůbec je. Pojem podnik je v literatuře vysvětlen mnoha způsoby. Podle Majdúchové (2014) nelze termín podnik vymezit pouze jako činnost vykonávanou podnikatelskými subjekty, ale jako činnost a aktivitu, založenou na využití znalostí a zkušeností jednotlivých zaměstnanců.

G. Wöhe tvrdí, že podnik je plánovaně organizovaná jednotka, která vyrábí a následně prodává statky a služby. E. Gutenberg zase tento pojem popisuje jako kombinaci výrobních faktorů, které slouží k dosažení určitých cílů. Nejkomplexnější a nejčastěji využívanou definicí je ovšem ta, podle Obchodního zákoníku §5 ods. 1. Zní následovně: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“ (Majdúchová, 2014)

Podle Maříka (2018) je klíčové v podnikání zohlednit využití závazků jako neodmyslitelnou součást podnikatelské činnosti. Definice podniku by měla tuto skutečnost reflektovat. Dále zdůrazňuje, že ekonomický pohled na podnik by měl zohledňovat jeho fungování jako celku. Podle §2 odst. 1 zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, je podnikání činnost provozovaná za účelem dosažení zisku. To znamená, že metody ocenění podniku se zaměřují především na jeho výnosový potenciál. Z výše uvedených důvodů Mařík (2018) tvrdí, že výstižnější je německá definice podniku, která zní: „*účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk*“.

1.2 Hodnota a kategorie hodnoty

V úvodu je důležité zdůraznit, že objektivní hodnota podniku neexistuje. Ekonomickou hodnotu lze chápat jako vztah mezi objektem a subjektem při jejich racionálním jednání. Hodnota podniku je tvořena očekávanými budoucími příjmy, které jsou diskontovány na současnou hodnotu. Z toho vyplývá, že hodnota podniku spočívá v podstatě ve víře v jeho budoucí úspěch. (Mařík, 2018)

Dle autorů Kollera et al. (2020) má podnik možnost přinášet hodnotu svým vlastníkům prostřednictvím investic do hotovosti v současnosti, čímž bude společnost dosahovat budoucích příjmů. Hodnotu podniku pojmají jako rozdíl mezi příjmy a výdaji vybrané investice. Autoři kladou důraz na to, že hodnota peněz v dnešní době má pro podnik větší hodnotu, než jakou by měli v budoucnu. Vše berou s ohledem na riziko a čas.

Čizinská (2018) uvádí 2 základní přístupy, podle kterých je možno podnik ocenit:

- **netto hodnota** – bere v potaz pouze úroveň vlastníků (ekvity) podniku. Lze ji spočítat, když od hodnoty brutto odečteme hodnotu cizího kapitálu.
- **brutto hodnota** – bere v potaz úroveň vlastníků i věřitelů (entity)

1.2.1 Kategorie hodnoty

Podle Vochozky a Mulače (2012) je hodnota podniku téměř vždy subjektivní. Hodnota podniku pro prodávajícího je nejspíš odlišná od hodnoty, jakou mu přisuzuje potenciální kupující. Jiný kupující mu zase přisoudí hodnotu zcela odlišnou. Znalec má za úkol oceňovat podnik z pohledu osoby, která o ocenění žádá.

Z teorií a definic postupně vznikly následující báze hodnot:

- Tržní hodnota

- Investiční (subjektivní) hodnota
- Spravedlivá hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Tržní hodnota

Mařík (2018) popisuje tržní hodnotu jako hodnotu, kterou je ochotný běžný (průměrný) zájemce zaplatit za podnik na trhu, přičemž počítá s faktem, že existují trhy s podniky nebo s podíly na vlastním kapitálu firem. Mařík ve své knize cituje IVS, které tržní hodnotu definují takto: „*Tržní hodnota (Market Value) je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“ Následně Mařík ve své knize uvádí, že je tržní hodnota chápána jako hodnota podniku, a to bez ohledu na veškeré náklady z prodeje nebo nákupu firmy. Termín tržní ceny počítá s očekávanou cenou, kterou bychom sjednali na volném a konkurenčním trhu. Mělo by se jednat o trh, na kterém je za běžné situace obchodováno. (Mařík, 2018)

Při získávání tržní hodnoty je nutné mimo vlastní úsudek, taktéž získat potřebná data a informace a prozkoumat trh. Oceňovatel je povinen zveřejnit podklady, podle kterých daný podnik ocenil. Tržní ocenění je nejvhodnější při prodeji podniku, kdy však stále není znám konkrétní kupec. (Vochozka a Mulač, 2012)

Investiční (subjektivní) hodnota

Subjektivní hodnota je vyčíslena očekávanými užitky jednotlivých subjektů, a to například vlastníka, kupujícího či prodávajícího. IVS popsali tuto hodnotu následovně: „*Investiční hodnota (Investment Value) je hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s ohledem na individuální investiční nebo provozní cíle.*“ Investiční hodnota je primárně vázána na přínosy, které jednotlivým subjektům přinese z vlastnění podniku. Nepředpokládá se nějaká nucená vymyšlenou směnu jako tomu je u tržní nebo spravedlivé hodnoty. Bere v úvahu pouze podmínky a finanční cíle subjektu, z jehož pohledu je počítána. (Mařík, 2018)

Typicky se subjektivní ocenění používá v situaci, kdy je prováděna klasická směna. Každá strana vnímá svou subjektivní hodnotu jako dolní či horní hranici ceny. Dalším využitím je

situace, kdy se majitel podniku rozhoduje, zda je pro něj výhodnější být nadále vlastníkem podniku nebo potenciální prodej, fúze či likvidace podniku. (Vochozka a Mulač, 2012)

Objektivizovaná hodnota

Tento přístup se pokouší najít subjektivní náhled a snaží se výstupy co možná nejvíce přiblížit nějaké univerzální hodnotě. Toto však, jak již bylo zmíněno výše, není možné, proto tuto hodnotu neoznačujeme jako objektivní, ale pouze jako objektivizovatelnou. Peemöller definuje objektivizovatelnou hodnotu následovně: „*Hodnota podniku není jeho objektivně existující vlastnost, je to víra v hodnotu do budoucna.*“ (Vochozka a Mulač, 2012)

Mařík (2018) naznačuje, že se jedná o hodnotu, která je méně sporná nebo kontroverzní. Podle mnoha názorů by objektivní hodnota měla být založena na obecně dostupných datech a její posuzování by mělo respektovat určité zásady a standardy.

Vochozka a Mulač (2012) uvádí, že by tohoto ocenění měli být subjektivní data v pouze malém měřítku, nejlépe však vůbec. Dále zmiňuje, že by se výsledky měli lišit pouze minimálně, při výpočtu hodnoty podniku několika znalci. Při objektivizovaném ocenění by se mělo pracovat převážně s informacemi z minulosti a současnosti. S budoucími daty by se zase mělo pracovat pouze při jejich ověřitelnosti a nezpochybnitelnosti.

Spravedlivá hodnota

Tato koncepce se snaží zjistit spravedlivou cenu, za kterou by byl podnik směněn mezi dvojicí zúčastněných. Podle IVS, které Mařík (2018) ve své knize cituje, je spravedlivá hodnota: „*odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží zájmy každé z těchto stran.*“ Do roku 2017 se pro vyjádření této hodnoty využíval termín Fair Value. Jedná se v podstatě o tzv. rozhodčí hodnotu, která patří do jedné báze v konceptu Kolínské školy.

Komplexní přístup na základě Kolínské školy

V Evropě je problematické hovořit o tržní hodnotě podniku kvůli omezením na trhu s podniky. Hlavní problémy spočívají v nedostatku transakcí s podobnými podniky, nedostatečné transparentnosti a nejistotě ohledně toho, zda byla cena zaplacená za podnik jako celek nebo za jeho kontinuitu. Koncept Kolínské školy funguje na subjektivním principu. Kolínská škola rozeznává pět následujících funkcí (jsou seřazeny od nejdůležitější po nejméně důležitou):

- **poradenská** – cílem je poskytnout kupujícímu informaci o maximální částce, kterou může zaplatit, aby neprodělal a prodávajícímu informaci o minimální částce, za kterou může prodat, aby neprodělal
- **rozhodčí** – cílem oceňovatele je alespoň odhadnout hraniční hodnotu obou zúčastněných stran a najít spravedlivou hodnotu v uvnitř tohoto rozpětí
- **argumentační** – cílem oceňovatele je najít argumenty, které by zlepšili postavení dané strany, kterou zastupuje
- **komunikační** – hlavním cílem je poskytnout informace pro efektivní komunikaci s veřejností, zejména s investory a bankami
- **daňová** – cílem je poskytnout dokumentaci pro daňové účely. (Mařík, 2018)

1.3 Právní úprava ocenění

V České republice dnes není žádný platný zákon ani předpis, který by upravoval způsob problematiku ocenění podniku. Nezbyvá tedy než se držet klasických ekonomických teorií, ale také předpisů, které jsou okrajově zasahují do tohoto oboru. Mezi takovéto předpisy můžeme zařadit:

1. České předpisy

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a další vyhlášky Ministerstva financí, jenž na ně navazují – obsahuje pouze zlomek informací pro celkové ocenění, týká se spíše jednotlivých majetkových položek
- Metodický pokyn České národní banky – sděluje informace pro znalecké posudky, které jsou následně zveřejňovány České národní bance

2. Evropské a mezinárodní oceňovací standardy

- Evropské oceňovací standardy – soubor mezinárodně využívaných doporučení
- Mezinárodní oceňovací standardy

3. Americké a Německé oceňovací standardy

- Americký standard US PAP – v USA má oceňování podniků dlouhou tradici, proto je mnoho oceňovacích postupů v České republice podobných těm Americkým

- Německý standard IDW S1 – je navržen speciálně pro potřeby problematiky ocenění podniků, obsahuje taktéž řady zajímavých pohledů na toto téma. (Mařík, 2018)

1.4 Faktor času a rizika

1.4.1 Faktor času

Faktor času je důležitý pojem ve finančním řízení a rozhodování, zvláště když posuzujeme investice, vhodnost financování či ocenění majetku. Časová hodnota peněz ukazuje na fakt, že peněz, které máme dnes mají větší hodnotu než peníze získané v budoucnosti. Čím dříve máme peníze k dispozici, tím dříve je můžeme zainvestovat a získat výnosy ve formě dividend, kupónů či úroků. (Dluhošová a kol., 2021)

Existují tři důvody, kdy peníze v budoucnu mají nižší hodnotu, jako ty dnes:

- Lidé upřednostňují dnešní spotřebu, před tou budoucí
- Inflace snižuje hodnotu koruny v čase
- Peníze, které nám byli slíbeny v budoucnu, nemusejí být dosaženy

Proces, kdy přeměňujeme budoucí peněžní toky na současné peněžní toky s přihlédnutím na určité faktory se nazývá diskontování. Tyto faktory zohledňuje diskontní sazba. Právě tato diskontní sazba může brát ohled na očekávaný reálný výnos, inflaci a nejistotu spojenou daným finančním tokem. (Damodaran, 2011)

1.4.2 Faktor rizika

Majdúchová (2014) se ve své knize odkazuje na Fotra, který říká, že riziko je spojené jak s nadějí na dosažení vysokého hospodářského zisku, tak s nebezpečím podnikatelského neúspěchu (dosažením ztráty). Druhým přístupem je vnímání rizika jako rozptylu, čemuž můžeme rozumět jako pozitivní či negativní rozdíly skutečného stavu oproti předpokládanému.

Galdiš (2021) zase uvádí, že neexistuje přesná definice pojmu riziko, i když je právě toto hlavním otázkou. Každá investice s sebou nese riziko, což není překvapivé, protože právě každá aktivita v životě člověka s sebou přináší alespoň zlomek rizika. Riziko, jaké takové, není možné žádným objektivním způsobem měřit. Každý jedinec taktéž vnímá riziko odlišně. Investice, která bude někomu připadat vysoce riziková se může druhému člověku

jevit jako méně riziková. I přes tyto neurčité charakteristiky se rozhodl Gladiš definovat tento pojem jednou větou, a to jako: „*pravděpodobnost trvalé ztráty vložené investice*“.

Mařík (2018) tvrdí, že velikost rozptylu očekávaných výnosů je mírou rizika. Dále popisuje zdrojem rizika výsledku hospodaření je hlavně kvalita managementu a organizační struktura podniku, množství a kvalita konkurenčních podniků, úroveň diverzifikace, úroveň flexibility provozních nákladů ve spojitosti se změnami podnikových výkonů a zatížení podniku fixními výdaji z financování. V knize je dále uvedeno rozdělení rizik na finanční a obchodní riziko.

Obchodní riziko

Obchodní riziko představuje problém při rozdílech v čistých výnosech v různých časových obdobích. Tyto rozdíly má na svědomí v první řadě proměnlivost prodejů (takzvaně prodejní riziko). Prodejní riziko popisuje možnost, že nebude dosaženo očekávaného zisku v důsledku nečekaného vývoje na trhu. Důvodem této proměnlivosti tržeb způsobuje mnoho faktorů. Mezi ty hlavní můžeme zařadit variabilitu poptávky, vývoj HDP, diverzifikaci firemních aktivit nebo sílu konkurenčních podniků. Ve druhé řadě má rozdíly na svědomí velikost fixních provozních nákladů (též provozní riziko), které je určeno podílem již zmíněných fixních nákladů na celkových nákladech. Pokud má společnost vysoký podíl fixních nákladů, znamená to, že i když se přestane vyrábět, nedojde k velkému snížení celkových nákladů. (Mařík, 2018)

Finanční riziko

Finanční riziko je také spojeno s fixními provozními náklady. Ovšem toto riziko tvoří hlavně nákladové úroky, ale též například splátky leasingu. (Mařík, 2018)

Mařík (2018) dále rozděluje riziko na systematické a nesystematické.

Systematické a nesystematické riziko

Dělení rizik na systematické a nesystematické je spojena především s investicemi na kapitálovém trhu. Riziko systematické je dáno faktory, které neovlivňují pouze podnik, nýbrž celý kapitálový trh. Mezi tyto faktory můžeme zařadit inflaci či deflaci, proměnlivost úrokových měr nebo vývoj HDP. Rizikem nesystematickým rozumíme faktory, které ovlivňují pouze daný podnik. Tyto faktory mohou představovat například chyby, které provedlo vedení podniku nebo testování nových a zároveň neozkoušených poznatků

v podniku. Tyto riziko může být snižováno pomocí diverzifikace portfolia podniku. (Mařík, 2018)

2 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V této kapitole bude popsán postup, jakým bude probíhat příprava pro valuaci podniku. Samotné ocenění bude následně popsáno v kapitole 3.

2.1 Vstupní data

Pro potřeby ocenění podniku je důležité získat aktuální a relevantní informace. Nezbytné je získat informace o prostředí, ve kterém podnik působí (makroprostředí), ale také o podniku jako takovém, což se nazývá mikroprostředí. Sběr dat může být náročný a zdlouhavý proces, který je ovšem nezbytný ke kvalitnímu ocenění podniku. (Kislingerová, 2001)

Mařík (2018) rozděluje potřebná data do sedmi skupin:

1. Informace o firmě – identifikační údaje (jméno, právní forma, identifikační číslo, předmět podnikání, historie a vlastníci)
2. Finanční informace – zahrnující účetní záznamy za posledních 3-5 let, výroční zprávy, auditní posudky a případné strategické plány podniku.
3. Tržní analýza – včetně definice relevantních trhů (jejich rozčlenění a atraktivnost).
4. Konkurenční prostředí – identifikace hlavních konkurentů, analýza náhradních produktů, překážek vstupu do odvětví, síly dodavatelů a odběratelů.
5. Marketingové a prodejní aspekty – struktura tržeb podle produktů, zákazníků a regionů, klíčové produkty, strategie cenové politiky, distribuční kanály, marketingové aktivity, výzkum a vývoj.
6. Výroba a dodavatelský řetězec – zahrnující řízení kvality, charakteristiku výroby, technologickou úroveň, využití výrobní kapacity, stav dlouhodobého majetku, investice do provozu, závislost na dodavatelích, logistiku a stav a strukturu skladových zásob.
7. Personální aspekty – struktura zaměstnanců, požadavky na pracovníky, situace na pracovním trhu, produktivita, fluktuace a náklady spojené s personálem.

2.2 Strategická analýza

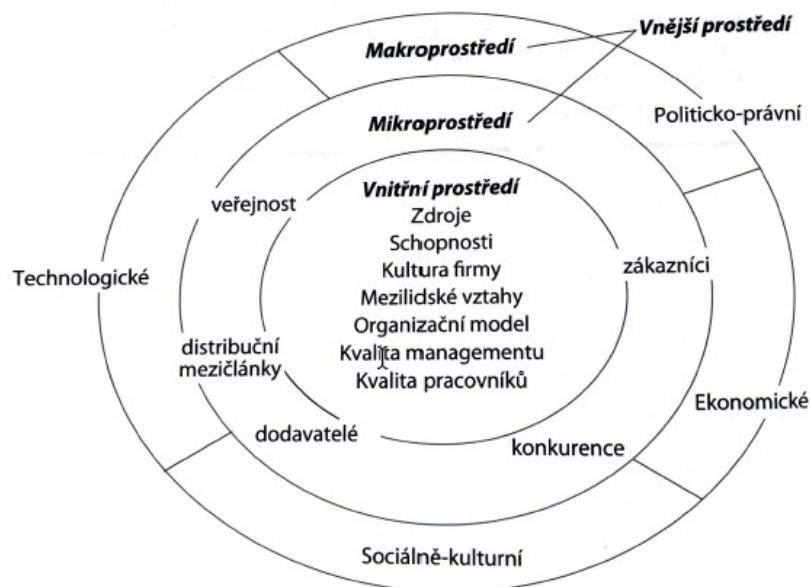
Strategická analýza je klíčovým prvkem při ocenění podniku, ale v České republice jí často není dostatečná pozornost věnována. I když většina ocenění zahrnuje strategickou analýzu, její výsledky nejsou často rozhodujícím faktorem při samotném stanovení hodnoty podniku.

Účelem strategické analýzy je posoudit celkový potenciál výnosů oceněného podniku. Vnější potenciál podniku zahrnuje rizika a příležitosti, jenž nabízí prostředí, ve kterém firma podniká, naopak vnitřní potenciál se zabývá silnými a slabými stránkami podniku, které určují jeho výhodu či nevýhodu mezi jeho konkurenty. Klíčové při zpracování této analýzy je dosažení konkrétních výsledků. Mělo by být odpovězeno na alespoň tyto 3 otázky – Jaká je perspektiva podniku? Jaký vývoj tržeb, konkurence a trhu lze očekávat? Jaká jsou rizika? (Mařík, 2018)

Massari et al. (2016) chápou strategickou analýzu jako zkoumání charakteristik výrobků a služeb, marketingových strategií, procesů výroby, analýza konkurence a trhu, dodavatelů, zákazníků či substitutů.

Analýza vnějšího okolí podniku

Analýza vnějšího prostředí se zaměřuje hlavně na identifikaci vývoje trendů, které mohou mít vliv na vnější prostředí podniku. Zmíněné trendy mohou podnik ovlivňovat. (Hanzelková et al., 2017)



Obrázek 1 – Prostedí firmy (Jakubíková, 2012)

Jakubíková dále ve své knize uvádí, že vnější prostředí podniku můžeme nadále rozdělit na makroprostředí a mikroprostředí (viz obrázek 1).

Podle Váchala a Vochozky (2013) je mikroprostředí představováno faktory, na které může mít podnik určitý vliv, naopak na makroprostředí žádný vliv nemá a mít nemůže.

2.2.1 Makroprostředí

Makroprostředí představuje širší okolí firmy, jedná se o společenské vlivy, které působí na samotný podnik. Změny těchto vlivů mají zásadní dopad na vývoj trhu i samotné firmy, proto je důležité tyto potenciální rizika a příležitosti, navrhnout opatření, které by případné hrozby minimalizovaly. Nejčastěji se pro označení vlivů v makroprostředí označuje zkratka PEST. Písmeno P značí politické vlivy, E – ekonomické, S – sociálně-kulturní a T – technologické. (Jakubíková, 2012)

Politické vlivy představují pravidla, kterými se každý podnik při své činnosti musí řídit. Může se jednat jak o instituce, tak zákony. Typ vlády a její stabilita ovlivňuje důvěru investorů. Svoboda tisku, úroveň byrokracie a korupce mají vliv pracovitost podniků. Regulace a deregulace mohou podnikům otevřít nové možnosti podnikání, ale taky omezení jejich působnosti a budoucího rozvoje. Důležitým faktorem také mohou být potenciální změny v politickém prostředí.

Mezi **ekonomické vlivy** můžeme zařadit faktory, které se v průběhu času mění jako cenová hladina, koupěschopnost poptávky či fáze ekonomického cyklu. Mezi ty stabilní zase patří charakter ekonomiky, konkurenceschopnost či úroveň ekonomiky.

Sociálními faktory rozumíme kvalitu života v dané zemi či oblasti, věk a pohlaví obyvatelstva, jejich ochotu a kvalitu práce, náboženské přesvědčení, úroveň vzdělání nebo rozdělení příjmů mezi obyvatelstvem.

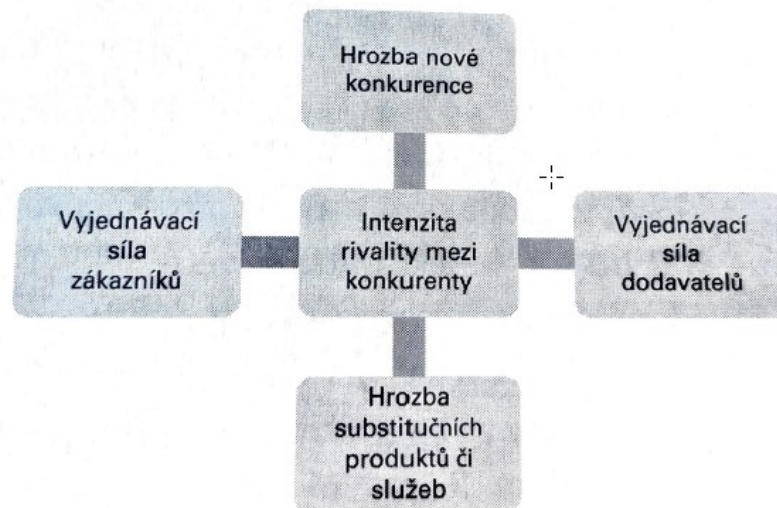
Technologické faktory využívají vědu, tím pádem zde můžeme zařadit komunikační a informační technologie, způsob řízení výroby, výrobní proces, vývoj a výzkum produktů. (Dvořáček a Slunčík, 2012)

2.2.2 Mikroprostředí

Jak již bylo zmíněno výše, mikroprostředí neboli taktéž mikrookolí zahrnuje události, vlivy nebo okolnosti, které může podnik svými aktivitami korigovat. Jakubíková a Janeček (2023) zdůrazňují důležitost důkladného zkoumání odvětví, ve kterém podnik působí. Tato analýza trhu zahrnuje posouzení velikosti trhu, jeho potenciálního růstu, překážek vstupu a výstupu z trhu a fáze životního cyklu odvětví. Autoři dále rozlišují mikrookolí na vertikální a horizontální. Vertikální mikroprostředí zahrnuje dodavatele, odběratele, obchodní partnery a firmu samotnou. Naopak do horizontálního mikroprostředí

patří konkurence, veřejnost a opět firma. Hlavním cílem této analýzy mikroprostředí je identifikovat klíčové faktory v odvětví, které významně ovlivňují činnost podniku.

Porterův model pěti sil



Obrázek 2 – Porterův model pěti sil (Kingsnorth, 2022)

Pomocí Porterova modelu pěti sil by měli být identifikovány jak hrozby pro podnik, tak jeho příležitosti. Při využití zjištěných příležitostí mohou být minimalizovány případné hrozící ztráty. (Hanzelková et al., 2017)

Vyjednávací síla dodavatelů

Dodavatelé jsou zásadní hybnou jednotkou, která je zapotřebí při získávání zdrojů pro naši výrobu nebo produkci. Každý podnik má velké množství dodavatelů. Úspěch a ziskovost podniku je z velké části závislá na kvalitě našich dodavatelů, proto je nezbytné si stanovit kritéria, podle nichž budeme zmíněné dodavatele porovnávat a hodnotit. Nejdůležitějšími faktory při tomto hodnocení dodavatelů je jejich zkušenost, kvalita, včasnost, dodací podmínky, ceny a slevy, pozice na trhu a potenciální inovace. (Jakubíková a Janeček, 2023)

Šafrová Drážilová (2019) tvrdí, že čím je složitější plán podnikání, tím náročnější bude získat a udržet potřebné dodavatele. Pokud se v dané oblasti nachází mnoho podobných dodavatelů, jedná se o méně rizikové prostředí. Problémem však může být situace, kdy vynakládáme vysoké náklady na produkty, které nám dodavatel dováží, a taky, když tyto dodávky zásadně ovlivňují cenu našeho finálního produktu.

Vyjednávací síla zákazníků

Jakubíková a Janeček (2023) popisují, že našimi zákazníky mohou být nejen spotřebitelé, ale také výrobci, stát či obchodníci, přičemž každý z nich má odlišnou motivaci k nákupu. Následně uvádí, že není možné předpovídat chování zákazníků, pouze pozorujeme změnu jejich chování v závislosti na změně ceny vstupů. Podnik si nejvíce váží loajálních zákazníků. Zkoumají se především roční nákupy a roční prodeje, motivace zákazníků k nákupu, jejich socioekonomické a demografické faktory, způsoby rozhodování zákazníků o nákupu a jejich kupní síla. Zákazník se postupně stává zkušenějším a náročnějším, a to z důvodu vývoje nových technologií, kdy si každý z nich dokáže najít o naší firmě a produktech informace v krátkém časovém horizontu.

Šafrová Drášilová (2019) považuje za málo rizikovou situaci, kdy má podnik velké množství zákazníků a jejich podíl na tržbách je malý. Jedná se o situaci, kdy odběratel přijímá podmínky obchodu, a pokud odejde ke konkurenci, nijak to podnik neovlivní.

Pokud bude vyjednávací síla zákazníků velká, budou tlačit na snižování cen výrobků a budou zároveň požadovat vyšší hodnotu těchto produktů, aby si přivlastňovali více hodnoty. (Magretta, 2012)

Intenzita rivality mezi konkurenty

Jedná se o konkurenty podniku, kteří již na stejném trhu podnikají. Tyto vztahy a interakce mezi těmito konkurenty mohou být přátelské, v podobě částečných spoluprací, ale také bez vzájemného respektu, kdy se jedna strana snaží zlikvidovat tu druhou. Čím více dochází k nepřátelským dohadům, tím větší riziko s sebou přináší podnikání v tomto oboru. Doporučuje se zjistit kdo jsou naši konkurenti, jaká je jejich síla a jak velkou část trhu ovládají, jak se chovají ke svým konkurentům, co dělají a jak jsou v tom dobří, kde jsou jejich slabiny, jaké mají plány, jak hospodaří a kolik nás bude stát získat v tomto odvětví své zákazníky. (Šafrová Drášilová, 2019)

Pokud existuje silně konkurenční trh, podobá se trhu dokonalé konkurence, kde neexistují tvůrci cen. Tvůrci cen určují cenu produktů, přičemž příjemce cen nemá žádnou pravomoc tuto cenu ovlivnit, může ji pouze přijat. (Kingsnorth, 2022)

Hrozba nové konkurence

Jedná se o podniky, které by v budoucnu potenciálně mohly vstoupit na stejný trh a staly by se našimi konkurenty. Tyto podniky buď na trh plánují vstoupit nebo je může v budoucnu nalákat úspěch jiných firem. Tyto firmy můžeme analyzovat díky informacím z veřejných prohlášení, prezentací, crowdfundingových projektů či účastí v různých soutěžích. U podniků,

kteře ještě ani nezamýšlí vstup na trh, se musíme spolehnout na bariéry vstupu na trh, které ovšem sami musíme identifikovat. Mezi tyto bariéry řadíme velké investiční zatížení, know-how, státní regulace, síla stávající konkurence, nedostatek odborných zaměstnanců nebo špatná infrastruktura. Největším lákadlem je samozřejmě vidina zisku. Čím je vyšší potenciální ziskovost a čím jsou menší bariéry vstupu na trh, tím víc podnikatelů tento trh zaujme a hrozí vysoký konkurenční boj. (Šafrová Drášilová, 2019)

Hrozba nové konkurence působí na zastropování cen, protože vysoké ceny by lákaly nové potenciální konkurenty. Zároveň tato hrozba způsobuje zvyšování nákladů, z důvodů uspokojení odběratelů, což má zase za důsledek odlákání případných konkurentů. (Magretta, 2012)

Hrozba substitučních produktů

Šafrová Drášilová (2019) píše, že substituty jsou důležité a často přehlížené téma. Podnikatelé se často chybně domnívají, že právě jejich produkty jsou výjimečné a nikdo jiný nic podobného nevyrábí. Ovšem substitutem nemusí být stejný produkt, ale klidně úplně jiný. Odběratele nezajímá samotný předmět, ale jaký problém daný výrobek vyřeší. To znamená, že jeden problém můžeme vyřešit několika způsoby a tím pádem k němu využít mnoho různých výrobků, přičemž se stále jedná o substituty. Záleží tedy především na formulaci problému, který potřebuje daný odběratel vyřešit.

Substituty se často zjeví z míst, odkud se to nečeká, proto je náročné jejich výskyt predikovat, a dokonce je identifikovat i když už existují. (Magretta, 2012)

2.2.3 SWOT analýza

<p>Silné stránky (<i>strengths</i>)</p> <p>zde se zaznamenávají skutečnosti, které přinášejí výhody jak zákazníkům, tak firmě</p>	<p>Slabé stránky (<i>weaknesses</i>)</p> <p>zde se zaznamenávají ty věci, které firma nedělá dobře, nebo ty, ve kterých si ostatní firmy vedou lépe</p>
<p>Příležitosti (<i>opportunities</i>)</p> <p>zde se zaznamenávají ty skutečnosti, které mohou zvýšit poptávku nebo mohou lépe uspokojit zákazníky a přinést firmě úspěch</p>	<p>Hrozby (<i>threats</i>)</p> <p>zde se zaznamenávají ty skutečnosti, trendy, události, které mohou snížit poptávku nebo zapříčinit nespokojenost zákazníků</p>

Obrázek 3 - SWOT analýza (Jakubíková a Janeček, 2023)

Podle Jakubíkové a Janečka (2023) je cílem SWOT analýzy identifikovat, jakým způsobem jsou silné a slabé stránky podniku a jeho celková strategie schopna vyrovnat se se změnami, které na trhu nastanou. SWOT analýza se skládá ze dvou jednotlivých analýz. První je OT analýza, kterou se začíná. Ta je zaměřena jak na makroprostředí (jehož součástí jsou stejné faktory jako v rámci PEST analýzy – součástí kapitoly 2.2.1), tak na mikroprostředí (faktory jako odběratelé, dodavatelé, konkurence, veřejnost atd.). Druhou částí je SW analýza, která se zpracovává po pečlivém provedení OT analýzy. SW analýza se soustředí na vnitřní prostředí podniku (cíle, procesy, systémy, organizační struktura, pracovní prostředí, odbornost zaměstnanců atd.)

Využití SWOT analýzy je mnohem širší, neboť Hanzelková et al. (2017) píšou, že se využívá i při problémech spojených s operativním a taktickým řízením. Následně píšou, že se může zpracovat i SWOT analýza pro jednotlivce, například zaměstnance. Data pro zpracování této analýzy je možno získat jak z dílčích analýz, tak také pomocí benchmarkingu, rozhovorů nebo diskuzí s experty.

Šafrová Drášilová (2019) tvrdí, že samotná analýza je bezpředmětná bez jejího vyhodnocení. Vyhodnocení probíhá tak, že zkombinujeme jednotlivé části SWOT analýzy a získáme 4 vazby. Nejvýhodnější je S-O, kdy kombinujeme silné stránky s příležitostmi. Druhou variantou je, že se snažíme odstranit slabé stránky a budeme mít možnost využít příležitosti (W-O). Další variantou je, že využijeme silné stránky k odstranění rizik (S-T). Poslední možností je eliminace slabých stránek, abychom snížili případné hrozby (W-T).

Neslouží pouze pro rozhodnutí stanovených cílů, ale také jako kvalitní zdroj pro jednání s důležitými firemními partnery. Pokud se bavíme o marketingové strategii, je význam SWOT analýzy ještě důležitější, protože pomáhá určit cíle na několik let dopředu a je zásadním faktorem pro budoucí úspěch podniku. (Kašík a Havlíček, 2012)

2.3 Finanční analýza

Růčková (2019) tvrdí, že existuje nespočet definic pojmu finanční analýza, ovšem za nejvýstižnější považuje tu, která ji popisuje jako: „*systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech.*“ Finanční analýza obsahuje informace o minulosti, současnosti, ale také budoucnosti podniku. Cílem a účelem finanční analýzy je příprava dokumentů, údajů a informací pro kvalitní a hospodárné fungování podniku.

Šlosárová zase finanční analýzu definuje jako analýzu jakékoliv ekonomické činnosti podniku, přičemž hlavní úlohou jsou peníze nebo čas. Data pro finanční analýzu můžeme získat buď externě, kdy jsou tato data zveřejňována, anebo interně, kdy data vychází z výkazů společnosti. Z výsledků finanční analýzy můžeme hodnotit kvalitu hospodaření podniku, jeho rentabilitu, efektivitu, flexibilitu nebo úroveň managementu. Výsledky finanční analýzy využívá mnoho zainteresovaných osob. Za ty hlavní můžeme považovat manažery, zaměstnance, banky, stát, dodavatele, odběratele, investory, konkurenci a jiné úřady. (Kotulič et al., 2018)

2.3.1 Absolutní ukazatele finanční analýzy

Podle Knápkové et al. (2017) jsou za absolutní ukazatele považovány účetní výdaje, u kterých lze data vyčíst bez dalšího propočtu. Tyto ukazatele se často využívají k srovnání v čase nebo k procentuální analýze jednotlivých částí. Analýza rozvahy dále může být rozdělena na analýzu majetkové a finanční struktury podniku.

Horizontální analýza

Podle Knápkové et al. (2017) slouží horizontální analýza k porovnání jednotlivých položek v různých časových obdobích. Tento výpočet spočívá v určení absolutních změn ve výši položek oproti předchozímu roku a následném vyjádření těchto změn procentuálně ve srovnání s původním rokem.

Kotulič et al. (2018) také chápou horizontální analýzu jako vyjádření vztahu mezi majetkem a zdroji jeho financování. Tento přístup se zaměřuje zejména na analýzu čistého pracovního kapitálu a dodržování zlatého bilančního pravidla.

Vertikální analýza

Vertikální analýza nám zobrazuje procentní vyjádření jednotlivých položek účetních výkazů vůči základně, která je položena na úrovni 100 %. Touto základnou je nejčastěji v rozvaze položka pasiv nebo aktiv a ve výkazu zisků a ztrát zase položka celkových výnosů nebo nákladů. (Knápková et al., 2017)

Vertikální analýza pracuje se strukturou vybraných ukazatelů, přičemž se očekává, že se daná struktura bude v čase měnit. (Kalouda, 2019)

2.3.2 Rozdílové ukazatele

Tyto ukazatele se v praxi využívají pro vyhodnocení likvidity podniku, tedy její schopnost plnit závazky. Za typický ukazatel, který vyhodnocuje likviditu podniku je ČPK. ČPK rozumíme veškerá oběžná aktiva, které jsou ovšem snížena o část krátkodobých závazků, které budou využity pro úhradu krátkodobých dluhů. Zbývající část bývá vynaložena ke krytí neočekávaných výkyvů, proto jsou nazývána taktéž jako ochranný polštář. (Kubíčková a Jindřichovská, 2022)

2.3.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou nejvyužívanější nástroje ve finanční analýze, zobrazují číselný vztah, který informuje o finančních charakteristikách podniku. Jejich výsledky můžeme použít pro porovnání s podobně velkými či obdobně vedenými podniky. (Kotulič et al., 2018)

Poměrové ukazatele pracují na základě porovnávání jednotlivých položek z rozvahy, výkazu zisků a ztrát nebo cash flow s jinými položkami těchto výkazů. Tímto způsobem lze vytvořit širokou škálu ukazatelů, ale v praxi se ukázalo, že jen několik z nich je skutečně užitečných pro hodnocení finančního zdraví podniku. (Knápková et al., 2017)

Poměrové ukazatele se rozdělovány na pět základních okruhů, a to na ukazatele rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti a finančního trhu. (Kalouda, 2019)

Ukazatele rentability

Termín rentabilita vyjadřuje schopnost zhodnocovat určité prostředky a tím dosahovat zisk. Za výstup rentability se považuje pouze jedna veličina, a tou je zisk. Zjištění rentability a jednotlivých položek, které na její hodnotě měli podíl, je zásadní operací ve finanční analýze. Můžeme počítat s různými variantami zisků (čistý zisk, zisk před zdaněním) a vynaložených prostředků (cizí kapitál, vlastní kapitál). (Kalouda, 2019)

Mezi často využívané ukazatele rentability Brabenec (2022) zařazuje:

- rentabilitu dlouhodobě vázaných zdrojů (ROCE)
- rentabilita investovaného kapitálu (ROIC)
- rentabilita aktiv (ROA)
- rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

- zisková marže (ROS).

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity určují, jestli velikost jednotlivých položek aktiv, odpovídají současným a budoucím podnikovým aktivitám, tedy zda jsou vložené finance efektivně využívány. Účelem je určit, za jakou dobu dokáže podnik přeměnit svá aktiva či pasiva na hospodářskou aktivitu, což informuje o efektivnosti využívání finančních prostředků podniku. (Knápková et al., 2017)

Kalouda (2019) uvažuje šest běžně využívaných ukazatelů, a to doba obratu (zásob, pohledávek, závazků) a obrat (zásob, pohledávek, aktiv).

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity slouží k posouzení schopnosti firmy splácet své krátkodobé závazky. Výpočet těchto ukazatelů se provádí pomocí podílu, kdy do čitatele je zahrnuto to, co lze využít k úhradě závazků, a do jmenovatele je umístěno to, co je třeba zaplatit. Podle specifikací tohoto měření jsou do čitatele zařazovány majetkové složky s různou mírou likvidity. (Knápková et al., 2017)

Podle Růčkové (2019) se využívají tři ukazatele likvidity (okamžitá, pohotová a běžná likvidita).

Ukazatele zadluženosti

Podle Růčkové (2019) je zadluženost situace, kdy podnik financuje své aktivity prostřednictvím cizích zdrojů, nikoli z vlastních prostředků, což znamená, že funguje na dluh. V dnešní době není u velkých podniků reálné, aby byly financovány pouze ze vlastních nebo pouze ze cizích zdrojů, a proto je nezbytné využívat kombinaci obou možností.

Podle Knápkové et al. (2017) jsou ukazatele zadluženosti považovány za indikátory rizika. Čím vyšší je zadluženost podniku, tím vyšší je riziko, protože podnik musí splácet své závazky i v případě obtíží. Autoři dále uvádějí několik ukazatelů zadluženosti, mezi něž patří celková zadluženost, míra zadluženosti, úrokové krytí, podíl dlouhodobých cizích zdrojů na dlouhodobém kapitálu a podíl dlouhodobých cizích zdrojů na celkových cizích zdrojích.

2.3.4 Souhrnné ukazatele

Cílem souhrnných ukazatelů je poskytnout hodnocení celkového finančního zdraví podniku. Tyto ukazatele by měly identifikovat silné a slabé stránky podniku, upozornit na klíčové

faktory ovlivňující finanční a hospodářský stav podniku a navrhnout možná opatření pro zlepšení v budoucnosti. Souhrnné ukazatele se obvykle dělí do dvou skupin. První skupinou jsou bankrotní modely, které se zaměřují na odhalení možného bankrotu podniku. Mezi nejpoužívanější bankrotní modely patří Z-skóre (Altmanův model) nebo Index IN. Druhou skupinou jsou bonitní modely, které posuzují finanční zdraví podniku pomocí bodového hodnocení. Mezi bonitní modely patří například Tamariho model nebo Kralickiv Quickfest. (Knápková et al., 2017)

2.4 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Zima (2016) ve své knize zmiňuje, že při výnosových metodách ocenění podniku se předpokládá, že jednotlivé majetkové hodnoty mají určitý vliv na dosažení budoucích výnosů. V podniku můžeme aktiva rozdělit na dva druhy, a to na aktiva potřebná pro provoz a na aktiva nepotřebná pro provoz. Správné zařazení jednotlivých částí majetku závisí na typu podnikatelské činnosti a v mnohých případech může být komplikovaným procesem. Při ocenění výnosovými metodami je potřebné hodnotit obě skupiny zvlášť. Provozně nepotřebná aktiva by se měla hodnotit například substanční metodou. Hodnota provozně nepotřebného majetku se připočítá k hodnotě provozně potřebného majetku bez diskontování.

Z výnosů a nákladů by se měli oddělit výnosy a náklady, které mají určitou souvislost s danými provozně nepotřebnými majetky, v čemž se podle Maříka (2018) shodla většina zahraničních autorů. Pokud toto rozčlenění aktiv neproběhne, s vysokou pravděpodobností bude podnik chybně oceněn. Nejčastěji se mezi provozně nepotřebná aktiva řadí krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek, nadbytečná hotovost, nemovitosti nesloužící hlavní podnikatelské činnosti nebo pohledávky nesouvisející s hlavní podnikatelskou činností.

2.5 Generátory hodnoty

Čižinská (2018) popisuje, že generátory hodnoty jsou zásadním faktorem, který má vliv na celkovou hodnotu podniku. Těmito faktory se rozumí fungovat jako hospodářská jednotka a generovat primární goodwill, tedy hodnota oceňovaného podniku je vyšší než likvidační hodnota jeho jednotlivých aktiv. Pokud se generuje goodwill, doporučuje se pokračovat v podnikání. Naopak pokud je generován badwill, znamená to, že se za daných podmínek dále neoplatí podnikat a je potřeba situaci řešit.

Mařík (2018) ve své knize popisuje sedm klíčových faktorů ovlivňujících hodnotu podniku. Tyto faktory zahrnují tržby (obrat) a jejich růst, provozní ziskovou marži, investice do nezbytného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, způsob financování (zejména podíl cizího kapitálu), diskontní míru a dobu, po kterou očekáváme dosažení kladného cash flow.

2.6 Sestavení finančního plánu

Růčková (2019) uvádí, že plánování je způsobem formulace cílů a způsobů, jak jich možno dosáhnout. Sestavení finančního plánu je proces, který souvisle navazuje na finanční a strategickou analýzu. Pokud by nevycházel z těchto analýz, byl by s největší pravděpodobností nerealizovatelný. Cílem finančního plánování je zjistit, jaký vliv budou investiční a finanční rozhodnutí společnosti na budoucnost podniku.

Vochozka a Mulač (2012) zase popisují odlišnosti finančního plánování pro účely ocenění podniku, kdy je v podstatě důležité pouze vyhotovení dokumentu, ze kterého budou vycházet data pro naplnění vzorců. Z tohoto důvodu jsou tedy plánovány jen výkazy potřebné pro účely ocenění, jako rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow. Mezi dvě nejdůležitější metody finančního plánování autoři zařazují metodu procenta tržeb, u které se zkoumá lineární závislost jednotlivých položek na pohybu tržeb. Druhou metodou je analýza časové řady, jejímž principem je nalezení trendu, který by se dal využít i do budoucího vývoje.

Finanční plán by měl být realizovatelný a splňovat dlouhodobou vizi podniku. (Mařík, 2018)

Doba, na kterou se sestavuje finanční plán (též nazýván první fáze) se u řady autorů liší, ovšem za nejčastější dobu se považuje horizont 5 let. Během této první fáze by se chod a hospodaření podniku měli stabilizovat, pokud hovoříme v kontextu tempa růstu či investic. (Zima, 2016)

3 VÝNOSOVÉ METODY PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Výnosové metody jsou založené na vyjádření současné hodnoty odhadovaných budoucích výnosů (příjmů), jenž by podnik měl generovat. Při tomto výpočtu můžeme za výnosy považovat kapitalizovaný zisk, dividendové výnosy, ekonomickou přidanou hodnotu nebo diskontované cash flow. Zásadní a důležitou částí je určení diskontní míry, která může být zobrazena v podobě reálné úrokové míry, očekávané výnosnosti akcií nebo průměrnými kapitálovým náklady. Nejvíce užívanými výnosovými metodami jsou v praxi metoda diskontovaných peněžních toků (cash flow), metoda založená na ekonomické přidané hodnotě a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. (Marinič, 2014)

Zima (2016) tvrdí, že výsledky ocenění výnosovými metodami mohou být poměrně přesné, ovšem také zcela nepřesné. Dále říká, že: „*oceňování cenných papírů je ve své podstatě věštěním budoucnosti, a musí být, proto založeno na faktech dostupných v požadovaný den ocenění*“.

3.1 Metoda DCF (diskontovaných peněžních toků)

Pinto et al. (2015) popisují, že principem využití metody DCF je odhadnutí současné hodnoty podniku na základě budoucích peněžních toků.

Pinto et al. (2015) uvádí čtyři základní kroky pro správné využití metody DCF. Prvním krokem je výběr vhodné varianty modelu DCF, druhým pak předpovědět peněžní toky, třetím je volba způsobu výpočtu diskontní míry a posledním krokem je samotný výpočet diskontní míry.

Peněžní toky jsou skutečným příjmem a tím pádem také skutečně vyjádřeným ziskem z držení statku (podniku). Metodu DCF se dále rozděluje na tři základní varianty:

- metoda entity (jednotka = podnik)
- metody equity (vlastní kapitál)
- metoda APV (úpravená současná hodnota). (Mařík, 2018)

Pro účely této diplomové práce bude dostačující podrobněji popsat pouze variantu DCF entity.

3.1.1 DCF entity

Tento přístup začíná výpočtem provozního peněžního toku, ze kterého se poté odečítají investice nezbytné k dosažení určitého budoucího objemu peněžních toků. Výsledkem tohoto výpočtu jsou volné peněžní toky podniku (FCF = free cash flow). (Mařík, 2018)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)
2.	- Upravená daň z příjmů ($= KPVH_D \times \text{daňová sazba}$) ^{*)}
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH$)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH , které nejsou výdaji v běžném období ⁶⁸
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Obrázek 4 - Výpočet FCF (Mařík, 2018)

Podle metody DCF je volným peněžním tokem (FCFF - free cash flow to firm) chápán peněžní tok, který je k dispozici vlastníkům a věřitelům podniku. Pro výpočet volného peněžního toku (FCFF) se vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření ($KPVH$). Z tohoto $KPVH$ se odečítají výnosy a náklady spojené s provozně nenutným majetkem, mimořádné položky, které nebudou opakovatelné, náklady na kapitál se naopak odečítat nemají. Pouze investice, které představují potenciálně kladnou čistou současnou hodnotu, by měly být zahrnuty do výpočtu volného peněžního toku. (Mařík, 2018)

Při metodě DCF pro hodnocení podniku se nejprve určuje celková hodnota podniku, která představuje výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tuto celkovou hodnotu můžeme posuzovat buď z hlediska aktiv, kde jde o součet dlouhodobých aktiv a pracovního kapitálu, nebo z hlediska pasiv, kde jde o součet úročených cizích zdrojů a vlastního kapitálu. V dalším kroku je nutné určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu, což se provádí odečtením úročených dluhů od celkové hodnoty podniku. (Jakubec a Kardoš, 2016)

Dvoufázová metoda

Dvoufázová metoda je v běžné praxi nejčastější. Tento model rozděluje budoucnost na dvě fáze. Pro tu první je možné vypracovat prognózu na jednotlivé roky. Ve druhé fázi se počítá tzv. perpetuita (pokračující hodnota), což je hodnota od konce první fáze až do nekonečna. (Mařík, 2018)

Výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou vypadá následovně (Mařík, 2018):

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

přičemž:

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Pro určení pokračující hodnoty se využívá buď Gordonův vzorec nebo parametrický vzorec. (Mařík, 2018)

Podle Maříka (2018) se při použití Gordonova vzorce pracuje s dobou první fáze trvající od 4 do 14 let. Ve druhé fázi se počítá se stabilním a dlouhodobým růstem. Gordonův vzorec slouží k výpočtu současné hodnoty této nekonečné časové řady a má následující podobu:

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

přičemž:

T = poslední rok odhadovaného období

i_k = průměrné náklady na kapitál (kalkulovaná úroková míra)

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku v rámci druhé fáze

$FCFF$ = volný peněžní tok do firmy.

Aby byl vzorec platný musí platit podmínka $i_k > g$.

Podle Maříka (2018) využívá parametrický vzorec dva klíčové faktory: tempo růstu a očekávanou rentabilitu nových investic. Tento vzorec je používán k výpočtu pokračující hodnoty a má následující podobu:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g}$$

přičemž:

$KPVH_{T-1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v prvním roce po uplynutí odhadovaného období.

Díky výše zmíněným výpočtům, jsme získali brutto (provozní) hodnotu podniku. Pro získání netto (výsledné) hodnoty se musí provést konečné úpravy podle následujícího obrázku (Mařík, 2018):

Hodnota brutto („provozní“)
– Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Obrázek 5 - Závěrečné kroky pro výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Mařík, 2018)

3.1.2 Diskontní míra

Pro metodu DCF se jako diskontní míra používá WACC (weighted average cost of capital), což jsou průměrné vážené náklady kapitálu. Tyto náklady představují očekávaný výnos, který investoři požadují za své investice do podniku. Vzorec pro WACC má následující podobu (Mařík, 2018):

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

přičemž:

n_{CK} = předpokládaná výnosnost do doby splacení cizího kapitálu v podniku

d = sazba daně z příjmu

CK = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

n_{VK} = předpokládaná výnosnost vlastního kapitálu v podniku

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = hodnota celkového investovaného kapitálu.

Náklady na cizí kapitál

Tyto náklady tvoří především úroky a poplatky, které jsou placeny věřitelům podniku. Může se jednat o úvěry, půjčky nebo emitované dluhopisy. (Čížinská, 2018)

Jakubec a Kardoš (2016) uvádějí, že náklady na cizí kapitál se počítají jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb, které jsou vypláceny za různé formy cizích zdrojů financování.

Náklady na vlastní kapitál

Mařík (2018) ve své knize definuje pojem náklady na vlastní kapitál: „*náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů*“. Základním problémem tohoto vyčíslení je způsob kalkulace rizikové přírážky. Pokud tato riziková přírážka alespoň částečně nevychází z tržních dat, a je volena pouze podle úvahy oceňovatele není možné toto ocenění chápat jako tržní ocenění. Existují dva základní modely pro výpočet nákladů na vlastní kapitál, mezi něž patří model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) a stavebnicový model.

CAPM

Tento model odhadu nákladů je určen pro cenné papíry, jež jsou běžně součástí obchodů na kapitálových trzích. (Mařík, 2018)

Čížinská (2018) zase uvádí, že model zkoumá vliv bezrizikového aktiva na efektivitu portfolií. Základem je rozdělení celkového rizika na systematické a jedinečné. CAPM model je vyjádřen následovně:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i * [E(r_m) - r_f]$$

přičemž:

$E(r_i)$ = výnosová míra aktiva (i)

E_f = bezriziková výnosová míra

$E(r_m)$ = předpokládaná výnosová míra tržního portfolia

$E(r_m) - r_f$ = riziková prémie

β_i = citlivost aktiva (i) na změnu výnosové míry tržního portfolia.

Stavebnicový model

Stavebnicový model je běžně využíván v evropských zemích. Základní přístup se velmi podobá výše zmíněnému modelu CAPM. Při výpočtu bereme v potaz základní bezrizikový výnos, ke kterému se následně připočítávají různé formy rizika, jako přírážka za nižší likvidaci akcie nebo rizikový prvek za obchodní a finanční činnost podniku. Vzorec tedy vypadá takto (Kislingerová, 2001):

$$r_e = r_f + r_o + r_{f_r} + r_l$$

přičemž:

r_f = bezriziková výnosnost

r_o = přírážka za obchodní činnost

r_{f_i} = přírážka za finanční riziko

r_l = přírážka za nižší kvalitu.

3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Jedná se o netto metodu (počítá se hodnota pro vlastníky) pocházející z německy hovořících zemí. (Jakubec a Kardoš, 2016)

Dluhošová a kol. (2021) popisují tuto metodu jako založenou na principu diskontovaných budoucích zisků. Tento přístup odhaduje budoucí zisky na základě historických dat, obvykle z posledních 3-5 let, z výkazů zisků a ztrát. Aby tato metoda byla využitelná je potřeba splnit řadu podmínek, mezi které patří nekonečně dlouhé trvání firmy, víra ve znalost výsledků podniku z minulosti a investice jsou chápány pouze do úrovně výše odpisů. (Kislingerová, 2001)

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů zahrnuje dvě varianty. V první variantě se čistý výnos počítá jako rozdíl mezi příjmy a výdaji (cash flow). Ve druhé variantě je čistý výnos odvozen z výsledku hospodaření, který však vyžaduje úpravy pro správné vyčíslení. (Mařík, 2018)

3.3 Metoda EVA (ekonomické přidané hodnota)

Tento model je v dnešní době důležitým ukazatelem, který měří hodnotovou výkonnost podniku. Základní princip tohoto modelu stojí na podmínce, že investovaný kapitál musí přinést vyšší výnosy, než jsou náklady na tento kapitál, přičemž se řídí základním cílem podniku, a to maximalizací zisku. (Vochozka, 2021)

Knápková et al. (2017) tvrdí, že model EVA měří, jakým způsobem činnosti, které firma provádí, přispívají ke zvyšování či snižování hodnoty pro své vlastníky.

Ukazatel EVA má nejčastěji podobu:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

přičemž:

NOPAT = čistý operativní zisk po zdanění

C (NOA) = kapitál vázaný v aktivech, související s hlavní operativní činností

WACC = průměrné vážené náklady na kapitál.

Pro výpočet tímto modelem je potřeba upravit určitá vstupní data. Na začátku se musí upravit čistá operativní aktiva (NOA). Tato aktiva se musí zvýšit o majetek, který není uveden v rozvaze, ale přispívá k produkci operativního zisku a dále snížit o majetek, jenž je uveden v rozvaze, ale na tento zisk nemá žádný vliv. Upraven musí být i čistý operativní zisk (NOPAT), za který se může považovat například výsledek hospodaření před zdaněním. Z NOPATu se vynechávají placené úroky, neopakující se položky, výnosy z nedůležitých aktiv, náklady na výzkum a vývoj, finanční výnosy spojené s dlouhodobým finančním majetkem, leasingové platby a dlouhodobé nájmy. WACC se vypočítávají jako vážený průměr nákladů na cizí kapitál a nákladů na vlastní kapitál. Vzorec pro WACC je následující:

$$WACC = N_{CK} * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C}$$

přičemž:

N_{CK} = náklady na cizí kapitál,

= $i * (1 - t)$, kde i = úroková míra cizího kapitálu a t = daňová sazba

N_{VK} = náklady na vlastní kapitál

CK = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

C = tržní hodnota celkového kapitálu. (Knápková et al. 2017)

4 SHRUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI

Teoretická část diplomové práce se detailně věnovala správnému provedení finanční a strategické analýzy a také různým výnosovým metodám ocenění podniku. Hlavním cílem této bylo poskytnout všeobecný pohled na hodnocení podniku s využitím různých finančních ukazatelů pro měření jejich výkonnosti.

Cílem první kapitoly bylo teoreticky vymezit pojmy jako podnik, hodnota a její kategorie. Následně byl uveden právní rámec ocenění a vysvětlen faktor rizika a času.

Druhá kapitola se věnovala postupu při ocenění podniku. Na začátku byla popsána vstupní data, ze kterých je při ocenění čerpáno. Druhá podkapitola se věnovala strategické analýze, která byla zaměřena na analýzu vnějšího okolí podniku (přesněji na makrookolí a mikrookolí) a analýzu vnitřního okolí. Součástí kapitoly bylo i zkoumání klíčových oblastí finanční analýzy za pomoci absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Závěr kapitoly byl věnován provozně potřebným a nepotřebným aktivům, generátorům hodnoty a procesem sestavení finančního plánu.

Třetí kapitola se věnovala popisu jednotlivých výnosových metod ocenění podniků. Charakterizována byla metoda diskontovaných peněžních toků (konkrétně DCF entity) a výpočet diskontní míry. Následně se kapitola krátce věnovala metodě kapitalizovaných čistých výnosů. V závěru kapitoly je zmíněna metoda ekonomické přidané hodnoty včetně jejího výpočtu.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉHO PODNIKU

Základní informace

Rok založení:	2015
Počet zaměstnanců:	40 (interní a externí)
Právní forma podniku:	Evropská společnost
Sídlo společnosti:	Praha, Česká republika

Historie a popis podniku

Vybraný podnik je úspěšným výrobcem středně velkých, plně autonomních bezpilotních letounů (UAV) a zároveň poskytovatelem souvisejících leteckých služeb. Po několika náročných letech výzkumu a vývoje se jim podařilo dosáhnout cíle, kterým bylo vytvoření letounu schopného provádět desetihodinové mise na vzdálenosti až 1.500 km s plně automatickým vzletem a přistáním. Zmíněný produkt je pokrokem v oblasti leteckých technologií, který kombinuje celokompozitovou konstrukci s pokročilými navigačními a komunikačními systémy. Díky své vytrvalosti a unikátním vlastnostem má letoun široké možnosti využití v mnoha odvětvích. Společnost se nesoustředí pouze na výrobu pro obranný průmysl, ale aktivně působí i v civilním sektoru. Její letouny nacházejí uplatnění v různých oblastech, od ochrany hranic a monitorování infrastruktury až po geodetické práce. Důležité je zmínit, že firma nevyrobí ani neprodává bojová bezpilotní letadla s municí. Vojenský materiál je využíván pouze na úrovni senzorů, speciální elektroniky a software.

V roce 2018 firma provedla primární veřejnou nabídku přibližně 6 % svých akcií na pražské burze, čímž získala finanční prostředky ve výši 63 milionů korun. Tyto prostředky byly investovány mimo jiné do nákupu továrního letiště v Písku-Krašovicích.

Firma drží certifikát ISO 9001 a je osvědčenou organizací pro konstrukci a výrobu vojenské letecké techniky. Podnik vlastní dceřinou společností, jenž získala licenci Ministerstva průmyslu a obchodu ČR k obchodování s vojenským materiálem. V roce 2022 firma obdržela certifikát EASA LUC (Light Unmanned Certificate) od Úřadu pro civilní letectví ČR. Od konce ledna roku 2024 se obchodují akcie společnosti na Prime Marketu pražské burzy.

S vlastním výzkumným a vývojovým týmem a kvalifikovaným personálem dokáže firma vyrobit až 100 strojů ročně. Letouny společnosti jsou z převážně vyráběna a sestavována z vlastních komponentů, což zaručuje vysokou kvalitu a spolehlivost.

Jedním z klíčových faktorů úspěchu této společnosti je její transparentní přístup a důsledná dodržování auditů. Od svého vstupu na burzu cenných papírů v roce 2018 získala důvěru na trhu a stala se součástí 100 nejlepších českých společností.

Hlavními trhy, na kterých firma obchoduje jsou Evropa, Střední východ, Afrika a Asie. Firma nabízí zákazníkům ekonomické výhody při srovnání s použitím alternativních řešení, jako jsou například vrtulníky. S pevnými základy a jasnou vizí do budoucnosti je podnik významným hráčem na trhu bezpilotních letounů a poskytovatelem kvalitních leteckých služeb.

Společnost stále úspěšně rozvíjí svou činnost, a to i bez čerpání dotací, bankovních úvěrů a zahraničního kapitálu. Díky očekávanému růstu má podnik před sebou perspektivní budoucnost.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

6.1 PEST analýza

6.1.1 Politické faktory

Společnost podniká v prostředí neustále ovlivňovaném politickými faktory.

Vládní podpora dronového průmyslu představuje pro společnost lákavou příležitost. Finanční investice do výzkumu a vývoje urychlují inovace a posilují konkurenceschopnost. V dnešní době se rozjelo velké množství programů podporujících inovace technologií dronů a bezpilotních letounů. Získávání lukrativních zakázek od státních institucí v obraně, monitorování nebo geodezii zajišťuje stabilní příjem a podporuje růst. Spolupráce s vládou navíc otevírá dveře k citlivým datům a technologiím, které mohou společnost posunout vpřed. Na druhou stranu preferenční zacházení s vybranými společnostmi v rámci státních zakázek může společnost znevýhodnit v konkurenčním boji.

Jasně definované regulace dronového provozu jsou pro společnost nezbytné. Zajišťují bezpečnost a ochranu soukromí, což posiluje důvěru v technologii a její akceptaci na trhu. Na druhou stranu se letouny využívají taktéž ke sledování osob. Tato situace může mít na svědomí naopak snížení důvěry v tyto stroje, protože by mohli narušovat soukromí a občanská práva osob. Vysoká autonomie může mít za následek otázky ohledně odpovědnosti letounů za jejich činy, podnik by měl dbát na kvalitní bezpečnostní systém a jasně definované protokoly. Harmonizované mezinárodní regulace navíc usnadňují export produktů společnosti do dalších zemí. Neustálé změny a zpřísnování regulací naopak znamenají pro společnost administrativní zátěž a zvýšení nákladů na jejich dodržování. Nejasné regulace brzdí inovace a znevýhodňují menší firmy oproti velkým korporacím. Restriktivní regulace v některých zemích mohou omezit možnosti expanze společnosti. Z důvodu využívání těchto bezpilotních letounů v rámci válečných konfliktů se dbá na kybernetickou bezpečnost letounů. Například NATO specifikuje konkrétní kroky, které musí společnosti zabývající se výrobou daných strojů provést, aby nehrozila možnost kybernetických útoků. Důležité jsou etické otázky ohledně výroby a využití těchto bezpilotních letounů. Letouny jsou nyní často využívány k vojenským účelům, což může veřejnosti připadat nemorální a neetické, přičemž to může způsobit pokles poptávky po výrobcích společnosti.

Spolupráce s mezinárodními partnery umožňuje společnosti sdílet know-how a technologie, posilovat globální prestiž a otevírat dveře k novým trhům. Své inovace a nové technologie by však podnik měl chránit před svými konkurenty, aby nepřišel o svou konkurenční výhodu. Stabilní obchodní vztahy s cílovými zeměmi usnadňují export produktů a služeb. Zapojení do mezinárodních projektů a organizací zase umožňuje společnosti ovlivňovat vývoj dronového průmyslu na celosvětové úrovni. Politické konflikty a obchodní bariéry však komplikují export dronů a omezují dostupnost trhů. Omezení a sankce mohou znemožnit spolupráci s některými zeměmi a představovat překážku pro expanzi. Válka a nestabilní regiony, kterými jsou v dnešní době například (Ukrajina, či Izrael), zase zvyšují bezpečnostní rizika pro provoz dronů, ale také přináší zvýšení podpory dronového průmyslu ze strany vlád zemí. V souvislosti s válečnými konflikty je potřeba zmínit, že vybraná společnost začátkem roku 2022 ukončila svoje aktivity v Ruské federaci.

6.1.2 Ekonomické faktory

Hlavním ekonomickým faktorem, majícím vliv na vnější prostředí podniku je hrubý domácí produkt. HDP v posledních letech vykazoval stabilní růst, který ovšem zbrzdila pandemie v roce 2020, kdy došlo k poklesu tohoto ukazatele o 5,5 %. V dalších dvou letech došlo opět k jeho růstu, ovšem v roce 2023 opět klesl o 0,4 %. Predikce pro rok 2024 počítá s růstem HDP o 1,2 %. (mfer.cz)

Dalším zásadním faktorem je inflace, která se sice do roku 2021 zvyšovala, ale stále se držela v přijatelných číslech pod 4 %. Rok 2022, který s sebou přinesl válečný konflikt na Ukrajině a s tím spojenou energetickou krizí, zvedl inflaci až na neuvěřitelných 15,1 %. Tato krize se přesunula i do dalšího roku, kdy inflace dosáhla průměrné hodnoty 10,7 %, ovšem ke konci roku se začala dramaticky snižovat a začátkem roku 2024 se pohybovala okolo 2 %. (kurzy.cz)

Dvoutýdenní repo sazba využívaná při finančních operacích na volném trhu se v roce 2022 zvýšila až na hodnotu 7 %, přičemž v polovině roku 2021 se tato sazba pohybovala na hodnotě 0,5 %. V únoru 2024 se tato sazba začíná postupně snižovat, když došlo ke snížení z 6,75 % na 6,25 %. V současné době výše dvoutýdenní repo sazby podnik sice neovlivňuje, ovšem pokud by se podnik rozhodl čerpat úvěr, mohlo by to znamenat hrozbu zvýšených nákladů na financování. (cnb.cz)

Nezaměstnanost v České republice se dlouhodobě pohybuje mezi 3-4 %. Tyto hodnoty platí i aktuálně v únoru 2024. Hodnota je přesně 4 %, což je 4 nejnižší číslo v rámci Evropské

unie. Společnost požaduje po zaměstnancích specifické znalosti a dovednosti, což by růstem zaměstnanosti mohl znamenat problém pro nalezení odborně vzdělaných osob, které by navíc požadovali vyšší mzdy. (kurzy.cz)

Nejvyšší směnný kurz EUR/CZK byl v posledních době v březnu 2020, kdy s příchodem pandemie vyšplhal až na 27,8. Od té doby zažíval klesající charakter, který dosáhl dna v červnu 2023, když se pohyboval okolo 23,5. Od této chvíle do dnešního dne stále roste, přičemž k dnešnímu dni se pohybuje okolo 25,3. Výše směnného kurzu české koruny v jinou měnou je pro společnost důležitou hodnotou. Pokud se směnný kurz zvýší tedy například na 26, podnik by při prodeji inkasoval více českých korun, pokud by se naopak snížil, podnik vyinkasuje méně českých korun. Protože převážná většina odběratelů pochází z ciziny, tak se jedná o důležitý faktor při prodeji. Pokud by hrozila výrazná změna směnných kurzů, podnik by mohl využít určitých derivátových kontraktů, aby se proti této změně pojistil. (kurzy.cz)

Tlak na snižování cen letounů v důsledku rostoucí konkurence a nutnost certifikace a testování zvyšují celkové náklady firmy. Velikost výrobních nákladů a dostupnost kvalifikované pracovní síly v České republice ve srovnání s vyspělými zeměmi pro podnik vždy znamenali značnou výhodu. Situace se změnila s příchodem energetické krize vyvolené agresí Ruska na Ukrajině. Z důvodu růstu inflace, jak již bylo zmíněno výše, se zvyšovali náklady. Pro porovnání s inflací států, kde se nachází konkurenční podniky se náklady vybrané společnosti zvýšili více než u jejich konkurentů. Například u států jako Itálie, USA, Německo a Portugalsko se inflace držela na 7-8 %, což je o polovinu nižší číslo než u České republiky. Ještě nižší čísla inflace dosahovali země jako Francie a Singapur, kde inflace byla maximálně 6 %, v Izraeli byla 4,5 % a ve Švýcarsku dokonce pouze necelé 3 %. Pokud by v České republice stále byly vyšší výrobní náklady, podnik by mohl uvažovat o přesunu výroby do jiného státu. V současné době to finanční situace podniku nedovoluje, ovšem pokud by se podniku dařilo, jak se předpokládá a výrobní náklady by stále byli poměrně vysoké, jednalo by se o variantu, jak snížit tyto náklady.

Rostoucí globální poptávka po dronech v různých odvětvích otevírá firmě značné příležitosti. Schopnost nabízet konkurenceschopné ceny díky nízkým výrobním nákladům a neustálý vývoj inovativních aplikací pro letouny dále posilují pozici podniku na trhu.

Silná technologická pozice firmy, vybudované dobré jméno, které si firma získala vysokou funkčností, spolehlivostí, inovativním pokrokem, kvalitním zákaznickým servisem a širokou využitelností produktu, což podniku zajišťuje alespoň drobnou výhodu před konkurencí.

Ovšem rostoucí konkurence ze strany velkých i malých firem a vstup nových technologických hráčů na trh představují pro podnik neustálou výzvu. Kvůli tlaku na snižování marží je podnik nucen hledat nové způsoby, jak vyniknout nebo se odlišit.

Schopnost financovat růst z vlastních zdrojů, přístup k bankovním úvěrům a investičnímu kapitálu a vládní programy na podporu malých a středních podniků dávají firmě solidní základ. Naopak vysoké úrokové sazby, volatilita trhů a konkurence o kapitál představují rizika, kterých je potřeba si všímat.

6.1.3 Sociální faktory

Sociální přijetí a připravenost na přijímání nových technologií mohou mít vliv na poptávku po produktech společnosti. Růst zájmu o bezpilotní letadla a jejich širší přijetí ve společnosti může znamenat rostoucí poptávku po produktech a službách společnosti.

Veřejné vnímání bezpilotních letadel a jejich role ve společnosti může mít vliv na regulaci a legislativu v oblasti leteckého průmyslu. Negativní pohled na bezpečnosti a soukromí může vést k přísnějším opatřením a regulacím, což by mohlo ovlivnit podnikání společnosti.

Demografické změny a dostupnost technických dovedností mohou ovlivnit schopnost společnosti získat a udržet kvalifikovaný personál pro výzkum, vývoj a výrobu bezpilotních letadel.

Rostoucí environmentální vědomí ve společnosti může zvýšit poptávku po ekologicky šetrných technologiích, včetně bezpilotních letadel s nižšími emisemi a nižším dopadem na životní prostředí. Společnost, proto může využít tohoto trendu jako příležitost pro marketing a zviditelnění svých produktů.

6.1.4 Technologické faktory

Inovace v oblasti autonomního letu, navigace a komunikačních systémů umožňují vytváření komplexnějších a efektivnějších letadel, které mohou plnit širší okruh úkolů a operací.

Společnost dokáže vyrábět a sestavovat své letadla z vlastních komponentů, což umožňuje zajištění vysoké kvality a spolehlivosti produktů. Díky vlastnímu vývoji a výrobě má společnost kontrolu nad celým procesem výroby a může flexibilně reagovat na změny a požadavky trhu.

Velmi důležitým bodem je zajištění bezpečnosti a kybernetické odolnosti bezpilotních letadel. S nárůstem závislosti na informačních technologiích se stává bezpečnost a odolnost

proti kybernetickým hrozbám stále důležitější. Společnost je nucena investovat do vývoje bezpečnostních opatření a protokolů, aby chránila své letadla před možnými útoky a zajišťovala integritu a spolehlivost svých systémů, což může být nákladná investice.

Posledním faktorem je globalizace v oblasti výzkumu a vývoje. Společnost má možnost spolupracovat s výzkumnými institucemi, univerzitami, díky kterým dokáže získávat přístup k nejnovějším technologickým poznatkům a inovacím. Tato globalizace výzkumu a vývoje poskytuje společnosti příležitost zkoumat nové přístupy a technologie a posilovat tak svou pozici na trhu.

6.2 Porterův model pěti sil

6.2.1 Vyjednávací síla dodavatelů

V první řadě dokáže společnost v roce 2022 vyrobit až 100 nových strojů, což je o 50 více než tomu bylo před dvěma lety, a dále má také vlastní výzkumný a vývojový tým, což jí poskytuje určitou vyjednávací sílu vůči dodavatelům. Tato síla může být využita k vyjednání lepších cen, podmínek dodávek nebo dokonce k získání speciálních nabídek.

Společnost je ovšem stále závislá i na klíčových dodavatelích pro zajištění kvalitních surovin, součástek a příslušenství. Vysoká závislost na určitých dodavatelích představuje riziko, kdy při neplnění dodavatele dochází k vysokým nákladům, omezení výroby, neplnění našich dodávek a tím pádem růstu závazků. Z důvodu malého počtu dodavatelů daných komponent, je potřeba investovat do inovací nebo hledat alternativní součástky, což by mohlo snížit závislost na klíčových dodavatelích.

6.2.2 Vyjednávací síla zákazníků

Společnost má relativně nízký počet zákazníků, kdy většina pochází z obranného a civilního sektoru. Hlavními klienty jsou armáda, pohraniční stráž a velké komerční firmy. Podnik si nezveřejňuje konkrétní jména svých odběratelů a drží je v anonymitě. Společnost před rokem 2022 zásobovala svými výrobky převážně trh na Blízkém východě a v Asii, za druhotné trhy byla považována Afrika a Evropa. Nízká poptávka v Evropě pramenila z přísné regulace bezpilotního vzdušného provozu, protože zde nebyl umožňován intenzivní provoz těchto strojů. Válčná situace na Ukrajině však strukturu poptávky zásadně změnila, protože se vznikla silná poptávka právě z Evropy, konkrétně z veřejného sektoru, jenž by měla tvořit 1/3 všech tržeb, druhou třetinu by měla tvořit výroba na Blízký východ a do Asie

a třetí třetina tržeb by měla pocházet z Afriky a jižní Ameriky. Z důvodu omezené koncentrace kupců, je jejich vyjednávací síla o cenách a podmínkách velmi silná.

Zákazníci a převážně ti velcí, považují cenu bezpilotních letounů za klíčový faktor. Podnik je tím pádem vyvíjen tlak na snižování cen, aby si udržel stávající a přilákal nové klienty. Protože existuje řada alternativ, mezi které můžeme zařadit vrtulníky nebo satelitní snímky, není jednoduché pro vybranou společnost udržovat vysoké ceny, aniž by nedošlo ke ztrátě objednávek.

Zákazníci mají dostupné velké množství informací jak o společnosti, tak o cenách, technologiích nebo kvalitě zpracování. Z důvodu nepřítomnosti informační asymetrie, zde dochází k jednoduchému srovnání nabídek a vzniká prostor pro vyjednávání o ceně, což posiluje vyjednávací schopnost zákazníků.

6.2.3 Intenzita rivality mezi konkurenty

Rivalita mezi konkurenty v odvětví výroby bezpilotních letounů může být významným faktorem ovlivňujícím konkurenční pozici společnosti. I přes výraznou konkurenční výhodu díky technologickému pokroku je společnost vystavena konkurenčním tlakům ze stran jiných výrobců letounů.

Trh bezpilotních letounů je zcela odlišný od trhu s letouny, které jsou pilotovány. Bezpilotní stroje se ve vojenské terminologii dělí s ohledem na vojenské užití do čtyř kategorií. První kategorií jsou hobby drony, jenž je zároveň největší kategorií, a to zejména díky dostupnosti a širokému rozšíření. V této kategorii existuje více než tisíc výrobců. Druhou kategorií jsou taktické drony, které plní úkoly na vzdálenost nad 25 kilometrů po dobu několika hodin. Do této společnosti se řadí i letoun analyzované společnosti. Další kategorií jsou strategické drony, jejichž cílem jsou vojenské operace na daleké vzdálenosti s vytrvalostí několika desítek hodin. Bojové drony tvoří poslední kategorií. Dolet a vytrvalost mají podobnou jako strategické drony, jsou ovšem vybaveny bojovým systémem.

Nejvýznamnějšími konkurenty jsou například Americké firmy jako Boeing Insitu a AeroVironment, Izraelské podniky Elbit Systems, Aeronautics a IAI, Evropské společnosti Penguin a Tekever nebo Asijské výrobce CAIC a Qods. Zmínit je nutné i nejznámější výrobce hobby dronů, které se ovšem zaměřují na jiný segment, ale mohou představovat konkurenci i pro vybranou společnost. Těmito výrobci rozumíme DJI, Parrot, Autel Robotics, Skydio a General Atomics.

6.2.4 Hrozba nové konkurence

Trh s bezpilotními letouny a drony je místem, které v poslední době zažilo velký boom. I přes dobré jméno a kvalitní postavení na trhu je potenciální hrozba stále na pořadu dne. Z legislativního hlediska nejsou velké překážky pro potenciální vstup nových konkurentů do odvětví, na druhou stranu vysoké počáteční náklady na výrobu a certifikace jsou velkou překážkou. Pro budoucí konkurenty může být rozhodujícím faktorem taktéž snadná dostupnost součástí a příslušenství pro výrobu letounů. Roste také počet investorů, kteří mají zájem o toto odvětví, což je další lákadlo pro vstup na trh.

Mezi hrozby patří vstup silných technologických společností s rozsáhlými zdroji a inovativními koncepty UAV, expanze stávajících konkurentů z jiných segmentů leteckého průmyslu a uvolnění regulací v civilním sektoru.

Na druhou stranu má firma řadu faktorů, které snižují hrozbu. Vysoké náklady na certifikaci UAV, specifické znalosti a zkušenosti v oboru a silné postavení firmy na trhu s etablovanou značkou a reputací představují významné překážky pro nové konkurenty. Dlouhodobé kvalitní vztahy s klíčovými zákazníky a investice do výzkumu a vývoje dále posilují pozici firmy. Důležité je zmínit i potřebu neustálého posilování značky a budování partnerství s velkými firmami v oboru. Nezbytné je i sledování případných změn v legislativě či nových regulací a včasnou a kvalitní adaptaci těmto podmínkám.

6.2.5 Hrozba substitučních produktů

V Porterově modelu pěti sil představuje hrozba substitučních produktů důležitý faktor ovlivňující konkurenceschopnost firmy. Substituční produkty uspokojují stejnou potřebu zákazníků jako produkt dané firmy, ale s určitými odlišnostmi.

V případě zkoumané firmy vyrábějící středně velké, plně autonomní bezpilotní letouny (UAV) a poskytující související letecké služby existuje několik typů substitučních produktů, které musíme brát v potaz. Patří mezi ně bezpilotní letouny s menším doletem a výdrží, pilotované letouny, satelity a drony, pozemní technologie a virtuální a rozšířená realita.

Hrozba substitučních produktů závisí na řadě faktorů, jako je cena, dolet, vytrvalost, dostupnost, design, vnímání zákazníků a legislativní bariéry. V případě, že má substitut lepší výkon, a přitom je prodáván za stejnou cenu, představuje pro podnik velkou hrozbu.

Hrozba substitučních výrobků je trvalá a vyžaduje neustálé sledování trendů, novinek a potenciálních hrozeb.

6.3 Analýza relevantního trhu

Tato kapitola bude zaměřena zaprvé na zjištění, jaký podíl příslušného odvětví tvoří vybraný podnik. Zadruhé bude prognózován vývoj tržeb daného odvětví.

6.3.1 Stanovení tržního podílu podniku v odvětví

Analyzovaná společnost patří podle mezinárodní klasifikace CZ-NACE do oddílu 30, jenž zahrnuje výrobu ostatních dopravních prostředků jako jsou čluny, lodě, vlaky a jiná kolejová vozidla, letadla a kosmické lodě a jejich náhradní díly. Konkrétně tedy patří do skupiny 30.3, která se soustředí na výrobu letadel, kosmických lodí a jejich motorů.

Z oddílu 30 je druhou největší skupinou právě 30.3. Největší část tvoří výroba železničních lokomotiva jiných kolejových vozidel. Ve skupině CZ-NACE 30.3 v současnosti podniká 102 firem. V celém oddílu 30 je evidováno přes 5000 podniků.

Tabulka 1 - Podíl podniku na relevantním trhu (vlastní zpracování, zdroj: mpo.cz)

v tisících Kč	Tržby CZ-NACE 30.3	Tržby vybraného podniku	Tržní podíl společnosti
2019	23 522 352	1 356	0,005 %
2020	19 201 379	30 878	0,161 %
2021	18 062 111	17 767	0,098 %
2022	21 429 518	153 245	0,715 %

Z tabulky 1 vyplývá, že tržby CZ-NACE 30.3 klesaly v roce 2020 a 2021, protože v těchto letech měla na celou společnost velký vliv pandemie COVID-19. V roce 2022 již dochází k nárůstu tržeb, ovšem stále ne na před pandemická čísla, a protože tržby zkoumaného podniku rostou raketovým tempem, můžeme pozorovat prudký nárůst podílu společnosti na jeho relevantním trhu. Předpokládá se další nárůst podílu, kvůli dalšímu předpokládanému drastickému růstu tržeb podniku, který je způsoben zvýšením výdajů států na obranu.

6.3.2 Prognóza vývoje relevantního trhu

Další částí kapitoly 6.3 (prognóza relevantního trhu) je analýza jejího vývoje. Tato predikce budoucího vývoje odvětví byla provedena v programu MS Excel, a to za pomoci regresní analýzy.

Tabulka 2 – Vývoj a predikce relevantního trhu (vlastní zpracování, zdroj: statista.com, mpo.cz)

(v milionech Kč)		HDP	Tempo růstu HDP	Tržby CZ-NACE 30.3	Tempo růstu CZ-NACE 30.3
Současnost	2008	4 042 860	-	9 979	-
	2009	3 954 320	-2,19 %	8 897	-10,84 %
	2010	3 992 870	0,97 %	11 356	27,64 %
	2011	4 062 320	1,74 %	11 812	4,02 %
	2012	4 088 910	0,65 %	13 407	13,50 %
	2013	4 142 810	1,32 %	16 840	25,61 %
	2014	4 345 770	4,90 %	18 761	11,41 %
	2015	4 625 380	6,43 %	18 922	0,86 %
	2016	4 796 870	3,71 %	22 182	17,23 %
	2017	5 110 740	6,54 %	23 386	5,43 %
	2018	5 410 760	5,87 %	22 638	-3,20 %
	2019	5 791 500	7,04 %	23 522	3,91 %
	2020	5 709 130	-1,42 %	19 201	-18,37 %
	2021	6 108 720	7,00 %	18 062	-5,93 %
2022	6 795 100	11,24 %	21 430	18,64 %	
Budoucnost	2023	6 409 279	-5,68 %	23 720	10,69 %
	2024	6 815 766	6,34 %	25 346	6,85 %
	2025	7 256 726	6,47 %	27 110	6,96 %
Průměrný růst 2008-2022			3,84 %	x	6,42 %
Průměrný růst 2023-2025			2,38 %		8,17 %

Regresní analýza v našem případě zkoumala závislost tržeb relevantního trhu, kterým jsou zde tržby CZ-NACE 30.3, na HDP České republiky v běžných cenách. Předpověď HDP pro roky 2023-2025 byla zjištěna za pomoci funkce Forecast.linear. Regresní analýzou byla zjištěna rovnice, díky které byly následně dopočítány tržby relevantního trhu pro roky 2023-2025. Koeficient determinace regresního modelu vyšel 0,57, což v našem případě považujeme za dostatečnou hodnotu, protože bylo použito velké množství relevantních dat. Vliv na něj má i příchod pandemie, který omezil růst odvětví. Provedena byla i regresní

analýza, kde se počítalo s odhadnutými tržbami, kterých by nejspíš bylo dosaženo, kdyby se nevyskytl Covid-19. Koeficient determinace této analýzy se zvedl na 80 %. Lze tedy tvrdit, že pandemie způsobila snížení přínosnosti regresního modelu. Můžeme si všimnout, že v letech 2008-2022 byl průměrný růst trhu větší než průměrný růst HDP, protože se jedná o odvětví zaznamenávající nadměrný progres. V predikovaných letech 2023-2025 byl zjištěn slabší růst HDP oproti předchozím letem, na druhou stranu tržby odvětví zaznamenávají ještě větší růst, a to z několika důvodů. Těmi hlavními jsou stále větší oblíbenost letecké dopravy, ze které se v dnešní době stal cenově poměrně dostupný dopravní prostředek, růst poptávky po dronech i mezi běžnými občany a růst výdajů na obranu jednotlivých zemí.

6.4 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognóza tržeb oceňovaného podniku je velice náročný proces, protože podnik nemá příliš dlouhou historii a v minulých letech nedosahoval stabilních tržeb. Tržní podíl do dalších let zatím nelze správně odhadnout, protože firma se stále nestabilizovala a čeká se její turbulentní růst v dalších letech z důvodu razantního zvýšení výdajů na obranu jednotlivých zemí.

V první řadě byla provedena regresní analýza, kterou se zkoumala závislost na tržeb společnosti na tržbách odvětví, do kterého patří. Koeficient determinace ovšem vycházel velmi nízký (kolem 0,01). Můžeme tedy tvrdit, že tržby společnosti jsou zcela nezávislé na tržbách relevantního trhu.

Tabulka 3 znázorňuje vývoj tržeb podniku v závislosti na HDP.

Tabulka 3 – Závislost tržeb společnosti na HDP (vlastní zpracování, zdroj: statista.com)

Rok	HDP (v milionech Kč)	Tempo růstu HDP	Tržby vybrané společnosti (v tisících Kč)	Tempo růstu tržeb společnosti
2019	5791500	-	1 356	-
2020	5709130	-1,42 %	30 878	2177,14 %
2021	6108720	7,00 %	17 767	-42,46 %
2022	6795100	11,24 %	153 245	762,53 %
2023	6 409 279	-5,68 %	90 375	-41,03 %
2024	6 815 766	6,34 %	142 609	57,80 %
2025	7 256 726	6,47 %	199 272	39,73 %
Tempo růstu 2019-2022		5,60 %	x	965,73 %
Tempo růstu 2023-2025		2,38 %		18,83 %

Koeficient determinace u této regresní analýzy vyšel 0,84, jedná se tedy o kvalitní model a věrohodný. Problémem jsou ovšem již zmíněné silně rostoucí výdaje na obranu, které model příliš nepředpokládá. Z toho důvodu byla provedena další regresní analýza (tabulka 4), která zkoumá závislost tržeb podniku na celkových výdajích ČR na obranu.

Tabulka 4 – Závislost tržeb společnosti na celkových výdajích na obranu (vlastní zpracování, zdroj: army.cz)

Rok	Celkové výdaje ČR na obranu (v miliardách Kč)	Tempo růstu celkových výdajů na obranu	Tržby vybrané společnosti (v tisících Kč)	Tempo růstu tržeb společnosti
2019	70,4	-	1 356	-
2020	78,4	11,36 %	30 878	2177,14 %
2021	85,3	8,80 %	17 767	-42,46 %
2022	89,1	4,45 %	153 245	762,53 %
2023	120,4	35,13 %	297 253	93,97 %
2024	159,8	32,72 %	542 447	82,49 %
2025	158	-0,97 %	532 781	-1,78 %
Tempo růstu 2019-2022		8,21 %	x	965,73 %
Tempo růstu 2023-2025		22,29 %		58,23 %

Regresní analýza s koeficientem determinace 0,56, sice nevypadá tak věrohodně jak ta předchozí, ovšem výsledky predikovaných tržeb vypadají reálněji. Celkové výdaje na

obranu k roku 2023 a 2024 jsou reálná čísla, která jsou již zveřejněna. Pro prognózu výdajů roku 2025 byla opět využita funkce Forecast.linear v MS Excel. Pozorujeme tedy prudký nárůst těchto výdajů, které zapříčinily současné válečné konflikty, a protože je v dnešní době hlavní náplní vybraného podniku výroba bezpilotních letounů určených pro válečné spory, je možné tento silný růst tržeb podniku považovat za aktuální, správný a opodstatněný.

Na výši koeficientu determinace mají negativní vliv především tržby společnosti v roce 2021, které jsou kvůli okolnostem způsobených Covidem-19, o zhruba 42 % menší než v roce 2020.

6.5 SWOT analýza

SWOT analýza je nástrojem strategické analýzy, která posuzuje jak interní síly a slabiny, tak externí příležitosti a hrozby, kterým může čelit.

Tabulka 5 - SWOT analýza (vlastní zpracování)

Silné stránky	Slabé stránky
Pokročilý produkt	Závislost na exportu
Široká škála využití	Diverzifikace produktů
Diverzifikace trhu	Nedostatečná digitalizace
Vlastní vývoj a výroba	
Způsob financování	
Důvěryhodnost	
Příležitosti	Hrozby
Růst trhu	Konkurence
Nové technologie	Změny v regulaci
Expanze na nové trhy	Ekonomická recese
	Růst výrobních nákladů

6.5.1 Silné stránky

První silnou stránkou společnosti je její samotný bezpilotní letoun, který si drží konkurenční výhodu především velikou výdrží baterie, kdy dokáže létat až 15 hodin na jedno nabití, což je oproti konkurenci nadprůměrná hodnota. Další výhodou je snadné ovládání tohoto výrobku, kdy ho dokáže pilotovat i méně zkušený pilot, protože letoun si je sám schopný naplánovat trasu a vzlétnout a přistát bez nutnosti manuálního řízení. Letoun je vyroben tak, aby byl schopný letět i v nepříznivých podmínkách, jako sněhu, dešti nebo silnějším větrem.

Nosnost tohoto stroje je až 30 kilogramů, může tedy přepravovat senzory, přístroje pro měření, kamery nebo jiné vybavení.

Předností tohoto taktického dronu je široká možnost jeho využití, kdy byl původně konstruován především pro monitorování ropovodů a plynovodů. Jeho úkolem je včas identifikovat rizika a poruchy. V méně případech je využíván pro mapování dolů, stavebních projektů nebo přírodních soustav. Letoun také využívá policie a pohraniční stráž k hlídání hranic a určení polohy nepřítele. Válečné konflikty probíhající v dnešní době ovšem odkryly přímou použitelnost stroje ve válečném sektoru, což se stalo pro podnik klíčovým faktorem. Letouny taktéž dokážou pořizovat letecké snímky, což podniku přináší novou řadu zákazníků.

Odběratelé podniku jsou jak z civilního, tak obranného sektoru, čímž podnik úspěšně diverzifikuje svá rizika, při případném poklesu poptávky v jednom ze sektorů.

Společnost má vlastní výzkumný a vývojový tým, který se zabývá inovacemi produktů a technologií. Díky tomu má firmy neustálý dohled nad veškerým procesem vývoje a výroby, od návrhů až po samotnou výrobu a testování. Protože, podnik vyrábí většinu komponentů sám, má vysokou kontrolu nad kvalitou těchto součástí a zároveň dokáže rychle reagovat na nečekané změny.

Veřejnou nabídkou akcií a investicí do továrního letiště zajistili podniku silnou finanční nezávislost.

Firma si vybuodovala skvělou reputaci a jeví se pro partnery jako důvěryhodná. Tento fakt potvrzuje řada licencí, pravidelná komunikace s investory, zákazníky a veřejností nebo pravidelné podstupování auditů.

6.5.2 Slabé stránky

Společnost má samozřejmě jako každá jiná i několik slabých stránek.

Jedním z největších rizik je závislost na exportu. Většina produkce se prodává do zahraničí, což dělá společnost zranitelnou vůči změnám v politických rozhodnutích, ekonomické situaci a regulacích v jednotlivých zemích.

Společnost se dále zaměřuje pouze na úzce vymezený segment trhu, a to na UAV s dlouhou výdrží baterie, vysokou nosností a dalekých doletem. Rozšíření produktové řady o produkty pro běžné uživatele by mohlo otevřít dveře pro expanzi do atraktivního segmentu, jako je například spotřebitelský trh.

V neposlední řadě je nutné zmínit nedostatečnou digitalizaci firemních procesů. To vede k nižší efektivitě, ztrátě konkurenceschopnosti a zhoršení zákaznického servisu. Společnost tak ztrácí příležitosti v oblasti online prodeje a marketingu, které jsou v dnešní době velmi důležité.

6.5.3 Příležitosti

Očekává se, že globální trh s bezpilotními letouny v příštích letech prudce poroste. Podle výzkumů se předpokládá roční růst o 10-15 %, čímž se otevírají značné možnosti pro firmy v tomto odvětví. Zkoumaná společnost, jenž je uznávaný výrobce UAV, má skvělou pozici ke zvýšení ziskovosti z tohoto růstu.

Vývoj a implementace inovativních technologií do produktů a služeb představuje další klíčovou oblast příležitostí. Například integrace umělé inteligence (AI) do těchto letounů může vést k pokročilejšímu autonomnímu letu, kvalitnějším analytickým nástrojům a vylepšené detekci objektů či osob.

Expanze na nové trhy představuje další strategickou příležitost pro společnost. Zatím se společnost zaměřuje primárně na Evropu, Střední východ, Afriku a Asii, ale existuje značný potenciál pro růst v Severní a Jižní Americe a dalších regionech. Pro společnost je však nezbytné provést důkladnou analýzu potenciálních trhů a zvolit vhodnou strategii vstupu na ně. Tato analýza by se měla zaměřit na způsob budování partnerství, úpravu či modifikaci letounů pro konkrétní trh a efektivní marketingovou kampaň.

6.5.4 Hrozby

Ruku v ruce s růstem trhu s bezpilotními letouny v posledních letech však přichází s vidinou zvýšení ziskovosti i hrozba vstupu nových, ať už malých či velkých firem do odvětví. To zvyšuje konkurenční tlak a může vést k snižování cen a marží.

Bezpilotní letadla jsou stále relativně novou technologií a regulace v tomto oboru se neustále vyvíjí. Změny v regulaci, jako například zpřísnění pravidel pro lety v zastavěných oblastech nebo nad davem osob, mohou negativně ovlivnit poptávku po bezpilotních letounech a zvýšit náklady na jejich provoz.

V případě ekonomické recese se firmy i spotřebitelé obvykle snaží šetřit a investují pouze do nezbytných technologií. To by mohlo vést k poklesu poptávky po bezpilotních letounech, a to i v segmentu firemních zákazníků, kde by finančních prostředků bylo samozřejmě taky méně.

Hackerské útoky jsou v dnešní době velmi běžné a můžeme je pozorovat i na úrovni válečných konfliktů. Bezpilotní letouny jsou náchylné k těmto útokům, které mohou ohrozit bezpečnost a soukromí uživatelů.

V mnoha zemích není dostatečně rozvinutí infrastruktura pro provoz podobných zařízení, jako jsou třeba vyhrazené letové zóny.

Na závěr je potřeba zmínit, že velkou hrozbou můžou být rostoucí výrobní náklady, které měli značný vliv na podnik v roce 2022. Tato situace by pro podnik mohla být kritickou, proto je potřeba sledovat vývoj inflace, cen energií a materiálů.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Kapitola finanční analýzy má za úkol analyzovat finanční výkazy společnosti, jako rozvahu a výkaz zisků a ztrát a poskytnout hodnotné informace o finančním zdraví a výkonnosti podniku.

7.1 Absolutní ukazatele

První částí finanční analýzy jsou absolutní ukazatele, které jsou dosaženy za pomoci horizontální a vertikální analýzy. Horizontální analýzy slouží k analýze vývoje jednotlivých položek rozvahy nebo výkazu zisků a ztrát v čase. Na druhou stranu vertikální analýza se zaměřuje na analýzu struktury rozvahy a výkazu zisků a ztrát, tedy jakým procentem se jednotlivé položky podílí na celkové hodnotě výkazu.

Horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisků a ztrát je znázorněna v tabulkách, které jsou součástí přílohy III a IV.

7.1.1 Horizontální a vertikální analýza aktiv

Nejdříve byla provedena vertikální analýzou. V roce 2019 tvořila stálá aktiva 63,15 % celkových aktiv, která postupně klesala až na 22,97 % v roce 2022. U dlouhodobého nehmotného majetku sice pozorujeme mírné kolísání ovšem stále ho můžeme považovat za relativně stabilní složku. V roce 2022 se ovšem změnila struktura tohoto majetku, kdy výrazně vzrostla položka nehmotné výsledky vývoje a nedokončený nehmotný majetek, na druhou stranu došlo k poklesu položky ocenitelná práva. V průběhu let dochází taktéž k poklesu podílu této složky na celkových aktivech, přitom v absolutním vyjádření nedochází ke snížení jednotlivých položek. Příčinou je výrazný nárůst oběžných aktiv. Finanční majetek podniku se drží v zanedbatelné výši blízké 0 %.

Jak již bylo zmíněno došlo k výraznému zvýšení oběžných aktiv, a to zejména v roce 2021 o 158 % a v roce 2022 o dalších 132 %. Tento nárůst samozřejmě zvýšil i podíl těchto oběžných aktiv na celkových aktivech až na 77 % v roce 2022. Zásoby se drží na relativně stabilní hladině, ovšem drobný pokles v roce 2021 vystřídal výraznější růst v dalším roce. Tento nárůst vznikl z důvodu růstu objednávek výrobků společnosti. Zásoby byli tvořeny v prvních dvou letech především nedokončenou výrobou, výrobky a zbožím, ovšem v posledních dvou letech došlo ke změně struktury. Podíl výrobků klesl až na téměř 1 % a nedokončená výroba po dvojnásobném nárůstu podílu v roce 2020 klesla v roce 2022 na původní podíl 9 %. Roky 2021 a 2022 přinesly výrazné investice do materiálu, když vzrostl

v prvním zmíněném roce o skoro 400 % a ve druhém o dalších téměř 200 % (důvodem je růst výroby). Jeho podíl se vyšvihl až na téměř 10 % z celkových aktiv. Poslední velkou změnou byli poskytnuté zálohy na zásoby, které měli do roku 2021 nulovou hodnotu, ovšem v dalším roce se jejich nulový podíl změnil na 11procentní, protože si podnik chtěl zajistit dostatek materiálu do budoucna.

Podnik nemá téměř žádné dlouhodobé pohledávky, ovšem ty krátkodobé v průběhu let až na rok 2021 výrazně rostou. Jejich podíl však zůstává kromě roku 2020 přibližně stejný. U peněžních prostředků je možno zpozorovat extrémní zvýšení v roce 2021 o 3800 % a další vysoký růst v roce 2022 o 124 %. Jejich podíl se v roce 2022 rovná 40 %. Podnik hromadí peněžní prostředky na investici.

7.1.2 Horizontální a vertikální analýza pasiv

Celková pasiva, což platí i pro aktiva, od roku 2021 výrazně rostou. Vlastní kapitál měl v roce 2020 ani ne poloviční podíl na celkových aktivech. Tato skutečnost se změnila s příchodem roku 2021, kdy byl po téměř úplném zániku krátkodobých závazků podíl vlastního kapitálu 99,62 %. Čímž se podnik stal v podstatě úplně soběstačným. V posledním analyzovaném roce sice podíl klesl na necelých 93 %, ovšem jedná se stále o vysoké číslo. Podíl základního kapitálu je rok od roku menší, protože se v podstatě nemění a zároveň se vlastní kapitál rapidně zvyšuje. Tento růst vlastního kapitálu má zásadní vliv vysoký růst ážia, protože společnost nově emitovala akcie. Ážio představuje ve všech letech více než 100 % podíl na pasivech. V roce 2021 je to dokonce podíl 187 %. Samozřejmě nemůže být podíl jedné položky větší než 100 procent, aniž by se někde nevyskytla položka s minusovým procentem. Výsledky hospodaření v letech 2019-2021 byli vždy záporné, podnik tedy dosáhl ztrát, tyto ztráty z předchozích let se kumulují v položce výsledek hospodaření minulých let. Podíl ážia byl nejmenší v posledním zkoumaném roce 2022, protože bylo dosaženo zisku, který tvořil téměř 40 % podíl na celkových pasivech.

Jak již bylo zmíněno výše, podíl cizích zdrojů na pasivech se výrazně snížil v roce 2021, kdy zanikly skoro všechny krátkodobé závazky, přesněji tedy závazky s podstatným vlivem, protože byli tímto rokem zcela splaceny. Tento stav se mírně změnil v dalším roce, kdy se podíl zvýšil na 6,5 %. Ovšem z nuly se zvýšili krátkodobé přijaté zálohy na podíl 2 % a ostatní závazky na 4,39 %, do kterých se řadí závazky za zaměstnanci, zdravotním a sociálním institucím a státem.

7.1.3 Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů

Největší část výnosů představují tržby z prodeje výrobků a služeb. Tento podíl se pohybuje od 70 do 90 % s výjimkou posledního roku, kdy se vyšplhal až na 94 %. Až na covidový rok 2021 zaznamenáváme extrémní růst těchto tržeb, především z důvodu růstu poptávky po specifickém výrobku tohoto podniku. Tržby z prodeje zboží byli významné pouze v roce 2020, kdy tvořili 12 % podíl na celkových výnosech. Ostatní provozní výnosy mají taktéž rostoucí charakter ovšem jejich podíl se v roce 2022 i tak zmenšil. Ostatní finanční výnosy jsou v řádech statisíců, a díky výraznému nárůstu tržeb z prodeje výrobků v roce 2022 je jejich podíl na celkových výnosech zanedbatelný.

Celkové náklady stejně jako výnosy rostou, ovšem pro rok 2022, který je pro společnost zlomovým rokem jen vzrostly o 100 %, zatímco výnosy o 736 %. Tato statistika značí světlou budoucnost.

Pokud se podíváme na náklady, jeho největší částí je výkonová spotřeba, jejíž podíl se postupně zvyšuje až na 78,57 %. Největší částí tvořící výkonovou spotřebu je spotřeba energie a materiálu, u kterých rostly výrazně v roce 2022 ceny z důvodu energetické krize, proto došlo k 134 % růstu výkonové spotřeby. Změna stavu zásob vlastní činnosti stále klesá. Osobní náklady drží rostoucí tempo a její největší položkou jsou mzdové náklady. Podíl na celkových nákladech, ale rok od roku klesá, ovšem sami o sobě v roce 2022 poměrně vzrostly z důvodu přijetí nových zaměstnanců. Úpravy hodnot v provozní oblasti se ze stabilních 10 % dostali v roce 2022 až pod 1 %, z důvodu záporné hodnoty u položky úprava hodnot pohledávek. Podíl ostatních provozních nákladů každým rokem roste o zhruba 1 %, když v posledním roce dosahují 4 %. Nákladové úroky, jenž v roce 2020 měli podíl 4,5 %, se o dva roky později dostali na nulovou hodnotu, protože podnik přestal využívat úročené cizí zdroje. Ostatní finanční náklady nepředstavují výraznou část nákladů a usadili se přibližně na 1 %. Daň z příjmů registrujeme pouze v roce 2022, kdy jako v jediném dosáhla společnost zisku, přičemž jeho podíl je 0,83 %.

7.2 Rozdílové ukazatele

V tabulce číslo 6 je vyčíslen čistý pracovní kapitál společnosti. Na první pohled je zřetelný výrazný vývoj čistého pracovního kapitálu. Vypočítán byl jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. ČPK je důležitý ukazatel finančního zdraví podniku. Znázorňuje tedy jeho schopnost pokrýt krátkodobé závazky pomocí krátkodobých aktiv.

Tabulka 6 - Výpočet ČPK (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
OA	19 140	20 222	52 343	121 612
Kr. závazky	20 748	28 576	239	10 329
ČPK	-1 608	-8 354	52 104	111 283
ČPK/OA	-8,40 %	-41,31 %	99,54 %	91,51 %

Z tabulky je patrný významný růst tohoto ukazatele, především tedy v roce 2021 a 2022. V prvních dvou letech vyšel tento ukazatel v minusových hodnotách, to znamená, že ze svých oběžných aktiv nedokáže pokrýt krátkodobé závazky. Tato situace se změnila v roce 2021 a 2022, kdy oběžný majetek již převyšoval krátkodobé závazky. K této situaci došlo z důvodu splacení zápůjčky osobě s odpovídajícím vlivem a zároveň díky růstu objemu výroby s čímž je spojen růst materiálu a růst nedokončené výroby. Rostou taktéž peněžní prostředky, které budou v budoucnu využity na investici. Tento nárůst je pozitivní indikátor, poněvadž značí finanční stabilitu společnosti a vypovídá o finančním zdraví podniku. V poslední řadě kladný výsledek umožňuje společnosti financovat své aktivity ze svých prostředků.

Hodnota ČPK/OA společnosti by se měla pohybovat někde mezi 30-50 %, aby byla zároveň schopna dostát svým závazkům a nedisponovala nadbytečným množstvím likvidity. Z výsledků vidíme, že těchto hodnot podnik nedosahuje ani v jednom ze zkoumaných roků. V prvních dvou letech není společnost v případě potřeby splatit své krátkodobé závazky a v dalších dvou zase vlastní příliš velké množství této likvidity. V této situaci je tedy prostor pro efektivnější investování a tím pádem i růst podnikání.

7.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou nástrojem finanční analýzy, které vychází z rozvahy a výkazu zisků a ztrát. Jejich úkolem je posoudit vztahy mezi jednotlivými položkami těchto daných výkazů a vyhodnotit finanční zdraví, efektivitu a výkonnost společnosti. Ukazatele se rozdělují do 4 skupin, kdy každá z nich cílí na jiný aspekt finančního zdraví. Jedná se o ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity.

7.3.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou finanční výpočty, které měří schopnost společnosti dosahovat zisku vzhledem k jednotlivým vynaloženým položkám.

V rámci této kapitoly byli vypočítána rentabilita vlastního kapitálu, aktiv, tržeb a investovaného kapitálu (tabulka 7).

Tabulka 7 - Výpočet ukazatelů rentability (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	-76,53 %	-43,21 %	-33,12 %	42,18 %
Rentabilita aktiv (ROA)	-45,01 %	-15,56 %	-32,21 %	39,67 %
Rentabilita tržeb (ROS)	-1 767,40 %	-30,56 %	-157,34 %	40,36 %
Rentabilita invest. kapitálu (ROCE)	-76,43 %	-43,02 %	-33,09 %	41,92 %

V prvních třech letech vychází všechny ukazatele v záporných hodnotách. Důvodem je výsledek hospodaření podniku, který v těchto letech vyšel vždy ve ztrátě. Důvodem této ztráty je skutečnost, že podnik existuje vznikl v roce 2015, takže se jednalo o začínající podnik, který měl vysoké počáteční investice, zároveň stále rozvíjel svůj výrobek a hledal klientelu.

Rok 2022 znamenal velikou změnu, kdy společnost díky zvýšené poptávce po jejím produktu dosáhla kladného výsledku hospodaření a všechny ukazatele rázem vyšly okolo 40 %. Základem podnikání je dosahování zisku, hodnoty by se proto měli pohybovat alespoň v kladných hodnotách. Nejčastější jsou však hodnoty od 5 do 15 %. Rentabilita vlastního kapitálu by měla dosahovat alespoň hodnot výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů.

Z výsledků roku 2022 soudíme, že podnik byl v tomto roce efektivně využíval svých zdrojů, dosáhl zisku a byl vysoce rentabilní.

7.3.2 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 8 znázorňuje výsledky jednotlivých ukazatelů zadluženosti, které informují o způsobu, jakým je společnost financována.

Tabulka 8 - Výpočet ukazatelů zadluženosti (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Celková zadluženost	39,90 %	56,77 %	0,38 %	7,10 %
Míra zadluženosti	0,66	1,31	0,004	0,08
Úrokové krytí	-4 562,65 %	-497,91 %	-4141,88 %	0 %
Krytí DM vlastním kapitálem	0,95	0,72	2,61	4,04

Celková zadluženost vyjadřuje poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům. V roce 2019 tvořily cizí zdroje 40 % celkových aktiv. V dalším roce se tato hodnota zvýšila na 57 %, protože hodnota aktiv mírně klesla, zatímco cizí zdroje se zvýšili o 40 %. V dalším roce se hodnota dostala na téměř nulovou hodnotu, přesněji 0,38 %. Zapříčinilo to splacení veškerých krátkodobých zápůjček. V posledním roce se podíl cizích zdrojů na celkových aktivech zvýšil na 7 %, protože se zvýšili závazky za zaměstnanci, státem a sociálními a zdravotními institucemi a přijaté zálohy. Zároveň došlo k výraznému růstu oběžných aktiv. Znamená to, že podnik v posledních dvou letech hospodaří převážně z vlastních zdrojů. Podle odborníků by se hodnota měla pohybovat mezi 30-60 %. Podnik by měl pro financování svých aktivit začít využívat více cizích zdrojů.

Míra zadluženosti vyjadřuje poměr cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu. Ideálně by se hodnota měla pohybovat okolo 1, ovšem vyšší hodnoty než 1,5 už značí vysokou míru zadluženosti. V roce byla hodnota 0,66, v dalším roce vzrostla na 1,31, kdy bylo v podniku více cizích zdrojů než vlastního kapitálu. Rok 2021 s sebou přinesl emisi podnikových cenných papírů a s tím výrazný nárůst ážia, díky čemuž podnik výrazně zvýšil vlastní kapitál a zároveň zanikly téměř všechny krátkodobé závazky splacením krátkodobých zápůjček. Tyto změny měli za následek snížení míry zadluženosti téměř na 0. V dalším roce se sice zvýšili krátkodobé závazky na poloviční hodnotu roku 2019, ovšem také došlo k dalšímu 75 % zvýšení vlastního kapitálu, hodnota tedy nepřesáhla ani hodnotu 0,1. I tento ukazatel tedy potvrdil, že by podnik měl více využívat cizích zdrojů na financování svých činností.

Úrokové krytí je ukazatel, který měří kolikrát je VH před zdaněním a odečtením úroků větší než nákladové úroky. VH byl v prvních třech letech záporný, nedokáže tedy ze svých VH

platit úroky. V posledním roce naopak dosahuje zisku, ovšem zase nemá žádné nákladové úroky.

Poslední ukazatel v tabulce 8 informuje, do jaké míry je dlouhodobý majetek financován vlastním kapitálem. Hodnoty rostou především v posledních dvou letech a v tom posledním je vlastní kapitál 4x větší než hodnota dlouhodobého majetku. Podnik má tedy pevnou finanční základnu.

7.3.3 Ukazatele likvidity

Tabulka číslo 9 prezentuje výsledky jednotlivých likvidit v letech 2019-2022.

Tabulka 9 - Výpočet ukazatelů likvidity (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Běžná likvidita	0,92	0,71	219,01	11,77
Pohotová likvidita	0,26	0,23	137,13	7,09
Okamžitá likvidita	0,12	0,03	118,38	6,12

Běžná míra likvidity vyjadřuje schopnost podniku splácet okamžitě své krátkodobé závazky z oběžných aktiv. Ideální hodnota výsledků by měla být v rozmezí 1,5-2,5. Jak je patrné z tabulky v prvních dvou letech jsou výsledky pod hodnotou 1, protože podnik má vyšší krátkodobé závazky než oběžná aktiva. V následujících letech je zase výsledná hodnota velmi vysoká, především v roce 2021, kdy byla hodnota krátkodobých závazků téměř nulová. Podnik by tuto likviditu měl stáhnout do výše zmíněného rozmezí.

Pohotová likvidita zase popisuje schopnost splácení krátkodobých závazků oběžnými aktivy, s vyloučením zásob. Hodnoty by se měli pohybovat mezi 0,7-1,2. Tohoto podnik nedosahuje ani v jednom roce, kdy platí téměř stejný trend jako u běžné likvidity. V prvních dvou letech je likvidita příliš malá, a v dalších dvou zase příliš velké. Společnost by se stejně jako u běžné likvidity měla dostat do doporučeného rozmezí.

Okamžitá likvidita zkoumá to stejné jako pohotová likvidity, pouze navíc ještě s vyloučením krátkodobých pohledávek, tedy pouze svým finančním majetkem. Trend pokračuje stále stejný jako u předchozích dvou likvidit. Podnik by se měl dostat mezi rozmezí 0,2-0,5.

Vysoké hodnoty všech ukazatelů v posledních dvou letech jsou důsledkem zvyšujících se peněžních prostředků z důvodu budoucí investice a velmi malých krátkodobých závazků.

7.3.4 Ukazatele aktivity

V tabulce 10 jsou vypsány hodnoty jednotlivých ukazatelů v průběhu 4 let. Obrat aktiv, DM, zásob, pohledávek i závazků vyjadřuje kolikrát se za určité období aktiva, DM, zásoby, pohledávky a závazky ve firmě obrátí.

Tabulka 10 - Výpočet ukazatelů aktivity (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Obrat Aktiv	0,03	0,61	0,21	0,97
Obrat Dlouhodobého majetku	0,04	1,02	0,55	4,23
Obrat zásob	0,10	2,28	0,91	3,17
Obrat pohledávek	0,44	5,16	3,86	15,15
Obrat závazků	0,07	1,08	74,34	14,84
Doba obratu zásob	3 644,07	157,60	396,53	113,74
Doba obratu pohledávek	809,20	69,75	93,31	23,76
Doba obratu závazků	5 508,32	333,16	4,84	24,26

U obratu aktiv platí, že k doporučené minimální hodnotě 1 se podnik téměř dostal až v roce 2022, ale stále se jedná pouze o minimální hodnotu a měl by tedy tento obrat aktiv nadále zvyšovat.

Dlouhodobý majetek se ve firmě drží na podobné hodnotě, proto mají na tento ukazatel u daného podniku velký vliv tržby, které, až na výjimky, rapidně rostou. Nejvyšší hodnoty obrat DM dosáhl v roce 2022, kdy můžeme tvrdit, že podnik využíval DM efektivně.

Obrat zásob se v prvních třech letech mění především z důvodu změny tržeb, přičemž nejvyšší hodnoty dosáhl v roce 2020, a to 2,3. V roce 2022 se i přes razantní růst zásob zvýšil koeficient na 3,17, protože se výrazně zvýšili také tržby. Podnik by se měl snažit tuto hodnotu postupně navyšovat. Doba obratu zásob je naopak velmi vysoká, tu by se měla společnost snažit zase snižovat.

V prvních dvou letech byl obrat pohledávek větší než obrat závazků, ale ve třetím roce byl zase obrat závazků skoro 20x větší než obrat pohledávek. Rok 2022 přinesl stabilizaci na relativně běžných hodnotách, kdy je obrat pohledávek 15,15 a obrat závazků 14,84. Tato situace tedy znamená, že společnost dostane od svých zákazníků za rok zapláceno vícekrát, než kolikrát bude muset platit své dluhy, což je stav, kterého chce podnik dosahovat a zároveň ještě prohlubovat rozdíl mezi těmito hodnotami. Doba obratu závazků a pohledávek jenž značí průměrný počet dnů, za které společnost splatí své závazky vůči dodavatelům nebo vyinkasuje platby od odběratelů. K danému poslednímu roku jsou

hodnoty obou parametrů zhruba 24 dnů, a to i přes růst závazků a pohledávek, protože daleko vyšším tempem rostou samotné tržby z důvodu růstu poptávky.

7.4 Souhrnné ukazatele

Souhrnné ukazatele mají za úkol posoudit celkové finanční zdraví a výkonnost podniku. Kombinují jednotlivé výsledky finanční analýzy do jediného výsledného čísla, které jednodušeji porovná výsledky v různých obdobích.

7.4.1 Z-skóre

Z-skóre se snaží posoudit rizika finanční tísně nebo úpadku společnosti. Hodnoty by měli být v ideálním případě nad číslem 2,99. Z tabulky níže je patrné, že v prvních dvou letech je tato výsledná hodnota záporná. Registrujeme tedy zvýšené riziko úpadku nebo finančních problémů. Naopak v posledních dvou letech je hodnota 3 překročena výrazně, je tedy dosažena finanční stabilita a nehrozí případný úpadek společnosti.

Tabulka 11 - výpočet Z-skóre (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
X1 = pracovní kapitál / aktiva	-0,03	-0,17	0,61	0,70
X2 = nerozdělené zisky / aktiva	-0,34	-0,82	-0,60	-0,50
X3 = EBIT / aktiva	-0,45	-0,16	-0,32	0,40
X4 = tržní hodnota vlastního kapitálu / cizí zdroje	1,51	0,76	262,96	13,08
X5 = tržby / aktiva	0,03	0,61	0,21	0,97
Z-skóre	-1,05	-0,37	109,58	7,77

7.4.2 Index IN05

Index IN05 má za úkol vyjádřit, zda podnik svými činnostmi a aktivitami tvoří hodnotu pro vlastníky. Pokud je hodnota alespoň 1,6 podnik hodnotu tvoří a pokud je hodnota pod 0,69 podniku se snižuje jeho hodnota. Pokud je výsledek mezi těmito hodnotami, jedná se o šedou zónu a výsledky jsou neutrální. Stejně jako u výsledků z-skóre jsou hodnoty v roce 2019 a 2020 záporné a podnik tedy snižuje svoji hodnotu. Rokem 2021 podnik začal výrazně zvyšovat tuto hodnotu, protože výsledek výrazně převýšil hodnota 1,6. V roce 2022 potom hodnota klesla na 4,65, což je výrazné snížení, ale jedná se stále o vysokou hodnotu, kterou by podnik měl stále udržovat.

Tabulka 12 - výpočet Indexu IN05 (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
A = aktiva / cizí kapitál	2,51	1,76	263,96	14,08
B = EBIT / nákladové úroky	-46,63	-5,98	-42,42	0,00
C = EBIT / celková aktiva	-0,46	-0,19	-0,33	0,39
D = tržby / celková aktiva	0,03	0,61	0,21	0,97
E = oběžná aktiva / krátkodobé závazky	0,92	0,71	219,01	11,77
IN05	-3,28	-0,56	51,06	4,65

8 PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA

Tato kapitola bude zaměřena na rozčlenění majetku podniku na aktiva, která jsou potřebná pro hlavní provozní činnost podniku a na ta, jenž pro ni potřebná nejsou. Ve většině případů se nejčastěji vylučují neprovozní hmotné a nehmotné majetky, nedokončené dlouhodobé hmotné a nehmotné majetky, dlouhodobý finanční majetek, neúročený cizí kapitál, ale také krátkodobý finanční majetek, pokud je v podniku v nezbytně vysoké hodnotě.

Následně po tomto rozčlenění dojde k výpočtu kapitálu předchozích let, který byl investovaný na provozně potřebná aktiva. V poslední podkapitole budou od výsledku hospodaření odečteny náklady a výnosy spojené s neprovozními aktivy.

8.1 Provozně nutná a nenutná aktiva

Prvním aktivem, který můžeme zařadit do provozně nepotřebných je dlouhodobý finanční majetek společnosti, který je pouze v řádu desetitisíců. Jedná se o podíly společnosti v jiném podniku, což je neprovozní aktivum.

Tabulka 13 – Provozně nepotřebný dlouhodobý finanční majetek (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobý finanční majetek	44	0	0	100

Podnik má ve svém vlastnictví nehmotná aktiva, která jsou provozně potřebná jako nehmotné výsledky vývoje, ocenitelná práva a software. Největší část však tvoří nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek. Tuto položku stejně jako nedokončený dlouhodobý hmotný majetek považujeme za provozně nepotřebný. Potřebným se tyto nedokončené položky stanou po jejich dokončení. Všechn ostatní DHM je používán k hlavní podnikatelské činnosti podniku a nemůžeme ho tedy vyřadit.

Tabulka 14 – Provozně nepotřebný nedokončený DNM a DHM (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	1 146	2 878
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	164

V rámci oběžných aktiv podnik vlastní materiál, nedokončenou výrobu, výrobky a také služby. Všechny tyto položky jsou nutné k hlavním aktivitám podniku. Z výkazů můžeme vidět vysokou hodnotu hotovostní likvidity v posledních dvou letech. Nadbytečné peněžní prostředky tedy musíme vyloučit z provozně nutných aktiv. Za provozně potřebné peněžní

prostředky považujeme pouze peněžních prostředky, při kterých bude dosažena hotovostní likvidita 0,3. V prvních dvou letech nemá společnost dostatek peněz pro dosažení této hodnoty, za provozně nutné považujeme tedy všechny. V posledních dvou letech jsou peněžní prostředky výrazně zredukovány.

Tabulka 15 – Provozně potřebné peněžní prostředky (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Peněžní prostředky	2 366	721	28 168	63 078
Krátkodobé závazky	20 748	28 576	239	10 329
Hotovostní likvidita	0,11	0,03	117,86	6,11
Limit peněžních prostředků (0,3)	6 224	8 573	72	3 099
Peněžních prostředků provozně potřebné	2 366	721	72	3 099

V následující tabulce je vypočítán neúročený cizí kapitál společnosti, který v tomto podniku tvoří rezervy, krátkodobé přijaté zálohy, závazky z obchodních vztahů a ostatní závazky. Patří do něj i hodnota časového rozlišení aktiv, ovšem v podniku má tato položka nulovou hodnotu. V prvních třech letech je hodnota neúročeného cizího kapitálu na hodnotu okolo 300 tisíc Kč. V dalším roce došlo k růstu neúročeného kapitálu až na 11 milionů Kč.

Tabulka 16 – Výpočet neúročeného cizího kapitálu (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Rezervy	40	97	82	885
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	3385
Závazky z obchodních vztahů	0	1	0	8
Závazky ostatní	234	184	239	6936
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0
Celkem	274	282	321	11214

8.2 Provozně potřebný investovaný kapitál

Tabulka číslo 17 znázorňuje výpočet provozně nutného investovaného kapitálu. V první polovině tabulky je vypočítán DM provozně potřebný, kterého dosáhneme, když od DHM a DNM odečteme DFM, nedokončený DHM a DNM. Dlouhodobý provozně potřebný majetek se ve všech letech drží na hodnotách okolo 30-33 milionů Kč. Hodnoty provozně nutného pracovního kapitálu dosáhneme sečtením zásob, pohledávek, peněžních prostředků nutných, časového rozlišení aktiv a odečtením neúročeného cizího kapitálu. Provozně nutného investovaného kapitálu dosáhneme součtem DM provozně potřebného a provozně nutného pracovního kapitálu. Provozně nutný pracovní kapitál vzrostl ve druhém roce oproti

prvnímu o 1 milion, především kvůli růstu pohledávek. Ve třetím roce byl růst o 4 miliony tentokrát však z důvodu růstu zásob, protože podnik nakoupil zásoby potřebné pro zvýšený objem výroby v dalším roce. V posledním roce byl zaznamenán růst provozně nutného pracovního kapitálu o celých 26 milionů, z důvodu velkého zvýšení zásob i pohledávek.

Tabulka 17 – Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 977	1 334	2 077	4 263
Dlouhodobý hmotný majetek	30 885	28 897	30 301	31 893
Dlouhodobý finanční majetek	44	0	0	100
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	1 146	2 878
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	164
DM provozně potřebný	32 818	30 231	31 232	33 014
Zásoby	13 726	13 518	19 570	48 418
Pohledávky	3 048	5 983	4 605	10 116
Peněžní prostředky nutné	2 366	721	72	3 099
Časové rozlišení aktiv	59	57	9	0
Neúročený cizí kapitál	274	282	321	11 214
Provozně nutný pracovní kapitál	18 925	19 997	23 935	50 419
Provozně nutný investovaný kapitál	51 743	50 228	55 167	83 433

8.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Poslední částí této kapitoly je zjištění korigovaného provozního výsledku hospodaření. Základem pro výpočet je provozní výsledek hospodaření, který je převzat z výkazu zisků a ztrát. Tento VH je následně upraven o náklady a výnosy, které nejsou spjaty s hlavními aktivitami podniku. Nejdříve byly odečteny tržby z prodaného materiálu a dlouhodobého hmotného majetku, ale následně musela být přičtena zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku. Na závěr byli připsány náklady, které vznikly z prodeje materiálu.

Tabulka 18 – Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	-23 449	-6 984	-27 480	62 361
(-) Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0	0	521	7 486
(-) Tržby z prodaného materiálu	169	0	0	0
(+) Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	69	170
(+) Prodaný materiál	35	0	398	0
KPVH před zdaněním	-23 583	-6 984	-27 534	55 045

9 GENERÁTORY HODNOTY

Úkolem kapitoly číslo 9 je zkoumat a analyzovat faktory, které přispívají k určení hodnoty podniku. V podkapitolách budou tyto faktory identifikovány a bude provedena predikce jejich hodnot v budoucích třech letech.

9.1 Tržby

Generátor, který má největší vliv na výši hodnoty společnosti jsou jednoznačně tržby. Tržby jsou predikovány za pomoci výsledků, kterých bylo dosaženo v strategické analýze, v jejímž rámci byla provedena předpověď vývoje tržeb podniku na základě vývoje HDP, tržeb v odvětví a výdajů na obranu. Za nejrelevantnější se jeví vývoj tržeb v návaznosti na vývoj celkových výdajů na obranu. Průměrné tempo růstu tržeb vybrané společnosti se v letech 2019-2022 pohybovalo na 965 %, což je obrovské číslo, které je spojeno s výrazným růstem tržeb podniku. V predikovaných třech letech dosáhlo tempo růstu tržeb hodnoty 58 %, co sice znamená nižší hodnotu, ovšem stále se jedná o vysoký nárůst, který je spojen i s razantním zvýšením investic do obrany.

Tabulka 19 – Predikce vývoje tržeb (vlastní zpracování)

Rok	Celkové výdaje ČR na obranu (v miliardách Kč)	Tržby vybrané společnosti (v tisících Kč)
2019	70,4	1 356
2020	78,4	30 878
2021	85,3	17 767
2022	89,1	153 245
2023	120,4	297 253
2024	159,8	542 447
2025	158	532 781
Tempo růstu 2019-2022		965,73 %
Tempo růstu 2023-2025		58,23 %

9.2 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marži dosáhneme, když podělíme korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním a odpisy tržbami. V tabulce 20 je znázorněn výpočet KPVH před zdaněním a odpisy. Taktéž je z ní patrné, že v prvních třech letech byla provozní zisková marže záporná, protože podnik dosahoval záporných výsledků hospodaření. V dalším roce

přišel obrat a podnik již dosáhl kladné ziskové marže, přesně 38 %. Průměr za poslední 4 roky ovšem zůstává hluboko v mínusových číslech.

Tabulka 20 – Vývoj provozní ziskové marže (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
KPVH před zdaněním	-23 583	-6 984	-27 534	55 045
Odpisy	2 507	2 877	2 692	3 341
KPVH před zdaněním a odpisy	-21 076	-4 107	-24 842	58 386
Tržby	1 356	30 878	17 767	153 245
Provozní zisková marže	-1 554 %	-13 %	-140 %	38 %
Průměrná provozní zisková marže 2019-2022	-417 %			

Podnik predikuje oproti roku 2022 ještě růst provozní ziskové marže na 46 % (zobrazuje tabulka 21), ovšem v následujících letech dojde k opětovnému poklesu až na 40 %. Společnost uvádí, že předpokládá opětovný pokles na 38 % provozní ziskové marže, který považuje za dlouhodobě udržitelný.

Tabulka 21 – Predikce provozní ziskové marže (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2023	2024	2025
KPVH před zdaněním a odpisy	136 737	227 828	213 112
Tržby	297 253	542 447	532 781
Provozní zisková marže	46 %	42 %	40 %
Průměrná zisková marže	42,67 %		

9.3 Pracovní kapitál

Doby obratu zásob, pohledávek a závazků patří mezi nástroje, které analyzují pracovní kapitál, který je dalším důležitým faktorem mající vliv na celkovou hodnotu společnosti. Vývoj jednotlivých dob obratu pro roky 2019-2022 je popsán v kapitole 7.3.4, nicméně je potřeba zmínit, že doba obratu zásob v průběhu let výrazně klesala, ovšem stále ne na uspokojivou hodnotu. Cílem podniku je, aby tento ukazatel i nadále klesal, ovšem již ne v takovém tempu jako v předchozích letech, což je znázorněno v tabulce níže. Dalším úkolem podniku je postupně snižovat dobu obratu pohledávek, protože v roce 2021 byla tato hodnota výrazně vyšší než doba obratu závazků. Tato situace se sice v dalším roce vyrovnala, kdy hodnota obou koeficientů byla stejná. Podnik chce i nadále zvyšovat rozdíl mezi těmito ukazateli, přičemž doba obratu pohledávek by měla v následujících třech letech klesnout až na 20 a doba obratu závazků zase vzrůst na 28.

Tabulka 22 – Vývoj a predikce dob obrátů (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doba obratu zásob	3 644	158	397	114	108	97	92
Doba obratu pohledávek	809	70	93	24	22	20	20
Doba obratu závazků	5 508	333	5	24	25	26	28

V tabulce 23 je pro přehlednost znázorněn upravený provozně nutný pracovní kapitál, který byl vypočítán již dříve v tabulce 17. Vypočítán byl i koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu, který činí 20,73 %.

Tabulka 23 – Upravený provozně potřebný pracovní kapitál (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Provozně nutný pracovní kapitál	18 925	19 997	23 935	50 419
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu	20,73 %			

Díky predikcím doby obrátů z tabulky 22 můžeme vyčíslit hodnoty zásob, pohledávek a závazků pro roky 2023 až 2025. Časové rozlišení aktiv bylo k roku 2022 na hodnotě 0, tato hodnota bude pokračovat i v dalších letech. Podnik chce i nadále dosahovat hodnoty 0,3 okamžité likvidity, díky čemuž dokážeme vyčíslit hodnotu provozně nutných peněžních prostředků. Z tabulky také vyplývá, že provozně potřebný pracovní kapitál se výrazně zvyšuje, když jeho hodnota z roku 2024 je téměř šestinásobně vyšší než hodnota roku 2021. Rok 2025 přináší pokles potřebného pracovního kapitálu o zhruba 12 milionů.

Tabulka 24 – Predikce provozně potřebného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2023	2024	2025
Zásoby	89 176	146 159	136 155
Pohledávky	18 165	30 136	29 599
Peněžní prostředky nutné	6 193	11 753	12 432
Časové rozlišení aktiv	0	0	0
Neúročené krátkodobé závazky	20 643	39 177	41 438
Provozně nutný pracovní kapitál	92 892	148 872	136 747
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu	19,95 %		

9.4 Dlouhodobý provozně nutný majetek

Na závěr kapitoly generátory hodnoty je nutné zhodnotit do jaké míry mají investice do provozně potřebného dlouhodobého majetku vliv na hodnotu podniku. Tabulka 25

znázorňuje vývoj investic staveb, hmotných movitých věcí a dlouhodobého nehmotného majetku. Z tabulky vyplývá, že nejvyšší investiční náročnost měli stavby, i když je číslo velmi podobné jako u hmotných movitých věcí. Podnik v těchto letech výrazně neinvestoval do těchto zmíněných aktiv. Dlouhodobý nehmotný majetek má investiční náročnost pouze 0,15 %.

Tabulka 25 – Dlouhodobý majetek, odpisy a investice do DM (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Stavby	9 795	9 447	9 683	9 327
Odpisy staveb	1 503	1 983	1 813	1 985
Investice netto	-	-348	236	-356
Investice brutto	-	1 635	2 049	1 629
Investiční náročnost růstu tržeb na investice brutto	5,96 %			
Hmotné movité věci a jejich soubory	4 568	2 928	3 766	5 050
Odpisy hmotných movitých věcí	701	614	705	1 075
Investice netto	-	-1 640	838	1 284
Investice brutto	-	0	1 543	2 359
Investiční náročnost růstu tržeb na investice brutto	3,41 %			
DNM	1 977	1 334	931	1 320
Odpisy dlouhodobého nehmotného majetku	303	280	174	281
Investice netto	-	-643	-403	389
Investice brutto	-	0	0	670
Investiční náročnost růstu tržeb na investice brutto	0,15 %			

Odhad investic brutto pro predikované roky byl vypočítán díky dříve vypočítané investiční náročnosti. Součet predikovaných tržeb pro roky 2023-2025 byl vynásoben investičním zatížením jednotlivých majetků. Takto bylo zjištěno, že podnik by měl v příštích třech letech investovat 130 milionů korun.

Tabulka 26 – Predikce investic na základě investičního zatížení (vlastní zpracování)

	Investiční zatížení	Odhad investic brutto pro odhadované roky 2023-2025
Stavby	5,96 %	81 867
Hmotné movité věci a jejich soubory	3,41 %	46 792
DNM	0,15 %	2 001
Součet investic do majetku	9,52 %	130 660

Podle výroční zprávy ovšem společnost plánuje velikou investici do výrobní haly, která by měla mít výrobní kapacitu 250 letounů ročně. Výroba v této hale by měla být z velké části

robotizovaná, podnik tedy bude investovat do moderních výrobních zařízení, aby dosáhla efektivní výroby. Aby si podnik udržel konkurenceschopnost bude i nadále investovat do nehmotných výsledků vývoje, a bude muset investovat do softwaru potřebného pro robotizovanou výrobu. Jednotlivé investice jsou rozepsány v tabulce 27.

Tabulka 27 – Odhad investic dle plánů společnosti (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	Odhad investic brutto pro odhadované roky 2023-2025
Stavby	195 000
Hmotné movité věci a jejich soubory	57 000
DNM	9 000
Součet investic do majetku	261 000

Stavby

Nejvyšší investice půjde, jak je vidno z tabulky 27, do výstavby. Podnik bude nejdříve investovat 123 milionů v roce 2024 a potom 72 milionů v roce 2025. V tabulce 28 jsou znázorněny investice, zůstatková hodnota, ale i odpisy staveb. Výrobní hala se podle odpisového plánu odepisuje 30 let.

Tabulka 28 – Investice do na výstavbu (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2022	2023	2024	2025
Odpisy původní	1 985	1 985	1 985	1 985
Investice brutto	-	0	123 000	72 000
Odpisy k začátku roku	-	0	0	4 100
Investice netto	-	-1 985	121 015	69 885
Odpisy celkem	1 985	1 985	1 985	6 085
Zůstatková cena staveb	9 327	7 342	128 357	198 242

Hmotné movité věci

Investice do hmotných movitých věcí představují zejména výrobní stroje, které budou postupně nakupovány od roku 2024. Tyto stroje budou sloužit k robotizované výrobě. První investice proběhne ve zmíněném roce 2024 v hodnotě 20 milionů. V roce 2025 bude investováno znovu tentokrát ve výši 37 milionů. V tabulce 28 jsou znázorněny investice, zůstatková hodnota, a také odpisy hmotných movitých věcí. Tyto movité věci se odepisují 6 roků.

Tabulka 29 – Investice do hmotných movitých věcí (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2022	2023	2024	2025
Odpisy původní	1 075	1 075	825	788
Investice brutto	-	0	20 000	37 000
Odpisy k začátku roku	-	0	0	3 333
Investice netto	-	-1 075	19 175	32 879
Odpisy celkem	1 075	1 075	825	4 121
Zůstatková cena hmotných movitých věcí	5 050	3 975	23 150	56 029

Dlouhodobý nehmotný majetek

Do dlouhodobého nehmotného majetku budou mířit nejmenší investice. Jak již bylo zmíněno nad tabulkou 27 investovat se bude do nehmotných výsledků vývoje a softwaru. Celková částka 9 milionů bude rozdělena do každoroční investice po 3 milionech. V tabulce 30 jsou tyto investice vyčísleny, spolu se zůstatkovou hodnotou a odpisy DNM. Dlouhodobý nehmotný majetek odepisujeme podle odpisových skupin 3 roky.

Tabulka 30 – Investice do dlouhodobého nehmotného majetku (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2022	2023	2024	2025
Odpisy původní	281	281	251	236
Investice brutto	-	3000	3000	3000
Odpisy k začátku roku	-	0	1000	2000
Investice netto	-	2719	1749	764
Odpisy celkem	281	281	1251	2236
Zůstatková cena hmotných movitých věcí	1 320	4039	5788	6552

Pozemky

Podnik v dohledné době neplánuje uskutečnit žádnou investici do pozemků, protože jich má pro své potřeby dostatek. Z toho důvodu si zůstatková cena pozemků drží stejnou hodnotu jako v roce 2022, a to i kvůli faktu, že pozemky nepodléhají odpisům.

Tabulka 31 – Investice do pozemků (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2022	2023	2024	2025
Zůstatková cena pozemků	17 352	17 352	17 352	17 352

10 FINANČNÍ PLÁN

Finanční plán je sestaven v návaznosti na finanční a strategickou analýzu a zjištěné generátory hodnoty. Finanční plán bude sestaven na následující 3 roky, a to 2023-2025. Aby bylo snazší porovnat hodnoty s minulostí, budou zmíněny i hodnoty roku 2022.

10.1 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha v tabulce je součástí přílohy P V. Stálá aktiva jsou v predikovaných letech tvořena dlouhodobým hmotným, nehmotným a finančním majetkem. Nejmenší část tvoří dlouhodobý finanční majetek, který se oproti roku 2022 drží na v podstatě stejných hodnotách. Do dlouhodobého nehmotného majetku podnik v letech 2023-2025 každoročně investoval 3 miliony korun, konkrétně tedy 2,5 milionu do nehmotných výsledků vývoje a 0,5 milionu do softwaru, který je součástí položky ocenitelná práva. Poskytnuté zálohy na DHM a DNM pouze drobně kolísají okolo hodnot 3-4 milionů. Do dlouhodobého hmotného majetku bude investováno v letech 2024 a 2025, konkrétně tedy do staveb a hmotných movitých věcí (jak bylo zmíněno v kapitole generátory hodnoty).

Oběžná aktiva budou tvořena ze zásob, pohledávek a peněžních prostředků. Zásoby byly stejně jako investice do stálých aktiv vyčísleny v kapitole 9, konkrétně tedy v kapitole 9.3. Cílem bylo snižovat dobu obratu zásob, k čemuž dochází, ovšem z důvodu růstu tržeb bude objem zásob také rostoucí. Podnik chce i nadále snižovat dobu obratu pohledávek. V kapitole 9.3 byli pohledávky v návaznosti na požadované doby obratu vyčísleny a jejich hodnoty jsou uvedeny ve finančním plánu v příloze. Provozně nutné peněžní prostředky jsou stanoveny na výši 0,3 hotovostní likvidity. Podnik ovšem od roku 2021 hromadí peněžní prostředky pro pokrytí výše zmíněných investic. V roce 2024 využil 81 milionů peněžních prostředků na pokrytí investic a v následujícím roce se peněžní prostředky zase snižují hlavním důvodem jsou opět investice, do kterých tentokrát putovalo 20 milionů z peněžních prostředků. Časové rozlišení aktiv zůstává od roku 2022 stále na nulové hodnotě.

Pasiva jsou tvořena v první řadě základním kapitálem, jenž zůstává na stejné hodnotě jako v roce 2022. Ážio se stále drží na podobné hodnotě, protože nedošlo k žádnému novému emitování cenných papírů. Kapitálové fondy firma od roku 2022 netvoří žádné. Výsledky hospodaření minulých let začínají být od roku 2024 v kladných hodnotách, podnik tedy historicky dosahuje zisku. Druhým zdrojem pro pokrytí plánovaných investic je právě výsledek hospodaření minulých let. V roce 2024 se z něho využilo 65 milionů a v roce 2025 dalších 92 milionů. Výsledek hospodaření běžného období také v průběhu let výrazně roste.

Jeho výpočet bude zmíněn v následující kapitole. Cizí zdroje jsou tvořeny rezervami a krátkodobými závazky. Rezervy podniku se v posledním roce mírně zvýšili, ale stále se drží na podobné hodnotě jako v roce 2022. Protože společnost má pouze neúročené krátkodobé závazky, tak hodnota krátkodobých závazků se rovná hodnotě vypočtené v kapitole 9.3.

10.2 Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Predikovaný výkaz zisků a ztrát pro roky 2023-2025 (příloha P VI) je tvořen z velké části tržbami z prodeje výrobků a služeb, které dosahují hodnoty 0,5 miliardy Kč. Tyto tržby byly vypočítány v kapitole generátory hodnoty. Společnost ve své výroční zprávě uvádí jako hodnotu položky tržby součet tržeb z prodeje výrobků a služeb, tržeb z prodeje zboží a ostatní provozní výnosy. Zjištěné tržby tedy byly pro predikované roky rozpočítány mezi tyto 3 položky stejným poměrem jako v roce 2022. Podnik neprodává žádné zboží, pouze vlastní výrobky, hodnoty tržeb ze zboží je tedy nulová pro následující roky a hodnota ostatních provozních výnosů vzrostla až na 27 milionů. Výkonová spotřeba tvořila v roce 2022 50 % tržeb z prodeje výrobků, stejný trend tedy ponecháváme i do dalších let. Změna stavu zásob vlastní činnosti se stále drží v záporných číslech, a přitom se i nadále mírně snižuje. Aktivace si bude držet stejnou nulovou hodnotu. Osobní náklady byly odhadnuty za pomoci tržeb z prodeje výrobků, protože budou mít stejný rostoucí trend jako tyto tržby. Úpravy hodnot pohledávek budou v následujících letech v podstatě stejné, zatímco úpravy hodnot DN a DH majetku budou růst z důvodu provedených investic. Ostatní provozní náklady budou růst stejným tempem jako osobní náklady a tržby z prodeje výrobků.

Provozní výsledek hospodaření bude postupně růst a dosahovat hodnot přes 200 milionů. Hodnoty výnosových a nákladových úroků v letech 2023-2025 budou stejné jako v roce 2022, tedy výnosové v hodnotě zhruba 1,5 milionu a nákladové budou stále nulové. Stejně jako úroky také ostatní finanční výnosy a náklady budou mít stejné hodnoty, kterých bylo dosaženo v posledním známém roce. Po sečtení provozního a finančního výsledku hospodaření zjišťujeme, že podnik v následujících letech dosahuje podobných výsledků jako provozní výsledek hospodaření, protože finanční výsledek hospodaření se pohybuje pouze v řádech statisíců. Daň z příjmů je vypočítána jako $0,19 \cdot \text{výsledek hospodaření před zdaněním}$. Po odečtení daně z příjmů je zjištěn výsledek hospodaření po zdanění.

11 STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI

V této kapitole se budeme věnovat samotnému stanovení hodnoty společnosti, a to vybranými výnosovými metodami, přesněji DCF Entity, EVA a kapitalizovanými čistými výnosy.

11.1 Stanovení diskontní míry

Nejdříve je potřeba stanovit diskontní míru, díky které bude součástí finální hodnoty podniku i faktor času a rizika. Aby bylo možné vyčíslit diskontní míru, musí být nejdříve zjištěna hodnota nákladů na jak vlastní, tak cizí kapitál. Náklady na vlastní kapitál by měly dosahovat vyšších hodnot než náklady na cizí kapitál.

11.1.1 Náklady na cizí kapitál

Prvním úkolem je stanovit výši nákladů na cizí kapitál, podnik ovšem v posledním známém roce nevyužívá žádný úročený cizí kapitál. V následujících letech by se na této situaci nemělo nic měnit, jak je znázorněno ve finančním plánu, a proto by tedy neměl mít žádné náklady na cizí kapitál. Budeme tedy uvažovat nulové náklady tento druh kapitálu.

11.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Na vyčíslení nákladů na vlastní kapitál bude využito několik metod, konkrétně tedy stavebnicový model, model CAPM a model stanovení nákladů na vlastní kapitál podle rentability odvětví. Po zjištění těchto nákladů jednotlivými metodami budou díky váhám stanoveny výsledné náklady, s kterými bude nadále počítáno.

Model CAPM

Při stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM je zapotřebí v první řadě znát bezrizikovou úrokovou míru, která je reprezentována desetiletým státním dluhopisem, který je dle ČNB ve výši 3,93 %. Následně potřebujeme znát nezadlužený koeficient Beta, který je možné zjistit na stránkách profesora Damodarana. Abychom mohli získat správný koeficient, musíme vědět do jakého odvětví podle Damodaranova rozdělení naše analyzovaná společnost patří. Po získání hodnoty tohoto koeficientu musí být vypočten druhý koeficient Beta, tentokrát zadlužený. Vzorec pro jeho výpočet vypadá takto:

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

Po dosazení do tohoto vzorce získáme Betu zadluženou. Výsledná hodnota i vstupní data jsou uvedena v tabulce 32.

Tabulka 32 – Výpočet Beta zadlužené (vlastní zpracování)

β nezadlužená	0,93
Daň (T)	0,19
CK	11 214
VK	146 654
β zadlužená	0,13

Jakmile bude Beta zadlužená vypočítaná je už jen potřeba zjistit rizikovou premií, která je stejně jako koeficient Beta dostupná na webových stránkách profesora Damodarana. Její výše a stejně tak vstupní data pro výpočet nákladů na vlastní kapitál modelem CAPM jsou uvedena v tabulce 33. Náklady na vlastní kapitál modelem CAPM se vypočítají následovně:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Tabulka 33 – Výpočet nákladů na vlastní kapitál modelem CAPM (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra (r_f)	3,93
β nezadlužená	0,93
β zadlužená (β)	0,13
Riziková premie (r_m)	6,97
Náklady na vlastní kapitál	4,33

Stavebnicový model

Základem stavebnicového modelu je zanalyzování mnoha rizikových přírážek, mezi které mohou být zařazena přírážka za finanční stabilita, za velikost podniku, finanční strukturu a podnikatelské riziko. K těmto rizikům se musí připočítat také bezriziková úroková míra. Metodiku výpočtu zveřejnilo Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. (mpo.cz) Vzorec výpočtu vypadá následovně:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{PODNIKATELSKÉ} + r_{FinStab} + r_{FinStr}$$

Všechny vypočtené hodnoty jsou uvedeny v tabulce 34 včetně celkových nákladů na vlastní kapitál (r_e). První hodnota v tabulce znázorňuje bezrizikovou úrokovou míru, jejíž hodnota je totožná s výnosností 10letých státních dluhopisů. Druhá hodnota reprezentuje riziko za velikost podniku, tato hodnota je závislá na velikosti úplatných zdrojů podniku. Za úplatné zdroje považujeme vlastní kapitál, dluhopisy a bankovní úvěry. Podnik má tyto úplatné

zdroje v hodnotě mezi 100 miliony a 3 miliardami, takže výpočet této rizikové přírážky je zjištěn vzorcem uvedeným v metodice výpočtu stanovené MPO ČR. Třetí položkou je přírážka za podnikatelské riziko. Výši tohoto rizika určíme porovnáním rentability aktiv a nákladů na cizí kapitál, a protože vychází ukazatel ROA vyšší než náklady na cizí kapitál, převezmou se hodnoty z odvětví, které MPO zveřejňuje na svých stránkách. Čtvrtou rizikovou přírážkou je ta za finanční stabilitu v rámci, které se porovnává běžná likvidita s dvěma položkami, konkrétně XL_1 a XL_2 . MPO přiřazuje položce XL_1 hodnotu 1 a XL_2 hodnotu 2,5. Hodnota běžné aktivity vybraného podniku dosahují výrazně vyšších hodnot než 2,5, a proto společnost nedisponuje nízkou likviditou a finanční stabilitě je tedy přiřazena výše 0 %. Poslední riziková přírážka je za finanční strukturu, která je zjištěna rozdílem r_e a WACC. Vybraná společnost nemá žádné náklady na cizí kapitál a tím pádem platí $r_e = WACC$. Při této situaci je riziková přírážka na hodnotě 0 %. Celkové náklady na vlastní kapitál zjištěné tímto modelem jsou tedy 11,64 %.

Tabulka 34 – Stavebnicový model – náklady na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

r f	4,30 %
r LA	4,84 %
r POD	2,50 %
r FINSTAB	0 %
r FINSTR	0 %
r_e	11,64 %

Stanovení nákladů na vlastní kapitál podle rentability odvětví

Náklady na vlastní kapitál je možné odvodit od rentability celého odvětví. Oceňovaný podnik je zařazen do CZ-NACE 30.3. Zmíněné odvětví dosahovalo v roce 2022 rentability ve výši 6,03 %.

Náklady na vlastní kapitál

V tabulce 35 jsou uvedeny výsledky všech modelů, kterými byli vypočítány náklady na vlastní kapitál. Každé metodě byla přiřazena váha podle jejich důležitosti a věrohodnosti. Za nejrelevantnější považujeme model CAPM, protože k zjištění nákladů na VK využívá jak interní data podniku, tak údaje z relevantního trhu. I jeden bod menší váha (tedy 2) byla přiřazena stavebnicovému modelu, protože ve svém výpočtu počítá s mnoha riziky, kterým je podnik vystaven, a která by na jeho fungování mohla mít značný vliv. Nejmenší váhu má model, který za náklady na vlastní kapitál považuje hodnotu rentability odvětví, na kterém

společnost provozuje svou činnost. Na základě těchto údajů vychází průměrné náklady na vlastní kapitál 7,14 %.

Tabulka 35 – Výpočet průměrných nákladů na VK (vlastní zpracování)

	Váha	Náklady na VK	Přepočtené náklad na VK
Model CAPM	3	4,33 %	12,99 %
Stavebnicový model	2	11,64 %	23,28 %
Rentabilita odvětví	0,5	6,03 %	3,015 %
Průměrné náklady na VK	5,5	7,33 %	7,14 %

11.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Nyní musí být vypočítány vážené průměrné náklady na kapitál (WACC), jenž značí průměrnou cenu, za kterou podnik využívá svůj veškerý kapitál. Tento výpočet se skládá z nákladů na cizí a vlastní kapitál a jeho výpočet vypadá následovně:

$$WACC = N_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + N_{VK} * \frac{VK}{K}$$

V tabulce 36 jsou vypsány vstupní údaje potřebné pro výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál. Vzorec výpočtu bere v potaz i sazbu daně, ovšem podnik nevyužívá žádný úročený cizí kapitál, a proto vychází první část vzorečku nulová. Podnik využívá z téměř 93 % vlastní kapitál, který pokud je vynásoben náklady na něj, dostaneme výsledek WACC = 6,63 %.

Tabulka 36 – Výpočet WACC (vlastní zpracování)

N_{CK}	0 %
N_{VK}	7,14 %
CK/C	7,10 %
VK/C	92,90 %
d	19 %
WACC	6,63 %

11.2 Stanovení tempa růstu

Aby bylo možné přistoupit k samotnému ocenění, je potřeba stanovit poslední část, čímž je tempo růstu. Tempo růstu lze stanovit mnoha způsoby. Pro jeho odhad je možno využít predikci vývoje HDP, vývoje inflace, tržeb společnosti, tržeb odvětví nebo v našem případě výdajů na obranu. V krátkodobém horizontu předpokládáme, že se tempo růstu bude spíše přibližovat hodnotám tempa růstu celkových výdajů na obranu, ovšem tempo růstu těchto

výdajů se v dlouhodobém horizontu bude snižovat. Z toho důvodu považuji za správné přiřadit váhu 1 pro celkové výdaje na obranu a váhu 7 pro tempo růstu HDP, kterému se bude tempo růstu podniku výrazněji přibližovat v dlouhodobém horizontu. V tabulce 37 jsou znázorněna vstupní data i výsledné tempo růstu, které činí 6,36 %.

Tabulka 37 – Výpočet průměrného tempa růstu (vlastní zpracování)

	Tempo růstu 2023-2025	Váha	Přepočtené tempo růstu
HDP	2,38 %	7	16,66 %
Celkové výdaje na obranu	22,29 %	1	22,29 %
Průměrné tempo růstu	12,34 %	8	4,87 %

11.3 Ocenění podniku metodou DCF Entity

Metoda DCF Entity je nejběžnějším výnosovým způsobem, jakým se oceňuje podnik. Tato metoda se snaží odhadnout současnou hodnotu budoucích peněžních toků, čehož dosáhneme pomocí diskontování volných peněžních toků. V této práci jsme zvolili dvoufázovou metodu ocenění. V první řadě budou zjištěny volné peněžní toky pro první fázi, kterou jsou myšleny roky 2023-2025. Druhou částí bude výpočet takzvaně pokračující hodnoty, která vyjadřuje hodnotu podniku ve druhé fázi. Tato hodnota bude následně taktéž převedena na současnou hodnotu. Na závěr bude vyčíslena výsledná hodnota podniku.

Tabulka 38 znázorňuje výpočet provozně nutného investovaného kapitálu. Pro jeho vyčíslení je potřeba znát provozně nutný DM a pracovní kapitál, jejichž hodnoty vychází z kapitoly generátory hodnoty a finanční plán. Součtem těchto dvou položek získáme provozně nutný investovaný kapitál, který je potřebný pro výpočet metodou s využitím EVA.

Tabulka 38 – Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2022	2023	2024	2025
Provozně nutný DM	33 014	36 049	182 049	294 049
Provozně nutný pracovní kapitál	50 419	92 892	148 872	136 747
Provozně nutný investovaný kapitál	83 433	128 941	330 921	430 796

Tabulka 39 představuje výpočet současné hodnoty 1. fáze. KPVH před zdaněním byl převzat z kapitoly 9.2 provozní zisková marže. Následně musí být daný KVPH snížen o daň (19 %), čímž je získán KPVH po dani. Dále je nutné daný výsledek hospodaření upravit o odpisy, investice do provozně nutného DM a pracovního kapitálu. Těmito úpravami bude získán

volný peněžní tok (FCFF). Volný peněžní tok musí být následně diskontován odúročitelem s diskontní mírou 6,63 %, která je zvolena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál. Pro získání současné hodnoty první fáze musí být na závěr sečteny diskontované FCFF k 1.1.2022 všech třech let.

Tabulka 39 – Výpočet současné hodnoty 1. fáze (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2023	2024	2025
KPVH před zdaněním	136 737	227 828	213 112
Upravená daň	25 980	43 287	40 491
KPVH po dani	110 757	184 541	172 621
Odpisy	3 341	4 061	12 442
Investice do provozně nutného DM (brutto)	-6 376	-150 061	-124 442
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-42 473	-55 980	12 125
FCFF	65 249	-17 439	72 746
Odúročitel pro diskontní míru: 6,63 %	0,938	0,880	0,825
Diskontované FCFF k 1.1.2022	61 192	-15 338	60 003
Současná hodnota (SH) 1. fáze	105 856		

Po získání hodnoty první fáze se nyní musí vypočítat hodnota druhé fáze, která je, jak již bylo zmíněno výše, označována jako pokračující hodnota. Hodnota druhé fáze bude vypočítána dvěma vzorci, parametrickým a Gordonovým. Prvním rokem druhé fáze je rok 2026. Pro využití zmíněných vzorců je však na začátek potřeba provést určité výpočty:

$$KPVH_{2026} = KPVH_{2025} * (1 + g) = 172\,621 * (1 + 0,0663) = 181\,028$$

$$Investice\ netto_{2026} = C_{2025} * g = 430\,796 * 0,0487 = 20\,980$$

$$Míra\ investic\ m_I = \frac{Investice\ netto_{2026}}{KPVH_{2026}} = \frac{20\,980}{181\,028} = 11,59\%$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{4,87\%}{11,59\%} = 42,02\%$$

Nyní je možno přistoupit k samotnému výpočtu pokračující hodnoty, zaprvé pomocí parametrického vzorce. Výpočet vypadá následovně:

$$PH = \frac{KPVH_{2026} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k + g} = \frac{181\,028 * \left(1 - \frac{4,87\%}{42,02\%}\right)}{6,63\% + 4,87\%} = 9\,093\,625\, \text{tis. Kč}$$

Druhý výpočet je zase podle Gordonova vzorce:

$$FCFF_{2026} = KPVH_{2026} - Investice\ netto_{2026} = 181\,028 - 20\,980 = 160\,048$$

$$PH = \frac{FCFF_{2026}}{i_k - g} = \frac{160\,048}{6,63\% + 4,87\%} = 9\,093\,625 \text{ tis. Kč}$$

Z výsledků je patrné, že hodnoty vyšly totožně, můžeme tedy tvrdit, že výpočty jsou správné. Na závěr výpočtu druhé fáze je potřeba převést tuto pokračující hodnotu na současnou, toho bude docíleno následovně:

$$\text{Současná hodnota } PH = \frac{PH}{(1 + i_k)^n} = \frac{9\,093\,625}{(1 + 6,63\%)^3} = 7\,500\,649 \text{ tis. Kč}$$

V tabulce 40 je znázorněn výpočet výsledné hodnoty podniku. Nejdříve se musí sečíst současné hodnoty první a druhé fáze, čímž je získána hodnota podniku brutto. Dále se musí hodnota podniku upravit o neúročený cizí kapitál a neprovozní majetek k 1.1.2023. Až po těchto úpravách získáme výslednou hodnotu podniku, která vychází **7 669 691 tisíc korun**.

Tabulka 40 – Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF Entity (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	
Současná hodnota (SH) 1. fáze	105 856
Současná hodnota (SH) 2. fáze	7 500 649
Hodnota podniku brutto	7 606 505
Hodnota neúročeného cizího kapitálu k datu ocenění	0
Hodnota podniku netto	7 606 505
Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění	63 186
Výsledná hodnota podniku k 1.1.2023	7 669 691

11.4 Ocenění podniku metodou EVA

Druhou způsobem stanovení hodnoty podniku je metoda založená na ekonomické přidané hodnotě. Ocenění touto metodou je založené na čistém provozním zisku po zdanění, za který považujeme KPVH po dani neboli též NOPAT. Za položka NOA (čistá operativní aktiva) považujeme provozně nutný investovaný kapitál, jenž je vypočítán v předchozí kapitole. Následujícím vzorcem bude vyčíslena hodnota EVA, výsledky jsou uvedeny v tabulce

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

Hodnota EVA musí být následně diskontována, přičemž diskontní míra je na úrovni WACC. Současnou hodnotu první fáze získáme součtem výsledků EVA diskontované v letech 2023-2025.

Tabulka 41 – Výpočet současné hodnoty 1. fáze (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2023	2024	2025
NOPAT	110 757	184 541	172 621
NOA (C)	131 941	330 921	430 796
WACC	6,63 %		
WACC*NOA _{T-1}	5 534	8 748	21 940
EVA	105 223	175 793	150 681
Diskontní míra	6,63 %		
EVA diskontovaná	98 680	154 612	124 285
Současná hodnota 1. fáze	377 577		

V rámci druhé fáze musíme opět zjistit pokračující hodnotu. Hodnota NOPAT byla zvýšena o tempo růstu. Výpočet EVA byl následně totožný jako u tabulky 41. Po zjištění EVY bylo dosaženo do následujícího vzorce, přičemž výsledky jsou uvedeny v tabulce 42:

$$PH = \frac{EVA_{2024}}{WACC - g} = \frac{152466}{0,0663 - 0,0487} = 8\,662\,829$$

Na závěr se musela tato pokračující hodnota převést na současnou hodnotu, čehož bylo dosaženo stejně jako u metody DCF Entity.

Tabulka 42 – Výpočet současné hodnoty pokračující hodnoty (vlastní zpracování)

	2026
NOPAT 2026	181 028
NOA 2025	430 796
WACC	6,63 %
WACC*NOA 2025	28 562
EVA 2026	152 466
Pokračující hodnota	8 662 829
Současná hodnota PH	7 145 318

Tabulka 43 vyjadřuje výpočet, kterým bylo dosaženo výsledné hodnoty podniku metodou EVA. Tržní přidané hodnoty bylo dosaženo součtem SH první a druhé fáze, ke které se následně přičetly čistá operativní aktiva. V poslední fázi je ještě potřeba hodnotu upravit o úročený cizí kapitál a neprovozní majetek. Hodnota podniku k 1.1.2023 je **7 669 691 tis. Kč**. Jedná se tedy o stejnou hodnotu, jaká byla zjištěna metodou DCF Entity.

Tabulka 43 – Výpočet výsledné hodnoty za pomoci metody EVA (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	377 577
Současná hodnota 2. fáze	7 145 318
MVA (tržní přidaná hodnota)	7 522 895
NOA k datu ocenění	83 468
Hodnota podniku (brutto)	7 606 363
Hodnota úročeného CK	0
Hodnota podniku (netto)	7 606 363
Hodnota neprovozního majetku	63 186
Výsledná hodnota podniku k 1.1.2023	7 669 691

11.5 Ocenění podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Pokud oceňujeme podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů potom nepovažujeme za důležitý budoucí vývoj podniku, ale využíváme ke stanovení hodnoty pouze výsledky hospodaření za známé roky.

Na začátek musíme upravit výsledek hospodaření před zdaněním o odpisy, finanční výnosy, tržby a zůstatkovou cenu DM a materiálu a o mimořádné výnosy a náklady. Zjištěný upravený VH se nadále musí upravit o cenový index. Až je VH upravený o inflaci je jednotlivým rokům přidělena váha, přičemž nejvyšší váhu má poslední rok 2022. Všechny položky, údaje a výsledky jsou součástí tabulky 44.

Tabulka 44 – Výpočet výsledku hospodaření o inflaci (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022
Výsledek hospodaření před zdaněním	-23 966	-9 435	-27 954	62 620
Odpisy (+)	2 507	2 877	2 692	3 341
Finanční výnosy (-)	169	250	757	341
Tržby z prodaného DM a materiálu (-)	169	0	521	7 486
ZC prodaného DM a materiálu (+)	35	0	467	170
Mimořádné výnosy (-)	214	4	3 981	279
Mimořádné náklady (+)	374	296	543	3 289
Upravený VH před zdaněním	-21 602	-6 516	-29 511	61 314
Cenový index (řetězový)	1,028	1,032	1,038	1,151
Cenový index (bazický)	0,811	0,837	0,869	1
VH upravený o inflaci	-25 684	-7 578	-33 383	61 314
Váha	1	2	3	4
VH upravený o inflaci * váha	-25 684	-15 156	-100 148	245 256

Tabulka 45 znázorňuje výpočet výsledné hodnoty podniku metodou čistých kapitalizovaných výnosů. Důležitou hodnotou, která je potřeba k dalšímu postupu je trvale odnímatelný čistý výnos, jenž získáme podílem VH upraveného o inflaci z předchozí tabulky a součtem vah (10). Tento čistý výnos musí být následně upraven o odpisy a daň. Podle České národní banky by sen měla pohybovat na 2 %, a právě o tuto hodnotu musí být sníženy náklady na vlastní kapitál. Na závěr byl podělen trvalý odnímatelný čistý výnos po dani kalkulovanou úrokovou mírou a k tomuto výsledku byli přičteny neprovozní aktiva roku 2022, čímž byla dosažena hodnota vlastního kapitálu (hodnota podniku) k 1.1.2023, která činí **174 850 tis. Kč**.

Tabulka 45 – Výpočet hodnoty podniku metodou čistých kapitalizovaných výnosů (vlastní zpracování)

(v tisících Kč)	
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	10 427
Odpisy	3 341
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	7 086
Daň	1 346
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	5 740
Predikovaná dlouhodobá inflace	2 %
Kalkulovaná úroková míra (n_{vk} bez inflace)	5,14 %
Provozní hodnota vlastního kapitálu	111 664
Neprovozních aktiv	63 186
Hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2023	174 850

11.6 Vyhodnocení výsledků a citlivostní analýza

V rámci kapitoly 11.5 byla hodnota vybraného podniku stanovena k 1.1.2023 za pomoci tří metod, kterými byli metoda DCF Entity, metoda EVA a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Všechny výsledky jsou uvedeny v tabulce 46, přičemž pro srovnání byli doplněny o účetní hodnotu vlastního kapitálu k 1.1.2023.

Z tabulky je patrné, že hodnota podniku metodou DCF Entity a EVA vychází totožně, což, jak již bylo zmíněno dříve, značí správný výpočet. Zmíněné dvě metody využívají ke stanovení hodnoty společnosti totožný korigovaný výsledek hospodaření, investovaný kapitál a diskontní míru vážených průměrných nákladů na kapitál. Výsledky metody čistých kapitalizovaných výnosů jsou značně odlišné, konkrétně menší, a to z důvodu využití jiných vstupních dat a odlišné diskontní míry (upravené o vliv inflace). Tato metoda zároveň nebere v potaz budoucí vývoj společnosti. Budoucí vývoj je pro zvolený podnik klíčový, protože se

očekává výrazný růst z důvodu růstu celkových výdajů na obranu, proto tuto variantu považujeme spíše za nerelevantní.

Za výslednou hodnotu vybraného podniku k 1.1.2023 je považována výše zjištěná metodou DCF Entity a EVA, konkrétně **tedy 7 669 691 tis. Kč.**

Tabulka 46 – Porovnání jednotlivých výsledků ohodnocení společnosti (vlastní zpracování)

Způsob ocenění	Hodnota podniku k 1.1.2023 (v tisících Kč)
Metoda DCF Entity	7 669 691
Metoda EVA	7 669 691
Metoda čistých kapitalizovaných výnosů	174 850
Účetní hodnota vlastního kapitálu	146 654

Tabulka 47 reprezentuje citlivostní analýzu vybraného podniku. Citlivostní analýza zkoumá, jak se změní výsledná hodnota podniku, pokud dojde ke změně výše určitého parametru. Za tyto parametry dosadíme konkrétně tempo růstu a diskontní míru. Oba faktory budou zvýšeny i sníženy o jeden procentní bod, s kterým bude následně dopočítána nová hodnota podniku.

Tabulka 47 - Citlivostní analýza (vlastní zpracování)

	Diskontní míra			Tempo růstu		
	5,63 %	6,63 %	7,63 %	3,87 %	4,87 %	5,87 %
Metoda DCF Entity	18 038 982	7 669 691	4 818 039	5 029 220	7 669 691	17 258 770
	135,20 %	-	-37,18 %	-34,43 %	-	125,03 %
Metoda EVA	18 038 982	7 669 691	4 818 039	5 029 220	7 669 691	17 258 770
	135,20 %	-	-37,18 %	-34,43 %	-	125,03 %
Metoda čistých kapit. výnosů	4,14 %	5,14 %	6,14 %	-		
	201 822	174 850	156 664			
	15,43 %	-	-10,40 %			

Pokud přihlídneme k výsledkům, tak můžeme vidět, že největší změny nastanou u metod DCF Entity a EVA, konkrétně tedy pokud dojde ke snížení diskontní míry o jeden procentní bod a taky při zvýšení tempa růstu o jeden procentní bod. U obou situací dochází ke zvýšení hodnoty podniku, konkrétně o 135 % a 125 %. Ke snížení hodnoty dochází při opačných situacích, tedy zvýšení diskontní míry a snížení tempa růstu. Při zvýšení diskontní míry dochází k poklesu o 37 % a u snížení tempa růstu také k poklesu o 34 %.

Diskontní míra ve výši 6,63 % ani tempo růstu nemají vliv na hodnotu podniku při využití metody čistých kapitalizovaných výnosů. Zmíněná metoda využívá diskontní míru na úrovni nákladů na vlastní kapitál snížených o výši předpokládané dlouhodobé inflace, které se tedy rovnají 5,14 %. Pokud dojde ke snížení diskontní míry 4,14 % vzroste hodnota o 15 %, na druhou stranu růst diskontní míry o 1 % znamená snížení hodnoty podniku o 10 %.

Citlivostní analýza utvrzuje v tom, že výběr relevantních vstupních dat je nezbytný pro správné a realitě odpovídající ohodnocení podniku, protože i malá změna některého z parametrů může mít výrazný vliv na finální hodnotu společnosti.

ZÁVĚR

Hlavním úkolem v rámci této diplomové práce bylo stanovit hodnotu vybraného podniku s využitím výnosových metod k 1.1.2023.

Teoretická část diplomové práce se opírala poznatky z české a mezinárodní literatury, která poskytla úvod do problematiky oceňování podniku.

Začátek teoretické části byl zaměřen na definici podniku jako subjektu hodnocení, jeho různé kategorie hodnoty a právní úpravu oceňování v rámci České republiky. Další část se zaměřila na analýzu časových faktorů a rizik, které jsou klíčové při oceňování podniku. Tyto faktory se promítají do diskontní míry, která zahrnuje náklady na kapitál. Dále byl popsán teoretický postup při samotném procesu ocenění podniku včetně strategické a finanční analýzy, rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a prognózy generátorů hodnot, s důrazem na výnosové metody oceňování, které jsou nejběžněji využívány.

Praktická část práce byla zahájena stručným představením činnosti zkoumaného podniku, následovaným strategickou analýzou. V rámci této analýzy byl podnik zhodnocen z hlediska makroprostředí prostřednictvím PEST analýzy a mikroprostředí prostřednictvím Porterova modelu pěti sil. V rámci mikroprostředí bylo analyzováno odvětví, do něhož podnik svou činností spadá. Na závěr strategické analýzy byla provedena SWOT analýza, hledající slabé a silné stránky a příležitosti s hrozbami. Z výsledků strategické analýzy vyplývá, že podnik postupně zvyšuje svůj podíl na trhu a jeho tržby se budou z velké části vyvíjet podle změny výdajů zemí na obranu, a protože dochází momentálně k velkému růstu těchto výdajů je predikováno další zvýšení tržeb.

Finanční analýza, která se zaměřila na posouzení finančního zdraví a výkonnosti podniku. Provedena byla horizontální a vertikální analýza výkazů společnosti, následně byli analyzovány rozdílové, poměrové a souhrnné ukazatele. Z výsledků je patrné, že podnik ze začátku hospodařil se ztrátou, z čehož pramenili špatné výsledky mnoha ukazatelů. Kladný výsledek hospodaření v roce 2022 znamenal dosažení velmi dobrých hodnot u většiny ukazatelů. Podnik využívá minimum cizího kapitálu a je tedy z velké části soběstačný. Výsledky Altmanova Z-skóre a Index IN05 považují vybraný podnik za finančně zdraví.

Před samotným oceněním podniku se nejdříve musel vypracovat finanční plán, který byl stanoven na následující 3 roky. Aby však mohl být vypracován muselo prvně dojít k rozdělení aktiva na provozně potřebná a nepotřebná. Za nepotřebná byla považován dlouhodobý finanční majetek, nedokončený dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek a část

peněžních prostředků. Následně ještě museli být stanoveny generátory hodnoty. Za tyto generátory byli považovány tržby, zisková marže, upravený pracovní kapitál a dlouhodobý majetek. Z výsledků vychází právě finanční plán.

Nezbytnou součástí byl výpočet diskontní míry, která byla stanovena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál. Náklady na cizí kapitál má podnik na nulové hodnotě, protože žádný nevyužívá. Náklady na vlastní kapitál byli vypočítány za použití modelu CAPM a stavebnicovým modelem, ale byli uvažováni i na úrovni průměrné rentability odvětví. Po zprůměrování vycházeli WACC na úrovni 6,63 %. Dále bylo stanoveno tempo růstu na úrovni 4,87 %.

V závěru proběhly výpočty jednotlivými výpočetními metodami, přičemž výsledky metodou DCF Entity a EVA jsou totožné, a to 7 669 691 tis. Kč. Hodnota podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů, která pouze analyzuje minulost a nebere v úvahu budoucí vývoj vyšla 174 850 tis. Kč. Za výslednou hodnotu k 1.1.2023 byla považována hodnota dosaženou metodou DCF Entity a EVA, protože je pro podnik více rozhodující budoucnost než minulost. Na závěr byla provedena citlivostní analýza, zkoumající odlišnost výsledků na základě změny diskontní míry a tempa růstu, přičemž byli zjištěni velké změny při změně zmíněných parametrů o procentní bod.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BRABENEC, Tomáš. *Finanční analýza obchodních korporací*. Jesenice: Ekopress, [2022]. ISBN 978-80-87865-85-9.

Czech Republic: Gross domestic product (GDP) in current prices from 2008 to 2028. In: *Statista* [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/369865/gross-domestic-product-gdp-in-czech-republic/>

ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. Prosperita firmy. Praha: Grada Publishing, 2018. ISBN 9788027101948.

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley, 230 s. Little book big profits. ISBN 9781118004777.

DAMODARAN, Aswath. Data: *Archives* [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita, interakce*. Čtvrté vydání. Osnice: Ekopress, 2021. ISBN 978-80-87865-71-2.

DVOŘÁČEK, Jiří a SLUNČÍK, Peter. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. Beckova edice ekonomie. V Praze: C.H. Beck, 2012. ISBN 9788074002243.

Finanční analýza podnikové sféry za rok 2019. In: *MPO* [online]. 2019 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/2023/4/FA2019.pdf>

GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. 2., rozšířené vydání. Investice. Praha: Grada Publishing, 2021. ISBN 978-80-271-3122-8.

HANZELKOVÁ, Alena; KEŘKOVSKÝ, Miloslav a VYKYPĚL, Oldřich. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 3. přepracované vydání. C.H. Beck pro praxi. V Praze: C.H. Beck, 2017. ISBN 9788074006371.

Inflace - 2024, míra inflace a její vývoj v ČR. In: *Kurzy* [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/>

Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB? In: ČNB [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-dvoutydenni-repo-sazba-CNB/>

JAKUBEC, Miroslav a KARDOŠ, Peter. *Riadenie hodnoty podniku. Ekonómia*. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 9788081684609.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Marketing v cestovním ruchu: jak uspět v domácí i světové konkurenci*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. ISBN 9788024742090.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar a JANEČEK, Petr. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 3. přepracované a rozšířené vydání. Expert. Praha: Grada Publishing, 2023. ISBN 978-80-271-3722-0.

KALOUDA, František. *Finanční řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2019. ISBN 9788073807566.

KALOUDA, František. *Finanční a cost-benefit analýza podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2019. ISBN 978-80-7380-778-8.

KAŠÍK, Milan a HAVLÍČEK, Karel. *Marketing při utváření podnikové strategie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2012. ISBN 9788074080609.

KINGSNORTH, Simon. *Digital marketing strategy: an integrated approach to online marketing*. Third edition. London: Kogan Page, 2022. ISBN 978-1-3986-0599-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. C.H. Beck pro praxi. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 8071795291.

KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ, Drahomíra; REMEŠ, Daniel a ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Prosperita firmy. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 9788027105632.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc a WESSELS, David. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Seventh edition. Wiley finance series. Hoboken, New Jersey: Wiley, [2020]. ISBN 978-1-119-61088-5.

KOTULIČ, Rastislav; KIRÁLY, Péter a RAJČÁNIOVÁ, Miroslava. *Finančná analýza podniku*. Tretie, prepracované a doplnené vydanie. Ekonómia. Bratislava: Wolters Kluwer, 2018. ISBN 9788081688881.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Prosperita firmy. Praha: Grada, 2009. ISBN 9788024728650.

KUBÍČKOVÁ, Dana a JINDŘICHOVSKÁ, Irena. *Finanční analýza ve finančním řízení*. Educopress. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2022. ISBN 978-80-7408-231-3.

MAGRETTA, Joan. *Understanding Michael Porter: The Essential Guide to Competition and Strategy*. Boston, Mass: Harvard Business Review Press, 2012. ISBN 9781422160596.

MAJDÚCHOVÁ, Helena a NEUMANNOVÁ, Anna. *Podnik a podnikanie*. Druhé prepracované a doplnené vydanie. Economics. Bratislava: Sprint 2, 2014. ISBN 9788089710041.

Makroekonomická predikce - leden 2024. In: *MFČR* [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/rozpocetova-politika/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2024/makroekonomicka-predikce-leden-2024-54583>

MARINIČ, Pavel. *Hodnotový management ve finančním řízení: hodnota versus finance*. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 9788074784057.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 9788087865385.

MASSARI, Mario; GIANFRATE, Gianfranco a ZANETTI, Laura. *Corporate valuation: measuring the value of companies in turbulent times*. Wiley finance series. Hoboken: Wiley, 2016. ISBN 9781119003335.

Metodika výpočtu. In: *MPO* [online]. 2016 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>

Nezaměstnanost v ČR, vývoj, rok 2024. In: *Kurzy* [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/makroekonomika/nezamestnanost/>

ODBOR KOMUNIKACE MO. Výdaje na obranu přesáhnou hranici dvou procent HDP. In: *Army* [online]. 2023 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://mocr.army.cz/informacni-servis/zpravodajstvi/vydaje-na-obranu-poprve-presahnou-hranici-dvou-procent-hdp-246635/>

Panorama zpracovatelského průmyslu ČR. In: *MPO* [online]. 2022 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>

PINTO, Jerald E.; HENRY, Elaine; ROBINSON, Thomas R.; STOWE, John D. a WILCOX, Stephen E. *Equity asset valuation*. Third edition. CFA institute investment series. Hoboken: Wiley, [2015]. ISBN 9781119104261.

Prognóza ČNB – zima 2024. In: *ČNB* [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Finanční řízení. Praha: Grada Publishing, 2019. ISBN 9788027120284.

ŠAFROVÁ DRÁŠILOVÁ, Alena. *Základy úspěšného podnikání: průvodce začínajícího podnikatele*. Praha: Grada, 2019. ISBN 978-80-271-2182-3.

Úrokové sazby na finančním trhu: Výnos 10R českého státního dluhopisu, Míra v %, Procenta, Měsíční. In: *Kurzy* [online]. 2024 [cit. 2024-04-14]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/MIRFMSD10XRATPECM/>

VÁCHAL, Jan a VOCHOZKA, Marek. *Podnikové řízení*. Finanční řízení. Praha: Grada, 2013. ISBN 9788024746425.

VOCHOZKA, Marek a MULAČ, Petr. *Podniková ekonomika*. Finanční řízení. Praha: Grada, 2012. ISBN 9788024743721.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vydání. Finance. Praha: Grada Publishing, 2020. ISBN 9788027117017.

Výroční zpráva společnosti 2019

Výroční zpráva společnosti 2020

Výroční zpráva společnosti 2021

Výroční zpráva společnosti 2022

ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. Právní praxe. V Praze: C.H. Beck, 2016. ISBN 9788074006234.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CK	Cizí kapitál
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DCF	Discounted cash flow (Diskontované cash flow)
EVA	Economic value added (Ekonomická přidaná hodnota)
HDP	Hrubý domácí produkt
IVS	International value standards (Mezinárodní oceňovací standardy)
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
ROA	Rentability of assets (Rentabilita aktiv)
ROE	Return on ekvity (Rentabilita vlastního kapitálu)
ROCE	Return on capital employed (Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu)
ROS	Return on sales (Rentabilita tržeb)
UAV	Unmanned aerial vehicle (Bezpilotní letoun)
VK	Vlastní kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 – Prostředí firmy (Jakubíková, 2012).....	23
Obrázek 2 – Porterův model konkurenčního prostředí (Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl, 2017).....	25
Obrázek 3 - SWOT analýza (Jakubíková a Janeček, 2023).....	27
Obrázek 4 - Výpočet FCF (Mařík, 2018)	35
Obrázek 5 - Závěrečné kroky pro výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Mařík, 2018).....	37

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 - Podíl podniku na relevantním trhu (vlastní zpracování, zdroj: mpo.cz)	52
Tabulka 2 – Vývoj a predikce relevantního trhu (vlastní zpracování, zdroj: statista.com, mpo.cz)	53
Tabulka 3 – Závislost tržeb společnosti na HDP (vlastní zpracování, zdroj: statista.com)	55
Tabulka 4 – Závislost tržeb společnosti na celkových výdajích na obranu (vlastní zpracování, zdroj: army.cz)	55
Tabulka 5 - SWOT analýza (vlastní zpracování).....	56
Tabulka 6 - Výpočet ČPK (vlastní zpracování).....	63
Tabulka 7 - Výpočet ukazatelů rentability (vlastní zpracování).....	64
Tabulka 8 - Výpočet ukazatelů zadluženosti (vlastní zpracování)	65
Tabulka 9 - Výpočet ukazatelů likvidity (vlastní zpracování).....	66
Tabulka 10 - Výpočet ukazatelů aktivity (vlastní zpracování)	67
Tabulka 11 - výpočet Z-skóre (vlastní zpracování)	68
Tabulka 12 - výpočet Indexu IN05 (vlastní zpracování)	69
Tabulka 13 – Provozně nepotřebný dlouhodobý finanční majetek (vlastní zpracování)	70
Tabulka 14 – Provozně nepotřebný nedokončený DNM a DHM (vlastní zpracování).....	70
Tabulka 15 – Provozně potřebné peněžní prostředky (vlastní zpracování).....	71
Tabulka 16 – Výpočet neúročeného cizího kapitálu (vlastní zpracování).....	71
Tabulka 17 – Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování)	72
Tabulka 18 – Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (vlastní zpracování)	72
Tabulka 19 – Predikce vývoje tržeb (vlastní zpracování).....	73
Tabulka 20 – Vývoj provozní ziskové marže (vlastní zpracování)	74
Tabulka 21 – Predikce provozní ziskové marže (vlastní zpracování)	74
Tabulka 22 – Vývoj a predikce dob obrátů (vlastní zpracování).....	75
Tabulka 23 – Upravený provozně potřebný pracovní kapitál (vlastní zpracování).....	75
Tabulka 24 – Predikce provozně potřebného pracovního kapitálu (vlastní zpracování).....	75
Tabulka 25 – Dlouhodobý majetek, odpisy a investice do DM (vlastní zpracování).....	76
Tabulka 26 – Predikce investic na základě investičního zatížení (vlastní zpracování)	76
Tabulka 27 – Odhad investic dle plánů společnosti (vlastní zpracování).....	77
Tabulka 28 – Investice do na výstavbu (vlastní zpracování).....	77
Tabulka 29 – Investice do hmotných movitých věcí (vlastní zpracování)	78
Tabulka 30 – Investice do dlouhodobého nehmotného majetku (vlastní zpracování)	78
Tabulka 31 – Investice do pozemků (vlastní zpracování)	78
Tabulka 32 – Výpočet Beta zadlužené (vlastní zpracování).....	82

Tabulka 33 – Výpočet nákladů na vlastní kapitál modelem CAPM (vlastní zpracování)...	82
Tabulka 34 – Stavebnicový model – náklady na vlastní kapitál (vlastní zpracování).....	83
Tabulka 35 – Výpočet průměrných nákladů na VK (vlastní zpracování)	84
Tabulka 36 – Výpočet WACC (vlastní zpracování)	84
Tabulka 37 – Výpočet průměrného tempa růstu (vlastní zpracování).....	85
Tabulka 38 – Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování)	85
Tabulka 39 – Výpočet současné hodnoty 1. fáze (vlastní zpracování).....	86
Tabulka 40 – Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF Entity (vlastní zpracování)	87
Tabulka 41 – Výpočet současné hodnoty 1. fáze (vlastní zpracování)	88
Tabulka 42 – Výpočet současné hodnoty pokračující hodnoty (vlastní zpracování)	88
Tabulka 43 – Výpočet výsledné hodnoty za pomoci metody EVA (vlastní zpracování)....	89
Tabulka 44 – Výpočet výsledku hospodaření o inflaci (vlastní zpracování).....	89
Tabulka 45 – Výpočet hodnoty podniku metodou čistých kapitalizovaných výnosů (vlastní zpracování).....	90
Tabulka 46 – Porovnání jednotlivých výsledků ohodnocení společnosti (vlastní zpracování)	91
Tabulka 47 - Citlivostní analýza (vlastní zpracování)	91

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha

Příloha P II: Výkaz zisků a ztrát

Příloha P III: Horizontální a vertikální analýza rozvahy

Příloha P IV: Horizontální a vertikální analýza výkazu zisků a ztrát

Příloha P V: Plánovaná rozvaha

Příloha P VI: Plánovaný výkaz zisků a ztrát

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA

	2019	2020	2021	2022
Aktiva	52 105	50 510	84 730	157 868
Stálá aktiva	32 906	30 231	32 378	36 256
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 977	1 334	2 077	4 263
Nehmotné výsledky vývoje	556	298	42	1 177
Ocenitelná práva	1 421	1 036	889	143
Software	337	202	186	44
Ostatní ocenitelná práva	1 084	834	703	99
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM	0	0	1 146	2 943
Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	0	65
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	1 146	2 878
Dlouhodobý hmotný majetek	30 885	28 897	30 301	31 893
Pozemky a stavby	26 317	25 969	26 535	26 679
Pozemky	16 522	16 522	16 852	17 352
Stavby	9 795	9 447	9 683	9 327
Hmotné movité věci a jejich soubory	4 568	2 928	3 766	5 050
Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	0	0	0	164
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	164
Dlouhodobý finanční majetek	44	0	0	100
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	44	0	0	100
OA	19 140	20 222	52 343	121 612
Zásoby	13 726	13 518	19 570	48 418
Materiál	2 029	1 123	5 348	15 336
Nedokončená výroba a polotovary	4 519	8 367	11 826	14 076
Výrobky a zboží	7 178	4 028	2 396	1 928
Výrobky	7 178	4 028	2 057	1 807
Zboží	0	0	339	121
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	17 078
Pohledávky	3 048	5 983	4 605	10 116
Dlouhodobé pohledávky	123	123	124	123
Pohledávky - ostatní	123	123	124	123
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	123	123	124	123
Kr. pohledávky	2 925	5 860	4 481	9 993
Pohledávky z obchodních vztahů	103	4 318	4	45
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	2 495	898	0	0

Pohledávky - ostatní	327	644	4 477	9 948
Stát - daňové pohledávky	138	432	289	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	182	180	180	319
Dohadné účty aktivní	0	0	3 977	0
Jiné pohledávky	7	32	31	9 629
Peněžní prostředky	2 366	721	28 168	63 078
Peněžní prostředky na účtech	2 366	721	28 168	63 078
Časové rozlišení aktiv	59	57	9	0
Náklady příštích období	59	57	9	0

	2019	2020	2021	2022
Pasiva	52 105	50 510	84 730	157 868
Vlastní kapitál	31 317	21 837	84 409	146 654
Základní kapitál	4 345	4 345	4 709	4 709
Ážio a kapitálové fondy	68 611	68 566	158 878	159 269
Ážio	69 107	69 107	159 269	159 269
Kapitálové fondy	-496	-541	-391	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	-496	-541	-391	0
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	-17 673	-41 639	-51 224	-79 177
Nerozdělený zisk a neuhrazená ztráta minulých let	-17 673	-41 639	-51 224	-79 177
Výsledek hospodaření běžné účetního období	-23 966	-9 435	-27 954	61 853
Cizí zdroje	20 788	28 673	321	11 214
Rezervy	40	97	82	885
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	767
Ostatní rezervy	40	97	82	118
Závazky	20 748	28 576	239	10 329
Krátkodobé závazky	20 748	28 576	239	10 329
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	3 385
Závazky z obchodních vztahů	0	1	0	8
Závazky - podstatný vliv	20 514	28 391	0	0
Závazky - ostatní	234	184	239	6 936
Stát - daňové závazky a dotace	0	0	0	6 588
Dohadné účty pasivní	234	184	239	348

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT

	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1 354	22 808	13 252	145 480
Tržby za prodej zboží	2	3 225	12	0
Výkonová spotřeba	14 686	20 294	31 210	73 011
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	2 641	0	0
Spotřeba materiálu a energie	5 355	9 245	14 495	56 453
Služby	9 331	8 408	16 715	16 558
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-707	-697	-1489	-2 000
Aktivace (-)	0	-47	0	0
Osobní náklady	8 320	8 940	9 857	15 430
Mzdové náklady	6 355	7 005	7 547	11 861
Náklady na soc. a zdr. zabezpečení a ostatní náklady	1 965	1 935	2 310	3 569
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 939	1 906	2 274	3 449
Ostatní náklady	26	29	36	120
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 507	3 774	4 368	767
Úpravy hodnot DN a DH majetku	2 507	2 877	2 692	3 341
Úpravy hodnot DN a DH majetku - trvalé	2 507	2 877	2 692	3 341
Úpravy hodnot pohledávek	0	897	1 676	-2 574
Ostatní provozní výnosy	383	4	4 502	7 765
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0	0	521	7 486
Tržby z prodaného materiálu	169	0	0	0
Jiné provozní výnosy	214	4	3 981	279
Ostatní provozní náklady	382	757	1 300	3 676
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	69	170
Prodaný materiál	35	0	398	0
Daně a poplatky z provozní činnosti	25	405	305	181
Rezervy v prov. oblasti a kompl. náklady příš. období	-52	56	-15	36
Jiné provozní náklady	374	296	543	3 289
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	-23 449	-6 984	-27 480	62 361
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0	0	0	36
Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	36
Náklady vynaložené na prodané podíly	0	0	0	291

Výnosové úroky a podobné výnosy	42	0	0	1 443
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	42	0	0	1 443
Nákladové úroky a podobné náklady	514	1 578	659	0
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	514	1 578	659	0
Ostatní finanční výnosy	169	250	757	341
Ostatní finanční náklady	214	1 123	572	1 270
Finanční výsledek hospodaření	-517	-2 451	-474	259
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-23 966	-9 435	-27 954	62 620
Daň z příjmů	0	0	0	767
Daň z příjmů splatní	0	0	0	767
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-23 966	-9 435	-27 954	61 853
Čistý obrat za účetní období	1 950	26 287	15 823	155 065

PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

	2019	2020	2021	2022	2019/2020	2020/2021	2021/2022
Aktiva	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	-3,06 %	67,75 %	86,32 %
Stálá aktiva	63,15 %	59,85 %	38,21 %	22,97 %	-8,13 %	7,10 %	11,98 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	3,79 %	2,64 %	2,45 %	2,70 %	-32,52 %	55,70 %	105,25 %
Nehmotné výsledky vývoje	1,07 %	0,59 %	0,05 %	0,75 %	-46,40 %	-85,91 %	2 702,38 %
Ocenitelná práva	2,73 %	2,05 %	1,05 %	0,09 %	-27,09 %	-14,19 %	-83,91 %
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM	0,00 %	0,00 %	1,35 %	1,86 %	0,00 %	0,00 %	156,81 %
Dlouhodobý hmotný majetek	59,27 %	57,21 %	35,76 %	20,20 %	-6,44 %	4,86 %	5,25 %
Pozemky a stavby	50,51 %	51,41 %	31,32 %	16,90 %	-1,32 %	2,18 %	0,54 %
Hmotné movité věci a jejich soubory	8,77 %	5,80 %	4,44 %	3,20 %	-35,90 %	28,62 %	34,09 %
Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,10 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dlouhodobý finanční majetek	0,08 %	0,00 %	0,00 %	0,06 %	-100,00 %	0,00 %	0,00 %
OA	36,73 %	40,04 %	61,78 %	77,03 %	5,65 %	158,84 %	132,34 %
Zásoby	26,34 %	26,76 %	23,10 %	30,67 %	-1,52 %	44,77 %	147,41 %
Materiál	3,89 %	2,22 %	6,31 %	9,71 %	-44,65 %	376,22 %	186,76 %
Nedokončená výroba a polotovary	8,67 %	16,57 %	13,96 %	8,92 %	85,15 %	41,34 %	19,03 %
Výrobky a zboží	13,78 %	7,97 %	2,83 %	1,22 %	-43,88 %	-40,52 %	-19,53 %
Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00 %	0,00 %	0,00 %	10,82 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Pohledávky	5,85 %	11,85 %	5,43 %	6,41 %	96,29 %	-23,03 %	119,67 %
Dlouhodobé pohledávky	0,24 %	0,24 %	0,15 %	0,08 %	0,00 %	0,81 %	-0,81 %
Kr. pohledávky	5,61 %	11,60 %	5,29 %	6,33 %	100,34 %	-23,53 %	123,01 %
Peněžní prostředky	4,54 %	1,43 %	33,24 %	39,96 %	-69,53 %	3 806,80 %	123,93 %
Časové rozlišení aktiv	0,11 %	0,11 %	0,01 %	0,00 %	-3,39 %	-84,21 %	-100,00 %

	2019	2020	2021	2022	2019/2020	2020/2021	2021/2022
Pasiva	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	-3,06 %	67,75 %	86,32 %
Vlastní kapitál	60,10 %	43,23 %	99,62 %	92,90 %	-30,27 %	286,54 %	73,74 %
Základní kapitál	8,34 %	8,60 %	5,56 %	2,98 %	0,00 %	8,38 %	0,00 %
Ážio a kapitálové fondy	131,68 %	135,75 %	187,51 %	100,89 %	-0,07 %	131,72 %	0,25 %
Ážio	132,63 %	136,82 %	187,97 %	100,89 %	0,00 %	130,47 %	0,00 %
Kapitálové fondy	-0,95 %	-1,07 %	-0,46 %	0,00 %	-9,07 %	27,73 %	100,00 %
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	-33,92 %	-82,44 %	-60,46 %	-50,15 %	-135,61 %	-23,02 %	-54,57 %
Výsledek hospodaření běžné účetního období (+/-)	-46,00 %	-18,68 %	-32,99 %	39,18 %	60,63 %	-196,28 %	321,27 %
Cizí zdroje	39,90 %	56,77 %	0,38 %	7,10 %	37,93 %	-98,88 %	3 393,46 %
Rezervy	0,08 %	0,19 %	0,10 %	0,56 %	142,50 %	-15,46 %	979,27 %
Závazky	39,82 %	56,57 %	0,28 %	6,54 %	37,73 %	-99,16 %	4 221,76 %
Krátkodobé závazky	39,82 %	56,57 %	0,28 %	6,54 %	37,73 %	-99,16 %	4 221,76 %
Krátkodobé přijaté zálohy	0,00 %	0,00 %	0,00 %	2,14 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Závazky z obchodních vztahů	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,01 %	0,00 %	-100,00 %	0,00 %
Závazky - podstatný vliv	39,37 %	56,21 %	0,00 %	0,00 %	38,40 %	-100,00 %	0,00 %
Závazky - ostatní	0,45 %	0,36 %	0,28 %	4,39 %	-21,37 %	29,89 %	2 802,09 %

PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT

	2019	2020	2021	2022	2019/2020	2020/2021	2021/2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	69,44 %	86,77 %	71,54 %	93,84 %	1 584,49 %	-41,90 %	997,80 %
Tržby za prodej zboží	0,10 %	12,27 %	0,06 %	0,00 %	161 150,00 %	-99,63 %	-100,00 %
Ostatní provozní výnosy	19,64 %	0,02 %	24,30 %	5,01 %	-98,96 %	112 450,00 %	72,48 %
Výnosové úroky a podobné výnosy	2,15 %	0,00 %	0,00 %	0,93 %	-100,00 %	0,00 %	0,00 %
Ostatní finanční výnosy	8,67 %	0,95 %	4,09 %	0,22 %	47,93 %	202,80 %	-54,95 %
Výnosy	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	1 248,05 %	-29,54 %	736,95 %

	2019	2020	2021	2022	2019/2020	2020/2021	2021/2022
Výkonová spotřeba	56,67 %	56,81 %	67,15 %	78,57 %	38,19 %	53,79 %	133,93 %
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-2,73 %	-1,95 %	-3,20 %	-2,15 %	-1,41 %	113,63 %	34,32 %
Aktivace (-)	0,00 %	-0,13 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	-100,00 %	0,00 %
Osobní náklady	32,10 %	25,03 %	21,21 %	16,61 %	7,45 %	10,26 %	56,54 %
Úpravy hodnot v provozní oblasti	9,67 %	10,56 %	9,40 %	0,83 %	50,54 %	15,74 %	-82,44 %
Ostatní provozní náklady	1,47 %	2,12 %	2,80 %	3,96 %	98,17 %	71,73 %	182,77 %
Nákladové úroky a podobné náklady	1,98 %	4,42 %	1,42 %	0,00 %	207,00 %	-58,24 %	-100,00 %
Ostatní finanční náklady	0,83 %	3,14 %	1,23 %	1,37 %	424,77 %	-49,07 %	122,03 %
Daň z příjmů	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,83 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Náklady	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	37,84 %	30,11 %	99,93 %

PŘÍLOHA P V: PLÁNOVANÁ ROZVAHA

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Aktiva	52 105	50 510	84 730	157 868	266 708	398 277	475 902
Stálá aktiva	32 906	30 231	32 378	36 256	39 311	186 565	297 717
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 977	1 334	2 077	4 263	7 472	11 721	13 868
Nehmotné výsledky vývoje	556	298	42	1 177	3 677	6 177	8 677
Ocenitelná práva	1 421	1 036	889	143	643	1 143	1 643
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokončený DNM	0	0	1 146	2 943	3 152	4 401	3 548
Dlouhodobý hmotný majetek	30 885	28 897	30 301	31 893	31 729	174 729	283 729
Pozemky a stavby	26 317	25 969	26 535	26 679	26 679	149 679	221 679
Hmotné movité věci a jejich soubory	4 568	2 928	3 766	5 050	5 050	25 050	62 050
Poskytnuté zálohy na DHM a nedokončený DHM	0	0	0	164	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	44	0	0	100	110	115	120
OA	19 140	20 222	52 343	121 612	227 397	211 712	178 185
Zásoby	13 726	13 518	19 570	48 418	89 176	146 159	136 155
Pohledávky	3 048	5 983	4 605	10 116	18 165	30 136	29 599
Peněžní prostředky				63 078	120 056	35 417	12 432
Peněžní prostředky provozně nepotřebné				59 979	113 864	23 663	0
Peněžní prostředky provozně potřebné	2 366	721	28 168	3 099	6 193	11 753	12 432
Časové rozlišení aktiv	59	57	9	0	0	0	0

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Pasiva	52 105	50 510	84 730	157 868	266 708	398 277	475 902
Vlastní kapitál	31 317	21 837	84 409	146 654	245 155	358 185	433 164
Základní kapitál	4 345	4 345	4 709	4 709	4 709	4 709	4 709
Ážio a kapitálové fondy	68 611	68 566	158 878	159 269	159 810	160 609	161 370
Ážio	69 107	69 107	159 269	159 269	159 810	160 609	161 370
Kapitálové fondy	-496	-541	-391	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	-17 673	-41 639	-51 224	-79 177	-17 324	15 636	99 949
Výsledek hospodaření běžné účetního období (+/-)	-23 966	-9 435	-27 954	61 853	97 960	177 231	167 136
Cizí zdroje	20 788	28 673	321	11 214	21 554	40 092	42 738
Rezervy	40	97	82	885	911	915	1 300
Závazky	20 748	28 576	239	10 329	20 643	39 177	41 438
Krátkodobé závazky	20 748	28 576	239	10 329	20 643	39 177	41 438
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0	0

PŘÍLOHA P VI: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT

(v tisících Kč)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby z prodeje výrobků a služeb	1 354	22 808	13 252	145 480	282 174	514 961	505 785
Tržby za prodej zboží	2	3 225	12	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	14 686	20 294	31 210	73 011	141 087	257 480	252 892
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-707	-697	-1 489	-2 000	-2 135	-2 465	-2 248
Aktivace (-)	0	-47	0	0	0	0	0
Osobní náklady	8 320	8 940	9 857	15 430	29 928	54 618	53 645
Úpravy hodnot v provozní oblasti	2 507	3 774	4 368	767	801	1 511	9 885
Úpravy hodnot DN a DH majetku	2 507	2 877	2 692	3 341	3 341	4 061	12 442
Úpravy hodnot pohledávek	0	897	1 676	-2 574	-2 540	-2 550	-2 557
Ostatní provozní výnosy	383	4	4 502	7 765	15 061	27 486	26 996
Ostatní provozní náklady	382	757	1 300	3 676	7 130	13 012	12 780
Provozní výsledek hospodaření (+/-)	-23 449	-6 984	-27 480	62 361	120 424	218 290	205 827
Výnosové úroky a podobné výnosy	42	0	0	1 443	1 443	1 443	1 443
Nákladové úroky a podobné náklady	514	1 578	659	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	169	250	757	341	341	341	341
Ostatní finanční náklady	214	1 123	572	1 270	1 270	1 270	1 270
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	-517	-2 451	-474	259	514	514	514
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-23 966	-9 435	-27 954	62 620	120 938	218 804	206 341
Daň z příjmů	0	0	0	767	22 978	41 573	39 205
Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-23 966	-9 435	-27 954	61 853	97 960	177 231	167 136