

Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku v odvětví inženýrského stavitelství

Bc. Veronika Dudová

Diplomová práce
2012



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Veronika DUDOVÁ**
Osobní číslo: **M100598**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku v
odvětví inženýrského stavitelství**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerže charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku.

II. Praktická část

- Proveďte strategickou a finanční analýzu vybrané společnosti.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu sestavte finanční plán společnosti.
- Pomocí vybraných metod oceňování stanovte hodnotu společnosti.

Závěr



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

Seznam odborné literatury:

- DLUHOŠOVÁ, Dana et al. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 2. rozšířené vydání Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- MARÍK, Miloš et al. Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vydání Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MARÍK, Miloš a Pavla MARÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vydání Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vydání Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha: LINDE Nakladatelství s. r. o., 2005. ISBN 80-86131-63-7.

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: 18. června 2012

Termín odevzdání diplomové práce: 13. srpna 2012

Ve Zlíně dne 18. června 2012

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

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

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

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

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce sdělování nechráněné k obhajobě musí být již nejpozději pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlédnutí veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracovních vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce požičovat na své náklady výtisk, opisy nebo rozmnožiny.

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

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

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

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

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla nárok na licenci bez výhrady, nelze se jeho užití domáhat nabrzením obyčejného práva, jehož nárok je v rozsahu ustanovení § 35 odst. 3 tohoto zákona.

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

Prohlašuji, že:

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

Ve Zlíně 10.8.2012

Kerola Jura

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

(2) Nemá-li gestodno jnak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školního či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školní či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z vyjádřila jen současně v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložil, a to podle okolností až do jejich skutečné výše. Příspěvek se přičítá k výše vyjádřila současně školou nebo školním či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá problematikou oceňování podniku. Teoretická část poskytuje čtenáři definice základních pojmů z oblasti oceňování, přehled metod a postupů užívaných při oceňování podniku a tvoří tak východisko pro praktickou část práce. Ta je věnována stanovení hodnoty konkrétního podniku s pomocí vybraných metod oceňování, kterému předchází finanční a strategická analýza.

Klíčová slova: oceňování, podnik, hodnota, metody oceňování, DCF, EVA, finanční analýza, strategická analýza.

ABSTRACT

This diploma thesis deals with the issue of company valuation. The theoretical part provides the reader with definition of basic terms from the field of valuation, overview of the methods and procedures used within company valuation and forms the basis for practical part of this work. That one is devoted to determining the value of a particular company using selected valuation methods which is preceded by the financial and strategic analysis.

Keywords: valuation, company, value, valuation methods, DCF, EVA, financial analysis, strategic analysis.

Děkuji paní prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za cenné připomínky a odbornou pomoc, kterou přispěla k vypracování této diplomové práce.

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

OBSAH

ÚVOD	10	
I	TEORETICKÁ ČÁST	12
1	TEORETICKÝ ZÁKLAD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1	PODSTATA PODNIKU	13
1.2	HODNOTA PODNIKU A JEJÍ HLAVNÍ KATEGORIE	14
1.2.1	Tržní hodnota	15
1.2.2	Subjektivní (investiční) hodnota	16
1.2.3	Objektivizovaná hodnota	17
1.2.4	Kolínská škola	18
2	METODY UŽÍVANÉ PRO OCENĚNÍ PODNIKU	19
2.1	PŘEHLED UŽÍVANÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ	19
2.2	VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ	20
2.2.1	Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).....	20
2.2.2	Metoda kapitalizovaných zisků	24
2.2.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	25
2.3	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE MAJETKU	28
2.4	OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU	30
3	ANALÝZA VSTUPNÍCH DAT	31
3.1	ZDROJE A SBĚR DAT.....	31
3.2	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	31
3.3	FINANČNÍ ANALÝZA	33
3.3.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	34
3.3.2	Analýza poměrových ukazatelů	35
3.4	FINANČNÍ PLÁN	42
II	PRAKTICKÁ ČÁST	44
4	CHARAKTERISTIKA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI A JEJÍ ANALÝZA	45
4.1	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	45
4.2	FINANČNÍ ANALÝZA	47
4.2.1	Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů	47
4.2.2	Analýza poměrových ukazatelů	52
4.2.3	Souhrnné ukazatele hodnocení výkonnosti	57
4.3	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	60
4.3.1	Analýza makroprostředí	60
4.3.2	Analýza mikroprostředí.....	65
4.3.3	SWOT analýza	67
5	PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.	69

5.1	ÚČETNÍ HODNOTA VLASTNÍHO KAPITÁLU	69
5.2	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	70
5.3	METODA DCF EQUITY.....	74
5.4	KOMPARACE A SHRNUÍ VÝSLEDKŮ APLIKOVANÝCH METOD	76
ZÁVĚR		78
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....		80
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK		82
SEZNAM OBRÁZKŮ		86
SEZNAM TABULEK.....		87
SEZNAM PŘÍLOH.....		88

ÚVOD

Oceňování podniku tvoří velmi rozsáhlou a důležitou oblast finančního řízení, jejíž význam v České republice vzrostl zejména díky transformaci ekonomiky a vzniku a rozvoji kapitálového trhu v zemi.

Ocenění vyžaduje získání co nejvíce relevantních dat o oceňované společnosti, ale také informací o prostředí, ve kterém tato společnost působí. Nezbytnou součástí je rovněž provedení finanční a strategické analýzy, jejichž závěry slouží jako východisko pro zhodnocení postavení společnosti a predikci jejího budoucího fungování. Výsledkem procesu ocenění je stanovení hodnoty podniku, přičemž jeho vypovídací schopnost závisí především na rozsahu a kvalitě vstupních informací. Oceněním se přitom nemusí nutně zabývat pouze nezávislí odborníci, ale i samotný management podniku. Stanovení hodnoty podniku totiž vedle určení ceny k prodeji, fúzi aj. slouží také ke zhodnocení úspěšnosti managementu a celkového hospodaření firmy a může být základem pro dlouhodobá strategická rozhodnutí.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty vybraného podniku v odvětví inženýrského stavitelství k 31. prosinci 2011. Společnost si nepřála být jmenována a z tohoto důvodu je pro účely práce uváděna pod názvem XY, s. r. o.

Práce je rozdělena do pěti kapitol. První kapitola tvoří teoretický základ pro oceňování podniku, je zde vymezen pojem podniku a popsány hlavní kategorie hodnoty podniku.

Druhá kapitola poskytuje přehled užívaných metod oceňování rozdělených do tří základních skupin, a to na výnosové, majetkové a tržní metody. Jednotlivé metody jsou dále podrobněji charakterizovány, přičemž je uveden i postup výpočtu každé z nich. Důraz je kladen zejména na výnosové a majetkové metody vzhledem k jejich využití v praktické části práce.

Třetí kapitola se zabývá činnostmi, které je nutno učinit před samotným oceněním. Je zde nastíněn postup ocenění, uveden teoretický základ pro provedení strategické a finanční analýzy a rovněž zmíněn význam finančního plánu.

Čtvrtá kapitola představuje analýzu oceňované společnosti. Vedle základních informací o podniku obsahuje komentáře k výsledkům finanční analýzy, dále je provedena strategická analýza doplněná o SWOT analýzu.

Poslední kapitola je věnována samotnému ocenění, přičemž jako metody byly vybrány metoda diskontovaných peněžních toků, účetní hodnota vlastního kapitálu a metoda kapitalizovaných zisků. Výsledky uvedených metod jsou posléze srovnány a zhodnoceny.

Závěr diplomové práce poskytuje shrnutí významných informací a výsledků, kterých bylo v průběhu zpracování tématu dosaženo.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORETICKÝ ZÁKLAD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování stejně jako každá jiná činnost v podniku se provádí z určitého důvodu. Těchto důvodů existuje celá řada, přičemž mezi nejčastější patří například prodej resp. nákup podniku, rozdělení, fúze, emise akcií, uvedení podniku na kapitálový trh, vklad do společnosti, rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, zhodnocení výsledků práce podnikového managementu atd. Důležité je přitom pochopit, že cílem oceňování je nalézt hodnotu podniku, nikoli jeho cenu. Cena je částka, při které dochází ke směně, neboť se na této částce kupující a prodávající dohodli. Je tedy ovlivněna vývojem na trhu a v ekonomice, psychologickými a jinými faktory. Oproti tomu hodnota podniku vychází ze současných a budoucích výsledků hospodaření podniku a těmito faktory tak ovlivněna není. Je závislá nejen na účelu ocenění, ale také na zvolené metodě a samotném oceňovateli.

Cílem této kapitoly je proto objasnit základní pojmy užívané v rámci problematiky oceňování společnosti. Nejprve je vysvětlen pojem „podnik“ z hlediska různých definic, poté jsou představeny hlavní kategorie hodnoty podniku a závěr kapitoly tvoří popis základních metod užívaných pro ocenění podniku.

1.1 Podstata podniku

V podmínkách České republiky je tento pojem definován § 5 Obchodního zákoníku:

„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. Podnik je věc hromadná.“

Literatura však nabízí celou řadu definic tohoto pojmu. Jednak jej můžeme chápat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují jen velmi málo účinné trhy, přičemž toto vymezení hraje klíčovou roli při stanovení hodnoty podniku (Mařík et al., 2011, s. 15).

Jiný zdroj charakterizuje podnik jakožto soubor hmotných i nehmotných složek podnikání. Podnik tvoří věci, majetková práva, nehmotná práva (obchodní jméno, pověst a postavení na trhu, know-how apod.) a osobní složky (struktura a kvalifikace zaměstnanců), které patří podnikateli a slouží k provozování jeho podnikatelské činnosti, nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit (Mlčoch, 1998, s. 9).

Komplexně lze tedy podnik označit za funkční celek – entitu, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti. Toto pojetí přitom tvoří východisko pro výnosové ocenění podniku (Kislingerová, 2001, s. 10).

1.2 Hodnota podniku a její hlavní kategorie

Hodnota podniku je základním kamenem celého procesu oceňování, neboť přiřazení jisté hodnoty podniku je podstatou jeho ocenění.

Pokud bychom hledali jediné, absolutní a správné ocenění, pak bychom takové nenašli. Výsledek oceňování je totiž závislý zejména na účelu ocenění, zkušenostech odhadce, na rozsahu a kvalitě dostupných informací a dalších faktorech a jediné univerzální ocenění tudíž neexistuje. Nutno tedy podotknout, že „objektivní hodnota“ podniku je v praxi nepravděpodobně používaným pojmem, neboť žádnou takovou hodnotu podnik nemá.

Z ekonomického hlediska lze hodnotu členit na užitnou a směnnou. Zatímco užitná hodnota představuje souhrn vlastností, které určitému statku dávají schopnost být pro někoho užitečným, tzn. uspokojovat jeho potřeby, směnná hodnota je hodnota takového statku vyjádřená v penězích. Pokud má určitý statek směnnou hodnotu, znamená to, že je užitečný a zároveň se vyskytuje v omezeném množství. Jinými slovy směnná hodnota představuje cenu tohoto statku, která odráží střet tržní nabídky statku a poptávky po něm.

Vzhledem k tomu, že v případě podniku tento princip nefunguje, je role trhu nahrazována různými modely, které se při hledání hodnoty podniku opírají zejména o současné a budoucí výsledky jeho fungování resp. o výnos pro jeho vlastníky. Pokud veškeré tyto očekávané budoucí příjmy plynoucí vlastníkům příp. i věřitelům převedeme na současnou hodnotu, tedy tzv. je diskontujeme, získáme hodnotu podniku (Mařík et al., 2011, s. 20).

Základní rozdělení hodnoty podniku vymezuje:

hodnotu brutto – jedná se o ocenění podniku jako celku, zahrnuta je tedy jak hodnota pro vlastníky, tak hodnota pro věřitele.

hodnotu netto – vyjadřuje ocenění podniku na úrovni vlastníků. Jedná se v podstatě o ocenění vlastního kapitálu. (Mařík et al., 2011, s. 16)

I zde můžeme čerpat přesnou definici v zákoně, respektive v § 6 odst. 1) Obchodního zákoníku, kde je brutto hodnota, tedy obchodní majetek charakterizován následovně:

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

Komplexní pojetí majetku podniku a závazků vyjadřuje obchodní jmění, které zákon v § 6 odst. 2) definuje takto:

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

Zákon rovněž v § 6 odst. 3) a 4) upravuje i netto hodnotu podniku, která má podobu čistého obchodního majetku a vlastního kapitálu:

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

„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“

Kategorie hodnoty

V rámci historického vývoje vznikly postupně čtyři základní přístupy k oceňování podniku. Dle Maříka (2011) jsou jimi:

1. Tržní hodnota
2. Subjektivní (investiční hodnota)
3. Objektivizovaná hodnota
4. Kolínská škola

1.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota je dle Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS) definována jako:

„... odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partne-

ry po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Ocenění na základě trhu vychází z předpokladu, že existuje trh, na kterém se obchoduje s podniky případně s obchodními podíly na vlastním kapitálu podniků. Tržní hodnotou je pak tržní cena podniku, která vzniká na základě nabídky a poptávky ze strany prodávajících a kupujících.

Ocenění na základě trhu vyžaduje provedení přiměřeného průzkumu trhu, získání veškerých relevantních dat a zohlednění všech souvisejících faktů. V případě, že údaje o trhu jsou nedostatečná, omezená či neexistují vůbec, je nutné, aby oceňovatel tyto data nahradil svým odborným úsudkem a tento postup náležitě objasnil. Je potřeba pak uvést nakolik tento odhad vychází z tržních údajů a na kolik je založen na vlastním úsudku oceňovatele.

Stanovení tržní hodnoty je vhodné zejména v případě:

- uvádění podniku na burzu,
- prodeji podniku, kdy konkrétní kupující není stanoven a současný vlastník chce odhadnout, za jakou částku by podnik mohl prodat.

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní nebo také investiční hodnota je využívána zejména v souvislosti s konkrétním subjektem. Těmito subjekty mohou být kupující, prodávající, současný vlastník atd., přičemž pro každého z nich bude mít podnik jinou hodnotu, neboť celkový očekávaný užitek z podniku bude každý vnímat individuálně. Podnik jako takový je velmi specifickým druhem majetku a pro investora může představovat specifický investiční záměr. Proto se investiční hodnota podniku může výrazně lišit od jeho tržní hodnoty.

Také pro investiční hodnotu nalezneme v Mezinárodních oceňovacích standardech přesnou definici:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majet-

kového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“

Mezi základní charakteristiky investiční hodnoty řadíme:

- budoucí peněžní toky jsou v převážné míře odhadem manažerů oceňovaného podniku a reprezentují tak představy řídicích pracovníků, příp. investora,
- diskontní míra je stanovena na základě alternativních investičních možností subjektu, z jehož hlediska je ocenění prováděno (Mařík et al., 2011, s. 27).

Investiční hodnota je jako výsledek ocenění vhodná v případě:

- koupě a prodeje podniku, kdy subjekt potřebuje zvážit výhodnost transakce,
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy stávající vlastník potřebuje porovnat, zda pokračování v činnosti zvýší hodnotu podniku či zda je aktuální likvidační hodnota vyšší než tato potenciální hodnota.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota je pojem, se kterým odhadci začali pracovat jakožto s alternativou objektivní hodnoty, která, jak již bylo zmíněno, neexistuje. Definice objektivizované hodnoty je zakotvena v německých oceňovacích standardech a zní:

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“

Tato hodnota by tedy měla vycházet v co největší míře z všeobecně uznávaných dat a při její aplikaci by měly být dodrženy jisté zásady a požadavky jako například:

- z podniku by mělo být vybíráno pouze tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance),
- majetek podniku by měl být rozdělen na provozně nezbytný a ostatní majetek, přičemž ocenění se týká té části majetku, která je nezbytná pro vlastní provoz,
- při ocenění se vychází ze stavu podniku k okamžiku ocenění,

- předpokládá se, že dosavadní management v podniku přetrvá,
- při ocenění by měla být zohledněna daň na úrovni vlastníka (Mařík et al., 2003, s. 22).

Objektivizovanou hodnotu je vhodné hledat v situaci, kdy je prioritní současný stav podniku jako například:

- při poskytování úvěru,
- při zjišťování současné reálné bonity podniku.

1.2.4 Kolínská škola

Tento komplexní přístup, podle kterého by ocenění mělo být modifikováno v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků, definuje pět základních funkcí oceňování, kterými dle Maříka (2011) jsou:

- funkce poradenská,
- funkce rozhodčí,
- funkce argumentační,
- funkce komunikační a
- funkce daňová.

Obecně je za nejdůležitější funkci považována funkce poradenská vzhledem ke svému poslání poskytnout zúčastněným stranám podklady a informace o maximální a minimální ceně, tedy určit tzv. hraniční hodnoty. Jinými slovy stanoví, kolik může maximálně kupující zaplatit a jakou minimální cenu může prodávající přijmout, aniž by oba zúčastnění na transakci prodělali.

Rozhodčí funkce je v podstatě funkcí nezávislého oceňovatele neboli rozhodčího, který má za úkol rovněž odhadnout hraniční hodnoty účastníků a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci tohoto rozpětí.

Ve funkci argumentační hledá oceňovatel argumenty, které by posílily pozici dané strany a zároveň sloužily jako podklad pro jednání. Komunikační funkce je funkcí odvozenou, která spočívá v poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností, investory a bankami. Poslední daňová funkce si klade za cíl poskytnout podklady pro daňové účely.

2 METODY UŽÍVANÉ PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Metody oceňování podniku můžeme obecně rozdělit do tří základních okruhů, a to na metody výnosové, majetkové a tržní. Jednotlivé okruhy se od sebe liší v závislosti na tom, zda je na podnik pohlíženo jako na soubor majetku, jako na objekt s potenciálem výnosů v budoucnu či zda je k ocenění využito ryze tržních příp. odvětvových dat. Konkrétní metoda ocenění by měla být zvolena s ohledem na kategorii hledané hodnoty a výsledky strategické a finanční analýzy. Z tohoto důvodu nelze na jakýkoli podnik aplikovat kteroukoli metodu, neboť by nemusela být pro konkrétní podnik vhodná. Pro vyšší vypovídací schopnost se rovněž doporučuje použít několik metod oceňování, o jejichž výsledky se pak výsledná hodnota bude opírat.

2.1 Přehled užívaných metod oceňování

V literatuře se nejčastěji setkáme s následujícím členěním, které uvádí i Mařík (2011):

Výnosové metody – metody založené na analýze výnosů podniku

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných zisků
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Kombinované výnosové metody

Majetkové metody – metody založené na analýze majetku podniku

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Tržní metody – metody založené na analýze trhu

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků

- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

2.2 Výnosové metody oceňování

Skupina výnosových metod oceňování vychází z předpokladu, že faktorem určujícím hodnotu aktiva je očekávaný užitek pro jeho držitele. Za tento užitek jsou v souvislosti s podnikem považovány budoucí ekonomické efekty v podobě zisku, finančních toků či dividend. Na základě toho, co je těmito efekty resp. výnosy myšleno, jsou pak rozlišovány jednotlivé výnosové metody oceňování. Základem pro stanovení hodnoty podniku je definice budoucích výnosů, volba časového horizontu a rovněž určení nákladu kapitálu.

Je třeba rovněž zmínit, že rozhodování o investici do podniku je, stejně jako u každé jiné investice, spojeno s tzv. investičním trojúhelníkem, který je tvořen třemi vrcholy, a to výnosem, rizikem a likviditou. V rámci jakéhokoliv investičního rozhodnutí se investor musí rozhodnout, jaký poměr mezi těmito třemi veličinami zvolí. Vzhledem ke konstrukci trojúhelníku nelze nikdy dosáhnout maximální hodnoty všech tří činitelů zároveň. Platí zde, že čím vyšší je výnosnost, tím vyšší je riziko a nižší likvidita. Naopak čím je riziko nižší, tím je nižší i výnosnost a vyšší likvidita.

2.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Tato metoda je založena na odhadu budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti a patří mezi nejpoužívanější metody. Volné peněžní prostředky neboli Free Cash Flow (FCF) představují odměnu pro vlastníky podniku. Jejich důležitost je dána zejména tím, že se jedná o skutečnou hotovost, která vlastníkům náleží po zaplacení veškerých výdajů nezbytných pro chod společnosti. Čím vyšší je tato hotovost, tím vyšší je i hodnota podniku. Z tohoto důvodu jsou právě volné peněžní toky používány jako hlavní měřítko v rámci oceňování podniku. Základními kroky pro užití této metody je vymezení budoucích peněžních toků, stanovení nákladu kapitálu, kterým jsou posléze tyto toky diskontovány, a nakonec samotné stanovení hodnoty.

Metoda diskontovaných peněžních toků existuje v několika variantách, kterými jsou:

- metoda DCF entity (entity = podnik jako celek),

- metoda DCF equity (equity = vlastní kapitál),
- metoda DDM (Dividend Discount Model),
- metoda APV (Adjusted Present Value).

Metoda DCF entity

Výsledkem použití této metody je tržní ocenění celkového kapitálu. Výpočet se skládá ze dvou základních kroků, kdy nejprve nákladem celkového kapitálu (WACC) diskontujeme volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF), čímž získáme brutto hodnotu podniku (V_b).

Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele získáme následujícím výpočtem (Kislingerová, 1999, s. 136):

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + odpisy - \Delta \check{C}PK - investice, \quad (1)$$

kde $EBIT$ je zisk před úroky a zdaněním, t je sazba daně z příjmů a $\Delta \check{C}PK$ je změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky).

Brutto hodnotu podniku získáme diskontováním FCFF nákladem celkového kapitálu:

$$V_b = \frac{FCFF}{WACC} \quad (2)$$

Ve druhém kroku je pak od brutto hodnoty podniku odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění, čímž získáme hodnotu vlastního kapitálu.

Každý podnik vychází z předpokladu neomezeného trvání, což z hlediska plánování peněžních toků pro jednotlivá léta představuje problém, neboť pro „nekonečně“ dlouhé časové období je plánování takřka nemožné. Z tohoto důvodu jsou rozlišovány jednofázové, dvoufázové a vícefázové metody.

Jednofázová metoda je vhodná pro případ, že podnik předpokládá konstantní výši peněžních toků po celé období jeho existence, přičemž toto období je neomezené. V takovém případě se hodnota podniku určí dle následujícího vztahu:

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (3)$$

nebo s tempem růstu či poklesu g :

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (4)$$

kde V je hodnota podniku, FCF jsou volné peněžní toky a R jsou náklady kapitálu.

Dvoufázová metoda patří k používanějším metodám v praxi a její princip spočívá v rozdělení období trvání podniku na dvě fáze. První fáze se stanovuje obvykle na 3 až 6 let, neboť v takovém časovém horizontu je možno naplánovat budoucí peněžní toky vcelku přesně. Následuje druhá fáze trvajících do nekonečna, přičemž zde lze vývoj peněžních toků pouze odhadnout. Výslednou hodnotu podniku pak získáme součtem hodnot podniku v obou fázích:

$$V = V_1 + V_2, \quad (5)$$

kde V_1 je hodnota podniku za první fázi a V_2 hodnota podniku za druhou fázi.

Jak již bylo řečeno, v první fázi lze poměrně přesně stanovit očekávané peněžní toky. Jejich převedením na současnou hodnotu získáme hodnotu podniku za první fázi, což lze vyjádřit následujícím vztahem:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + R_1)^t}, \quad (6)$$

kde T je délka první fáze, t jsou jednotlivé roky a R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi.

Ve druhé fázi je, vzhledem k jejímu neomezenému charakteru, možno pouze odhadnout trend vývoje peněžních toků a uvažujeme zde proto pouze s tzv. pokračující hodnotou (PH). Pokračující hodnota je současná hodnota očekávaných peněžních toků plynoucích od konce první fáze do nekonečna, přičemž je přepočtena k počátku druhé fáze resp. ke konci první fáze. Pokračující hodnotu lze vyjádřit následovně:

$$PH = \frac{FCF_{(t+1)}}{R_2}, \quad (7)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi.

Pro případ předpokládaného konstantního růstu či poklesu FCF tempem g :

$$PH = \frac{FCF_{(t+1)}}{R_2 - g} \quad (8)$$

Hodnotu druhé fáze pak lze vyjádřit takto:

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (9)$$

Celkovou hodnotu podniku vyjádříme, jak již bylo zmíněno, součtem hodnot obou fází:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCF_{(t+1)}}{R_2} \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (10)$$

Použití *vícefázových metod* vychází z rozdělení vývoje volných peněžních toků do několika fází s různým vývojem, přičemž poslední fáze má neomezené trvání. Podstata této metody je tedy stejná jako u dvoufázové metody. Hodnota firmy se opět určí jako součet hodnot za jednotlivé fáze, avšak místo s pokračující hodnotou se zde pracuje s tzv. fázovou hodnotou, která vyjadřuje hodnotu podniku za danou fázi k počátku této fáze. Výsledná hodnota podniku je dána následujícím vztahem:

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n \quad (11)$$

Metoda DCF equity

Použitím metody DCF equity se oceňuje pouze vlastní kapitál podniku. Volné peněžní toky, se kterými se v tomto případě kalkuluje, jsou pouze pro vlastníky (FCFE), neboť jen tyto jsou spojeny s vlastním kapitálem. Diskontovány jsou pak pouze nákladem vlastního kapitálu (R_E). Metoda DCF equity je využívána pro podniky, které nejsou obchodovány na kapitálových trzích případně pro podniky, u nichž není vyplácena dividenda. Hodnota podniku resp. vlastního kapitálu je určena následovně:

$$V = \frac{FCFE}{R_E} \quad (12)$$

Metoda DDM

Metoda dividendového diskontního modelu by se dala označit za modifikovanou verzi metody DCF, neboť i zde je oceňován vlastní kapitál, avšak jako peněžní tok se zde uvažuje dividenda. Diskontování se provádí opět pomocí nákladu vlastního kapitálu. Pro dividendu stejně jako pro jakýkoli jiný peněžní tok platí, že může být konstantní, nebo rostoucí. Výpočet se pak provede takto:

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ resp. } V = \frac{DIV}{R_E}, \quad (13)$$

kde DIV je dividenda v běžném období a g očekávané tempo růstu dividendy do nekonečna.

Vzhledem k charakteru výpočtu je tato metoda využívána podniky, které dosahují zisku a stabilně vyplácejí dividendy.

Metoda APV

Metoda APV neboli metoda upravené současné hodnoty je určena k ocenění celkového kapitálu podniku. Metoda počítá s finančními toky nezadluženého podniku ($FCFE_U$), které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy (R_U). Tím však získáme hodnotu pouze nezadlužené firmy. K vyčíslení hodnoty zadluženého podniku je proto nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu (TS), tedy diskontovat daňový štít pomocí nákladu dluhu (R_D). Vzorec pro výpočet vypadá následovně:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D} \quad (14)$$

2.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda je jednou z nejjednodušších metod stanovení hodnoty podniku. Podstatou této metody je určit tzv. trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk upravený o řadu faktorů, kterými jsou například odpisy reálného opotřebení, vyloučení výnosů a nákladů nesouvisejících s hlavní činností podniku, vyloučením mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, vyloučení skrytých rezerv apod. Při výpočtu se vychází z účetních výkazů za období 3 až 5 let, tedy z historických dat. Metoda kapitalizovaných zisků existuje ve dvou variantách, kterými jsou paušální metoda a analytická metoda.

Paušální metoda vychází z výsledků hospodaření, kterých podnik dosáhl v minulosti, neboť predikce budoucích výnosů se zde opírá o průměrné výnosy z minulých let. Použití této metody je vhodné zejména u podniků, které za sebou mají určitou historii, ale jejich budoucnost je obtížně předvídatelná. Základním krokem je vymezení tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu, jakožto váženého průměru minulých upravených čistých výnosů (Mařík et al., 2011, s. 273):

$$TOČV = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}, \quad (15)$$

kde $\check{C}V_t$ jsou minulé upravené čisté výnosy, q_t jsou váhy určující význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad TOČV a K je počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Pro stanovení hodnoty podniku lze poté aplikovat vzorec pro věčnou rentu:

$$V = TOČV / i_k, \quad (16)$$

kde i_k je kalkulovaná úroková míra.

Analytická metoda spočívá ve stanovení hodnoty na základě predikce budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Princip je podobný jako u metody DCF s tím rozdílem, že očekávaný výnos je počítán z upravených budoucích výsledků hospodaření. (Mařík et al., 2011, s. 270)

2.2.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota EVA (Economic Value Added) vyjadřuje ekonomický zisk vytvořený podnikem po uhrazení veškerých nákladů včetně nákladů na kapitál, cizí i vlastní. Matematicky jej lze vyjádřit následujícím vztahem (Pavelková a Knápková, 2009, s. 52):

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (17)$$

kde *NOPAT* je čistý zisk z hlavní činnosti po zdanění, *WACC* jsou průměrné vážené náklady kapitálu a *C* je kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána k hlavní činnosti podniku.

Koncept EVA je stále častěji využíván jako měřítko výkonnosti podniku a rovněž jako koncept řízení hodnoty. EVA má svůj původ ve Spojených státech, kde ji v roce 1989 firma Stern Stewart & Co. uvedla a zaregistrovala jako ochrannou známku. Její podstatu lze nalézt v mikroekonomii, kde je za hlavní cíl podniku označována maximalizace zisku. Nejedná se však o účetní zisk ale o ekonomický zisk. Ten na rozdíl od účetního zisku vzniká odečtením ekonomických nákladů od výnosů, přičemž tyto náklady zahrnují vedle účetních nákladů i tzv. oportunitní náklady neboli náklady ušlé příležitosti. Oportunitní náklady představují peněžní částku, která je ztracena v případě, že zdroje nejsou použity na nejlepší

možnou alternativu. V rámci konceptu EVA je pak za nově vytvořenou hodnotu považován právě ekonomický zisk podniku.

Výpočet ukazatele EVA vyžaduje úpravu účetních dat na ekonomická, neboť účetnictví neodráží ekonomickou realitu podniku. Úprava vstupních údajů je však poměrně obtížná, což dokazuje i tvrzení Stewarta, který uvádí, že je zapotřebí provést zhruba 164 úprav. V praxi činí počet těchto úprav méně než 15. Nejvýznamnějším problémem bývá vyčíslení nákladů vlastního kapitálu, neboť existující modely výpočtu neposkytují jednoznačný výsledek. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 57)

Vymezení NOPAT

K určení čistého operativního zisku je nutné upravit výsledek hospodaření z běžné činnosti o řadu faktorů. Je třeba z něj vyloučit především:

- placené úroky z finančních nákladů,
- položky, jež se nebudou opakovat (např. odstupné, prodej dlouhodobého majetku, mimořádné odpisy majetku atd.),
- výnosy z nepotřebných aktiv,
- náklady na výzkum a vývoj, vzdělávání zaměstnanců, reklamu a započítat odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů,
- výnosy a náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem, který není operativním aktivem.

Rovněž je nutné opravit výši daně, neboť jak již bylo zmíněno, NOPAT představuje čistý operativní zisk po zdanění. Východiskem je splatná daň pro daný rok, která je následně snížena resp. zvýšena o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší od výsledku hospodaření za účetní období. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 62)

Vymezení NOA (C)

K vymezení aktiv produkujících operativní zisk je třeba aktivovat položky v rozvaze chybějící. Mezi základní úpravy patří:

- aktivace nákladů na reklamu, logistiku, vzdělávání, restrukturalizaci, výzkum a vývoj a další položky, které přinesou dlouhodobý užitek v budoucnu,

- započtení majetku v nájmu či pronajatého formou leasingu,
- úprava účetního ocenění aktiv na tržní ocenění.

Dalším krokem je vyloučení neoperačních aktiv, která nejsou nezbytná pro hlavní činnost podniku. Sem řadíme zejména:

- dlouhodobý finanční majetek, který neslouží k hlavní činnosti podniku,
- nedokončené investice, neboť se zatím nepodílejí na tvorbě výsledku hospodaření,
- krátkodobé cenné papíry a podíly, které neslouží k hlavní činnosti podniku,
- pozemky, budovy, které nejsou využívány, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, ostatní nevyužitý majetek,
- neúročený kapitál neboli pasiva, která nenesou náklad, a to zejména krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení a nezpлатněné dlouhodobé závazky (Pavelková a Knápková, 2009, s. 61).

Vymezení WACC

WACC vyjadřují vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úročeného kapitálu. Výpočet ukazatele je následující:

$$WACC = R_{CK} \cdot \frac{CK}{C} + R_{VK} \frac{VK}{C}, \quad (18)$$

kde R_{CK} jsou náklady na cizí kapitál, R_{VK} jsou náklady na vlastní kapitál, CK je tržní hodnota úročeného cizího kapitálu, VK je tržní hodnota vlastního kapitálu a C je tržní hodnota celkového kapitálu.

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny výnosovým očekáváním investorů. Výnos požadovaný investory je dán alternativním výnosem, což je výnos, který by investoři získali v případě, že by svou investici umístili do jiného aktiva nesoucí stejné riziko. Vycíslení výše nákladů na vlastní kapitál je v praxi velmi obtížnou disciplínou. Slouží k němu řada modelů, z nichž nejpoužívanějšími jsou model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), Stavebnicový model, Dividendový model, odhad na základě průměrné rentability vlastního kapitálu v odvětví či odvození z nákladů cizího kapitálu. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 168)

Náklady na cizí kapitál lze vypočítat jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, jež podnik hradí za různé formy cizího kapitálu. Jedná se tedy o výnos, který požadují věři-

telé. Vycházíme přitom z informací o úrokových sazbách bankovních úvěrů, dluhopisů, leasingu či finančních výpomocí.

Hodnota podniku (V) na bázi EVA se v případě metody *Entity* určí následovně:

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0, \quad (19)$$

kde NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, EVA_t je ekonomická přidaná hodnota v roce t , $WACC$ jsou průměrné náklady kapitálu, T je počet let explicitně plánovaných ekonomických přidaných hodnot, CK_0 je hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a A_0 jsou neoperační aktiva k datu ocenění.

V případě metody *Equity* pak vzorec vypadá takto:

$$V = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+R_E)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1+R_E)^T} + A_0, \quad (20)$$

kde R_E je náklad vlastního kapitálu a VK_0 je hodnota vlastního kapitálu ke konci předcházejícího období (resp. rozdíl čistých operačních aktiv k datu ocenění a úročeného cizího kapitálu ke konci předcházejícího období).

2.3 Metody založené na analýze majetku

Stanovení hodnoty podniku prostřednictvím majetkových metod je založeno na ocenění jednotlivých složek majetku. Hodnota všech položek majetku je následně sečtena a ponížena o hodnotu závazků a dluhů, čímž je dosaženo výsledné hodnoty vlastního kapitálu.

Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen

Klíčovým dokumentem pro tuto metodu je rozvaha, neboť hodnota podniku je v tomto výkaze uvedena pod položkou vlastního kapitálu. Jedná se tedy o účetní ocenění podniku. Vzhledem k tomu, že se zde vychází z historických cen, je tato metoda považována za metodu s nízkou vypovídací schopností. Důvodem je především rozdíl mezi cenou, za kterou byl majetek pořízen, a hodnotou tohoto majetku k datu ocenění. Problémem je i skutečnost, že rozvaha nezahrnuje vždy veškerá aktiva, která má podnik k dispozici, jako například nehmotný majetek či aktiva pořízená na leasing. (Mařík et al., 2011, s. 324)

Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Tato metoda byla ve značné míře využívána pro oceňování podniku až do té doby, kdy byla nahrazena výnosovou hodnotou. Výsledkem této metody je částka resp. hodnota odpovídající nákladům, které by investorovi vznikly v případě, že by se rozhodl podnik vybudovat znovu od samého počátku. Substanční hodnotu zde rozdělujeme na brutto a netto. Brutto substanční hodnota je hodnota znovupořízení aktiv, kterou získáme, nalezneme-li aktuální reprodukční ceny stejného či obdobného majetku, které následně snížíme o případné opotřebení. V případě, že od brutto substanční hodnoty odečteme ještě i dluhy, získáme substanční hodnotu netto, která odpovídá ocenění vlastního kapitálu. Důležitou roli zde hraje skutečnost, zda jsme schopni do ocenění zahrnout veškerá hmotná a nehmotná aktiva. Pokud bychom vyčíslili všechny položky nehmotných aktiv, jako například ochranné známky, know how podniku, vztahy k dodavatelům a odběratelům, jméno firmy či kvalitu personálu, jednalo by se o úplnou substanční hodnotu. V praxi je však toto vyčíslení takřka nemožné, proto se častěji pracuje s tzv. neúplnou substanční hodnotou, která zahrnuje pouze samostatně vymežitelný a manipulovatelný hmotný a nehmotný majetek. (Mařík et al., 2011, s. 325)

Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Tato metoda patří ke složitějším metodám stanovení hodnoty podniku. Je využívána zejména tehdy, kdy se investor rozhoduje mezi koupí podniku a jeho vybudováním. Za předpokladu, že známe přibližnou výši budoucích peněžních toků, je hodnota podniku uvažovaného ke koupi dána schopností jeho substance nahradit plánované investiční výdaje spojené s vybudováním nového podniku. Tato metoda tedy není založena na ocenění jednotlivých položek majetku, nýbrž jsou kalkulovány pouze peněžní toky spojené s jednotlivými majetkovými položkami. (Mařík et al., 2011, s. 328)

Likvidační hodnota

V případě, že se v určitém časovém horizontu předpokládá ukončení činnosti podniku s tím, že veškerý majetek bude rozdělen, rozprodán či zlikvidován a závazky uhrazeny, je vhodné použít metodu likvidační hodnoty. Jejím výsledkem je stanovení hodnoty podniku k určitému časovému okamžiku. Likvidační hodnota pracuje s prodejními cenami položek majetku a tvoří dolní hranici hodnoty podniku. Kromě výše uvedeného je použití této me-

tody doporučováno pro podniky s omezenou životností, ztrátové podniky nebo v případě rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Jak již z názvu vyplývá, tato metoda je založena na ocenění jednotlivých položek majetku jejich tržními hodnotami. Součet těchto hodnot, snížený o hodnotu závazků, nám dává hodnotu vlastního kapitálu. Použití této metody je vhodné zejména pro podniky holdingového typu a investiční společnosti, které soustřeďují svou hlavní činnost v držbě finančních či realitních aktiv, nikoli pro běžný provozní podnik. (Mařík et al., 2011, s. 329)

2.4 Ocenění na základě analýzy trhu

Metodám založeným na analýze trhu bývají v praxi často přisuzovány jisté přednosti oproti výnosovým metodám. Jedná se především o jejich jednoduchost, převahu tržních dat nad účetními a tudíž i silnou vazbu ocenění k tržnímu prostředí. Předpokladem pro použití metod tržního srovnání je rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat. (Mařík et al., 2011, s. 318)

Vzhledem ke skutečnosti, že praktická část této diplomové práce je zaměřena na využití vybraných výnosových a majetkových metod, není problematice tržních metod oceňování věnován další výklad.

3 ANALÝZA VSTUPNÍCH DAT

Analýza vstupních dat je klíčovou činností v rámci procesu ocenění. Její rozsah a hloubka mohou výrazně ovlivnit vypovídací schopnost výsledných hodnot, na základě kterých je prováděn poslední krok procesu, samotné ocenění. Obecně se doporučuje postupovat v následujících krocích:

- 1) sběr vstupních dat,
- 2) analýza dat,
- 3) sestavení finančního plánu,
- 4) ocenění.

3.1 Zdroje a sběr dat

Informace potřebné pro ocenění společnosti jsou obvykle čerpány zejména z interních zdrojů. Těmito zdroji mohou být účetní závěrka zahrnující účetní výkazy rozvahy, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow či výkaz o změně vlastního kapitálu, dále finanční plány, kalkulace, ekonomické studie případně výsledky firemního vývoje a výzkumu. Pozornost by měla být věnována rovněž informacím o vývoji ekonomiky či finančního trhu, které charakterizují prostředí společnosti a mají význam pro její budoucí fungování.

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza si klade za cíl nalézt a charakterizovat souvislost mezi podnikem a jeho okolím. Jde o to identifikovat a analyzovat vnější faktory, které na podnik působí a porovnat je se zdroji a schopnostmi podniku. Výsledky strategické analýzy slouží k určení strategie podniku, jejímž cílem je nalezení konkurenční výhody a její udržení navzdory nejrušnějšími situacím, kterým může podnik v budoucnu čelit.

Strategická analýza má dvě fáze, v rámci kterých se zaměřuje na:

- 1) vnější okolí podniku,
- 2) vnitřní zdroje a schopnosti podniku (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10).

Analýza vnějšího okolí podniku zahrnuje tzv. analýzu makroprostředí a mikroprostředí. Mezi faktory **makroprostředí**, které významně ovlivňují výkonnost podniku, řadíme

zejména ekonomické, politické, technologické, sociální či demografické prostředí. Dosa-
vadní vývoj těchto faktorů společně s jejich současným stavem může být základem pro
jejich predikci a tím i odhad, jakým směrem se vývoj podniku bude ubírat v budoucnu.

Ekonomické prostředí představuje zejména stav ekonomiky a vývoj makroekonomických
trendů. Mezi základní ukazatele, které vypovídají o situaci v makroekonomickém okolí,
patří například tempo růstu HDP, míra inflace, úroková míra, směnný kurz, míra neza-
městnanosti či daňová politika.

Politické prostředí je dáno situací a platnou legislativou v daném státě, ve kterém podnik
provozuje svou činnost. Řadíme sem stabilitu politické situace na národní i nadnárodní
úrovni, regulaci exportu, importu či cenové politiky, platné zákony, vyhlášky či předpisy
týkající se hospodářských, daňových, ekologických, jakostních, zdravotních a jiných poža-
davek a další pravidla a aktivity, kterými se stát snaží chránit zájmy společnosti, výrobce i
spotřebitele. Tyto faktory v zásadě upravují podnikání v dané zemi, a zatímco pro jeden
podnik mohou představovat příležitost, ochranu či podporu ze strany státu, pro jiný mohou
být omezením v jeho činnosti.

Technologické prostředí v sobě skýtá velký potenciál úspěchu. Každý podnik, který si chce
udržet svou pozici na trhu, musí neustále sledovat nové trendy v technologiích, které se
dnes vyvíjejí velice rychle. Proto je třeba se těmto trendům přizpůsobit a vyhovět tak no-
vým požadavkům spotřebitelů. Nové technologie umožňují snižovat náklady, zvyšovat
produktivitu práce a tím roste i konkurenceschopnost podniku.

Sociální a demografické prostředí se týká obyvatelstva, jeho struktury a způsobu jeho živo-
ta. Životní styl každého člověka je ovlivněn jeho ekonomickou situací, místem, kde žije,
kulturním, náboženským či etickým zázemím či jeho vzděláním. Faktory, jakými jsou na-
příklad velikost populace, věková, vzdělanostní, příjmová struktura či ekonomická aktivita,
jsou sledovány především v souvislosti s vytvářením jednotlivých trhů, s určením jejich
struktury a velikosti případně s jejich rozmístěním.

Pojem **mikroprostředí** představuje jednak vše, co působí na podnik zevnitř jako například
kvalita zaměstnanců, výrobní kapacita, možnosti investování či aktivita v oblasti výzkumu
a vývoje, ale zahrnuje rovněž analýzu odvětví, a to zejména konkurenčního prostředí.

Každé odvětví je charakterizováno především svou citlivostí na změny hospodářského cyk-
lu, mírou regulace ze strany státu a svou strukturou. V souvislosti s hospodářským cyklem

rozlišujeme tři základní typy odvětví. Cyklická odvětví hospodářský cyklus kopírují, anticyklická odvětví vykazují přesně opačný vývoj, než je vývoj cyklu a neutrální odvětví nejsou hospodářským cyklem ovlivněna. Regulace ze strany státu může mít podobu různých opatření jako například cenové regulace či omezení vstupu do odvětví. Struktura odvětví je pak dána zejména konkurenčními tlaky v rámci odvětví, možnostmi vstupu nových konkurentů či konkurenčními výrobky, substituty.

Účelem analýzy mikroprostředí je identifikovat co činí odvětví atraktivním, jaké faktory ovlivňují úspěšnost podniku v odvětví či zda existují omezení vstupu do tohoto odvětví. K analýze odvětví bývá často využíván tzv. Porterův model pěti sil, který vymezuje pět základních faktorů ovlivňujících výkonnost odvětví. Mezi tyto faktory patří:

- dodavatelé (zejména jejich dohadovací schopnosti),
- potenciální noví konkurenti (hrozba v podobě nových konkurentů na trhu),
- odběratelé (rovněž jejich dohadovací schopnosti),
- náhradní (nové) výrobky (hrozba v podobě náhradních (nových) výrobků - substitutů),
- vzájemná konkurence mezi stávajícími organizacemi na trhu.

V rámci strategické analýzy bývá často zpracovávána tzv. SWOT analýza, což je metoda, která umožňuje analyzovat silné a slabé stránky podniku stejně jako jeho příležitosti a hrozby. Silné a slabé stránky podniku jsou ze své podstaty dány jeho vnitřním prostředím, přičemž mohou být do jisté míry podnikem řízeny a ovlivňovány. Na druhou stranu příležitosti a hrozby patří spíše mezi externí faktory, které jsou jen těžko ovlivnitelné. V případě, že podnik eliminuje hrozby, podporuje své silné stránky a dlouhodobě řeší slabé stránky, vytváří si předpoklady pro efektivní realizaci svých příležitostí.

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza tvoří neoddělitelnou součást finančního řízení a slouží ke zhodnocení celkového hospodaření podniku a jeho finanční situace. Pomáhá identifikovat silné a slabé stránky společnosti, přičemž vedle současného a předpokládaného budoucího stavu podniku hodnocení podléhají také dopady minulých rozhodnutí managementu. Výsledky finanč-

ní analýzy slouží jako východisko pro finanční plánování podniku a rovněž k informování vlastníků, věřitelů a dalších zájmových skupin.

Pro zhodnocení finančního zdraví podniku se v rámci finanční analýzy využívá celé řady metod. Jejich základem jsou vždy tzv. finanční ukazatele. Finanční ukazatele lze definovat jako určitou číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku (Růčková, 2010, s. 40). Mohou jimi být údaje čerpané z finančních výkazů či jiných zdrojů, případně údaje z nich odvozené. Obecně rozlišujeme tři skupiny finančních ukazatelů, a to absolutní, rozdílové a poměrové. O absolutních ukazatelích hovoříme v případě, že hodnotíme položky účetních výkazů. Rozdílové ukazatele, jak název napovídá, jsou rozdílem dvou absolutních ukazatelů. Poměrové ukazatele jsou nejpoužívanějšími ukazateli ve finanční analýze a získáme je vydělením jedné či více položek jinou položkou resp. skupinou položek účetních výkazů.

Mezi nejčastěji používané metody finanční analýzy v praxi patří metody elementární analýzy. V rámci elementárních metod je prováděna analýza absolutních ukazatelů, která zahrnuje horizontální a vertikální analýzu, analýza poměrových ukazatelů, která patří k nejčastěji využívaným metodám, analýza rozdílových a tokových ukazatelů, která je aplikována zejména na výkazy obsahující tokové veličiny (výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow) a analýza soustav ukazatelů, jejíž důležitou součástí jsou bonitní a bankrotní modely. Podrobnějšímu popisu analýzy absolutních a poměrových ukazatelů jsou věnovány následující podkapitoly.

3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Horizontální analýza, označována také jako analýza vývojových trendů, se zabývá sledováním změn absolutních hodnot ukazatelů v čase a také jejich relativních neboli procentních změn. Název analýzy vyplývá ze způsobu zjišťování změn, a to tak, že jednotlivé položky účetních výkazů jsou sledovány po řádcích, tedy horizontálně. Zde je třeba zmínit, že podnik by měl vytvářet delší časové řady, protože jen dostatečně dlouhé časové řady umožní eliminovat nepřesnosti v dosažených výsledcích.

Při aplikaci horizontální analýzy bychom měli brát v úvahu i vnější podmínky jako například změny cen vstupů, daňové změny, změny v poptávce zákazníků, v konkurenci podniku, na trhu kapitálu, změny v domácí politické či ekonomické situaci případně mezinárodní vlivy. Opomenout bychom neměli ani budoucí záměry firmy. Hodnoty, kterých chce pod-

nik dosáhnout v budoucnu, je pak možné porovnat s hodnotami minulými a určit jaká je dosažitelnost plánovaných hodnot.

Vertikální analýza, označována též jako procentní rozbor, je analýzou absolutních ukazatelů co do jejich vnitřní struktury. Hodnotí se jednotlivé složky majetku a zdrojů jeho krytí resp. aktiv a pasiv podniku. Většinou se jedná o poměrování položek účetních výkazů vůči celkovému objemu aktiv a pasiv. Stejně jako tomu bylo u horizontální analýzy, i zde je název odvozen od způsobu hodnocení, kdy se v tomto případě postupuje v rámci sloupců (jednotlivých let) od shora dolů, tedy po vertikále. Výsledky vertikální analýzy je možné srovnávat v rámci různých let, a je proto používána pro porovnání vývojového trendu podniku v čase a rovněž pro vzájemné srovnání různých firem.

Struktura aktiv a pasiv ilustruje, do čeho byl investován podnikový kapitál s ohledem na výnosnost a z jakých zdrojů podnik aktiva pořídil. Jako výnosnější se pro podnik jeví investice do dlouhodobých aktiv, neboť ty umožňují podniku dosáhnout vyššího výnosu. Naopak nejméně efektivní zhodnocení představují peníze v hotovosti, ty přinášejí výnos nulový. Výnosnost investice souvisí úzce s rizikem, jelikož čím je investice méně riziková, tím nižší je i očekávaný výnos z ní. Optimální poměr mezi stálými a oběžnými aktivy je dán do jisté míry předmětem podnikání a také potřebou zajistit, aby byl podnik likvidní a nedostal se do platební neschopnosti. Co se týče zdrojů krytí majetku společnosti, je všeobecně známo, že nejdražší je financování vlastním kapitálem. Levnější je využívání krátkodobého cizího kapitálu, který je současně i snadněji dostupný než kapitál dlouhodobý. Nevýhodou však je jeho rizikovost, neboť povinnost hradit splátky v krátkém časovém intervalu může vést k nedostatečné likviditě a tím ohrozit solventnost podniku.

3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele řadíme mezi nejoblíbenější a tudíž i nejvíce používaný způsob hodnocení v rámci finanční analýzy. Základem pro výpočet poměrových ukazatelů jsou základní účetní výkazy, ze kterých se vychází. Poměrový ukazatel je podílem jedné či více položek účetních výkazů k jiné položce nebo skupině položek těchto výkazů. Jinými slovy jde o podíl dvou či více absolutních ukazatelů. V závislosti na způsobu sestavování poměrových ukazatelů rozlišujeme:

- podílové poměrové ukazatele – poměrujeme část celku a celek,

- vztahové poměrové ukazatele – poměřujeme samostatné veličiny.

Hlavním důvodem proč jsou poměrové ukazatele využívány v tak vysoké míře je možnost získat základní obraz o finanční situaci firmy, možnost sledovat vývoj této situace v čase (tzv. trendová analýza) a rovněž možnost srovnávat podnik s jinými podniky navzájem (tzv. komparativní analýza).

Poměrové ukazatele lze členit z několika různých hledisek. Jedním z nich může být členění na základě používaných účetních výkazů, neboť na každý z nich je zaměřena jiná skupina ukazatelů. Mnohem obvyklejší je však členění na (Růčková, 2010, s. 48):

- ukazatele likvidity,
- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele tržní hodnoty,
- ukazatele finančních fondů a cash flow.

Ukazatele likvidity

Na likviditu je možné nahlížet ze dvou různých pohledů. Jednak ji chápeme jako schopnost přeměny určité složky majetku na hotovost a jednak jako schopnost podniku dostát svým závazkům. Nedostatečná likvidita znamená pro podnik finanční problémy, které mohou vést k platební neschopnosti a později i k bankrotu. Naopak ani nadměrná likvidita není pro podnik příznivá, neboť peněžní prostředky nejsou uloženy tak, aby přinášely požadované zhodnocení. Je proto nutné hledat optimální míru, aby byla zajištěna jak úhrada závazků, tak i potřebné zhodnocení prostředků. S likviditou souvisí i další pojem, a to solventnost. Často bývají tyto dva pojmy zaměňovány, avšak skutečnost je taková, že aby byl podnik solventní, musí být likvidní. Jinými slovy musí mít určitou část majetku v hotovosti případně v takové formě, kterou je možno ihned na hotovost přeměnit.

Ukazatele likvidity jsou ve své podstatě podílem prostředků, kterými podnik může platit, a závazků, které je nutno uhradit. Používají se tři základní ukazatele resp. tři stupně likvidity, a to podle likvidnosti jednotlivých položek aktiv, které jsou obsaženy v čitateli.

Okamžitá likvidita (cash ratio)

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky} + \text{ekvivalenty}}{\text{závazky s okamžitou splatností}} \quad (21)$$

Likvidita 1. stupně neboli okamžitá likvidita má v čitateli zahrnuty nejlikvidnější položky majetku, tedy peníze v hotovosti a na účtech a peněžní ekvivalenty, pod kterými se rozumí například volně obchodovatelné cenné papíry či šeky. Doporučovaná hodnota se pohybuje mezi hodnotami 0,9 – 1,1. Avšak za kritickou hodnotu, pod kterou by ukazatel neměl klesnout, je obecně považována hodnota 0,2 (Růčková, 2010, s. 49).

Pohotová likvidita (acid test)

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (22)$$

Likvidita 2. stupně, označována jako pohotová likvidita, je obdobou běžné likvidity s tím rozdílem, že oběžná aktiva v čitateli nezahrnují zásoby, a tím odstraňují nedostatky běžné likvidity. Hodnota, pod kterou by tento ukazatel neměl klesnout, je 1 (Růčková, 2010, s. 50).

Běžná likvidita (current ratio)

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (23)$$

Posledním ukazatelem likvidity je běžná likvidita neboli likvidita 3. stupně. Tento ukazatel vyjadřuje míru krytí krátkodobých závazků oběžnými aktivy. Podává tedy jasný obraz o tom, jak by podnik dostal všem svým závazkům, kdyby veškerá svá oběžná aktiva přeměnil na hotovost. Vzhledem k tomu, že tento ukazatel v čitateli zahrnuje zásoby, je nutné sledovat jejich strukturu a oceňování stejně jako strukturu pohledávek. Výrobní proces, při kterém se zásoby postupně mění na peníze, může trvat příliš dlouho a rovněž inkaso pohledávek může být problematické (pohledávky po splatnosti, nedobytné pohledávky). Nevhodně nastavená struktura oběžných aktiv by mohla vyústit ve finanční problémy podniku. Tyto skutečnosti ovlivňují výslednou hodnotu ukazatele, který by se v optimálním případě měl pohybovat zhruba v rozmezí hodnot 1,5 – 2,5 (Růčková, 2010, s. 50).

Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost je jednou z nejdůležitějších veličin, která vypovídá o podnikatelské činnosti podniku. Ačkoliv se cíle různých podniků liší, existuje jeden cíl, který je pro všechny podniky společný, a tím je dosahování požadované výnosnosti vložených finančních prostředků. Ukazatele rentability obecně vyjadřují schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu (Holečková, 2008, s. 58). Využívají se k hodnocení efektivnosti hlavní činnosti podniku, k určení míry využití majetku a zhodnocení vloženého kapitálu. Data, ze kterých vycházejí, jsou čerpána z rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

Rentabilita je vyjádřena jako podíl zisku a vloženého kapitálu resp. zdrojů, které společnost použila k jeho dosažení. Zisk je možné dosadit ve formě před zdaněním, před zdaněním a úroky, po zdanění apod. v závislosti na významu ukazatele. Mezi nejčastěji používané ukazatele rentability patří:

- rentabilita celkového vloženého kapitálu,
- rentabilita vlastního kapitálu,
- rentabilita tržeb,
- rentabilita nákladů.

ROA – rentabilita celkového vloženého kapitálu

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (24)$$

Tento ukazatel vyjadřuje poměr zisku a celkových aktiv investovaných do podnikatelské činnosti bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly financovány. V čitateli se může objevit nejen EBIT, ale i jiné formy zisku. Pro srovnání firem s rozdílnými podmínkami zdanění a rozdílným podílem cizích zdrojů je vhodné využít právě tohoto ukazatele.

ROE – rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (25)$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu podává obraz o tom, jaký výnos přináší kapitál, který byl do společnosti vložen jejími vlastníky resp. akcionáři. Je nesmírně důležité, aby vý-

nosnost vlastního kapitálu převyšovala výnosnost jiných forem investování (například obligací, majetkových CP apod.). V opačném případě by totiž investoři hledali jiné, efektivnější způsoby uložení svého kapitálu, což by pro společnost mohlo v konečné fázi znamenat i zánik.

ROS – rentabilita tržeb

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \quad (26)$$

Pokud poměříme dosažený zisk s tržbami, vypočteme tzv. rentabilitu tržeb. Jinými slovy zjistíme, jakého zisku podnik dosáhne z každé koruny tržeb. Z toho vyplývá, že čím vyšší má ukazatel hodnotu, tím lepší je situace v oblasti produkce podniku. Do čitatele je v tomto případě možné dosadit zisk před zdaněním, po zdanění a v případě porovnávání podniků navzájem pak zisk před zdaněním a úroky.

ROC – rentabilita nákladů

$$ROC = 1 - \text{rentabilita tržeb} = 1 - \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} = \frac{\text{tržby} - \text{zisk}}{\text{tržby}} \quad (27)$$

Posledním zmíněným a také doplňkovým ukazatelem je rentabilita nákladů. Poměruje celkové náklady s tržbami, přičemž náklady jsou zde chápány jako tržby snížené o zisk. Čím nižší hodnoty ukazatel dosahuje, tím lépe podnik hospodaří, neboť každou korunu tržeb vytváří s menšími náklady.

Ukazatele aktivity

Další skupinu poměrových ukazatelů tvoří ukazatele aktivity. Tyto ukazatele hodnotí hospodaření podniku s jeho aktivy, resp. vyjadřují, jak je podnikový kapitál vázán v jednotlivých formách aktiv a pasiv. Mohou vyjadřovat buď počet obrátek aktiv za určitý časový interval (většinou 1 rok), nebo dobu obratu aktiv (ve dnech). Nejvíce používanými ukazateli v této skupině jsou:

- obrat celkových aktiv,
- obrat zásob resp. doba obratu zásob,
- obrat pohledávek resp. doba obratu pohledávek,
- obrat závazků resp. doba obratu závazků.

Obrat celkových aktiv

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{aktiva}} \quad (28)$$

Tento ukazatel říká, kolikrát se aktiva obrátí v rámci určitého časového intervalu (1 rok).

Obrat zásob resp. doba obratu zásob

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{průměrná zásoba}} \quad (29)$$

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{360}{\text{obrat zásob}} \quad (30)$$

Obrat zásob vyjadřuje, kolikrát během daného časového intervalu podnik své zásoby prodá a opět uskladní. Doba obratu zásob pak říká, jak dlouho jsou podniková aktiva vázána ve formě zásob, neboli jak dlouho trvá, než se zásoby přemění na hotovost či pohledávku.

Obrat pohledávek resp. doba obratu pohledávek

$$\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{pohledávky z obchodního styku}} \quad (31)$$

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{360}{\text{obrat pohledávek}} \quad (32)$$

Ukazatel doby obratu pohledávek poskytuje informaci o tom, za jak dlouho jsou splaceny pohledávky podniku. Podnik obvykle poskytuje určitou platební podmínku neboli lhůtu ke splacení pohledávky a je nutné sledovat, zda je tato lhůta dlužníky dodržována. V případě, že je doba obratu pohledávek delší než doba splatnosti, znamená to, že dlužníci nesplácejí včas.

Obrat závazků resp. doba obratu závazků

$$\text{obrat závazků} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{závazky z obchodního styku}} \quad (33)$$

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{360}{\text{obrat závazků}} \quad (34)$$

Doba obratu závazků udává, jak dlouho trvá podniku, než uhradí závazky vůči svým obchodním partnerům. Hodnota ukazatele se porovnává s ukazatelem doby obratu pohledá-

vek a platí zásada, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek. Jinými slovy podnik by měl rychleji inkasovat peníze z pohledávek a co nejvíce čerpat provozní úvěr od dodavatelů.

Ukazatele zadluženosti

Poslední skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatele zadluženosti. Vypovídají o tom, v jaké míře podnik využívá cizí zdroje financování, resp. jaký je poměr mezi cizími a vlastními zdroji podniku. Každá společnost hledá optimální kapitálovou strukturu, neboť financování pouze vlastními zdroji snižuje rentabilitu vloženého kapitálu a rovněž financování výhradně cizími zdroji zvyšuje riziko předlužení a přináší obtíže při získávání dodatečného kapitálu. K nalezení optimální skladby vlastních a cizích zdrojů slouží právě ukazatele zadluženosti, kterých je celá řada. Těmi základními jsou:

- celková zadluženost (debt ratio),
- koeficient samofinancování (equity ratio),
- úrokové krytí,
- maximální úroková míra.

Celková zadluženost (debt ratio)

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (35)$$

Ukazatel celkové zadluženosti, označovaný též jako ukazatel věřitelského rizika, je podílem celkových závazků a celkových aktiv. Čím je jeho hodnota vyšší, tím vyšší je zadluženost podniku a tím i riziko pro věřitele. Věřitelé obecně upřednostňují financování vlastním kapitálem, neboť při vyšším zadlužení hrozí, že jim nebudou splaceny finanční prostředky, které do podniku vložili.

Koeficient samofinancování (equity ratio)

$$\text{koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (36)$$

Jedním z dalších velice důležitých ukazatelů je tzv. kvóta vlastního kapitálu, která doplňuje předchozí ukazatel zadluženosti a vyjadřuje finanční nezávislost podniku.

Úrokové krytí

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (37)$$

Tento ukazatel podává informaci o tom, do jaké míry jsou nákladové neboli placené úroky pokryty dosaženým ziskem. Jinými slovy slouží k posouzení, zda existuje možnost dalšího zadlužení podniku. Úrokové krytí by mělo být takové, aby bylo možné ze zisku uhradit úroky a zároveň zbývaly prostředky na vyplacení dividend akcionářům. Za optimální se obecně považuje, pokud zisk převyšuje úroky třikrát a více.

Maximální úroková míra

$$\text{maximální úroková míra} = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{bankovní úvěry} + \text{obligace}} \quad (38)$$

Ukazatel maximální úrokové míry slouží, obdobně jako předchozí ukazatel, při zjišťování, zda je pro podnik únosné podstoupit další zadlužení. Výsledná hodnota se porovnává s ukazatelem rentability, přičemž pokud je maximální úroková míra vyšší než rentabilita, další zadlužení je nevhodné.

Pro účely ocenění podniku by finanční analýza měla plnit zejména dvě základní funkce, a to:

- 1) prověřit finanční zdraví podniku,
- 2) vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého bude vyvozována výnosová hodnota.

První funkce nám pomáhá zjistit, jaká je finanční situace v podniku k datu ocenění, jaký byl její vývoj v minulosti a co můžeme očekávat v nejbližší budoucnosti. Druhá funkce spočívá ve využití poznatků z historického vývoje k predikci hlavních finančních veličin. V rámci ocenění podniku má finanční analýza význam zejména jako nástroj k vyvození závěrů, které se poté promítnou do samotného ocenění (Mařík, 2011, s. 96).

3.4 Finanční plán

Finanční plán tvoří součást dlouhodobého plánování podniku a měl by být vždy v souladu s dlouhodobou strategií firmy. Pro účely oceňování je klíčový právě dlouhodobý finanční plán, který bývá sestavován na dobu tří až pěti let. Na jeho tvorbě se podílejí finanční manažeři společnosti, kteří v něm zrcadlí své představy o budoucím hospodaření firmy.

K sestavení finančního plánu je zapotřebí mít k dispozici účetní výkazy, a to rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow a rovněž výsledky strategické a finanční analýzy. Vedle těchto dat je nutno vzít v úvahu také strategii podniku, prognózy týkající se tržního podílu, vývoje ekonomiky, plánované investice, restrukturalizace, prodej majetku a další faktory ovlivňující vývoj fungování společnosti. Výsledný finanční plán se pak skládá z plánované rozvahy, výsledovky a popřípadě výkazu o peněžních tocích.

V rámci finančního plánování bylo vytvořeno několik metod, které je možno aplikovat. Těmi nejpoužívanějšími jsou:

- metoda procentního podílu na tržbách, založená na předpokladu, že hlavním akcelerátorem dynamického vývoje je růst tržeb a ostatní parametry jsou odvozeny na základě jejich poměru k tržbám,
- statistické (regresní) metody, vycházející ze statistických závislostí pomocí regresních funkcí, zpracovaných na základě minulého vývoje, přičemž tyto závislosti jsou korigovány a promítají se do budoucích cílů a úkolů,
- ekonometrické metody, založené na vzájemné interakci skutečně dosažených ekonomických parametrů coby statistických proměnných a cílových ukazatelů,
- simulační metoda neboli modelování předpokládaných parametrů na základě vývoje makroekonomického a mikroekonomického prostředí v různých variantách, kdy nejlepší varianta je ta, která nejvíce konverguje ke skutečnému vývoji.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 CHARAKTERISTIKA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI A JEJÍ ANALÝZA

Praktická část této diplomové práce je orientována na ocenění vybrané společnosti z odvětví inženýrského stavitelství. Společnost si nepřála být jmenována, a proto je pro účely tohoto textu označována jakožto společnost XY, s. r. o.

Následující kapitola nejprve uvádí obecné informace o společnosti, dále je provedena finanční analýza s využitím poměrových ukazatelů a souhrnných indexů hodnocení, strategická a SWOT analýza.

4.1 Představení společnosti

Počátky společnosti XY, s. r. o. jsou spojeny s rokem 1995, kdy činnost začala provádět fyzická osoba, František Číhal. O devět let později došlo ke změně právní formy podnikání a převzetím jeho činnosti vznikla dne 5. dubna 2004 zápisem do obchodního rejstříku společnost XY, s. r. o. Hlavním důvodem k tomuto kroku byla snaha o zkvalitnění služeb a neustálý rozvoj v oboru v rámci České republiky i celé Evropské unie.

Společnost XY, s. r. o., která sídlí ve Valašském Meziříčí, je montážní a dodavatelskou firmou v oboru plynárenství, vodárenství, průmyslových technologických celků, provádí technologické stavby formou na klíč. Od roku 2005 je členem Severomoravského sdružení pro zemní plyn a od roku 2009 Českomoravského sdružení pro zemní plyn. Patří mezi specialisty na plastové potrubní rozvody, jejich návrhy a realizace, vše s ohledem na potřeby zákazníka. Oblast působení společnosti zahrnuje i výrobu speciálních celků a trubních dílů z nerez materiálu, realizaci potrubních rozvodů z před-izolovaného potrubí, výstavbu vodovodů a plynovodů včetně přípojek, revize, zkoušky, servis plynových zařízení či servisní činnost na plynových a kyslíkových technologiích pro sklářský, gumárenský, potravinářský a chemický průmysl.

Organizační struktura společnosti

Statutárním orgánem jsou jednatele společnosti, kteří jsou ve společnosti celkem tři, přičemž samostatně jednat jménem společnosti má každý z jednatelů.

Společníci a jejich obchodní podíl:

František Číhal

Vklad: 102.000 Kč

Splaceno: 102.000 Kč

Obchodní podíl: 51 %

Miroslav Pajdla

Vklad: 66.000 Kč

Splaceno: 66.000 Kč

Obchodní podíl: 33 %

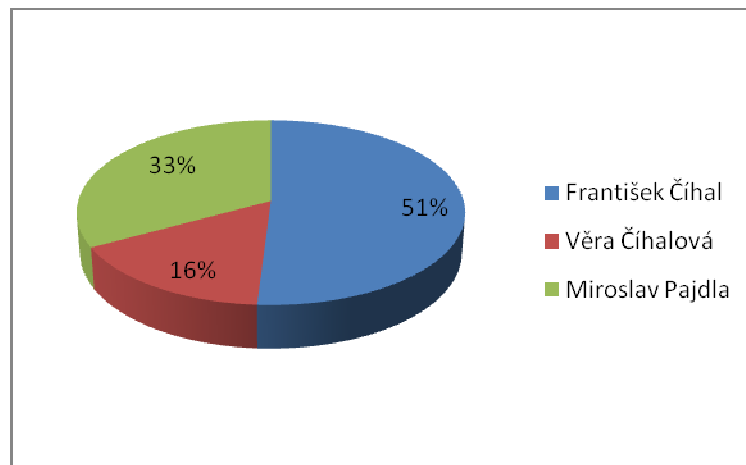
Věra Číhalová

Vklad: 32.000 Kč

Splaceno: 32.000 Kč

Obchodní podíl: 16 %

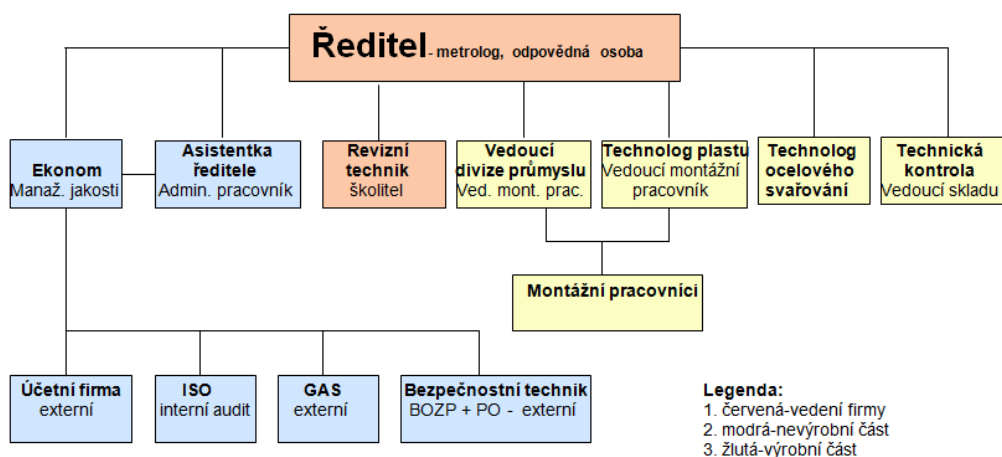
Základní kapitál společnosti činí 200.000 Kč.



Obr. 1. Obchodní podíly společníků

Společnost zaměstnává celkem 14 zaměstnanců, včetně tří výše uvedených jednatelů. Ředitel společnosti/jednatel je současně revizním technikem a technologem svařování plastů, druhý jednatel je současně vedoucím divize průmyslu a třetí jednatelka vykonává funkci ekonomky a účetní. Dva další zaměstnanci pracují v administrativě, zbývající zaměstnanci

provádějí zemní práce v terénu či v halách. Tvoří je revizní technici, svářeči, vizualisté, technologové a montážní dělníci.



Obr. 2. Schéma organizační struktury společnosti XY, s. r. o.

4.2 Finanční analýza

Zhodnocení finanční situace společnosti XY, s. r. o. je provedeno na základě účetních výkazů firmy z let 2004 až 2011. Provedena je horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, dále analýza poměrových ukazatelů v oblasti likvidity, rentability, zadluženosti a aktivity, přičemž poslední skupinu ukazatelů tvoří souhrnné ukazatele hodnocení výkonnosti resp. bonitní a bankrotní modely. Vlastní zpracování grafů uvedených a okomentovaných v této podkapitole vychází z vlastních výpočtů provedených v programu MS Excel.

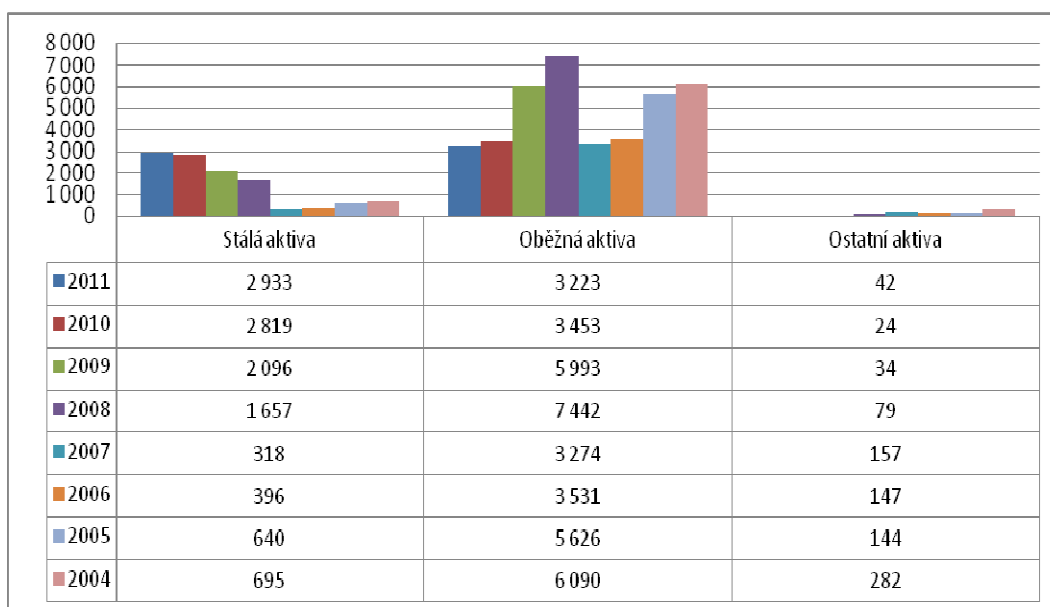
4.2.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů

Horizontální analýza rozvahy

Největší položku aktiv tvoří po celé sledované období oběžná aktiva. Od roku 2004 jejich hodnota v čase postupně klesá, přičemž v letech 2007 – 2008 došlo k výraznému nárůstu. Příčinou bylo zvýšení krátkodobých pohledávek, což vždy může signalizovat zhoršení platební morálky odběratelů, případně jejich příliv. Od roku 2008 však hodnota krátkodobých pohledávek klesá, tudíž lze usoudit, že společnost dbá na zkracování doby splatnosti. Doporučením zde bude sledovat vývoj ukazatelů aktivity.

Další významnější položkou je finanční majetek resp. prostředky na bankovním účtu. Vývoj této položky není stabilní, v jednotlivých letech spíše dosahuje značných výkyvů. To dokazuje například meziroční změna v letech 2008/2009, kdy došlo k nárůstu o zhruba 740 %, a následný meziroční pokles v letech 2009/2010 o přibližně 50 %. Ani poslední sledovaný rok 2011 se nevyhnul dalšímu poklesu, tudíž zde doporučíme sledovat zejména ukazatel okamžité likvidity, neboť snižování finančního majetku může mít na likviditu negativní dopad.

U položky stálých aktiv došlo v roce 2008 k výraznému růstu, jež byl způsoben rozšířením dlouhodobého majetku o pozemky a stavby, které společnost doposud rekonstruuje a připravuje na přesunutí dosavadního sídla.

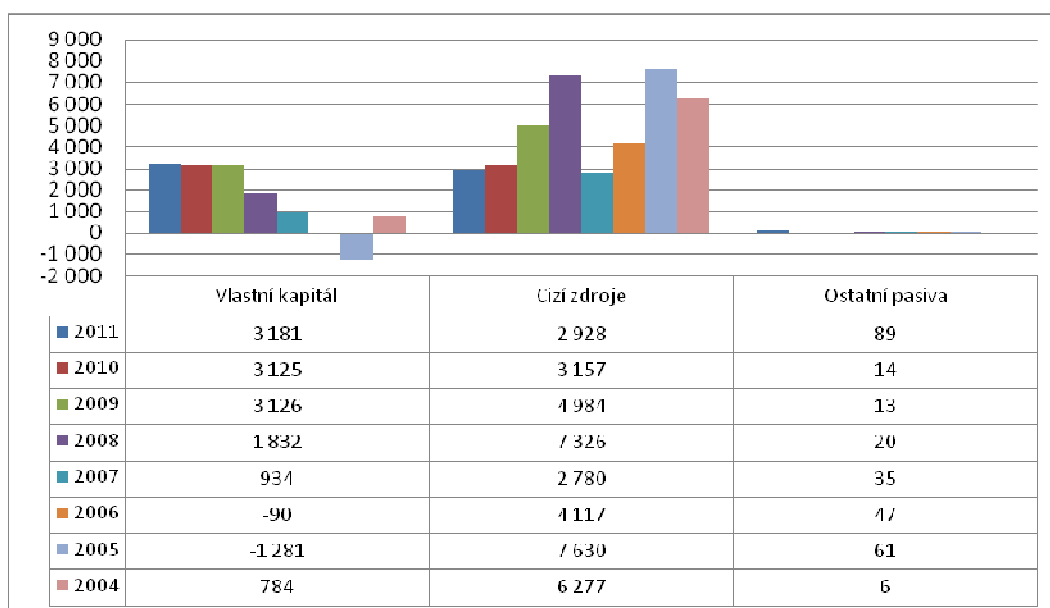


Obr. 3. Horizontální analýza strany aktiv společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč)

Z grafu (Obr. 4.) je na první pohled patrné, že financování společnosti bylo v minulých letech orientováno převážně na cizí zdroje. Nejvýznamnější položkou této kategorie jsou krátkodobé závazky, které dosahovaly maxima v roce 2008, kdy se na dramatickém zvýšení podílely zejména závazky z obchodního styku a dlouhodobé bankovní úvěry. Růst obou položek může mít negativní dopad na společnost. Krátkodobé závazky z obchodního styku představují levný zdroj financování v podobě dodavatelského úvěru. Výrazný růst však může signalizovat, že firma není schopná včas dostát svým závazkům a mohla by se tak ocitnout v platební neschopnosti. Stejně tak růst bankovních úvěrů může působit negativně na věřitele, kteří mohou zvýšené zadlužení vnímat jako zvýšení jejich věřitelského rizika.

Vzhledem k tomu, že hodnota cizích zdrojů se postupně snižuje, lze konstatovat, že společnost se snaží těmto negativním dopadům předcházet a usiluje o vyrovnanější kapitálovou strukturu.

Vlastní kapitál má po celé sledované období rostoucí trend. V roce 2005 se vlastní kapitál dostal do záporných hodnot kvůli ztrátě, kterou firma prodělala. K výraznějšímu zvýšení došlo v roce 2008, neboť část dosaženého zisku za rok 2007 pokryla přetrvávající ztrátu z minulých let a část byla ponechána jako nerozdělený zisk.



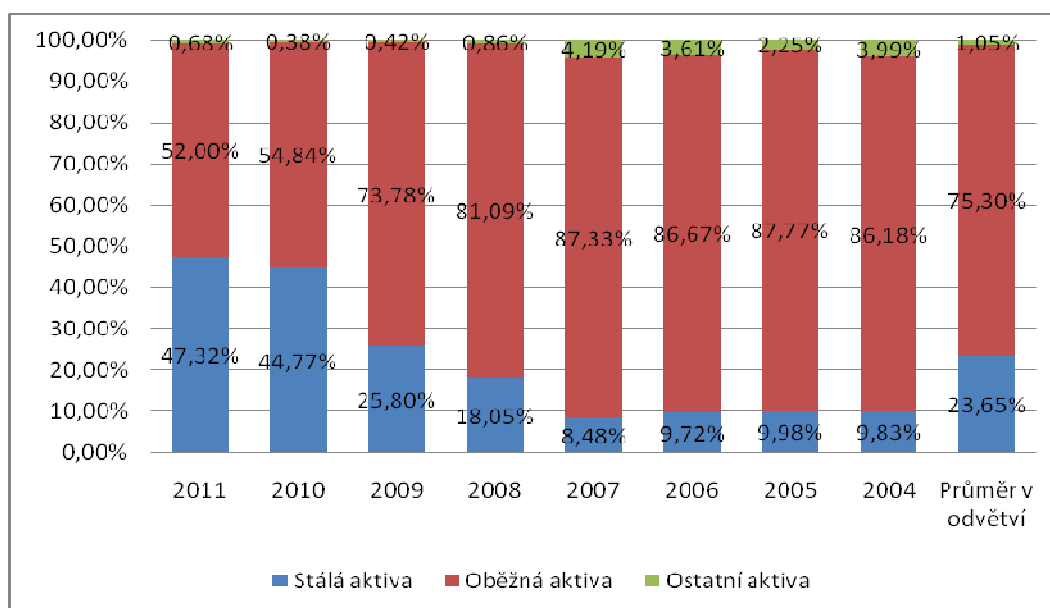
Obr. 4. Horizontální analýza strany pasiv společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč)

Vertikální analýza rozvahy

Ve struktuře aktiv společnosti převažují oběžná aktiva. Na rozdíl od výrobních společností, jejichž činnost je závislá především na dlouhodobém majetku a je pro ně tedy typická převaha stálých aktiv, společnost XY, s. r. o. má nejvíce finančních prostředků vázaných v oběžných aktivech, která hrají klíčovou roli v její hlavní činnosti. Tuto skutečnost potvrzuje i uvedený průměr odvětví, vypočítaný z údajů oficiálních analýz Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Ten dokládá, že i ostatní společnosti působících v tomto oboru mají podobnou strukturu aktiv. Největší položku kategorie oběžných aktiv tvoří krátkodobé pohledávky z obchodního styku, druhou nejvýznamnější položkou jsou peněžní prostředky na bankovních účtech a v hotovosti a na třetím místě jsou zásoby resp. materiál a nedokončená výroba. Obecně je známo, že držení finančních prostředků v zásobách a na bankovních

účtech či v hotovosti patří k nejméně efektivnímu způsobu zhodnocení. Pro zajištění bezproblémového fungování činnosti je však držení určité části majetku v této formě nezbytné.

Stálá aktiva zahrnují pouze majetek potřebný k provádění veškerých dodavatelských, montážních a servisních činností. Tvoří ho především montážní vozidla, svářečí, stlačovací, navrtávací, kovoobráběcí zařízení, sekací a sbíjecí technika, bezpečnostní vybavení a jiné provozně nutné prostředky. Od roku 2008 jsou v této položce zahrnuty, jak již bylo zmíněno, pozemky a stavby připravované pro přestěhování dosavadního sídla společnosti.



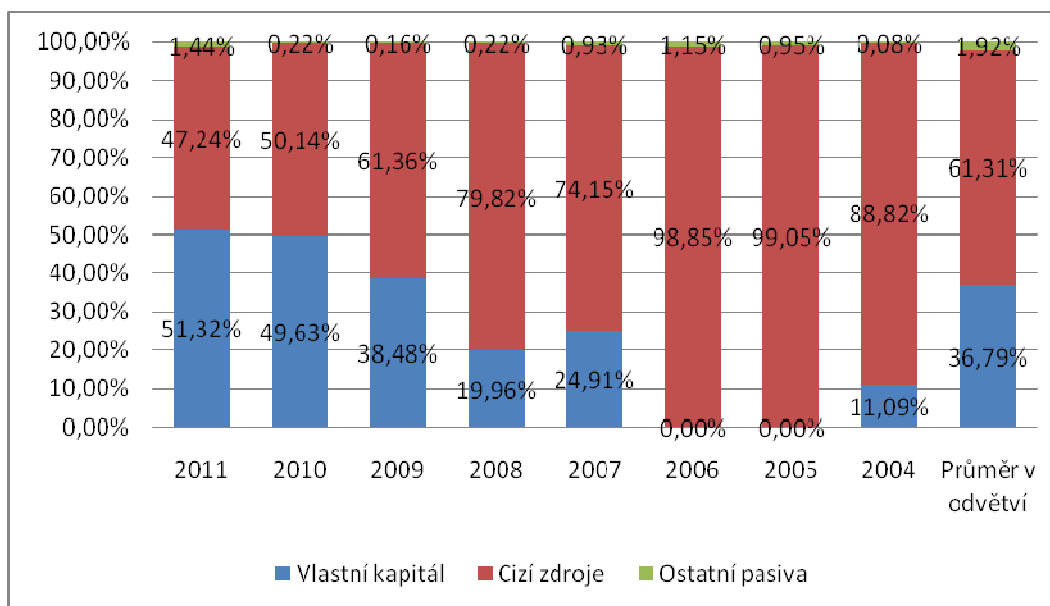
Obr. 5. Vertikální analýza strany aktiv společnosti XY, s. r. o.

Jak již bylo naznačeno v horizontální analýze strany pasiv, společnost se z hlediska kapitálové struktury přiklání k využití cizích zdrojů financování. V letech 2004 až 2008 se jejich podíl na celkových pasivech pohyboval v rozmezí 74 – 100 %. 100% podíl byl zapříčiněn ztrátou, kterou společnost vykázala za účetní období roku 2005 a která dostala vlastní kapitál do nulových hodnot. Výše vlastního kapitálu je přitom ovlivněna zejména výsledkem hospodaření za běžné období, který tvoří největší položku. Od roku 2008 však můžeme zaznamenat pokles cizích zdrojů, přičemž rok 2011 je prvním rokem, kdy podíl vlastního kapitálu převyšuje podíl cizích zdrojů financování. Průměrné hodnoty v odvětví z let 2004 až 2011 opět dokazují, že pro společnost působící v tomto oboru není orientace na cizí zdroje ničím neobvyklým.

Cizí zdroje představují obecně levnější zdroj financování v porovnání s vlastním kapitálem. Jejich využívání má kladný vliv na rentabilitu a je proto do určité míry doporučováno.

Na druhou stranu cizí zdroje v sobě mohou skrývat nebezpečí předlužení. Věřitelé velmi citlivě vnímají míru zadlužení společnosti a v případě, že je návratnost jejich prostředků ohrožena, stává se získávání dodatečného kapitálu obtížnějším a zároveň dražším.

Vzhledem k tomu, že v posledních letech se kapitálová struktura společnosti začíná vyrovnávat a v posledním roce i přiklánět k převaze vlastních zdrojů nad cizími, doporučíme zde sledovat ukazatele rentability, a to zejména rentability vlastního kapitálu a celkového vloženého kapitálu.



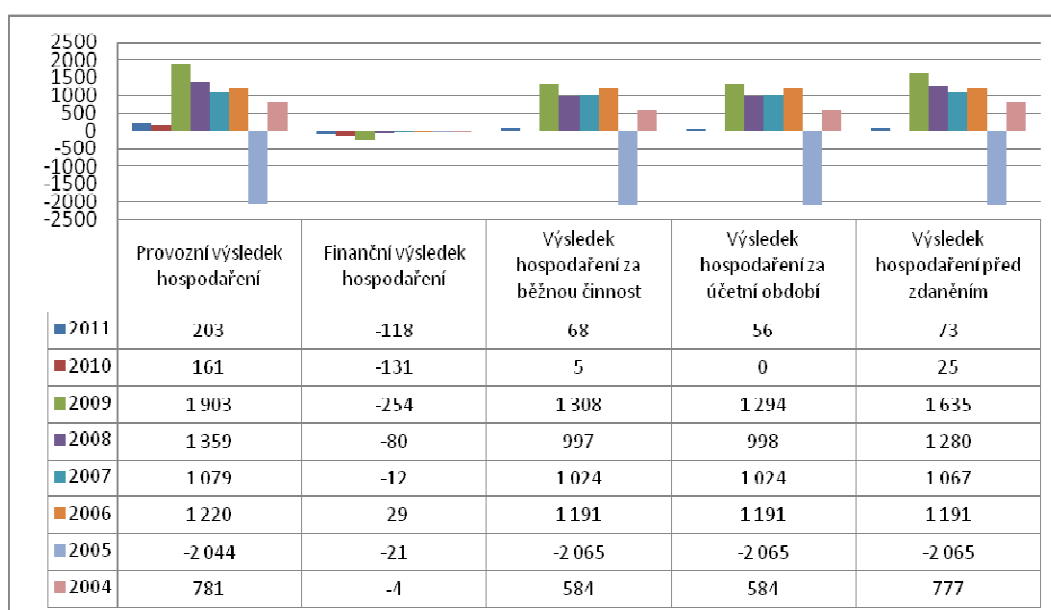
Obr. 6. Vertikální analýza strany pasiv společnosti XY, s. r. o.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Z grafu (Obr. 7.) je patrné, že vývoj provozního VH je shodný s vývojem VH před zdaněním. Stejný trend lze zaznamenat i u dvojice VH za běžnou činnost a VH za účetní období. Dramatický propad viditelný u všech kategorií výsledku hospodaření nastal v roce 2005 kvůli několikrát zmiňované ztrátě, kterou společnost prodělala v důsledku nevydařené zakázky. Je vidět, že provozního výsledek hospodaření se až do roku 2009 vyvíjel velmi příznivě, avšak následující rok 2010 znamenal výrazný propad ve srovnání s předchozími roky.

Finanční výsledek hospodaření se bohužel po celé sledované období pohybuje v záporných hodnotách, přičemž tato ztráta v čase roste. Společnost vykazuje nákladové úroky a ostatní finanční náklady, avšak žádné výnosové úroky příp. ostatní finanční výnosy, které by tyto

náklady pokryly. Vzhledem k orientaci na využití cizích zdrojů financování lze konstatovat, že záporná hodnota finančního VH není ničím výjimečným. Je třeba však podotknout, že ztráta v této oblasti výrazně ovlivňuje výsledek hospodaření za účetní období. Příkladem je rok 2010, kdy ačkoliv společnost vykázala kladný provozní VH, po odečtení záporného finančního VH, daně a mimořádných nákladů byl VH za účetní období roven nule. Doporučením zde bude i nadále usilovat o růst tržeb a zároveň snížení výkonové spotřeby jakožto nákladové položky.



Obr. 7. Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč)

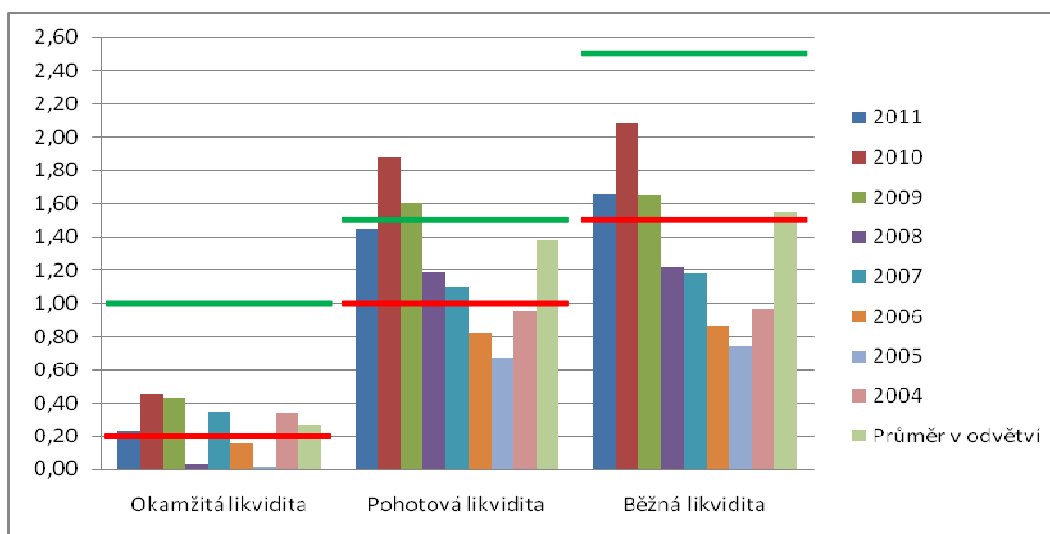
4.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Doporučené rozmezí pro okamžitou likviditu neboli likviditu 1. stupně činí 0,2 – 1. V grafu (Obr. 8.) je vidět, že v roce 2005, 2006 a 2008 okamžitá likvidita podniku nedosahovala ani spodní kritické hranice. Příčinou bylo výrazné snížení krátkodobého finančního majetku v těchto letech, jehož výkyvy byly zmíněny v horizontální analýze aktiv. V posledním roce sledovaného období došlo opět k poklesu úrovně okamžité likvidity na minimální doporučenou hodnotu. Tato skutečnost sice nemusí nutně znamenat finanční problémy, přesto by podrobnější analýze měly být podrobeny krátkodobé zdroje financování.

V oblasti pohotovové likvidity je situace ve sledovaném období mnohem příznivější. Spodní kritické hranice nebylo dosaženo pouze v letech 2005 a 2006. Naopak v posledních třech letech se likvidita drží nad horní doporučenou hranicí, což lze hodnotit pozitivně. Příliš

vysoká hodnota však nemusí být žádoucí z hlediska neefektivního vázání finančních prostředků, což je významné zejména pro vlastníky. Doporučením je zde udržovat nadále hodnoty v doporučeném pásmu avšak pouze v nezbytně nutné výši.

Běžná likvidita se až do roku 2008 držela hluboko pod úrovní minimální doporučené hodnoty. V posledních třech letech je situace opět příznivá, což lze hodnotit pozitivně. Celkově se hodnota všech tří kategorií likvidity příliš neliší od průměrných hodnot v odvětví.



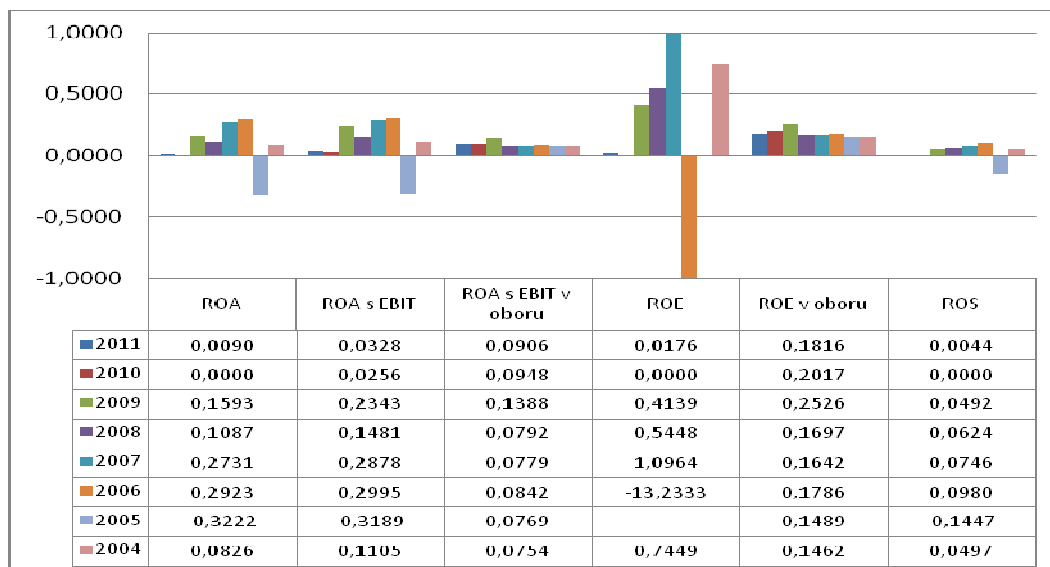
Obr. 8. Vývoj likvidity ve společnosti XY, s. r. o.

Obecně by všechny kategorie rentability měly mít rostoucí charakter. Z grafu (Obr. 9.) je patrné, že situace ve společnosti je však zcela opačná a tedy nepříznivá. Ztráta v roce 2005 posunula hodnotu všech kategorií rentability do záporných hodnot. V následujícím roce se sice vrátily zpět do kladných, avšak od té chvíle vykazují klesající trend.

Klesající rentabilita tržeb signalizuje, že společnost vyrábí každoročně s vyššími náklady. Zatímco v roce 2006 musela na každou korunu tržeb vynaložit přibližně 91 haléřů, v roce 2010 byla rentabilita nulová, na každou korunu tržeb byla tedy vynaložena koruna nákladů. Podnik by měl proto usilovat zejména o snižování nákladů.

Z vývoje rentability vlastního kapitálu lze vyčíst, že v roce 2007 přinesla 1 koruna vlastního kapitálu zhruba 54 haléřů zisku. O rok později přibližně 41 haléřů a v roce 2011 pouhých 1,76 haléře. Tento nepříznivý vývoj je negativní zejména pro vlastníky společnosti, neboť vypovídá o neefektivním zhodnocení jimi vložených prostředků.

Klesající hodnoty rentability ukazují na přímou souvislost mezi likviditou a rentabilitou, kdy rostoucí likvidita negativně ovlivňuje rentabilitu. Rovněž růst podílu vlastního kapitálu oproti cizím zdrojům financování v průběhu sledovaného období měl negativní dopad na vývoj rentability vlastního kapitálu a celkového vloženého kapitálu. Doporučením zde bude zvážit nejen úroveň likvidity, ale zejména kapitálovou strukturu a rovněž řízení nákladů, které významně ovlivňují rentabilitu tržeb, jak je uvedeno výše.

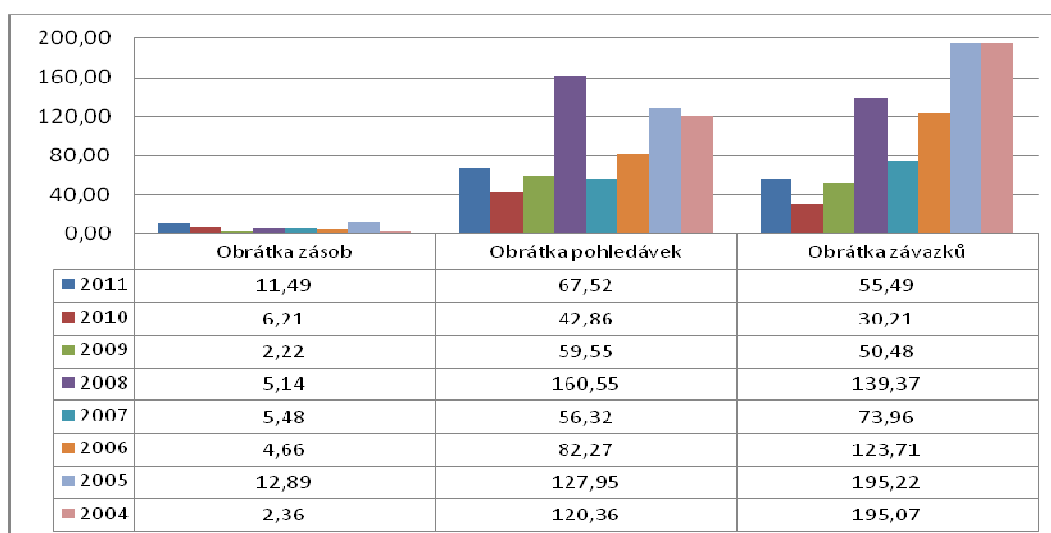


Obr. 9. Vývoj kategorií rentability ve společnosti XY, s. r. o.

Doba obratu zásob měla do roku 2008 spíše klesající charakter, což je příznivý jev. V posledních třech letech však tento ukazatel roste, přičemž nejvýraznější nárůst lze zaznamenat v roce 2011. Společnost by měla usilovat o snížení ukazatele vzhledem k efektivnějšímu zhodnocení finančních prostředků vázaných v této formě majetku na takovou úroveň, která neohrozí průběh a fungování činnosti podniku.

Doba obratu pohledávek má celkem nestabilní vývoj. V roce 2008 došlo k nejvýraznějšímu růstu v celém sledovaném období. Příčinou byl zřejmě dopad globální finanční recese, díky které odběratelé neměli dostatek prostředků na splácení svých závazků vůči společnosti. V letech 2009 – 2010 sice hodnota tohoto ukazatele klesla, v následujícím roce však opět vzrostla. Společnost by měla proto usilovat o snížení doby obratu pohledávek, neboť z dlouhodobého hlediska by mohlo hrozit, že společnost nebude schopna hradit své závazky vůči dalším subjektům, neboť její prostředky budou vázány v nesplacených pohledávkách. Toho lze docílit například zkrácováním doby splatnosti na vystavených fakturách či důslednějším vymáháním pohledávek.

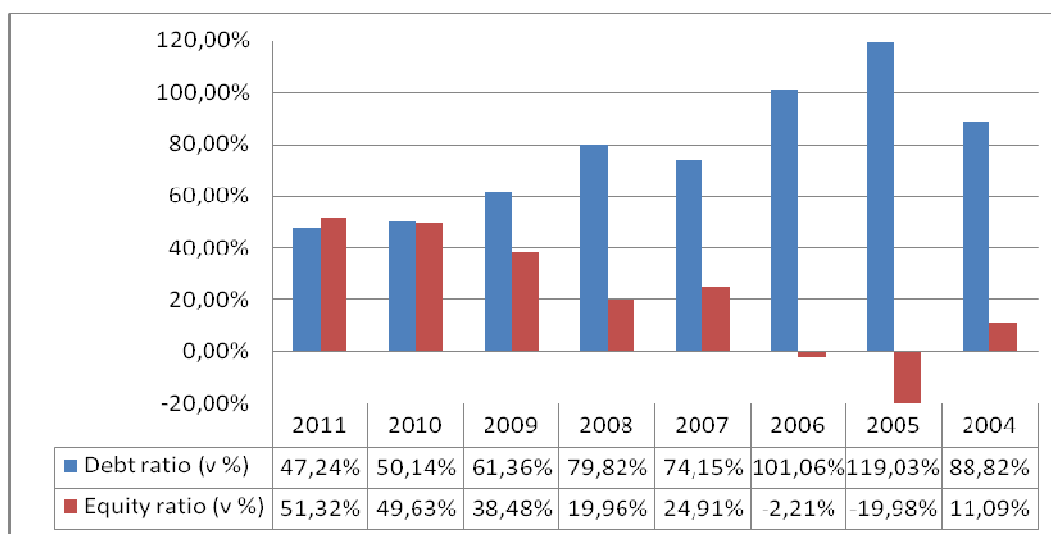
Proměnlivý vývoj doby obratu závazků je téměř shodný s vývojem doby obratu pohledávek. Výrazný růst zde byl rovněž zaznamenán v roce 2008. Společnost inkasovala prostředky od odběratelů za mnohem delší dobu, v důsledku čehož jí splácení svých vlastních závazků trvalo déle. Z dlouhodobého hlediska je však trend tohoto ukazatele spíše klesající. Zatímco v roce 2004 činila průměrná doba splacení závazků 195 dní, v roce 2011 je to již pouze 55 dní. Za zmínku zde stojí tzv. pravidlo likvidity, které říká, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek. V grafu (Obr. 10.) je vidět, že toto pravidlo je v posledních čtyřech letech porušeno. Vzhledem k výše uvedenému by společnost měla dbát na dodržování tohoto pravidla, neboť jí do budoucna mohou hrozit problémy s likviditou.



Obr. 10. Vývoj doby obratu zásob, pohledávek a závazků ve společnosti XY, s. r. o.

Vyhodnocení kapitálové struktury pomocí Debt a Equity ratio v následujícím grafu (Obr. 11.) dokládá, že v průběhu sledovaného období se společnost přiklání k cizím zdrojům financování. Této skutečnosti odpovídá i hodnocení vertikální analýzy pasiv. Využití cizího kapitálu bylo na nejvyšší úrovni v roce 2005. V tomto roce, stejně jako v roce 2006, byl podíl cizího kapitálu stoprocentní, což bylo zapříčiněno již zmiňovanou ztrátou, díky které se hodnota vlastního kapitálu a jeho využití dostala do nulových hodnot. Z dlouhodobého hlediska se podíl cizího kapitálu v čase snižuje, přičemž v posledním roce 2011 převažuje využití vlastních zdrojů financování. Jak již bylo uvedeno v rámci vertikální analýzy pasiv, kapitálová struktura přikloněná k využití cizího kapitálu je pro tento typ společnosti typická, čemuž odpovídá i situace v oboru. Pokud by podíl vlastního kapitálu i nadále rostl, bu-

de třeba věnovat pozornost ukazatelům rentability, zejména rentabilitě vlastního kapitálu, která by v důsledku toho mohla klesat.



Obr. 11. Vývoj kapitálové struktury společnosti XY, s. r. o.

Srovnání celkové rentability s maximální úrokovou mírou slouží ke zjištění, zda existuje další prostor pro využití cizích zdrojů financování. Z uvedené tabulky (Tab. 1.) je patrné, že s výjimkou roku 2005 a 2010 je rentabilita celkového vloženého kapitálu vyšší než maximální úroková míra. Prostor pro další zadlužení zde tedy existuje, neboť společnost má k dispozici dostatek prostředků ze zisku, kterými lze nákladové úroky krýt. Je však třeba podotknout, že doporučená míra úrokového krytí se v ČR pohybuje okolo osminásobku placených úroků. V roce 2011 je ale úrokové krytí na úrovni 2,05 a tudíž další zadlužení by vzhledem k této skutečnosti nebylo vhodné.

Tab. 1. Zhodnocení možnosti dalšího zadlužení společnosti XY, s. r. o.

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROA s EBITem (v %)	3,28	2,56	23,43	14,81	28,78	29,95	-31,89	11,05
Úrokové krytí = EBIT / úroky placené	2,05	1,61	21,38	24,71	1079,00	61,00	-681,33	0,00
Maximální úroková míra (v %)	2,94	3,17	6,32	3,07	1,28	-32,22	-2,09	0,64
Možnost dalšího zadlužení	ANO	NE	ANO	ANO	ANO	ANO	NE	ANO

4.2.3 Souhrnné ukazatele hodnocení výkonnosti

Bankrotní model

Tafflerův bankrotní model slouží k určení, zda společnosti v blízké době hrozí vyhlášení bankrotu. K výpočtu využívá 4 poměrové ukazatele, kterými jsou:

R_1 = zisk před zdaněním/krátkodobé závazky,

R_2 = oběžná aktiva/cizí kapitál,

R_3 = krátkodobé závazky/celková aktiva,

R_4 = (finanční majetek – krátkodobé závazky)/celková aktiva.

Modifikovaná verze modelu se liší v posledním ukazateli R_4 , který se vypočítá jako:

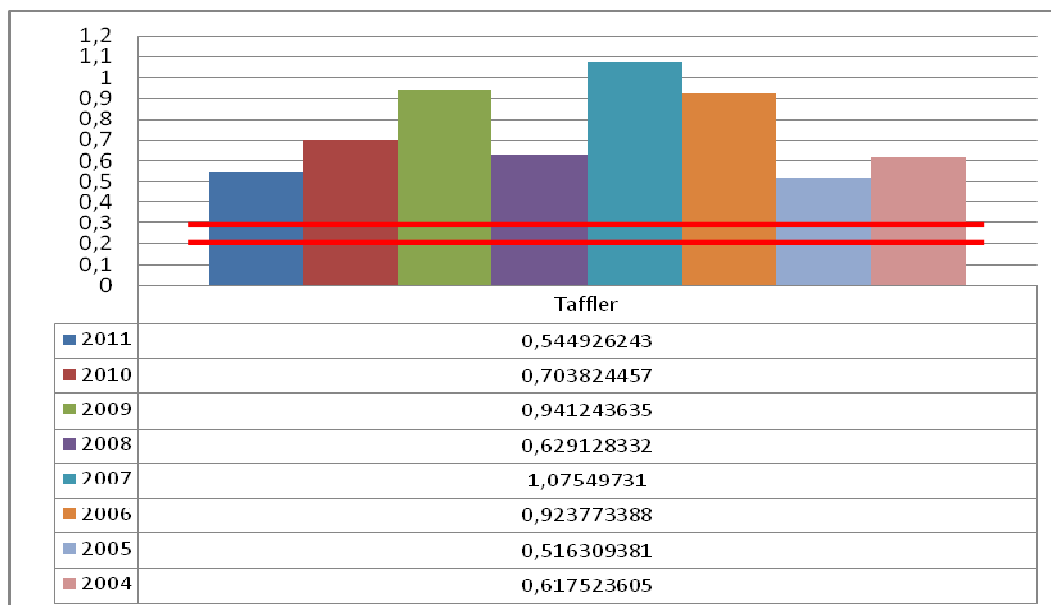
R_4 = tržby/celková aktiva

Základní tvar Tafflerovy rovnice zní:

$$T = 0,53 R_1 + 0,13 R_2 + 0,18 R_3 + 0,16 R_4 \quad (39)$$

Pokud hodnota vypočteného T je vyšší než 0,3, jedná se o společnost s velmi malou pravděpodobností bankrotu. Naopak je-li hodnota T nižší než 0,2, společnost může očekávat bankrot s vyšší pravděpodobností. (Růčková, 2010, s. 77)

Výsledné hodnoty společnosti XY, s. r. o. se po celé sledované období pohybují výrazně nad horní hranicí 0,3. Z tohoto důvodu lze konstatovat, že existuje jen velmi malá pravděpodobnost, že by společnost byla nucena vyhlásit bankrot.



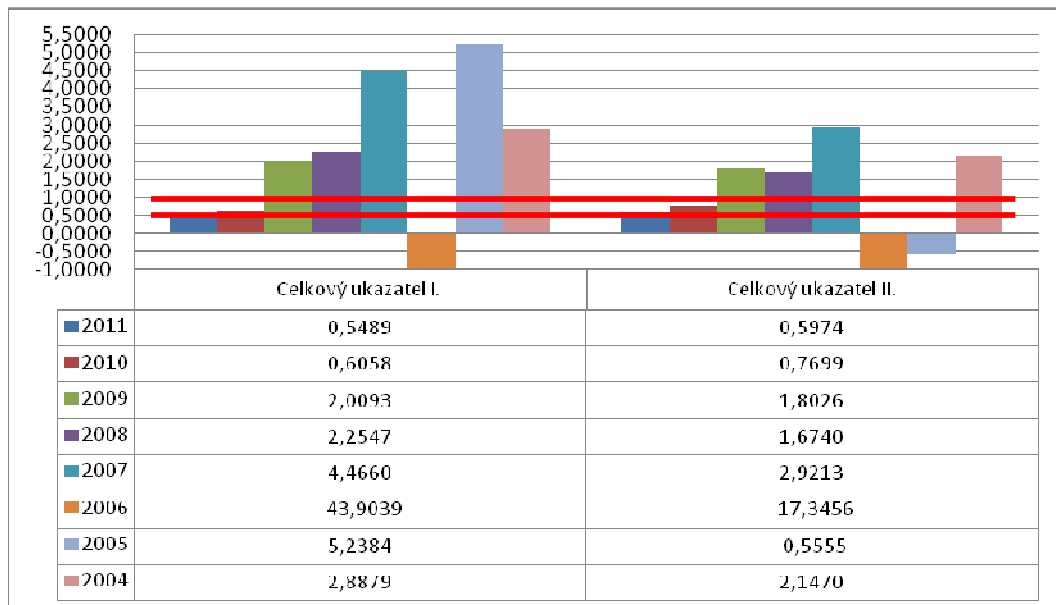
Obr. 12. Aplikace modifikované verze Tafflerova modelu na společnost XY, s. r. o.

Bonitní modely

Jedním z bonitních modelů, které slouží ke stanovení bonity podniku, je soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy. Jedná se o soustavu vytvořenou v podmínkách České republiky, která je vhodná pro využití v jakémkoliv podniku bez ohledu na jeho velikost. Představuje velmi jednoduchý způsob jak rychle a jednoduše ověřit fungování podniku. Analýza pracuje s ukazateli ze čtyř oblastí, a to stability, likvidity, aktivity a rentability, přičemž se skládá z bilanční analýzy I, jejímž výsledkem je celkový ukazatel I., a bilanční analýzy II., jejímž výsledkem je celkový ukazatel II. V případě, že je celkový ukazatel I. vyšší než 1, systém fungování podniku je považován za dobrý. Hodnota mezi 0,5 – 1 představuje únosnou situaci a hodnota nižší než 0,5 signalizuje špatný systém. Stejně doporučené hodnoty platí pro celkový ukazatel II. Hodnota vyšší než 1 znamená, že společnost má dobré finanční zdraví a je tedy bonitní, rozmezí 0,5 – 1 představuje šedou zónu, kde nelze jednoznačně stanovit vývoj podniku z hlediska financí, a hodnota nižší než 0,5 značí problémy v hospodaření společnosti. (Růčková, 2010, s. 77 – 80)

Z grafu (Obr. 13.) je patrné, že nepříznivá situace byla v roce 2005 a 2006, kdy se hodnoty obou ukazatelů pohybovaly výrazně pod nulou a tím i pod doporučenými hodnotami. V letech 2007 až 2009 byla situace velmi příznivá, avšak poslední dva roky sledovaného období představují opět propad téměř až na spodní kritickou hranici. Dá se tedy konstatovat, že společnost se v současné době nachází v šedé zóně, avšak ukazatele dosahují tak nízké

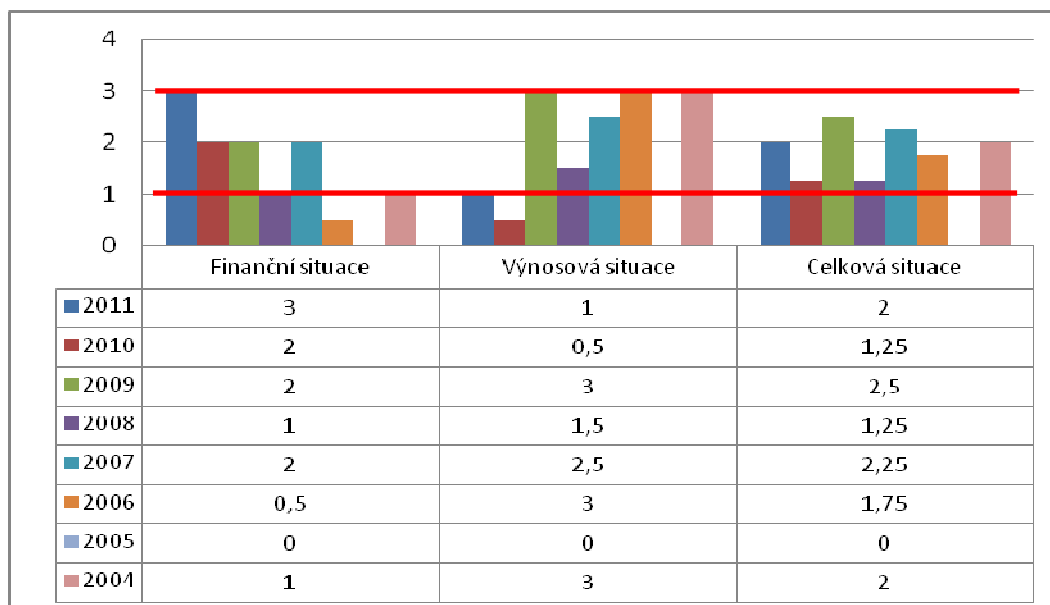
kých hodnot, že společnost nelze označit za bonitní a hodnota obou ukazatelů spíše signalizuje problémy v jejím hospodaření a finančním zdraví.



Obr. 13. Douchova analýza I. a II. společnosti XY, s. r. o.

Na základě výsledků předchozí Douchovy analýzy nelze říci, že by hodnocení pomocí Kralickova Quicktestu bylo zvláště přesné. Rozmezí doporučených hodnot je jednak dosti široké a navíc je k výpočtu ukazatelů použito aritmetického průměru.

V grafu (Obr. 14.) je vidět, že hodnoty se po celé sledované období pohybují spíše v rámci doporučených hodnot. Rok 2005 se svou ztrátou opět podepsal na výsledných hodnotách, které jsou ve všech třech skupinách rovny nule. Nejlepších výsledků bylo dosaženo v roce 2007 a 2009, kdy se hodnoty pohybují v tzv. šedé zóně a směřují k její horní hranici. Výnosová situace v roce 2010 je pod spodní kritickou hranicí a ani v následujícím roce ji nepřekonal. Z hlediska celkové situace je však vývoj v posledních dvou letech sledovaného období kladný. Na základě Kralickova Quicktestu by se společnost dala zařadit mezi bonitní. S přihlédnutím k předchozímu hodnocení Douchovy analýzy je však třeba konstatovat, že přestože se společnosti zatím udržuje v rozmezí doporučených hodnot, měla by usilovat o zlepšení hospodaření, finanční a výnosové situace, aby nebylo ohroženo její fungování.



Obr. 14. Aplikace Kralickova Quicktestu na společnost XY, s. r. o.

4.3 Strategická analýza

Následující strategická analýza je zaměřena na zhodnocení podnikatelského prostředí, ve kterém společnost působí, stejně jako na vlastní potenciál firmy a klíčové faktory ovlivňující její činnost. Analýza je rozdělena na analýzu makroprostředí a mikroprostředí, přičemž je rovněž doplněna o SWOT analýzu.

4.3.1 Analýza makroprostředí

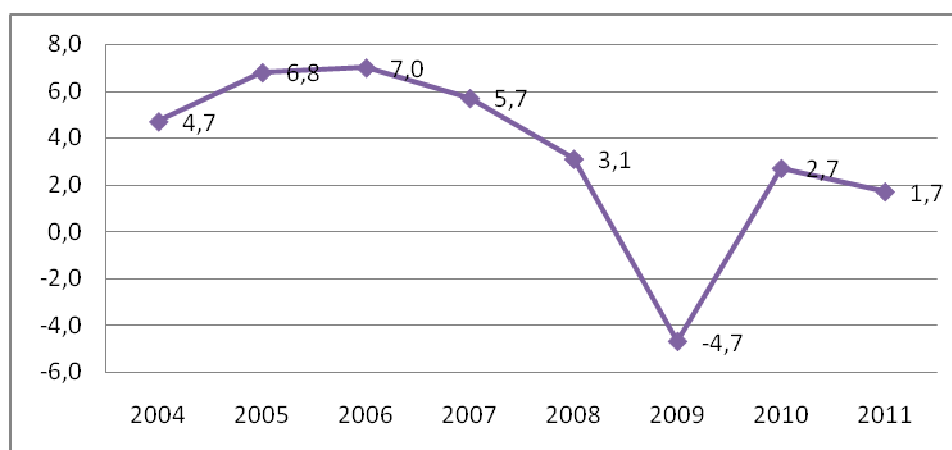
Makroprostředím společnosti rozumíme vedle ekonomického také technologické, politické či sociální prostředí. Analýza ekonomického prostředí zahrnuje především makroekonomických veličiny jako hrubý domácí produkt, míru inflace či míru nezaměstnanosti.

Hrubý domácí produkt (HDP) vyjadřuje hodnotu statků a služeb nově vyprodukovaných v dané ekonomice v průběhu sledovaného období, obvykle 1 rok, v peněžních jednotkách. Je tedy ukazatelem měření výkonnosti ekonomiky státu. Pro srovnání vyspělosti ekonomik mezi jednotlivými státy se však doporučuje použít ukazatel HDP na obyvatele. Růst (pokles) HDP je vyjádřen tzv. hospodářským ekonomickým růstem (poklesem) v procentech a říká, o kolik % reálně vzrostl (klesl) hrubý domácí produkt ve sledovaném období v porovnání se stejným obdobím roku předcházejícího.

Pro účely strategické analýzy je vhodné porovnat ekonomický růst s hospodařením sledované společnosti.

Tab. 2. Vývoj a predikce růstu HDP v ČR v letech 2004 až 2013

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP v % (r/r) reálně	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7	0,2	1,3



Obr. 15. Vývoj růstu HDP v ČR (v %)

Z grafu (Obr. 15.) je patrné, že meziroční změny HDP měly od roku 2004 zpočátku rostoucí tendenci. V roce 2005 byl původcem příznivého růstu zejména zahraniční obchod. Výrazně se projevil trend převahy vývozu nad dovozem a zahraniční obchod se zbožím tehdy poprvé od roku 1993 dosáhl kladného salda.

Stejně pozitivní tempo růstu si česká ekonomika udržela i v následujícím roce 2006 a to zejména díky domácí poptávce, v rámci které rostla tvorba hrubého kapitálu a konečná spotřeba. Rok 2007 se rovněž nesl v duchu silné ekonomické aktivity. Růst HDP měl na svědomí především zpracovatelský průmysl a zvýšení průmyslové produkce. Pozitivně se zde opět projevil rostoucí výdaje domácností na konečnou spotřebu doprovázené poklesem míry nezaměstnanosti a současným růstem průměrných mezd.

K výraznému zpomalení hospodářského růstu dochází v roce 2008, který je ve znamení nadcházející ekonomické krize, a to zejména v posledním čtvrtletí tohoto roku. Výdaje domácností klesly v důsledku vysoké inflace a k poklesu došlo prakticky ve všech výdajových položkách struktury HDP.

Jak je patrné z grafu, nejhoršího propadu ve vývoji HDP bylo dosaženo v roce 2009, kdy se globální ekonomická recese naplno projevila i v české ekonomice. Výrazný pokles zahraniční poptávky měl drtivý dopad zejména na odvětví zpracovatelského průmyslu silně orientované na export.

V roce 2010 opět dochází k oživení české ekonomiky a meziroční růst o 2,7 % je důkazem jejího postupného zotavování. Přestože tento vývoj naznačoval, že česká ekonomika je na nejlepší cestě k překonání celosvětové „krize“, v roce 2011 se na vývoji HDP negativně podepsala dluhová krize eurozóny a dochází opět k poklesu růstu HDP.

Co se týče předpokládaného vývoje pro rok 2012 a 2013, Ministerstvo financí ČR vidí vývoj HDP celkem pozitivně, a to zejména díky zprávám o příznivém vývoji americké ekonomiky a rovněž zklidnění situace v eurozóně, ke kterému přispěla podpora ze strany ECB a restrukturalizace řeckého dluhu. Za znepokojující faktory však považuje zpomalování ekonomické výkonnosti Číny či zvyšování nezaměstnanosti v zemích eurozóny.

Pro srovnání ekonomického růstu s hospodařením společnosti byl z kategorií zisku vybrán provozní výsledek hospodaření, neboť není zatížen nejen výkyvy, které se vyskytují v případě finančního výsledku hospodaření, ale ani změnami daňových sazeb.

Tab. 3. Vývoj provozního výsledku hospodaření společnosti XY, s. r. o.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH (v tis. Kč)	781	-2 044	1 220	1 079	1 359	1 903	161	203

V letech 2004 až 2010 společnost tvořila, s výjimkou roku 2005, kladný provozní výsledek hospodaření. Ačkoliv vývoj HDP byl v roce 2008 a 2009 značně poznamenán globální ekonomickou recesí, na výsledku hospodaření společnosti se to nijak neprojevilo. Teprve v roce 2010 dochází k výraznému poklesu u této kategorie zisku, což můžeme připisat skutečnosti, že společnost poskytuje své služby zemím Evropské unie a dluhová krize eurozóny měla dopad i na její hospodaření.

Z výše uvedeného lze tedy konstatovat, že hospodaření společnosti není zcela závislé na vývoji HDP v zemi, avšak je ovlivněno ekonomickou situací a děním v zemích EU.

Inflace je pojem, kterým označujeme všeobecný růst cenové hladiny v ekonomice, v jehož důsledku dochází ke snížení kupní síly peněz. K vyjádření konkrétní změny cenové hladiny

za určité období se používá míra inflace, která je měřena pomocí cenových indexů (nejčastěji indexem spotřebitelských cen). Pokud dojde k růstu cenové hladiny, neznamená to nic jiného, než že si za stejnou finanční částku koupíme méně zboží a služeb. Pro firmu to pak znamená zdražení vstupů, a pokud si chce nadále udržet ziskovost, musí tuto skutečnost reflektovat ve zdražení výstupů. Ne každá společnost však dokáže na změny inflace reagovat včas, navíc reakce odběratelů resp. zákazníků na zvýšení cen může být dost negativní. Všeobecně lze tedy říci, že inflace má na hospodaření společnosti spíše nepříznivý vliv.

Tab. 4. Vývoj míry inflace v ČR a její predikce (v %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Míra inflace	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	2,3

Míra inflace se ve sledovaném období pohybovala mezi 1 až 2,8 %. Výjimku tvoří rok 2008, kdy inflace dosáhla rekordních 6,3 %, a to díky již zmiňované nadcházející globální recesi. Dle očekávání Ministerstva financí by se v roce 2012 měl růst spotřebitelských cen pohybovat okolo 3,3 % a v roce 2013 pak okolo 2,3 %, přičemž tento vývoj bude zřejmě ovlivněn změnami spojenými s výší DPH v zemi.

Nezaměstnanost je makroekonomický ukazatel, který úzce souvisí s růstem či poklesem ekonomické výkonnosti v zemi. Pokud roste HDP, klesá nezaměstnanost a naopak. Navíc na tento ukazatel působí i sezónní vlivy, které se projevují s pravidelnou frekvencí a tudíž nemají vliv na dlouhodobý vývoj.

Tab. 5. Vývoj průměrné míry nezaměstnanosti v ČR a její predikce (v %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Míra nezaměstnanosti	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,2

Průměrná míra nezaměstnanosti měla od roku 2004 klesající charakter. V roce 2009 došlo k výraznému růstu, což odpovídá propadu ve vývoji HDP. V následujících letech dochází k pomalému růstu nezaměstnanosti, přičemž pro rok 2012 a 2013 je vzhledem k předpokládanému pomalejšímu růstu ekonomiky a vysoké nejistotě budoucího vývoje hodnota průměrné míry nezaměstnanosti odhadována na 7,0 % a 7,2 %.

Směnný kurz vyjadřuje cenu jedné měny v jednotkách měny jiné. Je to další ukazatel, který má význam zejména tehdy, pokud společnost obchoduje s cizími zeměmi. Pokud totiž společnost nakupuje či prodává do zahraničí, kde se platí jinou měnou, je třeba sledovat vývoj směnného kurzu vůči této měně. Případné změny kurzu totiž mohou mít jak pozitivní tak negativní dopad na výsledek takovéto transakce. K uzavření obchodu totiž zpravidla dochází v jiný okamžik než k jeho realizaci a právě v tomto mezidobí může dojít ke změně kurzu, což může společnosti způsobit neočekávaný zisk či ztrátu.

Tab. 6. Vývoj průměrného nominálního směnného kurzu a jeho predikce

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CZK/EUR	31,90	29,78	28,34	27,76	24,94	26,45	25,29	24,59	25,0	24,9

Jak je z tabulky (Tab. 6.) patrné, vývoj kurzu koruny vůči euru ukazuje, že od roku 2004 koruna posiluje, přičemž nedochází k žádným dramatickým výkyvům. Zatímco tehdy jedno euro odpovídalo hodnotě 31,90 Kč, v roce 2011 už to bylo jen 24,59 Kč. Ministerstvo financí ČR předpokládá i pro následující roky 2012 a 2013 stabilní vývoj směnného kurzu koruny vůči euru.

Demografické prostředí – za své cílové zákazníky firma považuje občany a firmy v oblasti veřejných a technologických rozvodů.

Přírodní prostředí – firma ke své činnosti využívá produkty z ropy a železných rud, v důsledku toho pravidelně v souladu s evropskými normami likviduje kovy a nebezpečný odpad využívaný při práci.

Technologické prostředí – postupy, které firma při své činnosti používá, vycházejí z nejnovějších poznatků vědy a techniky.

Politické prostředí – vzhledem k předmětu činnosti se podnik řídí zejména zákonem o stavebnictví, životním prostředím, daňovým, účetním a energetickým zákonem, zákoníkem práce, dále prováděcími nařízeními a vyhláškami uvedených zákonů, českými a evropskými normami a v neposlední řadě technickými předpisy a jejich doporučeními.

Kulturní prostředí – společnost je rodinnou firmou a prioritou je pro ni špičková kvalita odvedené práce a spokojenost jejich zákazníků a zaměstnanců.

4.3.2 Analýza mikroprostředí

Společnost XY, s. r. o. se zaměřuje na komplexnost poskytovaných služeb ve svém oboru. Zakázky jsou prováděny výhradně dle přání zákazníka a veškeré související činnosti jsou jeho požadavkům přizpůsobeny. Analýza mikroprostředí je zaměřena na vymezení relevantního trhu a další faktory ovlivňující interní prostředí společnosti.

Vymezení relevantního trhu

Mezi nejvýznamnější konkurenty společnosti XY, s. r. o. patří GASCONTROL, společnost s r. o., PLYNSTAV, s. r. o., TM Stav, spol. s r. o., a Jaromír Matula – MIVES.

Pro určení podílu na relevantním trhu jsou použity hodnoty tržeb resp. součet tržeb za prodej zboží a výkonů, přičemž data jsou čerpána z výkazů zisku a ztráty jednotlivých společností z let 2004 až 2010. Výkazy pro rok 2011 nejsou zveřejněny pro všechny uvedené společnosti, proto tabulka (Tab. 7.) obsahuje data do roku 2010. Poslední jmenovaný konkurent, Jaromír Matula – MIVES, podniká jakožto fyzická osoba a z tohoto důvodu není uveden v obchodním rejstříku a tudíž ani účetní výkazy nejsou pro tento subjekt k dispozici. Pro účely určení podílu na trhu není tedy zařazen.

Tab. 7. Vývoj tržeb a podíly na relevantním trhu v letech 2004 až 2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
XY, s. r. o.	4%	4%	2%	2%	1%	3%	2%
GASCONTROL, společnost s r. o.	81%	76%	68%	64%	78%	73%	72%
PLYNSTAV, s. r. o.	7%	5%	4%	3%	3%	3%	2%
TM Stav, spol. s r. o.	8%	15%	26%	31%	18%	21%	24%
Podíl celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tržby celkem (v tis. Kč)	289 252	346 600	632 525	653 656	1 098 383	908 725	999 841
Růst/pokles tržeb	-	19,8%	82,5%	3,3%	68,0%	-17,3%	10,0%

Z tabulky (Tab. 7.) je patrné, že společnost XY, s. r. o. zabírá na trhu nejmenší procentní podíl, přičemž jeho hodnota od roku 2004 má spíše klesající charakter. Nejmenší tržní podíl společnost zaujímala v roce 2008, v následujícím roce jeho hodnota vzrostla, přesto se drží i v roce 2010 na velmi nízké úrovni. V následujících letech nelze předpokládat dramatické zvýšení podílu, ale spíše snaha o jeho udržení na přibližně stejné úrovni.

Podobných hodnot dosahuje i společnost PLYNSTAV, s. r. o. Od roku 2004 její tržní podíl postupně klesá, přičemž poslední dva roky udržuje stejný procentní podíl na trhu jako společnost XY, s. r. o.

Nejvýznamnějším konkurentem v odvětví je společnost GASCONTROL, která si dlouhodobě udržuje vysoký podíl na trhu. Ačkoliv jeho hodnota během let 2004 až 2007 klesala, od roku 2008 do současnosti si společnost jako jediná udržuje podíl přes 70 %. Důvodem takto vysokého podílu je jednak delší působení na trhu v odvětví, vlastní výroba technologií, plastových stavebních profilů, potrubí a dalších doplňků a rovněž členství ve společenství sesterských firem, díky kterému má společnost kapitálovou převahu a širší sortiment nabízených produktů a služeb.

Dalším významným konkurentem je společnost TM Stav, spol. s r. o., jejíž podíl sice nedosahuje hodnot předchozí jmenované společnosti, avšak v posledních třech letech má rostoucí tendenci.

Finanční činitelé (oblast marketingu) – investice do marketingových nástrojů firmy činí zhruba 15 – 20 % ze zisku, z toho 30 % na reklamu a propagaci, 40 % na poskytované služby, 25 % na distribuci a přibližně 5 % na cenu.

Technologičtí činitelé – zařízení, která společnost používá při práci, jsou víceúčelová a tvoří je především montážní vozidla, svářecí agregáty plastů a kovů, speciální technologická zařízení pro navrtávání pod tlakem a plazmové dělicí zařízení. Samozřejmostí je každým rokem prováděná certifikace a kalibrace, proškolení zaměstnanců a provádění státních zkoušek obsluhy. Prováděné zkoušky a certifikace představují největší podíl nákladů na údržbu těchto na zakázku vytvořených speciálních zařízení.

Zaměstnanci – zaměstnanci společnosti mají za sebou praxi v oboru plynových a technologických zařízení v rozmezí od 8 do 25 let. Vyškolení jsou rovněž pro provádění montáží pře-izolovaného potrubí pro horkovody a teplovody. Společnost dbá na pravidelné školení a zvyšování odbornosti zaměstnanců.

Zákazníci – cílovou skupinou společnosti jsou zejména firmy, které se zabývají distribucí vody, plynu a tepla, průmyslové podniky v oblasti technologických celků a také města, obce či občané, pro které provádí přípojky k veřejné plynové síti. Kromě České republiky společnost realizovala řadu zakázek v zahraničí, například na Slovensku, v Německu, Polsku, ale i v daleké Číně a Mexiku.

Veřejnost – činnost společnosti je ovlivňována zejména státní správou, energetickými podniky a průmyslovými závody, které hrají významnou roli při získávání veřejných zakázek a v neposlední řadě Sdružením pro zemní plyn a Českou komorou inženýrů a techniků, kterých je firma členem.

4.3.3 SWOT analýza

V níže uvedeném přehledu jsou shrnuty silné a slabé stránky společnosti spolu s příležitostmi a hrozbami.

Tab. 8. SWOT analýza společnosti XY, s. r. o.

<ul style="list-style-type: none"> • vysoká odbornost • flexibilita • promítání nejnovějších poznatků z technologií do konečného produktu 	<ul style="list-style-type: none"> • slabší finanční rezervy (vzhledem k požadavkům na soustavné zvyšování odbornosti a vybavování novými technickými zařízeními) • firma nevlastní obytné prostory – je v pronájmu
<ul style="list-style-type: none"> • proniknutí do nových oborů v průmyslu • zahájení výroby a servisní činnost speciálních zařízení 	<ul style="list-style-type: none"> • nehoda nebo ohrožení zdraví stěžejných pracovníků (na nich je firma založena) • útlum financí do stavebnictví od státu • konkurenční firmy

Jednou ze slabín společnosti XY, s. r. o. je skutečnost, že nedisponuje vlastními obytnými prostory, nýbrž je v podnájmu. Tuto skutečnost začalo vedení řešit zhruba před dvěma lety, kdy přistoupilo k realizaci výstavby nového areálu, který by měl zastřešit jak vlastní sídlo společnosti, tak i výrobní prostory, které doposud firma postrádá. Dokončení stavby bylo plánováno na letošní rok 2012, ale vzhledem k potížím, které nastaly v souvislosti s pozastavenými dotacemi z Evropské unie, je dokončení zatím odloženo na neurčito.

Výstavba nového areálu souvisí s využitím příležitosti zahájit výrobu a servisní činnost speciálních zařízení, jak je uvedeno v přehledu výše. Společnost by do budoucna chtěla svou činnost rozšířit o výrobu speciálních hořáků, jež v současnosti vyrábí a dodává jediná firma v celé České republice. Vedení společnosti tento záměr pečlivě projednalo a domnívá se, že na výrobu i montáž tohoto zařízení má požadovanou kvalifikaci a odborné zkušenosti, tudíž jedinou překážkou zůstávají potřebné výrobní prostory. Jakmile bude výstavba nového areálu dokončena, společnost zahájí nezbytné kroky k získání povolení výroby a instalace tohoto speciálního zařízení.

Další příležitostí, které by chtěla společnost využít, je průnik do nových oborů v průmyslu. Dá se říci, že tohoto cíle postupně dosahuje, neboť v nedávné době rozšířila pole působnosti i na servisní činnost na plynových a kyslíkových technologiích pro sklářský, gumárenský, potravinářský či chemický průmysl. Tento trend se bude snažit i nadále udržet a nacházet možnosti uplatnění v dalších oblastech průmyslu.

Mezi skutečnosti, které ohrožují činnost společnosti, patří zejména praktiky zadavatelů výběrových řízení. Smluvním partnerem společnosti XY, s. r. o. je společnost RWE, která pravidelně vyhlašuje výběrová řízení na zakázky, o které se společnost může ucházet. Ačkoliv společnost XY, s. r. o. je držitelem celé řady významných certifikací, dbá na průběžné získávání nových a zároveň je členem dvou Sdružení pro zemní plyn, zadavatel často v podmínkách stanovuje tak nákladné certifikace, v důsledku čehož menší firmy, mezi které spadá i společnost XY, s. r. o., nemají šanci se výběrového řízení zúčastnit. Podobně je tomu u výběrových řízení, která vyhlašují jednotlivá města ČR. Starostové resp. vedení města sice zašle nabídku na účast v řízení, často jsou však tato řízení zmanipulována a vítězný dodavatel je již předem vybrán. Tyto praktiky mají za následek úbytek realizovaných zakázek a znemožnění konkurovat větším firmám v oboru.

5 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI XY, S. R. O.

Předmětem ocenění resp. stanovení objektivizované hodnoty je společnost XY, s. r. o. Rozhodným datem pro stanovení hodnoty je 31. prosince 2011. Účel ocenění je zejména informativní, a to pro vlastníky firmy, kteří by chtěli mít tuto informaci k dispozici pro případná rozhodnutí týkající se budoucího směru vývoje společnosti.

Pro stanovení hodnoty tohoto podniku byla jako první vybrána účetní hodnota vlastního kapitálu, která má spíše informativní charakter a představuje spodní hranici hodnoty firmy. Jako druhá byla zvolena metoda kapitalizovaných zisků a jako třetí alternativa metoda diskontovaných peněžních toků.

5.1 Účetní hodnota vlastního kapitálu

Hodnota majetku a závazků společnosti XY, s. r. o. je stanovena na základě dat čerpaných z účetní závěrky sestavené ke dni 31. prosince 2011.

Tab. 9. Výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu

Majetek	Účetní hodnota (v tis. Kč)
Dlouhodobý nehmotný majetek	0
Dlouhodobý hmotný majetek	2 933
Dlouhodobý finanční majetek	0
Zásoby	404
Dlouhodobé pohledávky	0
Krátkodobé pohledávky	2 374
Finanční majetek	445
Ostatní aktiva	42
Majetek celkem	6 198
Závazky	Účetní hodnota (v tis. Kč)
Dlouhodobé závazky	142
Krátkodobé závazky	1 951
Závazky celkem	2 093
Čistý obchodní majetek (majetek + závazky)	8 291

Z tabulky (Tab. 9.) vyplývá, že ke dni 31. prosince 2011 činí účetní hodnota čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu **8.291.000 Kč**.

5.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Pro stanovení hodnoty metodou kapitalizace zisku je nutné nejprve vymežit tzv. **trvale udržitelný zisk**, což je možno učinit na základě výsledků hospodaření předchozích let, odhadu v následujících letech případně kombinací těchto dat.

Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu vychází z hodnot klíčových položek výkazu zisku a ztráty. Údaje jsou čerpány z účetních závěrek k 31. prosinci jednotlivých let.

Tab. 10. Výpočet zisku společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za zboží a výkony	13 647	16 078	26 060	20 088	13 008
Ostatní provozní výnosy	0	31	38	219	37
Ostatní finanční výnosy	0	0	5	8	0
Výnosy celkem	13 647	16 109	26 103	20 315	13 045
Výkonová spotřeba	8 644	10 483	19 768	15 885	8 599
Osobní náklady	3 759	4 008	4 200	4 140	4 067
Daně a poplatky	34	24	20	22	40
Odpisy	135	131	128	0	0
Ostatní provozní náklady	68	108	218	112	147
Nákladové úroky	1	55	89	100	99
Ostatní finanční náklady	11	25	172	39	19
Náklady celkem	12 652	14 834	24 595	20 298	12 971
Rozdíl	995	1 275	1 508	17	74

Trvale udržitelný zisk lze stanovit dle následujícího vzorce (Kislingerová, 1999, s. 129):

$$TUZ = \frac{\sum_{t=1}^T Z_t \cdot q_t}{n}, \quad (40)$$

kde Z_t je velikost zisku v období t ,

q_t = váha v období t ,

n = počet období.

Tab. 11. Výpočet trvale udržitelného zisku z minulých let

Období	2007	2008	2009	2010	2011
Zisk Z	995	1 275	1 508	17	74
Váha q	1	2	0	0	3
Přepočet Z x q	995	2 550	0	0	222
Trvale udržitelný zisk					753

$$\text{Trvale udržitelný zisk}_{\min} = \frac{3767}{5} = 753$$

Pro výpočet trvale udržitelného zisku z plánovaných dat je nutné sestavit plán budoucích zisků. Hodnoty jednotlivých položek plánu byly stanoveny na základě očekávání vedení společnosti odrážejícího budoucí vývoj na základě provedené strategické a finanční analýzy.

Tab. 12. Finanční plán ve zjednodušené podobě (v tis. Kč)

Položka	2012	2013	2014	2015
Tržby za zboží a výkony	24 167	22 355	19 862	16 270
Ostatní provozní výnosy	35	33	31	30
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0
Výnosy celkem	24 202	22 388	19 893	16 300
Výkonová spotřeba	16 332	14 980	12 630	10 510
Osobní náklady	4 128	4 115	4 098	4 083
Daně a poplatky	38	35	32	30
Odpisy	0	0	145	140
Ostatní provozní náklady	140	130	115	100
Nákladové úroky	98	96	92	90
Ostatní finanční náklady	20	19	17	15
Náklady celkem	20 756	19 375	17 129	14 968
Rozdíl	3 446	3 013	2 764	1 332

Obdobně bude vypadat výpočet trvale udržitelného zisku z plánovaných dat.

Tab. 13. Výpočet trvale udržitelného zisku z plánovaných dat

Období	2012	2013	2014	2015
Zisk Z	3 446	3 013	2 764	1 332
Váha q	1	0,9	0,8	0,7

Přepočet Z x q	3 446	2 712	2 211	932
Trvale udržitelný zisk				2 325

$$\text{Trvale udržitelný zisk}_{\text{plán}} = \frac{9301}{4} = 2325$$

Pro určení konečné hodnoty trvale udržitelného zisku zvolím průměr mezi jeho hodnotou získanou na základě minulých let a hodnotou vypočtenou na základě plánovaných dat.

$$\text{TUZ} = \frac{753 + 2325}{2} = 1539$$

Dále je pro stanovení hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných zisků nutno stanovit tzv. **kapitalizační míru** (R_E), která vyjadřuje hodnotu **nákladů na vlastní kapitál**. Kapitalizační míru lze určit například pomocí stavebnicového modelu dle Neumaierové (2002), jehož podstatou je součet přírážek za specifická rizika firmy.

Nejprve je nutno vymezit **náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy**, což lze učinit pomocí následujícího vztahu:

$$WACC_U = r_f + \beta \times (r_m - r_f), \quad (41)$$

kde $WACC_U$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy,

r_f – bezriziková úroková míra,

β – koeficient beta (nezadlužené firmy) vyjadřující rizikovost podniku,

r_m – průměrná výnosnost kapitálového trhu,

$(r_m - r_f)$ – riziková prémie kapitálového trhu.

Bezriziková výnosová míra odpovídá výnosu 10-ti letých státních dluhopisů a pro rok 2011 činí její hodnota dle údajů ČNB 3,43 %.

Dle Damodarana (2012) má Česká republika rating A1, což představuje rizikovou prémii ve výši 7,28 %.

Damodaran (2012) dále uvádí i hodnotu beta koeficientu (nezadlužené firmy) s ohledem na odvětví, ve kterém společnost působí, a to ve výši 2,24 %.

Dosazením hodnot do vztahu získáme hodnotu nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy:

$$WACC_U = 3,43 + 2,24 \times 7,28$$

$$WACC_U = 19,74 \%$$

Následujícím krokem je stanovení **nákladů celkového kapitálu zadlužené firmy**, jehož výpočet lze provést dle vzorce:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot X \right), \quad (42)$$

kde $WACC_L$ jsou náklady celkového kapitálu zadlužené firmy,

UZ – úplatné zdroje,

A – aktiva,

X – daňová sazba.

Plánované úplatné zdroje pro rok 2012 činí 7.457.000 Kč

Plánovaná aktiva pro rok 2012 jsou ve výši 6.350.000 Kč

Daňová sazba pro rok 2012 činí 19 %

Dosažením do vzorce získáme:

$$WACC_L = 19,74 \cdot \left(1 - \frac{7457000}{6350000} \cdot 0,19 \right) = 15,34 \%$$

Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy činí 15,34 %.

Nyní je třeba vymezit **náklady cizího kapitálu** (R_D), které jsou vyjádřeny jako podíl nákladových úroků a bankovních úvěrů.

Plánované nákladové úroky pro rok 2012 činí 98.000 Kč a plánované bankovní úvěry 830.000 Kč.

$$R_D = 98.000 / 830.000 = 11,81 \%$$

Posledním krokem je stanovení **nákladů vlastního kapitálu**, jež vychází ze vztahu:

$$WACC_L = R_E \cdot (1 - d) + R_D \cdot d \cdot (1 - X), \quad (43)$$

kde R_E jsou náklady vlastního kapitálu a d je zadluženost (bankovní úvěry/aktiva celkem).

$$WACC_L = 15,34 \%$$

$$R_D = 11,81 \%$$

$$d = 830.000 / 6.350.000 = 13,07 \%$$

$$X = 19 \%$$

Dosazením do vzorce získáme:

$$0,1534 = R_E \cdot (1 - 0,1307) + 0,1181 \cdot 0,1307 \cdot (1 - 0,19)$$

$$R_E = 16,21 \%$$

Stanovit hodnotu podniku XY, s. r. o. lze na základě následujícího vztahu (Dluhošová, 2010, s. 178):

$$V = \frac{TUZ}{R_E} \quad (44)$$

$$V = 1\,539 / 0,1621$$

$$V = 9\,494$$

Hodnota podniku ke dni 31. prosince 2011 určená pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů činí **9.494.000 Kč**.

5.3 Metoda DCF equity

Pro stanovení hodnoty společnosti XY, s. r. o. pomocí metody DCF equity je nejprve nutné vymezit hodnotu peněžních toků pro vlastníky v jednotlivých letech. Výpočet je znázorněn v tabulce (Tab. 14), kde jsou hodnoty v tis. Kč.

Tab. 14. Výpočet FCFE (CF)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za zboží a výkony	13 647	16 078	26 060	20 088	13 008	24 167
Ostatní výnosy	0	31	43	227	37	35
Celkem	13 647	16 109	26 103	20 315	13 045	24 202
Ostatní náklady	8 746	10 615	20 006	16 019	8 786	16 510
Osobní náklady	3 759	4 008	4 200	4 140	4 067	4 128
Odpisy	135	131	128	0	0	0
Celkové finanční náklady	12	80	261	139	118	118
Celkem	12 652	14 834	24 595	20 298	12 971	20 756
EBIT	995	1 275	1 508	17	74	3 446
EBITDA	1 203	1 466	1 852	125	172	5 647

Daň z příjmu	43	282	341	25	17	2 103
NET income	1 025	1 053	1 383	100	155	3 544
Odpisy	135	131	128	0	0	0
ΔWC	0	0	0	0	0	0
Investice	12	80	261	139	118	118
FCFE (CF)	1 148	1 104	1 250	-39	37	3 426

Tabulka (Tab. 15.) znázorňuje postup výpočtu hodnoty podniku, přičemž finanční toky, pokračující hodnota, hodnota obou fází a celková hodnota podniku jsou vyjádřeny v tis. Kč. Hodnota nákladu vlastního kapitálu (R_E) byla vymezena v předchozí podkapitole v rámci stanovení hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných zisků. Hodnotu vlastního kapitálu určíme pomocí dvoufázové výnosové metody. První fáze zahrnuje období 5 let, druhá fáze pak představuje období od 6. roku do nekonečna, přičemž vzorec pro výpočet je následující:

$$V = V_1 + V_2 = \sum_{t=1}^T FCFE_t \cdot (1 + R_E)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{R_E - g} \cdot (1 + R_E)^{-T} \quad (45)$$

Tab. 15. Postup výpočtu hodnoty podniku

Položka	Označení	1. fáze					2. fáze
		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Volné peněžní toky pro vlastníky (v tis. Kč)	$FCFE$	1 148	1 104	1 250	-39	37	3 426
Náklad vlastního kapitálu	R_E	16,21	16,21	16,21	16,21	16,21	16,21
Pokračující hodnota	PH	-	-	-	-	-	21 135
Diskontní faktor	DF	0,8605	0,7405	0,6372	0,5483	0,4718	0,4059
Diskontované FCFE	-	988	818	797	-21	18	8 579
Hodnota 1. fáze	V_1	2 600					
Hodnota 2. fáze	V_2	8 579					
Hodnota vlastního kapitálu	V	11 179					

Ilustrace výpočtu diskontního faktoru:

$$DF_{2007} = \frac{1}{1 + 0,1621} = 0,8605$$

$$DF_{2008} = \frac{1}{1 + 0,1621} \cdot \frac{1}{1 + 0,1621} = 0,7405$$

$$DF_{2009} = \frac{1}{1 + 0,1621} \cdot \frac{1}{1 + 0,1621} \cdot \frac{1}{1 + 0,1621} = 0,6372$$

Hodnota společnosti XY, s. r. o. k 31. prosinci 2011 určená pomocí metody diskontovaných peněžních toků na bázi dvoufázové metody DCF Equity činí **11.179.000 Kč**.

5.4 Komparace a shrnutí výsledků aplikovaných metod

Použitím vybraných metod oceňování bylo dosaženo tří dílčích výsledků, na základě kterých bude určena hodnota společnosti XY, s. r. o. ke dni 31. prosince 2011.

Vzhledem k tomu, že zjištěné hodnoty se od sebe liší, jeví se jako vhodný způsob stanovit konečnou hodnotu společnosti jakožto vážený průměr těchto hodnot. Následující tabulka (Tab. 15) uvádí hodnoty zjištěné pomocí jednotlivých metod, jejich váhu určenou na základě subjektivního rozhodnutí a rovněž přepočtenou hodnotu.

Tab. 16. Výsledné hodnoty dle jednotlivých metod ocenění

Metoda ocenění	Hodnota vlastního kapitálu (v Kč)	Váha (v %)	Přepočtená HP
Účetní hodnota vlastního kapitálu	8.291.000	20	1.658.200
Metoda kapitalizovaných zisků	9.494.000	30	2.848.200
Metoda DCF equity	11.179.000	50	5.589.500
Výsledná hodnota společnosti			10.095.900

Jak již bylo dříve zmíněno, účetní hodnota vlastního kapitálu má spíše informativní charakter, neboť je založena na principu historických cen a neposkytuje tak komplexní zhodnocení veškerých výnosových schopností společnosti. Z tohoto důvodu byla hodnotě zjištěné pomocí této metody přiřazena nejnižší váha.

Naproti tomu výnosové metody oceňování vycházejí z výkonnosti všech složek společnosti včetně těch, které nejsou zahrnuty v majetkové evidenci. Postihují tak dostatečným způsobem všechny faktory, které spolu vytvářejí specifickou strukturu, jež přináší přidanou hodnotu pro vlastníky. Vzhledem k tomu, že zohledňují dopady minulých i budoucích rozhodnutí, vlivů a výnosnost podniku, mají hodnoty zjištěné pomocí této metody největší vypovídací schopnost, a tedy i vyšší přiřazenou váhu.

Na základě provedených analýz, komparace výsledků a zhodnocení je objektivizovaná tržní hodnota pro vlastníka společnosti XY, s. r. o. ke dni 31. prosince 2011 ve výši:

10.095.900 Kč

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti XY, s. r. o. se sídlem ve Valašském Meziříčí, která je montážní a dodavatelskou firmou v oboru plynárenství, vodárenství, průmyslových technologických celků a která rovněž provádí technologické stavby formou na klíč. Stanovení hodnoty společnosti ke dni 31. prosince 2011 bylo provedeno za účelem poskytnutí této klíčové informace jejímu majiteli pro případná strategická rozhodnutí a predikci budoucího vývoje podniku.

Samotnému stanovení hodnoty podniku předcházela finanční a strategická analýza doplněná o SWOT analýzu, na základě kterých byl sestaven finanční plán ve zjednodušené podobě. Vybranými metodami, pomocí kterých bylo ocenění provedeno, byla metoda účetní hodnoty vlastního kapitálu, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda diskontovaných peněžních toků.

Z výsledků strategické analýzy vyplývá, že společnost je ovlivněna vedle situace v tuzemsku zejména ekonomickým děním v zemích EU, kterým poskytuje své služby, a tedy i výrazný propad koruny vůči euru by na ni mohl mít negativní vliv. Trh, na kterém působí, je sice široký co do množství potenciálních zákazníků, panuje zde však velmi silná konkurence, což dokazují i výsledky určení relevantního trhu. Společnost zaujímá nejmenší procentní podíl, přičemž v následujících letech nelze očekávat dramatické zvýšení. Silnou stránkou v boji proti konkurenci je však skutečnost, že se jedná o rodinnou firmu, jejíž prioritou je špičková kvalita a spokojenost zákazníků, vyškolený a profesionální personál a rovněž neustálá inovace a sledování trendů v oblasti jejího působení.

V rámci finanční analýzy, která byla zaměřena na poměrové ukazatele, bylo zhodnoceno hospodaření společnosti v letech 2004 až 2011. Z výsledků analýzy lze konstatovat, že v oblasti likvidity se situace příliš nelišila od průměrných hodnot v odvětví. Úroveň běžné a pohotové likvidity je odpovídající, v posledních letech dokonce rostoucí. Problémovou kategorií je pouze okamžitá likvidita, jejíž úroveň se blíží spíše spodní hranici doporučených hodnot. Nepříznivá situace je u všech kategorií rentability, neboť vykazují klesající trend. Je zde vidět přímá souvislost mezi rostoucí likviditou a rostoucím podílem vlastního kapitálu a jejich negativním dopadem na rentabilitu vlastního kapitálu resp. celkového vloženého kapitálu. Zejména pro vlastníky společnosti je tato informace klíčová a neuspokojivá. Ukazatele aktivity dokazují, že v posledních letech dochází k růstu doby obratu zásob,

což není příznivé z hlediska efektivního zhodnocení kapitálu v této formě. Doba obratu závazků má nestabilní vývoj stejně jako doba obratu pohledávek, avšak na rozdíl od ní má klesající charakter. Usilovat by se mělo zejména o zkracování doby obratu pohledávek, které zbytečně vážou finanční prostředky společnosti. Kapitálová struktura byla v minulosti přikloněna cizím zdrojům financování, což je pro tento typ společnosti běžné. V posledních letech je však vyrovnanější a začíná převažovat vlastní kapitál nad cizími zdroji. Společnost tak předchází riziku předlužení, avšak zvyšuje negativní dopad na rentabilitu. Pro celkové zhodnocení finančního zdraví společnosti byl aplikován Tafflerův bankrotní model a rovněž bonitní modely v podobě Douchovy analýzy a Kralickova Quicktestu. Ačkoliv existuje jen velmi malá pravděpodobnost vyhlášení bankrotu společnosti, v posledních letech není její vývoj velmi příznivý. V současné chvíli se společnost sice nachází v rozmezí doporučených hodnot, tyto hodnoty jsou však na tak nízké úrovni, že spíše signalizují jisté problémy v hospodaření a finančním zdraví a nelze ji tedy jednoznačně zařadit mezi bonitní společnosti.

Účetní hodnota společnosti XY, s. r. o. ke dni 31. prosince 2011 činí 8.291.000 Kč.

Pro stanovení hodnoty společnosti pomocí metody kapitalizovaných zisků bylo nejprve třeba vymezit trvale udržitelný zisk, jehož výpočet vycházel z dat minulých a plánovaných, a rovněž kapitalizační míru resp. náklady na vlastní kapitál, které byly stanoveny pomocí stavebnicového modelu. Hodnota vlastního kapitálu ke dni 31. prosince 2011 určená dle této metody činí 9.494.000 Kč.

Použití metody diskontovaných peněžních toků vyžadovalo vedle vymezení peněžních toků pro vlastníky rovněž určení diskontní míry resp. nákladů na vlastní kapitál, které vycházelo z vymezení v rámci metody kapitalizovaných zisků. Hodnota společnosti XY, s. r. o. určená dle této metody je k 31. prosinci 2011 ve výši 11.179.000 Kč.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu byla určena jakožto vážený aritmetický průměr, kde váhy byly stanoveny na základě subjektivního uvážení s ohledem na přesnost metody a úplnost vstupních dat.

Výsledná hodnota společnosti XY, s. r. o. ke dni 31. prosince 2011 tak činí zhruba 10.095.900 Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] BLAHA, Zdenek Sid a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2006. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. Vyd. 3. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-145-3
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana et al., 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Vyd. 2. Praha: Ekopress. ISBN 978-8086929-68-2.
- [3] HOLEČKOVÁ, Jaroslava, 2008. *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI. ISBN 978-80-7357-392-8
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva, 1999. *Oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-227-6
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. Vyd. 2. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-529-1
- [6] MAŘÍK, Miloš et al., 2003. *Metody oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-57-2
- [7] MAŘÍK, Miloš et al., 2011. *Metody oceňování podniku*. Vyd. 3. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5
- [8] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Vyd. 2. Praha: Ekopress. ISBN 80-86119-61-0
- [9] MLČOCH, Jan, 1998. *Oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: LINDE. ISBN 80-7201-145-6
- [20] NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Vyd. 1. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-247-0125-1
- [31] NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku*. Vyd. 1. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3158-2
- [42] PAVELKOVÁ, Dana a Adriana KNÁPKOVÁ, 2009. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Vyd. 2. Praha: LINDE. ISBN 978-80-86131-85-6
- [53] RŮČKOVÁ, Petra, 2010. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. Vyd. 3. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3308-1

- [64] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. Vyd. 2. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-367-1
- [75] *Damodaran online - riziková prémie, koeficient beta dle odvětví a rating dle úrokového krytí* [online]. [cit. 2012-06-15]. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>
- [86] *Finanční analýzy podnikové sféry průmyslu a stavebnictví MPO ČR* [online]. [cit. 2012-04-26]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>>
- [97] *Hlavní makroekonomické ukazatele ČR* [online]. [cit. 2012-05-11]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>>
- [108] *Makroekonomická predikce MF ČR* [online]. [cit. 2012-05-11]. Dostupné z WWW: <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2012-Q2.pdf>
- [119] *Obchodní zákoník* [online]. [cit. 2012-03-15]. Dostupný z WWW: <<http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>>
- [20] *Výnosy státních dluhopisů* [online]. [cit. 2012-06-12]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=450&p_uka=5&p_strid=EBA&p_od=200401&p_do=201206&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C>
- [21] Účetní výkazy společnosti XY, s. r. o. z let 2004 až 2011, účetní výkazy společností GASCONTROL, společnost s r. o., PLYNSTAV, s. r. o., TM STAV, spol. s r. o. z let 2004 až 2010

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	aktiva
A_0	neoperační aktiva k datu ocenění
APV	upravená současná hodnota
atd.	a tak dále
C	kapitál vázaný v aktivech využívaných k hlavní činnosti podniku resp. tržní hodnota celkového kapitálu
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	peněžní tok
CK	cizí kapitál
CK_0	úročený cizí kapitál k datu ocenění
CP	cenné papíry
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
$ČV_t$	minulé upravené čisté výnosy
d	zadluženost
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DF	diskontní faktor
DIV	dividenda
DPH	daň z přidané hodnoty
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	zisk před úroky, zdaněním a odpisy
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie

EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFE _U	volné peněžní toky nezadluženého podniku
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
g	tempo růstu či poklesu
HDP	hrubý domácí produkt
HP	hodnota podniku
i_k	kalkulovaná úroková míra
IVS	Mezinárodní účetní standardy
K	počet minulých let zahrnutých do výpočtu
Kč	korun českých
n	počet období
NET	čisté
NOA	čistá operativní aktiva
NOA ₀	čistá operativní aktiva k datu ocenění
NOPAT	čistý zisk z hlavní činnosti po zdanění
Obr.	obrázek
odst.	odstavec
PH	pokračující hodnota
příp.	případně
q_i	váha v období i
q_t	váhy určující význam čistého výnosu za určitý minulý rok
R	náklady kapitálu
R _D	náklady cizího kapitálu

R_E	náklady vlastního kapitálu
resp.	respektive
r_f	bezriziková úroková sazba
r_m	průměrná výnosnost kapitálového trhu
ROA	rentabilita celkového vloženého kapitálu
ROC	rentabilita nákladů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
R_U	náklad celkového kapitálu nezadlužené firmy
SWOT	analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb společnosti
T	délka první fáze
t	sazba daně z příjmů resp. počet let
Tab.	tabulka
TUZ	trvale udržitelný zisk
tis.	tisíc
TOČV	trvale odnímatelný čistý výnos
TS	daňový štít
tzn.	to znamená
tzv.	tak zvaný
UZ	úplatné zdroje
V	hodnota podniku
V_b	hodnota podniku brutto
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	vážené průměrné náklady kapitálu

$WACC_L$	náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
WC	pracovní kapitál
X	daňová sazba
Z_t	velikost zisku v období t

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Obchodní podíly společníků	46
Obr. 2. Schéma organizační struktury společnosti XY, s. r. o.	47
Obr. 3. Horizontální analýza strany aktiv společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč).....	48
Obr. 4. Horizontální analýza strany pasiv společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč)	49
Obr. 5. Vertikální analýza strany aktiv společnosti XY, s. r. o.....	50
Obr. 6. Vertikální analýza strany pasiv společnosti XY, s. r. o.	51
Obr. 7. Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč).....	52
Obr. 8. Vývoj likvidity ve společnosti XY, s. r. o.	53
Obr. 9. Vývoj kategorií rentability ve společnosti XY, s. r. o.	54
Obr. 10. Vývoj doby obratu zásob, pohledávek a závazků ve společnosti XY, s. r. o.	55
Obr. 11. Vývoj kapitálové struktury společnosti XY, s. r. o.....	56
Obr. 12. Aplikace modifikované verze Tafflerova modelu na společnost XY, s. r. o.....	58
Obr. 13. Douchova analýza I. a II. společnosti XY, s. r. o.....	59
Obr. 14. Aplikace Kralickova Quicktestu na společnost XY, s. r. o.....	60
Obr. 15. Vývoj růstu HDP v ČR (v %).....	61

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Zhodnocení možnosti dalšího zadlužení společnosti XY, s. r. o.....	56
Tab. 2. Vývoj a predikce růstu HDP v ČR v letech 2004 až 2013	61
Tab. 3. Vývoj provozního výsledku hospodaření společnosti XY, s. r. o.....	62
Tab. 4. Vývoj míry inflace v ČR a její predikce (v %)	63
Tab. 5. Vývoj průměrné míry nezaměstnanosti v ČR a její predikce (v %)	63
Tab. 6. Vývoj průměrného nominálního směnného kurzu a jeho predikce	64
Tab. 7. Vývoj tržeb a podíly na relevantním trhu v letech 2004 až 2010	65
Tab. 8. SWOT analýza společnosti XY, s. r. o.	67
Tab. 9. Výpočet účetní hodnoty vlastního kapitálu.....	69
Tab. 10. Výpočet zisku společnosti XY, s. r. o. (v tis. Kč).....	70
Tab. 11. Výpočet trvale udržitelného zisku z minulých let	71
Tab. 12. Finanční plán ve zjednodušené podobě (v tis. Kč).....	71
Tab. 13. Výpočet trvale udržitelného zisku z plánovaných dat	71
Tab. 14. Výpočet FCFE (CF).....	74
Tab. 15. Postup výpočtu hodnoty podniku	75
Tab. 16. Výsledné hodnoty dle jednotlivých metod ocenění	76

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Bilance aktiv a pasiv společnosti XY, s. r. o. za období 2004 - 2011
- P II Výkaz zisku a ztráty společnosti XY, s. r. o. za období 2004 – 2011
- P III Analýza poměrových ukazatelů za období 2004 – 2011
- P IV Douchova analýza za období 2004 – 2011
- P V Aplikace modifikované verze Tafflerova modelu
- P VI Aplikace Kralickova Quicktestu

B.III.	Dlouhodobý finanční majetek (ř. 23 až 29)								
B.III. 1.	Podílové CP a podíly v podnicích s rozhodujícím vlivem								
2.	Podílové CP a podíly v podnicích s podstatným vlivem								
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly								
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek								
C.	Oběžná aktiva(ř. 31+38+44+52)	3 223	3 453	5 993	7 442	3 274	3 531	5 626	6 090
C.I.	Zásoby (ř. 32 až 37)	404	341	160	225	206	155	504	76
C.I. 1.	Materiál	155	278	144	124	206	155		
2.	Nedokončená výroba a polotovary	249	63	16	101			504	76
5.	Zboží								
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby								
C.II.	Dlouhodobé pohledávky (ř. 39 až 43)								
C.II. 1.	Pohledávky z obchodního styku								
5.	Jiné pohledávky								
C.III.	Krátkodobé pohledávky (ř. 45 až 51)	2 374	2 355	4 288	7 034	2 117	2 738	5 001	3 873
C.III. 1.	Pohledávky z obchodního styku	2 374	1 999	4 267	7 029	2 117	2 671	4 869	3 835
2.	Pohledávky ke společníkům a sdružení								
3.	Sociální zabezpečení								
4.	Stát - daňové pohledávky		326	21	5		64	129	
5.	Pohledávky v podnicích s rozhodujícím vlivem								
6.	Pohledávky v podnicích s podstatným vlivem								
7.	Jiné pohledávky		30				3	3	38
C.IV.	Finanční majetek (ř. 53 až 56)	445	757	1 545	183	951	638	121	2 141
C.IV. 1.	Peníze	113	5	4	42	207	203	121	626

3.	Statutární a ostatní fondy								
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let (ř. 78+79)	2905	2 905	1 612	614	-310	-1481	584	
A.IV.	1.								
	Nerozdělený zisk minulých let		2 905	1 612	614			584	
	2.								
	Neuhrazená ztráta minulých let					-310	-1481		
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	56	0	1 294	998	1 024	1 191	-2 065	584
B.	Cizí zdroje (ř. 82+87+94+103)	2928	3 157	4 984	7 326	2 780	4 117	7 630	6 277
B.I.	Rezervy (ř. 83 až 86)								
B.I.	1.								
	Rezervy zákonné								
	2.								
	Rezerva na daň z příjmů								
	3.								
	Ostatní rezervy								
	4.								
	Odložený daňový závazek (pohledávka)								
B.II.	Dlouhodobé závazky (ř. 88 až 93)	142	242	342	442				
B.II.	1.								
	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem								
	2.								
	Závazky k podnikům s podstatným vlivem								
	3.								
	Dlouhodobé přijaté zálohy								
	4.								
	Emitované dluhopisy								
	5.								
	Dlouhodobé směnky k úhradě								
	6.								
	Jiné dlouhodobé závazky	142	242	342	442				
B.III.	Krátkodobé závazky (ř. 95 až 102)	1951	1 660	3 635	6 106	2 780	4 117	7 400	6 277
B.III.	1.								
	Závazky z obchodního styku	1083	1 251	1 917	5 306	2 340	3 587	6 930	5 542
	2.								
	Závazky ke společníkům a sdružení	63	87	161	134	53	234	237	236
	3.								
	Závazky k zaměstnancům	132	159	180	162	130	111	95	55
	4.								
	Závazky ze sociálního zabezpečení	110	134	157	139	109	83	79	54
	5.								
	Stát - daňové závazky a dotace	163	29	1 220	365	148	102	59	390
	6.								
	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem								
	7.								
	Závazky k podnikům s podstatným vlivem								
	8.								
	Krátkodobé přijaté zálohy	400							

9.	Jiné závazky								
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 104 až 106)	835	1 255	1 007	778			230	
B.IV.									
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	835	1 255	1 007	778				
2.	Běžné bankovní úvěry							230	
3.	Krátkodobé finanční výpomoci								
C.	Ostatní pasíva - přechodné účty pasív (ř. 108+111)	89	14	13	20	35	47	61	6
C.I.	Časové rozlišení (ř. 109 a 110)	88	13	9	17	33	47	59	6
C.I.									
1.	Výdaje příštích období	88	13	9	17	33	47	59	6
2.	Výnosy příštích období								
C.II.	Dohadné účty pasivní	1	1	4	3	2		2	

J.	Převod provozních nákladů								
*	Provozní výsledek hospodaření	203	161	1 903	1 359	1 079	1 220	-2 044	781
VIII.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů								
K.	Prodané cenné papíry a podíly								
IX.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 33+34+35)								
IX. 1.	Výnosy z cenných papírů a podílů v podnicích ve skupině								
2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů								
3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku								
X.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku								
L.	Náklady z finančního majetku								
XI.	Výnosy z přecenění majetkových cenných papírů								
M.	Náklady z přecenění majetkových cenných papírů								
XII.	Zúčtování rezerv do finančních výnosů								
N.	Tvorba rezerv na finanční náklady								
XIII.	Zúčtování opravných položek do finančních výnosů								
O.	Zúčtování opravných položek do finančních nákladů								
XIV.	Výnosové úroky			2				1	1
P.	Nákladové úroky	99	100	89	55	1	20	3	
XV.	Ostatní finanční výnosy		8	5					
Q.	Ostatní finanční náklady	19	39	172	25	11	9	19	5
XVI.	Převod finančních výnosů								
R.	Převod finančních nákladů								
*	Finanční výsledek hospodaření	-118	-131	-254	-80	-12	-29	-21	-4
S.	Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 52+53)	17	25	341	282	43			193
S. 1.	- splatná	17	25	341	282	43			193
2.	- odložená								
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 29+50-51)	68	5	1 308	997	1 024	1 191	-2 065	584
XVII.	Mimořádné výnosy				1				
T.	Mimořádné náklady	12	5	14					
U.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti								
U. 1.	- splatná								
2.	- odložená								

*	Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 55-56-57)	-12	-5	-14	1				
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)								
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 54+60-61)	56	0	1 294	998	1 024	1 191	-2 065	584
	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)(ř. 29+50+55-56)	73	25	1 635	1 280	1 067	1 191	-2 065	777

PŘÍLOHA P III: ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ ZA OBDOBÍ 2004 – 2011

Ukazatele likvidity	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Okamžitá likvidita = pohot. peněžní prostředky / krátkodobé cizí zdroje	0,228	0,456	0,425	0,030	0,342	0,155	0,016	0,341
Pohotová likvidita = (OA-zásoby)/krátkodobé cizí zdroje	1,445	1,875	1,605	1,182	1,104	0,820	0,671	0,958
Běžná likvidita = oběžná aktiva/krátkodobé cizí zdroje	1,652	2,080	1,649	1,219	1,178	0,858	0,737	0,970
Pracovní kapitál = oběžná aktiva - krátkodobé cizí zdroje	1 272	1 793	2 358	1 336	494	-586	-2 004	-187
Obrátka pracovního kapitálu = tržby / pracovní kapitál	10,089	11,185	11,146	11,969	27,771	-20,729	-7,119	-62,807

Ukazatele rentability	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ROA = EAT / celková aktiva	0,90%	0,00%	15,93%	10,87%	27,31%	29,23%	-32,22%	8,26%
ROA = EBIT / celková aktiva	3,28%	2,56%	23,43%	14,81%	28,78%	29,95%	-31,89%	11,05%
ROE = EAT / vlastní kapitál	1,76%	0,00%	41,39%	54,48%	109,64%	-1323,33%	161,20%	74,49%
Rentabilita tržeb = EAT / tržby	0,44%	0,00%	4,92%	6,24%	7,46%	9,80%	-14,47%	4,97%
Rentabilita nákladů = 1 - (rentabilita tržeb)	99,56%	100,00%	95,08%	93,76%	92,54%	90,20%	114,47%	95,03%
Obrat celkových aktiv = tržby / celková aktiva	2,0705	3,1852	3,2356	1,7423	3,6594	2,9816	2,2256	1,6619

Ukazatele aktivity	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Obratovost zásob = tržby / zásoby	31,7649	58,8094	164,2688	71,0711	66,5971	78,3677	28,3056	154,5395
Obrátka zásob = 365 / obratovost zásob (ve dnech)	11,4907	6,2065	2,2220	5,1357	5,4807	4,6575	12,8950	2,3619
Obratovost pohledávek = tržby / pohledávky	5,4056	8,5155	6,1294	2,2734	6,4804	4,4364	2,8526	3,0325
Obrátka pohledávek = 365 / obratovost pohledávek (ve dnech)	67,5220	42,8630	59,5488	160,5534	56,3237	82,2730	127,9521	120,3614
Obratovost závazků = tržby / závazky	6,5777	12,0807	7,2305	2,6189	4,9349	2,9504	1,8697	1,8711
Obrátka závazků = 365 / obratovost závazků (ve dnech)	55,4909	30,2134	50,4803	139,3715	73,9631	123,7100	195,2159	195,0707
Doba dodavatelského úvěru	-12,0311	-12,6496	-9,0684	-21,1819	17,6394	41,4370	67,2638	74,7092

Ukazatele zadluženosti	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Debt ratio = celkové cizí zdroje / celková aktiva	47,24%	50,14%	61,36%	79,82%	74,15%	101,06%	119,03%	88,82%
Equity ratio = vlastní kapitál / celková aktiva	51,32%	49,63%	38,48%	19,96%	24,91%	-2,21%	-19,98%	11,09%
Finanční páka = celková aktiva / vlastní kapitál	1,95	2,0147	2,5985	5,0098	4,0139	-45,2667	-5,0039	9,0140

Debt/equity ratio = celkové cizí zdroje / vlastní kapitál	0,9205	1,0102	1,5944	3,9989	2,9764	-45,7444	-5,9563	8,0064
Úrokové krytí = EBIT / úroky placené	2,0505	1,6100	21,3820	24,7091	1079,0000	61,0000	-681,3333	0
Maximální úroková míra = finanční náklady / (vlastní kapitál + bankovní úvěry + emit. obligace)	2,94%	3,17%	6,32%	3,07%	1,28%	-32,22%	-2,09%	0,64%
Možnost dalšího zadlužení	ANO	NE	ANO	ANO	ANO	ANO	NE	ANO

Ukazatel cash flow	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Obratová rentabilita = provoz. CF / obrat	2,06%	-1,11%	6,70%	-3,01%	2,86%	6,29%	-15,69%	25,24%
Stupeň oddlužení = provoz. CF / cizí zdroje	9,05%	-7,06%	35,35%	-6,57%	14,10%	18,56%	-29,34%	47,22%
Fin. využití vlastního kapitálu = provoz. CF / vlastní kapitál	8,33%	-7,14%	56,37%	-26,26%	41,97%	-848,89%	174,79%	378,06%
Fin. rentabilita fin. fondu = provoz. CF / finanční fondy	20,83%	-12,44%	74,72%	-36,00%	79,35%	-130,38%	111,73%	-1585,03%

PŘÍLOHA P IV: DOUCHOVA ANALÝZA ZA OBDOBÍ 2004 – 2011

Douchova analýza I.

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
ukazatel stability S = vl.kapitál/stálá aktiva	1,084555	1,108549	1,491412	1,105613	2,937107	-0,227273	-2,001563	1,128058
ukazatel likvidity L = (finan.majetek + pohledávky) / (2,17*krátkodobý cizí kapitál)	0,665853	0,863916	0,739482	0,544678	0,508570	0,377887	0,309354	0,441521
ukazatel aktivity A = celkové výkony/ 2*celková pasíva	1,050258	1,596331	1,612643	0,876662	1,829688	1,428940	1,146178	0,836352
ukazatel rentability R = 8*HV / vlastní kapitál	0,140836	0,000000	3,311580	4,358079	8,770878	-105,866667	12,896175	5,959184
Celkový ukazatel Douchovy analýzy I.	0,548913	0,605758	2,009275	2,254749	4,466048	-43,903949	5,238445	2,887873

Douchova analýza II.

Ukazatele stability	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
S1 = vlastní kapitál / stálá aktiva	1,084555	1,108549	1,491412	1,105613	2,937107	-0,227273	-2,001563	1,128058
S2 = (vlastní kapitál/celková pasíva) * 2	1,026460	0,992694	0,769666	0,399216	0,498266	-0,044183	-0,399688	0,221876
S3 = vlastní kapitál / cizí zdroje	1,086407	0,989864	0,627207	0,250068	0,335971	-0,021861	-0,167890	0,124900
S4 = celková aktiva / (běž.bank.úvěry+krátk.fin.výpomoci+krátk.závazky) *5	0,635366	0,758554	0,446933	0,300622	0,269712	0,197911	0,168021	0,225171
S5 = celková aktiva / (zásoby *15)	1,022772	1,230890	3,384583	2,719407	1,213269	1,752258	0,847884	6,199123
S = (2*S1+S2+S3+S4+2*S5)/ 7	0,994698	1,059998	1,656542	1,228564	1,343529	0,454548	-0,386702	2,175187
SX = (2*S1+S2+S3+S4)/ 5								

obchod. společnosti bez zásob

Ukazatele likvidity	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
L1 = (2*fin.majetek)/krátk.cizí zdroje	0,456176	0,912048	0,850069	0,059941	0,684173	0,309934	0,031717	0,682173
L2 = (fin.majetek + pohledávky)/ (krátk.cizí zdroje * 2,17)	0,665853	0,863916	0,739482	0,544678	0,508570	0,377887	0,309354	0,441521
L3 = oběžna aktiva/ (krátk.cizí zdroje *2,5)	0,660789	0,832048	0,659477	0,487520	0,471079	0,343065	0,294941	0,388083

$L4 = (\text{pracovní kapitál} / \text{celková pasíva}) * 3,33$	0,683408	0,948331	0,966655	0,484733	0,438789	-0,478984	-1,041080	-0,088115
$L = (5*L1+8*L2+2*L3+L4)/16$	0,600793	0,880250	0,778238	0,382307	0,554398	0,298745	0,136389	0,476943

Ukazatele rentability	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
$R1 = (\text{EAT} * 10) / \text{přidaná hodnota}$	0,127013	0,000000	2,056580	1,783735	2,046772	2,771701	25,462392	2,953971
$R2 = (\text{EAT} * 8) / \text{vlastní kapitál}$	0,140836	0,000000	3,311580	4,358079	8,770878	-105,866667	12,896175	5,959184
$R3 = (\text{EAT} * 20) / \text{celková pasíva}$	0,180703	0,000000	3,186015	2,174766	5,462790	5,846834	-6,443058	1,652752
$R4 = (\text{EAT} * 40) / (\text{tržby} + \text{výroba})$	0,172056	0,000000	1,975648	2,480736	2,985640	4,091729	-5,621342	1,976144
$R5 = (\text{EBIT} * 1,33) / (\text{provozní zisk} + \text{fin.zisk} + \text{mi-mořádný zisk})$	3,698493	8,565200	1,548006	1,412086	1,344958	1,362385	1,316475	1,336847
$R = (3*R1 + 7*R2 + 4*R3 + 2*R4 + R5) / 17$	0,360724	0,503835	2,799657	2,995905	5,688462	-41,165787	-1,283082	3,675079

Ukazatele aktivity	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
$A1 = [(\text{tržby} + \text{výroba})/2] / \text{celková pasíva}$	1,050258	1,596331	1,612643	0,876662	1,829688	1,428940	1,146178	0,836352
$A2 = [(\text{tržby} + \text{výroba})/2/4] / \text{vlastní kapitál}$	0,511592	0,804040	1,047625	1,097980	1,836055	-16,170833	-1,433841	1,884726
$A3 = (4*\text{přidaná hodnota})/(\text{tržby} + \text{výroba})$	1,354636	0,836376	0,960647	1,390753	1,458707	1,476252	0,220770	0,668979
$A = (A1+A2+A3) / 3$	0,972162	1,078916	1,206972	1,121798	1,708150	-4,421881	-0,022298	1,130019

Celkový ukazatel Douchovy analýzy II.	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
$C = (S*2 + L*4 + A*1 + R*5) / 12$	0,597363	0,769924	1,802608	1,673973	2,921259	-17,345562	-0,555463	2,146963

$CX = (SX*2 + L*4 + A*1 + R*5) / 12$

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Celkový ukazatel I.	0,5489	0,6058	2,0093	2,2547	4,4660	-43,9039	5,2384	2,8879
Celkový ukazatel II.	0,5974	0,7699	1,8026	1,6740	2,9213	-17,3456	-0,5555	2,1470

PŘÍLOHA P V: APLIKACE MODIFIKOVANÉ VERZE TAFFLEROVA MODELU

		2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
0,53	EBT/KZ	0,0262024	0,008576	0,3522189	0,185938	0,383813	0,289288	-0,2706422	0,12378525
0,13	OA/CZ	1,1007514	1,09376	1,2024478	1,015834	1,177698	0,857663	0,73735256	0,9702087
0,18	KZ/CA	0,314779	0,263659	0,4474948	0,665287	0,741531	1,010555	1,15444618	0,88821282
0,16	T/CA	2,0705066	3,185197	3,2356272	1,742319	3,659376	2,981591	2,22558502	1,66194991

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
0,53*EBT/KZ	0,013887	0,004545	0,186676	0,098547	0,203421	0,153323	-0,14344	0,065606
0,13*OA/CZ	0,143098	0,142189	0,156318	0,132058	0,153101	0,111496	0,095856	0,126127
0,18*KZ/CA	0,05666	0,047459	0,080549	0,119752	0,133476	0,1819	0,2078	0,159878
0,16*T/CA	0,331281	0,509632	0,5177	0,278771	0,5855	0,477054	0,356094	0,265912
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Taffler (T)	0,544926	0,703824	0,941244	0,629128	1,075497	0,923773	0,516309	0,617524

PŘÍLOHA P VI: APLIKACE KRALICKOVA QUICKTESTU

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
R1	0,5132	0,4963	0,3848	0,1996	0,2491	-0,0221	-0,1998	0,1109
R2	9,3698	-10,7623	1,9518	-14,8503	4,6658	4,5537	-3,3537	1,3954
R3	0,0328	0,0256	0,2343	0,1481	0,2878	0,2995	-0,3189	0,1105
R4	0,0204	-0,0111	0,0676	-0,0299	0,0287	0,0675	-0,1544	0,2507

BODY	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
R1	4	4	4	2	3	0	0	2
R2	2	0	0	0	1	1	0	0
R3	1	1	4	3	4	4	0	2
R4	1	0	2	0	1	2	0	4

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Finanční situace	3	2	2	1	2	0,5	0	1
Výnosová situace	1	0,5	3	1,5	2,5	3	0	3
Celková situace	2	1,25	2,5	1,25	2,25	1,75	0	2