

Projekt stanovení hodnoty podniku XY pomocí vybraných výnosových metod oceňování

Bc. Helena Zlámalová

Diplomová práce
2013



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Helena Zlámalová**
Osobní číslo: **M11423**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku XY pomocí
vybraných výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické a literární rešerše zpracujte problematiku ocenění podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnitřního a vnějšího prostředí podniku XY.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu zpracujte dlouhodobý finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod oceňování.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

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

MARÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

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

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **21. června 2013**
Termín odevzdání diplomové práce: **12. srpna 2013**

Ve Zlíně dne 21. června 2013

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

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

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

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlázení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

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

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

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

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

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – 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 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 diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 1. 8. 2013

.....

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

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

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku XY s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod oceňování. V teoretické části práce jsou popsány základní pojmy, postup oceňování a vymezeny jednotlivé metody oceňování. V praktické části je zpracována strategická a finanční analýza podniku, na jejichž základě je poté sestaven strategický finanční plán. Následně je pomocí vybraných výnosových metod provedeno ocenění podniku XY s.r.o.

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

ABSTRACT

This thesis deals with evaluation of the XY s.r.o. Company by using yield valuation methods. The theoretical part defines the basic terms, valuation procedures and determines different valuation methods. The practical part is concentrated on strategic and financial analysis of the company on which is then compiled strategic financial plan. Project part presents the valuation process at XY s. r. o. by using selected yield methods of the valuation.

Keywords: value of the company, valuation, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, yield methods of valuation

Ráda bych poděkovala vedoucí mé diplomové práce paní Ing. Evě Kramné za její odborné vedení, vstřícnost a trpělivost. Dále bych ráda poděkovala vedení společnosti XY s.r.o. za vstřícnost, spolupráci a poskytnutí potřebných materiálů a informací.

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

OBSAH

ÚVOD	8
I TEORETICKÁ ČÁST	9
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	10
1.1 DEFINICE PODNIKU	10
1.2 PŘEDPISY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	10
1.3 CENA A HODNOTA PODNIKU	11
1.3.1 Tržní hodnota	11
1.3.2 Subjektivní hodnota	11
1.3.3 Objektivizovaná hodnota	12
1.3.4 Kolínská škola	12
1.4 DŮVODY OCENĚNÍ PODNIKU	13
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	14
2.1 FAKTOR ČASU.....	14
2.2 FAKTOR RIZIKA	14
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	15
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	16
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT	16
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	17
3.2.1 Postup strategické analýzy	18
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	19
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	21
3.5 PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	21
3.6 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	22
3.7 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	23
3.8 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	23
3.8.1 Postup při sestavování finančního plánu.....	24
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	26
4.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ.....	27
4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	27
4.1.1.1 Metoda DCF entity	28
4.1.1.2 Metoda DCF Equity.....	35
4.1.1.3 Metoda APV	36
4.1.1.4 Metoda DDM.....	36
4.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků.....	36
4.1.2.1 Analytická metoda	37
4.1.2.2 Paušální metoda	38
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	39
4.1.3.1 Vztah mezi oceněním metodou DCF a EVA.....	39
4.2 MAJETKOVÉ METODY OCENĚNÍ	40
4.3 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU.....	40
II PRAKTICKÁ ČÁST	42
5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY S.R.O.	43

6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	45
6.1	RELEVANTNÍ TRH, JEHO ANALÝZA A PROGNÓZA (ANALÝZA VNĚJŠÍHO POTENCIÁLU).....	45
6.1.1	Vymezení relevantního trhu	45
6.1.2	Odhad velikosti relevantního trhu	46
6.1.3	Analýza atraktivity trhu.....	47
6.1.4	Prognóza vývoje trhu	49
6.2	ANALÝZA KONKURENCE A VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU	50
6.2.1	Stanovení tržního podílu podniku	50
6.2.2	Identifikace hlavních konkurentů.....	50
6.2.3	Analýza konkurenční síly podniku.....	52
6.3	PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU	53
7	FINANČNÍ ANALÝZA	55
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH A TOKOVÝCH UKAZATELŮ	55
7.1.1	Analýza majetkové a finanční struktury	55
7.1.2	Analýza výnosů a nákladů	56
7.1.3	Analýza výsledku hospodaření	56
7.1.4	Analýza cash flow	57
7.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	58
7.2.1	Analýza likvidity	58
7.2.2	Analýza rentability	59
7.2.3	Analýza aktivity	60
7.2.4	Analýza zadluženosti	61
7.3	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ	62
7.3.1	Z-skóre (Altmanův model).....	62
7.3.2	Index IN05	63
7.4	POSOUZENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU.....	63
8	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	64
8.1	VYMEZENÍ PROVOZNĚ NEPOTŘEBNÝCH AKTIV	64
8.2	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	64
8.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	65
9	SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU SPOLEČNOSTI.....	66
9.1	PLÁN VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁTY	66
9.2	PLÁN ROZVAHY	67
9.3	PLÁN VÝKAZU PENĚŽNÍCH TOKŮ	69
9.4	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU	69
10	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ	71
10.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	71
10.1.1	Cílová struktura kapitálu	71
10.1.2	Náklady na cizí kapitál.....	71
10.1.3	Náklady na vlastní kapitál.....	71
10.1.4	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál WACC.....	73

10.2	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI XY S.R.O. METODOU DCF ENTITY A METODOU EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	73
10.2.1	Stanovení hodnoty podniku pomocí metody DCF entity.....	75
10.2.2	Stanovení hodnoty podniku metodou EVA	78
10.2.3	Výsledná hodnota podniku.....	80
	ZÁVĚR	81
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	83
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	85
	SEZNAM OBRÁZKŮ	87
	SEZNAM TABULEK.....	88
	SEZNAM PŘÍLOH.....	90

ÚVOD

Oceňování je převážně uměním založeným na zkušenostech. Jen v malé míře zde hrají úlohu exaktní postupy. Někomu může tato disciplína připadat jako snadná a poměrně jednoduchá. Opak je však pravdou. Jedná se o náročnou disciplínu, v níž je třeba skloubit poznatky z různých oborů. Vyžaduje především praktické znalosti a zkušenosti. Problematika oceňování je důležitou oblastí, která neustále nabývá na významu v souvislosti s rozšiřováním trhů, fúzemi, akvizicemi či transformací vlastnických vztahů. Jedná se o oblast, která se neustále pohybuje vpřed. V České republice však tato činnost prochází stále fází dynamického vývoje.

Cílem této diplomové práce je na základě analýzy vnitřního a vnějšího prostředí podniku sestavit strategický finanční plán, který bude výchozím podkladem pro stanovení hodnoty podniku XY s.r.o. Název společnosti nebude v rámci zachování mlčenlivosti o datech zveřejněn. Práce se skládá ze dvou částí, teoretické a praktické.

V první části práce je provedena literární rešerše poznatků z oblasti oceňování podniku. Nejprve jsou zde vymezeny základní pojmy, následně je pozornost věnována samotnému postupu doporučovanému při oceňování. Poslední kapitola teoretické části práce je věnována metodám používaných při oceňování. Důraz je zde přitom kladen zejména na výnosové metody, neboť právě ty jsou využity v praktické části práce pro stanovení výsledné hodnoty podniku.

Praktická část začíná nejprve částí analytickou, poté je přistoupeno k samotnému projektu ocenění. Po stručném přestavení společnosti XY s.r.o. v úvodu analytické části, je provedena strategická analýza, která je pro celý proces oceňování klíčová. Dále je provedena finanční analýza, která slouží ke komplexnímu zhodnocení finančního zdraví podniku. Výsledky předchozích provedených analýz jsou pak podkladem pro sestavení strategického finančního plánu společnosti, výchozího bodu samotného ocenění. V projektové části jsou nejprve vymezeny veličiny potřebné pro výpočet výsledné hodnoty podniku, poté je již provedeno samotné ocenění společnosti vybranými výnosovými metodami oceňování.

Při sestavení strategického finančního plánu byl využit systém STRATEX, pro výpočet výsledné hodnoty podniku pak systém EVALENT.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Problematika oceňování je jednou z významných oblastí finančního řízení firem. Stanovení hodnoty podniku patří mezi důležité manažerské nástroje řízení podniku. Dluhošová (2008) uvádí, že oceňování je nezbytné věnovat neustálou pozornost, neboť důsledky nevhodných postupů oceňování založené na nesprávném souboru předpokladů mohou vést k neracionálnímu ocenění statků a nesprávné alokaci kapitálu.

1.1 Definice podniku

Největší význam pro oceňovatele má definice podniku uváděná v obchodním zákoníku, kde je podnik v § 5 definován jako:

„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze, mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“
(Zákon č. 513/1991 Sb.)

Podle Kislingerové (2001) je podnik funkčním celkem, entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti.

1.2 Předpisy pro oceňování podniku

V České republice v současnosti neexistuje žádný zákon, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Oceňovatelé se tak opírají především o ekonomickou teorii. Nejdůležitější předpisy v České republice, které se při oceňování alespoň částečně uplatňují, jsou:

- Zákon o oceňování majetku č.115/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí,
- Metodický pokyn ZNAL České národní banky – tento pokyn je určen pouze pro znalecké posudky povinně předkládané České národní bance.

V Evropě a mezinárodně jsou to pak:

- Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards),
- Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards). (Mařík, 2007, s. 18-19)

1.3 Cena a hodnota podniku

Je důležité rozlišovat pojmy cena a hodnota podniku. Kislingerová (2001) říká, že hodnota podniku není totožná s cenou, neboť se podnik jako zboží vyznačuje vzácností, nízkou mírou organizovanosti trhu a jedinečností podniku. Hodnota a cena se proto rovnají jen výjimečně. Výsledná cena, za kterou je podnik prodán, je výsledkem celé řady dalších faktorů, které mají na cenu podstatný vliv. Mařík (2007) chápe hodnotu podniku jako výsledek očekávaných budoucích příjmů převedených na jejich současnou hodnotu a dále rozlišuje několik kategorií (standardů) hodnoty:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

1.3.1 Tržní hodnota

Jako nejpravděpodobnější výklad tržní hodnoty považuje Mařík (2007) tvrzení, že tržní hodnota by měla být odhadem rovnovážné ceny, tedy ceny vyrovnávající nabídku a poptávku. Podle Marka (2006) je dnes tržní hodnota mezinárodními organizacemi považována za hlavní cílovou hodnotu pro odhadce. Tvrdí, že tržní ocenění je možné jen za určitých podmínek. Tržní hodnota předpokládá, že existuje trh příslušné komodity a že je tento trh dostatečně transparentní. Tržní hodnota podniku není danou vlastností, kterou lze nějak objektivně změřit a v běžném slova smyslu ji nelze vypočítat.

1.3.2 Subjektivní hodnota

Při subjektivním (investičním) ocenění je prioritou individuální názor účastníků transakce. Hodnota je pak dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího apod. Subjektivní hodnota je odpovědí na otázku: Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? (Mařík, 2007, s. 26)

Marek (2006) označuje subjektivní hodnotu jako hodnotu užitou, která je dána prospěchem, který vlastník získá z držení určitého statku. Užité hodnota je spojena s konkrétními podmínkami a představou každého z účastníků o možnostech, jak dosáhnout výnosů z kupovaného podniku.

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Pod pojmem objektivizovaná hodnota rozumí Dluhošová (2008) částku bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu. Hodnota tedy vyjadřuje částku, kolem níž by se cena měla pohybovat. Dojít k objektivizované hodnotě je cílem ocenění. V praxi je dosažení tohoto cíle výsledkem kombinace hodnot, získaných z celé škály oceňovacích postupů, vycházejících z různých teoretických a metodologických východisek. Dle Maříka (2007) se pojem objektivizovaná hodnota začal užívat na základě zjištění, že nic takového jako objektivní hodnota podniku vlastně neexistuje, že hodnota není objektivní vlastností podniku. Objektivizovaná hodnota je odpovědí na otázku: Jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou? Objektivizovaná hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a je schopen ji určit jen profesionál.

Kalouda (2009) z neexistence objektivní hodnoty firmy vyvozuje závěr, že tedy neexistuje ani žádné jediné správné ocenění podniku jako celku a tedy ani žádná jediná správná metoda ocenění hodnoty podniku.

1.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola se snaží o určitou syntézu předchozích postupů. Rozeznává několik základních funkcí oceňování, kterým odpovídají i odlišné kategorie hodnoty. Jsou to funkce:

- a) **poradenská** – je považována za nejdůležitější z uvedených funkcí, cílem je poskytnout kupujícímu podklady o maximální ceně, kterou může kupující zaplatit a minimální ceně, kterou může ještě prodávající přijmout. Poskytuje tedy oceňování tzv. hraniční hodnoty,
- b) **rozhodčí** – tuto funkci vykonává nezávislý oceňovatel, který by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí,
- c) **argumentační** – v této funkci hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jako podklad pro další jednání,
- d) **komunikační** – cílem je poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami,
- e) **daňová** - cílem je poskytnout podklady pro daňové účely. (Mařík, 2007, s. 30-32)

1.4 Důvody ocenění podniku

Pro oceňování existuje celá řada důvodů. Příkladem může být koupě a prodej podniku, vklad do nově zakládaného podniku, fúze, konsolidace podniku, rozdělení podniků, rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku, emise akcií, uvádění podniku na burzu, ocenění pro účely zdanění, poskytování úvěrů, ocenění majetkových účastí společníků, garance a náhrada za vyvlastnění. (Dluhošová, 2008, s. 146) Kislíngerová (2001) uvádí rovněž celou řadu důvodů a k výše zmíněným důvodům ještě přidává zvýšení základního kapitálu společnosti, změnu právní formy, restrukturalizaci podniku, vnitřní nebo vnější potřebu hodnocení výsledků práce managementu a pojištění podniku.

Mařík (2007) tyto důvody rozlišuje na dvě skupiny. První skupinou jsou důvody ocenění související s vlastnickými změnami (koupě a prodej podniku, fúze, rozdělení společnosti, atd.), druhou skupinou jsou důvody ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám (změna právní formy, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru, ocenění v souvislosti se sanací společnosti, atd.)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Při posuzování výkonnosti firmy je třeba brát ohled na dva základní principy teorie financí. Prvním principem je to, že koruna obdržená dnes má větší hodnotu, než koruna obdržená zítra. Druhým pak fakt, že bezpečná koruna má větší hodnotu, než koruna riziková. (Neumaierová, 2002, s. 32)

2.1 Faktor času

Jinými slovy časová hodnota peněz je všeobecným principem finančního řízení a rozhodování. Pod tímto pojmem se rozumí skutečnost, že peníze dnes mají větší hodnotu než peníze zítra, protože získané prostředky lze dříve investovat a dosáhnout z nich tak většího výnosu. (Dluhošová, 2008, s. 28)

Dluhošová (2008) mezi základní operace, při nichž se uplatňuje časová hodnota peněz, řadí úročení, odúročení (diskontování) a stanovení současné hodnoty finančních toků. Mařík (2007) pak uvádí přehled hlavních technik pro přepočet peněžních částek k určitému časovému okamžiku. Peněžní částky mohou mít podobu jednotlivé částky, annuity či perpetuity. Podle výpočtu současné či budoucí hodnoty se uvedené peněžní částky násobí faktory nazvanými odúročitel, úročitel, zásobitel, střadatel, umořovatel a fondovatel.

Kislingerová (2001) tvrdí, že rozhodnutí podniku o pořízení aktiva by mělo být podřízeno pravidlu čisté současné hodnoty. Aktiva, do kterých podnik investoval, přinesou podniku v budoucnosti větší výnos, než byl náklad spojený s investicí. Důsledné prosazování tohoto pravidla v praxi pak v konečném důsledku znamená, že roste hodnota podniku jako celku.

2.2 Faktor rizika

Nedílnou součástí podnikání je riziko. Určení a měření rizika má klíčový vliv na výsledné správné ocenění podniku. Kvalifikovaně určená míra rizika je jeden ze základních kamenů správnosti ocenění podniku.

Pojem riziko lze definovat jako stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Tato nejistota může být spojená jednak s vývojem a proměnlivostí okolního prostředí podniku, jednak s fungováním podniku samotného. (Kislingerová, 2001, s. 104)

Kislingerová (2001) klasifikuje riziko z pohledu oceňování podniku takhle:

- Riziko tržní (systematické) – riziko spojené s fungováním podniku na trhu, v určitém ekonomickém prostředí. Podnik jej nemůže eliminovat, naopak na něj musí pružně reagovat, aby byl schopen na trhu obstát,
- Riziko specifické – riziko spojené s fungováním podniku.

Mařík (2007) k tomuto členění navíc přidává následující členění rizika:

- Riziko obchodní – dáno proměnlivostí výnosů způsobenou především proměnlivostí prodeje (prodejní riziko) a úrovní fixních provozních nákladů (provozní riziko),
 - riziko prodejní – vyplývá z možnosti, že nebude dosaženo očekávaného zisku. Lze jej měřit pomocí variability čistých tržeb, která závisí na variabilitě poptávky v jednotlivých segmentech trhu, na diverzifikaci podnikových aktivit a na intenzitě konkurence,
 - riziko provozní – je ovlivněno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech. Jeho velikost lze určit prostřednictvím provozní páky,
- Riziko finanční – je ovlivněno velikostí fixních finančních nákladů, které tvoří nákladové úroky, leasingové splátky, dividendy z prioritních akcií apod. Finanční riziko lze měřit prostřednictvím finanční páky nebo ukazatelů zachycujících zadluženost a likviditu,
- Celkové podnikatelské riziko – lze jej určit na základě volatility celkového výsledku hospodaření.

2.3 Diskontní míra

Faktor času a rizika se do hodnoty podniku promítá prostřednictvím diskontní míry. Diskontní míra je určována na základě výnosnosti, kterou bude investor požadovat s přihlédnutím k riziku. Postup kalkulace diskontní míry by měl záviset na kategorii hodnoty, kterou chceme zjišťovat a také na typu investora, pro kterého je ocenění určeno. (Mařík, 2007, s. 47-50)

Více ke kalkulaci diskontní míry je popsáno v kapitole 4.

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Na počátku práce je jak podle Kislingerové (2001) tak podle Maříka (2007) jedním z klíčových problémů vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává a stanovení hodnoty, která by měla být výsledkem ocenění. Volba technik a postupu ocenění je pak podřízena funkcím, které by mělo ocenění splnit.

Mařík (2007) z hlediska potřeb podnikatelů doporučuje nejprve zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku z důvodu posouzení jeho celkového stavu, postavení na trhu, konkurenční síly a schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Tuto analýzu považuje za nutnou, bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity. Teprve na základě výsledků analýzy by měla být zvolena vhodná metoda ocenění. Obecně Mařík (2007) doporučuje následující postup:

1. Sběr vstupních dat,
2. Analýza dat – strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, analýza a prognóza generátorů hodnoty, orientační ocenění na základě generátorů hodnoty,
3. Sestavení finančního plánu,
4. Ocenění.

Kislingerová (2001) oproti tomu rozděluje postup do devíti fází:

1. Vymezení zadání práce,
2. Vytvoření pracovního týmu,
3. Plán práce,
4. Sběr vnějších a vnitřních informací,
5. Analýza dat - finanční a strategická analýza,
6. Výběr metod ve vazbě na cíl práce,
7. Analýza ocenění,
8. Syntéza výsledků,
9. Závěr.

3.1 Sběr vstupních dat

Správné ocenění podniku závisí na správných a relevantních vstupních datech. Nejdůležitější potřebná data je možné shrnout do několika skupin:

- a) Základní data o podniku – data, která podnik identifikují, název, právní forma, předmět podnikání, IČ, informace o historii podniku, základní řídicí struktura, rozdělení majetkových podílů,
- b) Ekonomická data – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány,
- c) Relevantní trh – vymezení trhu podniku, jeho velikost a vývoj, segmentace trhu, faktory atraktivity a vývoje trhu,
- d) Konkurenční struktura relevantního trhu – hlavní přímí konkurenti a informace o nich, možné substituty výrobků, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil podniku k dodavatelům a odběratelům,
- e) Odbyt a marketing – data o struktuře odbytu, hlavní produkty a jejich srovnání s konkurencí, ceny a cenová politika, hlavní odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj,
- f) Výroba a dodavatelé – řízení kvality a certifikáty kvality, charakter výroby a úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, investice v minulosti a investiční plány do budoucna, dodavatelé,
- g) Pracovníci – struktura pracovníků, situace na trhu práce, fluktuace, atmosféra na pracovišti, produktivita práce, personální náklady. (Mařík, 2007, s. 54-55)

Marek (2006) k informačním zdrojům navíc řadí i rozmístění společnosti, zdroje pracovních sil, vlastnická práva, analýzu smluvních závazků (smluv nájemních, leasingových apod.), ekologickou situaci v souvislosti s činností podniku, vazby podniku k orgánům územní správy, analýzu pohledávek a platební morálku podniku.

3.2 Strategická analýza

Vochozka a Mulač (2012) definují strategickou analýzu jako komplexní přístup k posouzení postavení podniku v rámci svého okolí. Skládá se z řady dílčích analýz, které by měly být uspořádány dle logické souvislosti. Marek (2006) tvrdí, že strategická analýza by měla vést k souhrnnému náhledu na podnik a jeho postavení s důrazem na budoucí šance a rizika a na silné a slabé stránky podniku. Dle Maříka (2007) je klíčovou fází oceňování a velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál podniku, který je závislý na potenciálu vnitřním a vnějším.

Oproti ostatním autorům neuvádí Kislingerová (2001) při postupu oceňování podniku strategickou analýzu, ale analýzu makroprostředí a mikroprostředí jako dvě samostatné kapitoly. Při analýze makroprostředí zkoumá vliv tempa růstu hrubého domácího produktu, fiskální politiku státu, vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů, vývoj inflace a ekonomické a politické šoky. Do analýzy mikroprostředí pak zahrnuje identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje odvětví.

3.2.1 Postup strategické analýzy

Nejrozsáhleji definuje jednotlivé kroky strategické analýzy Marek (2006):

1. Analýza vnějšího potenciálu
 - vymezení relevantního trhu,
 - posouzení atraktivity relevantního trhu,
 - určení faktorů působících na tento trh a jejich minulý a budoucí vývoj,
 - sestavení prognózy relevantního trhu.
2. Analýza vnitřního potenciálu
 - vymezení hlavních konkurentů podniku,
 - posouzení jednotlivých faktorů konkurenční síly podniku ve vztahu ke konkurenci,
 - na základě analýzy konkurenční síly podniku odhad vývoje podílu podniku na relevantním trhu.

Vochozka a Mulač (2012) shrnují obvyklý postup strategické analýzy takto:

1. Analýza makrookolí a mikrookolí podniku.
2. Analýza vnitřního potenciálu.
3. Syntéza výsledků a formulace závěrů.

Nejpodrobněji se strategické analýze věnuje Mařík (2007), který uvádí postup ve třech krocích:

1. Vymezení, analýza a prognóza relevantního trhu.

Relevantní trh by měl být zvolen tak, aby bylo možné získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možné zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu. K základním datům o trhu patří odhad velikosti trhu, vývoj trhu v čase a případná segmentace trhu. Při analýze atraktivity trhu jde především o faktory důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. Kritéria připadající v úvahu jsou růst trhu, velikost trhu, in-

tenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substitute, bariéry vstupu, citlivost trhu na konjunkturu, struktura a charakter zákazníků. Prognóza vývoje trhu by měla být sestavena s ohledem na typ ocenění:

- Subjektivní ocenění – prognóza vychází z odhadu konkrétního investora o oceňovatele ve funkci poradce,
- Objektivizované ocenění – prognóza vychází ze současného stavu, popřípadě dalšího vývoje stanoveného jako prokazatelný a nesporný,
- Tržní ocenění – prognóza vychází z názorů zastávaných odbornou veřejností.

2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.

V této části strategické analýzy jde o odhad vývoje tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Mařík (2007) doporučuje nejprve určit dosavadní tržní podíl oceňovaného podniku, následně identifikovat konkurenty, dále analyzovat vnitřní potenciál podniku a hlavní faktory konkurenční síly a nakonec stanovit prognózu tržních podílů.

3. Prognóza tržeb podniku.

Měla by být vyvozena z výsledků prognózy relevantního trhu a analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Výpočet tempa růstu tržeb je proveden podle následující rovnice:

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

(Mařík, 2007, s. 95)

3.3 Finanční analýza

Podle Pavelkové a Knápkové (2010) slouží finanční analýza ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Je nedílnou součástí finančního řízení, neboť poskytuje informace, jež jsou využívány pro krátkodobé a zejména pak pro dlouhodobé finanční řízení podniku.

Uživatelé finanční analýzy se dělí na interní a externí. Jako externí uživatele uvádí Vochozka (2011) stát a jeho orgány, investory, banky a jiné věřitele, obchodní partnery a konkurenci. Mezi interní uživatele řadí manažery, zaměstnance a odboráře.

Mařík (2007) shrnuje postup finanční analýzy do několika následujících kroků.

1. Prověření správnosti a úplnosti vstupních údajů.

Je nutné zjistit, do jaké míry jsou čísla v účetních výkazech průkazná a do jaké míry jsou úplná. Oceňovatel se většinou spoléhá na závěry auditora, pokud to není možné, měl by si alespoň orientačně prověřit stav účetnictví sám.

2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů.

Mezi základní účetní výkazy patří rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků (cash flow). Při analýze rozvahy je pozornost soustředěna především na stav a vývoj bilanční sumy, strukturu aktiv a pasiv a jejich vývoj a na relace mezi složkami aktiv a pasiv. U výkazu zisku a ztráty je zkoumáno, jak jeho jednotlivé položky ovlivňovaly výsledek hospodaření. Zde je důležité zkoumat nejen celkový výsledek hospodaření, ale i dílčí výsledky hospodaření (provozní a finanční výsledek hospodaření). U výkazu cash flow jsou analyzovány peněžní toky týkající se provozní, investiční a finanční činnosti podniku.

3. Spočítání a vyhodnocení poměrových ukazatelů.

Analýza poměrových ukazatelů je základním metodickým nástrojem finanční analýzy. Do vzájemných poměrů jsou dávány položky uvedené ve výkazech, které spolu určitým způsobem souvisí. Nejčastěji se jedná skupiny ukazatelů rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti a kapitálového trhu. (Hrdý a Horová, 2009, s. 124)

Pavelková a Knápková (2010) uvádějí, že analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů, je jednou z nejoblíbenějších metod finanční analýzy. Umožňují totiž získat rychlou představu o finanční situaci podniku.

4. Zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků.

Závěr finanční analýzy by měl odpovědět na otázku, zda je podnik zdravý a zda lze počítat s jeho dlouhodobou existencí. Pokud má podnik do budoucna dobré vyhlídky rozvoje, je splněna důležitá podmínka pro využití výnosových metod oceňování. (Mařík, 2007, s. 109)

Pro celkové hodnocení finančního zdraví podniku lze rovněž použít souhrnné ukazatele finanční analýzy. Rozlišovány jsou dvě skupiny souhrnných ukazatelů – bonitní a bankrotní modely. Cílem bankrotních modelů je identifikovat, zda firmě hrozí bankrot. Mezi tyto modely patří např. Altmanův model (Z-skóre) a indexy IN. Bonitní modely hodnotí finanční zdraví firmy prostřednictvím bodového hodnocení hospodaření. Do této skupiny modelů patří např. Tamariho model nebo Kralickův Quicktest. (Pavelková a Knápková, 2010, s. 131)

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Při ocenění podniku se vychází z předpokladu, že podnik má jedno podnikatelské zaměření, hlavní obor činnosti, pro který byl zřízen. Pro toto základní podnikatelské zaměření potřebuje aktiva v určité velikosti a struktuře včetně kapacitních rezerv. Tato aktiva se označují jako provozně nutná, všechna ostatní jako provozně nenutná, neprovozní. Při použití většiny metod oceňování podniku by pak mělo být rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, pokud je to jen trochu možné, samozřejmostí. V souvislosti s tím by pak měl být i výsledek hospodaření upraven o výnosy a náklady, které jsou s provozně nepotřebnými aktivy spojené. (Mařík, 2007, s. 118)

Podle Maříka (2007) je důvodem pro takovéto rozčlenění fakt, že část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj žádné nebo jen malé příjmy. Příkladem zde mohou být nepotřebné pozemky nebo peněžní prostředky ve větší než potřebné výši. Dalším důvodem vyčlenění neprovozních aktiv může být to, že míra rizika s těmito aktivy spojená je odlišná od rizika hlavního provozu podniku. Nejčastějšími neprovozními aktivy je krátkodobý finanční majetek a dlouhodobý finanční majetek. Dále to mohou být nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku, majetek provozně málo využitelný (nedobytné pohledávky, nepotřebné zásoby), ale i provozně potřebný majetek, kterým podnik disponuje v nadbytečném množství (budovy, stroje).

Aktiva nesouvisející s hlavní činností podniku jsou pak oceňována samostatně. Pro aktiva přinášející výnos je použito výnosové ocenění. Příkladem jsou především finanční aktiva. Pro aktiva, která je možné pronajmout je základem výnosové ocenění na principu obvyklého nájemného. V ostatních případech je nejvhodnější použít ocenění tržní hodnotou. Ocenění účetní hodnotou se používá pro peněžní prostředky, pro další neprovozní aktiva pouze v případě nedostatku dat. Tato oceněná neprovozní aktiva se na závěr přičtou k hodnotě provozní části podniku. (Mařík, 2007, s. 118-122)

3.5 Provozně nutný investovaný kapitál

Podle Maříka (2007) je třeba po rozčlenění aktiv vyčíslit kapitál investovaný do aktiv provozně nutných. Tento kapitál se pak nazývá provozně nutný investovaný kapitál a je jedním z nejdůležitějších východisek stanovení hodnoty podniku. Provozně nutný investovaný kapitál zahrnuje provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva.

Provozně nutný pracovní kapitál vypočítáme jako:

Provozně nutná oběžná aktiva (zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek)
+ Časové rozlišení aktivní provozně nutné
- Krátkodobé neúročené závazky
- Časové rozlišení pasivní

Krátkodobými neúročenými závazky se rozumí závazky z obchodních vztahů, závazky ovládající a řídicí osoba, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, stát – daňové závazky a dotace, krátkodobé přijaté zálohy, dohadné účty pasivní a jiné závazky. Krátkodobé závazky jsou odpočítávány z toho důvodu, že jde o dluhy, u kterých lze jen těžko zjistit jejich náklady (např. úroky).

Provozně nutná dlouhodobá aktiva vypočítáme jako:

Provozně nutný dlouhodobý nehmotný majetek

+ Provozně nutný dlouhodobý hmotný majetek (Mařík, 2007, s. 167-169)

3.6 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

S aktivy nesouvisející s hlavní činností podniku jsou spojené výnosy a náklady vykazované ve výkazu zisku a ztráty. V případě existence těchto výnosů či nákladů je třeba je z výsledku hospodaření vyloučit. Východiskem by přitom měl být provozní výsledek hospodaření místo výsledku hospodaření za účetní období. Tím bude zajištěno, že do výsledku nebude vstupovat mimořádný výsledek hospodaření.

Pro korigovaný výsledek hospodaření platí tyto zásady:

- Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál.
- Nezahrnuje žádné jednorázové položky, které se nebudou opakovat.
- Neměl by obsahovat výnosy a náklady související s provozně nenutným majetkem.

Mezi nejčastější vyřazované položky patří tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a odpisy budov nesloužící hlavní podnikatelské činnosti podniku. Někdy je však třeba naopak přidat některé finanční výnosy a náklady, které s předmětem činnosti podniku souvisí.

Takto upravený výsledek hospodaření je generován jen provozně nutným investovaným kapitálem a je označován jako korigovaný provozní výsledek hospodaření. (Mařík, 2007, s. 123, 171)

3.7 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pod pojmem generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Vyvozují se v návaznosti na konkrétní přístup k oceňování podniku. Díky analýze generátorů hodnoty získáme zasvěcenější pohled na minulost podniku, neboť je hned patrné, zda podnik tvoří hodnotu nebo ne a jaké faktory mají na tuto skutečnost vliv. (Mařík, 2007, s. 125)

Marek (2006) uvádí jako generátory hodnoty tempo růstu tržeb, ziskovou marži, obrátkovost složek pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého majetku, dobu existence podniku a diskontní míru. Mařík (2007) navíc k těmto generátorům přidává investice do pracovního kapitálu a způsob financování, tj. především velikost cizího kapitálu.

Generátory hodnoty jsou vyjadřovány ve formě poměrových ukazatelů. Podle Marka (2006) by však položky, do těchto ukazatelů dosazované, měly být upraveny s ohledem na potřebu vyjádřit hodnotu podniku. Jedná se především o tyto úpravy:

- majetkové i výsledkové položky, vstupující do generátorů hodnoty, by se měly týkat jen hlavního provozu podniku,
- z generátorů hodnoty by měly být vyloučeny mimořádné a jednorázové vlivy.

3.8 Sestavení finančního plánu

Při ocenění podniku některou z výnosových metod by mělo být sestavení kompletního finančního plánu základem. Finanční plán by měl být součástí podnikového plánu, měl by vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tedy z vize a strategie podniku. (Mařík, 2007, s. 149)

Dle Fotra (2012) je při tvorbě strategického finančního plánu je rovněž nutné respektovat vazby tohoto plánu k ostatním funkčním plánům, výsledky finanční analýzy a především základní strategický cíl. Tím by měl být růst hodnoty firmy.

Finanční plán má podle Pavelkové a Knápkové (2009) tyto základní složky:

- Plánovaný výkaz zisku a ztráty – zobrazuje plánované výnosy, náklady a výsledek hospodaření,

- Plánovaná rozvaha – charakterizuje vývoj majetku podniku,
- Plán peněžních toků – zobrazuje plánované příjmy a výdaje.

Fotr (2012) k těmto základním složkám ještě přidává plán rozdělení hospodářského výsledku, kapitálový rozpočet a rozpočet externího financování.

Východiskem je pak finanční strategie firmy, která určuje vhodnou kapitálovou strukturu, výši pracovního kapitálu, dividendovou politiku, způsoby využití volných peněžních prostředků a výběr kritérií pro hodnocení investičních projektů.

3.8.1 Postup při sestavování finančního plánu

Marek (2006) rozděluje postup finančního plánovače do čtyř kroků:

1. stanovení metody plánování, plánovaného horizontu a velikosti jednoho plánového období,
2. sběr dat z účetnictví, z ekonomických plánů, z makroekonomických prognóz a z ostatních zdrojů,
3. finanční analýza, kdy jsou z výsledků finančního hospodaření podniku v předchozích letech vyvozovány závěry pro sestavení finančního plánu,
4. sestavení finančního plánu.

Dle Maříka (2007) lze vycházet z analýzy a prognózy generátorů hodnoty, kdy jsou již naplánovány stěžejní položky hlavního provozu podniku. Plán tržeb z prodeje výrobků, prognóza ziskové marže a provozního zisku, plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků a prognóza investic do dlouhodobého majetku tak tvoří kostru finančního plánu. Tu je pak třeba doplnit o:

- plán financování (splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů, potřebné navýšení vlastního kapitálu),
- naplánované generátory hodnoty je možné doplnit o plánované hodnoty dalších, méně významných položek (výnosové a nákladové položky, pohledávky a závazky),
- položky nesouvisející s hlavním provozem podniku (plán odprodejů nepotřebného majetku, investice do cenných papírů),
- výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům,
- formální odpočet všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů, které ještě nebyly spočítány při sestavení jednotlivých dílčích plánů.

Po sestavení finančního plánu by měla být provedena finanční analýza tohoto plánu. Sestavený finanční plán a jeho finanční analýza by pak měly potvrdit nebo změnit předpoklad o budoucím trvání podniku a doplnit podklady pro analýzu rizika, která je potřebná pro stanovení diskontní míry. Do vyšší rizikové přírážky se promítne například nedostatečná likvidita nebo vysoká zadluženost. (Mařík, 2007, s. 156)

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Dluhošová (2008) říká, že z teoretického i praktického hlediska existuje celá řada metod oceňování podniku. Dále tvrdí, že volba správné metody oceňování je rozhodujícím způsobem determinováno naplnění cílu ocenění. Volba vhodné metody je silně ovlivněna také subjektivním postojem oceňovatele a účelem ocenění.

Mařík (2007) vymezuje tři okruhy metod oceňování:

1. Metody, které se opírají o analýzu výnosů podniku (výnosové metody) – metoda diskontovaného peněžního toku (DCF), metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA), metody kombinované,
2. Metody založené na analýze aktuálních cen na trhu (tržní metody),
3. Metody založené na ocenění majetkových položek, ze kterých se podnik skládá (majetkové ocenění).

Jako nejvhodnější postup pak Mařík (2007) uvádí použít všechny tři základní metody a výsledné ocenění stanovit na základě syntézy výsledků.

Dluhošová (2008) oproti tomu člení jednotlivé přístupy k ocenění dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika.

1. Metody oceňování podle konceptu ocenění
 - a. Výnosové – metody diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných zisků, metoda EVA,
 - b. Majetkové – substanční hodnota, účetní hodnota, likvidační hodnota,
 - c. Kombinované,
 - d. Komparativní – metoda multiplikátorů.
2. Metody oceňování za rizika
 - a. Aktivní – flexibilní metodologie reálných opcí,
 - b. Pasivní – metoda jistotních ekvivalentů, metoda upraveného nákladu kapitálu.

Kislingerová (2001) rozlišuje čtyři skupiny metod:

1. Metody oceňování založené na stavových veličinách – metoda účetní hodnoty, metoda substanční hodnoty, metoda likvidační hodnoty,
2. Výnosové metody – metoda kapitalizace zisku, modely diskontu cash flow (DCF), dividendové diskontní modely, modely založené na EVA,

3. Kombinované metody – Schmalenbachova metoda, metoda vážené střední hodnoty, metody nadzisku a superzisku,
4. Metody relativního oceňování.

Jednotlivé metody budou popsány v následujícím textu, přičemž největší pozornost budu věnovat výnosovým metodám oceňování, neboť jsou předmětem praktické části této diplomové práce.

4.1 Výnosové metody oceňování

Dluhošová (2008) a Mařík (2007) shodně tvrdí, že se u výnosových metod oceňování vychází z předpokladu, že je hodnota statku dána jeho očekávaným užitekem pro jeho držitele. V případě podniku jsou tímto užitekem budoucí zisk, dividendy, finanční toky apod. U těchto metod závisí výsledná hodnota na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Marek (2006) zdůrazňuje, že z pohledu ekonomické teorie jsou výnosové metody jediným správným oceňovacím postupem. V praxi toto tvrzení však ne zcela platí.

4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Marek (2006) považuje tuto metodu za teoreticky nejsprávnější. Největší užití má v anglosaských zemích. Mařík (2011) tuto metodu označuje za základní výnosovou metodu a rozlišuje tři hlavní techniky pro výpočet výnosové hodnoty:

- Metoda DCF entity,
- Metoda DCF equity,
- Metoda APV.

Dluhošová (2008) k těmto třem technikám přidává ještě metodu DDM (Dividend Discount Model), která se používá pro ocenění vlastního kapitálu v zemích s vyspělým efektivním kapitálovým trhem.

Podstatou těchto metod je, že je hodnota aktiv odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Při jejich použití je třeba učinit tyto základní kroky:

1. Vymezit budoucí peněžní toky vhodné pro ocenění.
2. Stanovit náklady kapitálu, kterým jsou peněžní toky diskontovány.
3. Stanovení hodnoty pomocí metody ocenění. (Dluhošová, 2008, s. 148)

Podle toho, pro koho je peněžní tok určen, rozlišujeme:

- **volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele** – to je volný tok do podniku jako celku, je označován jako FCFF – Free Cash Flow to the Firm,
- **volný peněžní tok pro vlastníky** – peněžní tok plynoucí vlastníkům, je označován jako FCFE – Free Cash Flow to the Equity,
- **dividenda** – je zvláštním případem peněžního toku pro akcionáře, modely pracující s dividendou nesou označení DDM – Dividend Discount Model (dividendový diskontní model),
- **EVA** – peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře. (Kislingerová, 2001, s. 160)

Neumaierová (2002) definuje free cash flow jako tok mezi firmou a poskytovateli úplatného kapitálu, k nimž patří vlastníci a věřitelé. Ti poskytují firmě kapitál za úplatu.

4.1.1.1 Metoda DCF entity

Podle výše doporučeného postupu je třeba nejprve vymežit peněžní toky vhodné pro ocenění, následně stanovit náklady kapitálu (diskontní míru) a poté stanovit výslednou hodnotu pomocí vybrané metody ocenění.

1. Vymezení peněžních toků

V případě metody DCF Entity se vychází z volného peněžního toku, který je k dispozici pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm – FCFF). Podle Maříka (2007) se volný peněžní tok (FCFF) vypočítá nepřímou metodou, přičemž základem je korigovaný provozní výsledek hospodaření. Výpočet je následující:

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele

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

Zdroj: Mařík (2007, s. 170)

Kislingerová (2001) oproti tomu uvádí výpočet vycházející z EBIT:

Tabulka 2 Výpočet FCFF vycházející z EBIT

1.	Tržby
2.	- Náklady (bez nákladových úroků)
3.	= Čistý příjem z operací
4.	- Daně
5.	= EBIT po zdanění
6.	+ Odpisy
7.	= Cash flow z operací
8.	- Změna pracovního kapitálu
9.	- Investice
10.	= Free cash flow to the firm

Zdroj: Kislingerová (2001, s. 161)

Podle Maříka (2007) je však vhodnější pro výpočet používat korigovaný provozní výsledek hospodaření. V EBIT totiž může být zahrnut i mimořádný výsledek hospodaření a provozní výsledek hospodaření může obsahovat výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem, které je nutné vyloučit.

2. Stanovení diskontní míry

Pro metodu DCF entity je diskontní míra stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Ty zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku. Vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál je následující:

$$WACC = n_{CK}(1 - d)\frac{CK}{K} + n_{VK}\frac{VK}{K} \quad (2)$$

- kde: n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku
 d = sazba daně z příjmu
 CK = tržní hodnota cizího kapitálu
 n_{VK} = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu
 VK = tržní hodnota vlastního kapitálu
 K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu

Do cizího kapitálu nejsou v tomto případě zahrnovány neúročená pasiva, jelikož se předpokládá, že platby za tyto závazky jsou již zahrnuty v provozních peněžních tocích.

Podle Kislingerové (2001) představují WACC průměrnou cenu, kterou podnik platí za vytvořený finanční mix na straně pasiv. Neumaierová (2002) tvrdí, že vážené průměrné náklady na kapitál jsou jedinou správnou diskontní sazbou pro free cash flow.

Kislingerová (2001) i Mařík (2007) se shodují na následujícím postupu při stanovení nákladů na kapitál:

- **Stanovení vah jednotlivých složek pro financování podniku** - důležité je především to, aby bylo využito vyjádření v tržních hodnotách.
- **Určení nákladů na cizí kapitál** – výsledné náklady na cizí kapitál jsou váženým průměrem efektivních úrokových saze, placených z různých forem kapitálu. Pro výpočet efektivní úrokové míry je použit vzorec:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d)+S_t}{(1+i)^t} \quad (3)$$

kde: D = částka získání výpůjčkou
 U_t = úrokové platby
 d = sazba daně z příjmů
 S_t = splátka dluhu
 n = počet období, po které jsou spláceny splátky
 i = hledaná úroková míra (Mařík, 2007, s. 212)

- **Určení nákladů na vlastní kapitál podniku** – náklady vlastního kapitálu jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Hlavní metody kalkulace nákladů vlastního kapitálu jsou:

Model oceňování kapitálových aktiv CAPM

Model využívaný hlavně na vyspělých kapitálových trzích. Základní vztah pro výpočet je:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (4)$$

kde: r_e = náklady vlastního kapitálu v %
 r_f = bezriziková úroková míra
 β = koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu
 r_m = průměrná výnosnost kapitálového trhu
 $r_m - r_f$ = riziková prémie kapitálového trhu

Za bezrizikovou úrokovou míru je obecně doporučováno vzít úrokovou míru desetiletých státních dluhopisů.

Riziková prémie je stanovena jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu r_m a bezrizikovou mírou výnosu. Pro stanovení rizikové prémie lze rovněž využít rating vyhlášený ratingovými agenturami. Ten stanovuje rizikovou přírážku k základnímu riziku odpovídajícímu ratingu. Koeficient β udává citlivost investice vůči trhu. Čím je hodnota koeficientu β vyšší, tím je vyšší i riziko investování do příslušné akcie. Pokud nejsme schopni koeficient β určit, lze použít metodu analogie a použít β podobných podniků, které jsou obchodovány nebo použít β odvětví. Vliv zadlužení lze pak vyjádřit vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left(1 + (1 - T) \times \frac{CK}{VK} \right) \quad (5)$$

kde: β_Z = β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

β_N = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

T = sazba daně z příjmů

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál (Pavelková a Knápková, 2009, s. 163-166)

Model arbitrážního oceňování APT

Tento model je založen na principu, že očekávaný výnos akcionářů závisí na riziku pramenícího z obecných ekonomických vlivů. Prémie za riziko pak není na rozdíl od metody CAPM závislá na jednom faktoru (β), ale hned na několika makroekonomických faktorech.

P/E (Price-Earnings Ratio)

Tento model předpokládá nulový růst zisků a stoprocentní výplatní poměr. Náklady na vlastní kapitál lze stanovit ze vzorce:

$$r_e = \frac{1}{P/E} \quad (6)$$

Stavebnicový model

Podstatou tohoto modelu je přičtení určité přírážky za riziko k bezrizikové přírážce. Na rozdíl od metody CAPM se stavebnicové modely nezaměřují pouze na systematická rizika, ale i na rizika nesystematická. Příkladem stavebnicového modelu je model INFA manželů Neumaierových. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 168)

Dividendový model

Hodnota akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které z této akcie můžeme očekávat. Tento model je velice nenáročný na informace, pokud podnik vyplácí dividendy a pokud přijal politiku stabilní dividendové politiky. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 168)

Odvození nákladů na vlastní kapitál z průměrné rentability

Náklady vlastního kapitálu jsou odvozeny z průměrné rentability v odvětví. Nevýhodou je, že údaje o tržní místo účetní rentabilitě nejsou často k dispozici.

Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu

Základem pro tuto metodu je poznatek, že náklady vlastního kapitálu jsou vyšší, než náklady kapitálu cizího. K nákladům cizího kapitálu je tak přiřazeno několik procentních bodů, čímž získáme náklady na vlastní kapitál. (Pavelková a Knápková, 2009, s. 168)

3. Výpočet výsledné hodnoty podniku

Výpočet hodnoty podniku pomocí metody DCF Entity probíhá ve dvou krocích. Nejprve je stanovena celková hodnota podniku. Tato hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku (peněžní toky spojené s neprovozním majetkem nejsou brány v úvahu). Výslednou hodnotou je tedy tzv. provozní hodnota podniku. Ve druhém kroku je vypočítána výnosová hodnota vlastního kapitálu. Celková provozní hodnota podniku je snížena o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění a zvýšena o hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění. (Mařík, 2007, s. 177)

Celkovou hodnotu podniku můžeme stanovit více způsoby, v praxi se obvykle používá dvoufázová metoda.

1. Dvoufázová metoda

Tato metoda vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které jsme schopni sestavit roční finanční plány a spočítat volné peněžní toky.

Druhá fáze je pak zbývající časový horizont od konce první fáze do nekonečna. Tato fáze bývá také označována jako pokračující hodnota. Je to současná hodnota budoucích peněžních toků propočtena k datu ukončení první fáze. (Marek, 2006, s. 533)

Dle dvoufázové metody se hodnota podniku vypočítá následovně:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (7)$$

- kde: H_b = hodnota brutto
 T = délka první fáze v letech
 t = jednotlivá období první fáze
 i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu
 $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t
 PH = pokračující hodnota

Důležité je stanovit délku první fáze, tedy fáze prognózy. Ekonomická teorie doporučuje následující návrhy:

- délku první fáze odvodit v závislosti na období, po které se předpokládá, že bude podnik tvořit hodnotu,
 - délku první fáze stanovit v závislosti na fázi životního cyklu podniku,
 - délku první fáze vázat na fázi cyklu konjunktury s tím, že první fáze by měla zahrnovat celý konjunkturální cyklus,
 - první fáze by měla být tak dlouhá, aby podnik po jejím uplynutí dosáhl určitého stavu rovnováhy,
 - délku první fáze orientovat na období, pro něž jsou zpracovávány podnikové plány.
- (Mařík, 2007, s. 179-181)

Pokračující hodnotu lze vypočítat opět několika způsoby:

a) Gordonův vzorec

Pro druhou fázi předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota je pak současnou hodnotou této nekonečné řady rostoucích volných peněžních toků. Pokračující hodnota se podle Gordonova vzorce vypočítá takto:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (8)$$

- kde: T = poslední rok prognózovaného období
 i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

- g = předpokládané tempo růstu
 $FCFF$ = volné cash flow do firmy v roce
 PH = pokračující hodnota

Podmínkou platnosti vzorce je aby $i_k > g$. (Mařík, 2007, s. 183)

b) Parametrický vzorec

Tento vzorec pracuje s vybranými faktory tvorby hodnoty. Těmito faktory jsou tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížených o upravené daně a očekávaná rentabilita čistých investic (r_I). Rentabilita čistých investic se vypočítá takto:

$$r_I = \frac{\text{Celkový přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}} \quad (9)$$

Pokračující hodnota podle parametrického vzorce se pak vypočítá takto:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (10)$$

- kde: r_I = rentabilita investic
 $KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
 v prvním roce po uplynutí období prognózy

c) Pokračující hodnota založená na jiných než výnosových modelech

Pokračující hodnotu lze stanovit i likvidační hodnotou, substanční hodnotou, tržní hodnotou ke konci první fáze stanovenou pomocí P/E označovanou jako „exit value“, tržní hodnotou ke konci první fáze určenou pomocí násobitele *tržní cena/ účetní hodnota vlastního kapitálu* a nakonec účetní hodnotou. (Mařík, 2007, s. 199,200)

2. Třífázová metoda

V tomto případě je budoucnost rozčleněna na tři fáze. První fází je fáze rychlého růstu, pro kterou sestavujeme kompletní finanční plány. Druhá fáze je fází přechodnou, kdy se rychlý růst zpomaluje a FCF je odhadováno jen pomocí ročního tempa růstu. Poslední fáze je období stability, kdy pokračující hodnotu počítáme jako perpetuitu, případně jako nekoneč-

nou řadu volných peněžních toků rostoucích stabilizovaným tempem. Vzorec pro třífázovou metodu je následující:

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \times (i_k - g)} \quad (11)$$

- kde: FCF = volný peněžní tok
 i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu
 g = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi
 $T1$ = počet let rychlého růstu
 $T2$ = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu
 H = hodnota podniku (Mařík, 2007, s. 199,200), (Damodaran, 2011)

4.1.1.2 Metoda DCF Equity

Od metody DCF Entity se liší způsobem výpočtu volných peněžních toků, použitou diskontní mírou a výsledkem, který získáme diskontováním.

1. Vymezení peněžních toků

Použitím metody DCF Equity vyčíslujeme hodnotu vlastního kapitálu na základě volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE - Free Cash Flow to Equity). Schéma výpočtu je následující:

Tabulka 3 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji
4.	- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
5.	- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
6.	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky
7.	- Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít
8.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	= FCFE

Zdroj: (Mařík, 2007, s. 205)

2. Stanovení diskontní míry

Peněžní toky plynoucí pro vlastníky diskontujeme pouze náklady vlastního kapitálu.

3. Výpočet výsledné hodnoty podniku

Výsledkem je výnosová hodnota vlastního kapitálu. Pokračující hodnota může být vyčíslena opět pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce:

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE \times (1 + i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \times (1 + i_k)^{-T} \quad (12)$$

- kde: i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku
 g = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi
 H_n = hodnota netto = hodnota vlastního kapitálu (Mařík, 2007, s. 199,200) (Damodaran, 2011)

4.1.1.3 Metoda APV

Tato metoda slouží k oceňování celkového kapitálu. Diskontovány jsou finanční toky, které tvoří nezadlužené firmy. Jako diskontní míra jsou použity náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy. Výsledkem je hodnota nezadluženého podniku. Pro ocenění zadluženého podniku je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu. (Dluhošová, 2008, s. 150)

4.1.1.4 Metoda DDM

Touto metodou je oceňován vlastní kapitál. Peněžní toky jsou vyjádřeny ve formě dividendy. V podstatě se jedná o modifikovaný model DCF, kdy je místo FCF použita dividenda. Tento model mohou využít pouze podniky, které dosahují zisk a stabilně vyplácí dividendu. Uplatnění proto často nalézá v tržních ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem. (Dluhošová, 2008, s. 150)

4.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Kislingerová (2001) uvádí, že podle kapitalizace zisku je nejjednodušší a základní model, jehož prostřednictvím lze stanovit hodnotu podniku. Tento model je založen na minulých výkonnosti podniku. Základní myšlenkou je, že lze hodnotu podniku odvodit od hodnoty trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Podle Maříka (2007) je tento postup hojně využíván v německy mluvících zemích.

Postup výpočtu je dle Maříka (2007) obdobný, jako u všech ostatních výnosových metod. Nejprve je však nutné zdůraznit, že metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou netto. To znamená, že výnosovou hodnotu počítáme pouze pro vlastníky. Výpočet výnosové metody můžeme provést buď analytickou nebo paušální metodou.

4.1.2.1 Analytická metoda

Postup při výpočtu pomocí analytické metody se skládá z několika kroků.

1. Analýza a úprava výsledků hospodaření

Klíčovým údajem je trvale udržitelný zisk. Jedná se o účetní zisk, upraven řadou korekcí (úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů, vyloučení výnosů a nákladů nesouvisejících s hlavní činností podniku, aj.) (Dluhošová, 2008, s. 151)

2. Prognóza budoucích výsledků hospodaření

Zde je nutné sestavit finanční plán podobně jako u ostatních výnosových metod, přičemž pozornost je věnována především plánování odpisů a plánování potřeby finančních zdrojů.

3. Odhad úrokové míry

Jelikož se jedná o metodu netto, je použita kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

4. Výpočet výnosové hodnoty podniku

Výpočet výnosové hodnoty analytickou metodou je základní výpočtovou podobou metody kapitalizovaných čistých výnosů. Výnosové ocenění vychází z prognózy budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. K propočtu výnosové hodnoty můžeme použít dvoufázovou nebo třífázovou metodu.

Pro dvoufázovou metodu je použit vzorec:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (13)$$

kde: H_n = hodnota podniku netto
 $\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok prognózy t
 T = délka období, pro které jsme schopni odhadnout čistý výnos
 $T\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi
 i_k = kalkulovaná úroková míra

Pro třífázovou metodu je použit vzorec:

$$H_n = \sum_{t=1}^m \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^{m+n}} \quad (14)$$

(Mařík, 2007, s. 270, 271)

4.1.2.2 Paušální metoda

Paušální metoda je vhodná především pro podniky, které mají určitou minulost, ale nejistou budoucnost, která je obtížně predikovatelná. Ocenění je provedeno za předpokladu, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako v minulosti.

Postup výpočtu je obdobný jako u analytické metody.

1. Analýza a úprava minulých výsledků hospodaření

Minulé výsledky hospodaření jsou upraveny stejným způsobem, jako u analytické metody.

2. Výpočet trvalého čistého výnosu

Trvalý čistý výnos vypočítáme jako vážený průměr minulých upravených čistých výnosů.

3. Zpracování výhledu podniku do budoucnosti

Důležité je posoudit, zda bude podnik trvale schopen dosahovat alespoň výnosů na úrovni výnosů v minulosti.

4. Určení úrokové míry

Použitá kalkulovaná úroková míra je na úrovni nákladů na vlastní kapitál, u paušální metody je však třeba ji očistit o inflaci.

5. Výpočet výnosové hodnoty podniku

Výslednou hodnotu vlastního kapitálu lze určit podle vzorce:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (15)$$

kde: H_n = hodnota podniku netto

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

i_k = kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2007, s. 271-275)

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Maříková a Mařík (2001) uvádějí, že při ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty můžeme rovněž použít tři základní metody: metodu entity, metodu equity a metodu APV. Základní schéma výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu je přitom stejné, jako u metody DCF. K tržní hodnotě operačních aktiv je přičtena tržní hodnota neoperačních aktiv a odečtena tržní hodnota neúročených závazků.

Postup pro ocenění metodou EVA – entity je následující:

a) Výpočet plánované roční výše ekonomické přidané hodnoty

Tuto roční výši vypočítáme dle vztahu:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \times NOA_{t-1} \quad (16)$$

kde: $NOPAT$ = provozní výsledek hospodaření po zdanění

$WACC$ = průměrné vážené náklady na kapitál

NOA = investovaný kapitál

b) Výpočet hodnoty podniku

Hodnotu podniku získáme následovně:

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = NOA + MVA - \text{úročený cizí kapitál} \quad (17)$$

$$MVA = \frac{EVA}{WACC} \quad (18)$$

(Maříková a Mařík, 2001, s. 54)

4.1.3.1 Vztah mezi oceněním metodou DCF a EVA

Ocenění metodou založenou na účetním hospodářském výsledku (EVA) a metodou DCF vedou ke stejným výsledkům. Podmínkou je použití stejných dat, tedy:

- v obou metodách jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- je použit stejný zisk,
- investovaný provozně nutný kapitál použitý u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA. (Mařík, 2007, s. 271-275)

4.2 Majetkové metody ocenění

Dluhošová (2008) uvádí, že tyto metody spočívají v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. K tomu je užíváno více metod.

Účetní metoda

V případě této metody se vychází ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha. Hodnota je pak odvozena z historických cen. Základ tvoří ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Netto hodnotu pak tvoří vlastní kapitál označovaný jako účetní vlastní kapitál.

Substanční metoda

Základem této metody je reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snižená o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v činnosti. Pod pojmem substanční hodnota se rozumí souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Výsledkem ocenění je substanční hodnota netto.

Metoda likvidační hodnoty

Hodnota majetku je u této metody zjištěna k určitému časovému okamžiku. Při ocenění touto metodou se předpokládá, že podnik ukončí svou činnost, aktiva budou rozprodána a závazky budou splaceny. Likvidační hodnotu není možné přesně kvantifikovat, výnos z prodeje totiž závisí na mnoha okolnostech. (Dluhošová, 2008, s. 152)

4.3 Metody založené na analýze trhu

Jedná se o metody přímého ocenění na základě dat z kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnání.

Přímé ocenění dat z kapitálového trhu

Tato metoda je často používána u podniků, jejichž akcie jsou běžně obchodovány. Mařík (2011) uvádí, že tržní kapitalizaci získanou vynásobením aktuální ceny akcie počtem akcií nelze srovnávat s tržní hodnotou podniku. Důvodem je volatilita ceny akcie a vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. V úvahu je nutné brát volatilitu ceny akcie. V praxi se proto většinou vychází z průměrné ceny za poslední období.

Ocenění metodou tržního porovnání

Tato metoda se používá, pokud chceme ocenit společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány. Znamená to, že tržní hodnota aktiva je odvozena z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Metodu lze však uplatnit jen tehdy, jsou-li rozdíly mezi aktivy malé. Mařík (2011) popisuje uplatnění metody tržního porovnání ve třech rovinách. První je metoda srovnatelných podniků, kde jde o srovnání s podobnými podniky. Druhou je metoda srovnatelných transakcí, kde je provedeno srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a je tak známá jejich realizační cena. Poslední rovinou je pak metoda odvětvových multiplikátorů.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY S.R.O.

Společnost XY s.r.o. se sídlem v Hulíně byla v roce 2002 založena s cílem stát se profesionálním centrem na poli průmyslové výroby a příbuzných služeb. Hlavním předmětem činnosti je výroba strojů a zařízení pro průmysl, zejména automobilový. Společnost disponuje základním kapitálem ve výši 200 000 Kč a v současnosti zaměstnává 12 zaměstnanců. Dle obchodního rejstříku je předmětem podnikání společnosti:

- výroba, instalace a opravy elektrických strojů a přístrojů,
- velkoobchod,
- zprostředkování služeb,
- pořádání odborných kurzů, školení a jiných vzdělávacích akcí včetně lektorské činnosti.

Společnost XY s.r.o. vyrábí montážní linky, jednoúčelové stroje a formy a nabízí širokou nabídku služeb z oblasti konstrukce a úprav jednoúčelových strojů. Zákazníkům je nabízen návrh řešení, funkční analýza, konstrukce, výroba forem či úprava zařízení. Stěžejní divizí je divize jednoúčelové stroje, specializující se na vývoj, konstrukci a výrobu, která je zaměřena na jednoúčelové stroje a výrobní linky, které se sériově nevyrábějí. Společnost XY s.r.o. působí jak v České republice, tak i v zahraničí. Zakázky získává ze Slovenska, Polska, Belgie či Rumunska. Za dobu existence vyvinula přes 100 unikátních řešení převážně pro automobilový průmysl. Společnost zaměstnává zkušené konstruktéry, kteří aplikují znalosti a standardizovaná řešení společnosti, která popřípadě modifikují a vytvářejí tak zcela novou koncepci jednoúčelového stroje nebo výrobní linky. Takto vzniklé stroje jsou mnohdy svým řešením světovými unikáty. Výroba je koncipována jako zakázková, což společnosti umožňuje pružně reagovat na konkrétní požadavky zákazníků. Zákazníkům je poskytován záruční i pozáruční servis. Společnost má zavedený certifikovaný systém řízení jakosti dle normy ISO 9001:2008.

Produkty společnosti XY s.r.o.:

- Zpracování bovdenů a lanek pro automobilový průmysl,
- Radiální nýtování,
- Nýtování trhacími nýty,
- Lisy, termolisy,
- Rozšíření výrobních linek,

- Testery,
- Kryty strojů,
- Stolní nýtovací zařízení.

Poslání a vize společnosti

Posláním, ze kterého vedení společnosti vychází je jako konstrukční, výrobní a montážní firma vyrábět a prodávat své produkty v kvalitě vyšší než konkurence, ke spokojenosti všech zákazníků.

Vizi společnosti je udržet si pevnou pozici na trhu v České republice a v zahraničí, jako firma schopná uspokojit potřeby zákazníků prvotřídními výrobky a službami.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

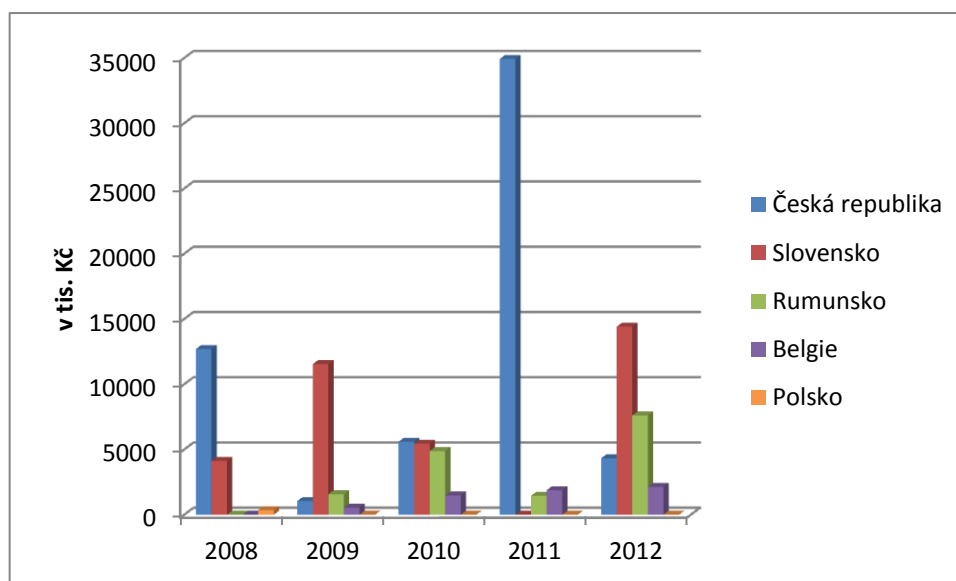
Strategickou analýzu budu provádět dle postupu, který ve své knize Metody oceňování podniku uvádí prof. Mařík, viz teoretická část práce. Nejprve se budu věnovat relevantnímu trhu, jeho analýze a prognóze, dále provedu analýzu konkurence a nakonec stanovím prognózu tržeb oceňovaného podniku.

6.1 Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu)

V rámci této podkapitoly vymezím relevantní trh z hlediska územního, věcného, hlediska zákazníků a hlediska konkurence. Následně provedu odhad velikosti relevantního trhu a posoudím jeho atraktivitu. Nakonec stanovím prognózu vývoje tohoto relevantního trhu.

6.1.1 Vymezení relevantního trhu

Společnost XY s.r.o. působí na trhu v tuzemsku i v zahraničí. Svě zákazníky má na Slovensku, v Rumunsku, v Belgii a v Polsku. Obrázek 1 zobrazuje tržby plynoucí z jednotlivých zemí v letech 2008 až 2012. Jak můžeme vidět, podíl jednotlivých zemí na tržbách je v každém roce jiný, struktura zákazníků je však ve všech letech stejná. Podle informací od společnosti tvoří v průměru 95 % zakázek zakázky pro automobilový průmysl, zbylých 5 % procent jsou zakázky pro ostatní zpracovatelský průmysl.



Obrázek 1 Struktura tržeb podle zemí (vlastní zpracování)

Relevantní trh tedy můžeme z územního hlediska jako trh tuzemský a evropský. Z hlediska věcného již vymezení není zcela možné. Společnost se zabývá výrobou jednoúčelových strojů a zařízení, které se sériově nevyrábějí. Každý produkt je na míru přizpůsoben konkrétnímu zákazníkovi přesně podle jeho požadavků. Díky realizaci výzkumu a vývoje jsou pak tato řešení často světovým unikátem. Z hlediska zákazníků by se relevantní trh dělil na zákazníky z automobilového průmyslu a na ostatní zpracovatelský průmysl (plastikářství, výroba elektromotorů, atd.). Z hlediska konkurence by pak relevantní trh tvořily všechny společnosti, které vyrábí jednoúčelové stroje a zařízení.

6.1.2 Odhad velikosti relevantního trhu

Jelikož společnost XY s.r.o. působí na trhu v tuzemsku i v dalších evropských zemích, tak odhad velikosti relevantního trhu provedu zvlášť pro tuzemský trh a zvlášť pro trh evropský.

Odhad velikosti relevantního trhu v tuzemsku provedu na základě statistik o prodejkách v daném odvětví. Podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE se společnost podle hlavní ekonomické činnosti řadí do sekce C - Zpracovatelský průmysl, oddílu 28 Výroba strojů a zařízení jinde neuvedených, konkrétně skupiny 28.9 Výroba ostatních strojů pro speciální účely. Velikost tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v odvětví v letech 2008 až 2012 jsem zjistila z finančních analýz publikovaných Ministerstvem průmyslu a obchodu.

Tabulka 4 Vývoj tržeb odvětví v ČR

v tis. Kč	Vývoj tržeb odvětví v ČR	
2008	149 378 263	-
2009	113 487 022	-24,03%
2010	130 882 879	15,33%
2011	142 727 571	9,05%
2012	151 479 324	6,13%

Zdroj: vlastní zpracování podle MPO

K odhadu velikosti relevantního trhu v Evropě jsem využila statistiku o průmyslových výrobcích a službách Prodcom, zveřejňovanou Eurostatem. Dle evropského seznamu výrobků Prodcom spadají výrobky společnosti XY s.r.o. pod kód 28993955 „Other machines and mechanical appliances of HS 84, n.e.c.“ (Ostatní stroje a přístroje z HS 84, jinde neuvedené). Pro odhad velikosti trhu jsem použila údaje o prodané produkci (prodcom annual sold) vyjádřené v peněžních jednotkách.

Tabulka 5 Vývoj tržeb odvětví v rámci EU27

v tis. EUR	Tržby odvětví v rámci EU27	
2008	11 917 819	-
2009	7 994 850	-32,92%
2010	11 996 131	50,05%
2011	14 992 460	24,98%
2012	12 230 004	-18,43%

Zdroj: vlastní zpracování podle webu Eurostat

6.1.3 Analýza atraktivity trhu

V rámci analýzy atraktivity trhu budu hodnotit faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje.

Růst trhu - podle dat z tabulek 4 a 5 vidíme, že relevantní trh v rámci ČR nevykazuje takovou dynamiku jako trh evropský. Na obou trzích vidíme propad tržeb v roce 2009, v době dopadu hospodářské krize. Tuzemský trh pak od roku 2010 stále roste, avšak růst není příliš výrazný a jeho tempo je klesající. To atraktivitu trhu v ČR snižuje. S tímto souhlasí i vedení podniku XY s.r.o., které zastává názor, že je trh v České republice slabý a proto se snaží získávat zakázky i z ostatních evropských zemí. Evropský trh podle tabulky 5 vykazuje také klesající tempo růstu, v roce 2012 poklesly tržby dokonce o téměř 19 %. Je však o poznání více růstový, v roce 2010 trh vzrostl o celých 50 %. Na tomto trhu je prudký růst spojen s rizikem nenadálých zvrátů a udržet si zde pozici může být pro podnik investičně náročné. Proto jeho atraktivita nebude vysoká tak, jak by se mohlo na první pohled zdát.

Velikost trhu - velikost trhu je dána výší tržeb daného odvětví. V České republice mají tržby oddílu CZ-NACE 28 Výroba strojů a zařízení na celkových tržbách zpracovatelského průmyslu v průměru 7 % podíl. V rámci EU27 je to však již necelý 1 % podíl daného odvětví na celkovém zpracovatelském průmyslu. Jedná se tedy o malý trh, s nímž je spojena také nižší atraktivita.

Intenzita přímé konkurence - v oblasti výroby jednoúčelových strojů a zařízení je konkurence velká, avšak společnost při své činnosti díky realizaci výzkumu a vývoje nalézá jedinečná řešení problémů. Často jsou její výrobky světovým unikátem velmi vysoké kvality, čemuž se málokdo dokáže vyrovnat. Počet konkurentů se tak výrazně snižuje jak na domácím, tak na zahraničním poli působení.

Průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu - průměrná rentabilita relevantního trhu se pohybuje kolem 7 %. Možnosti substituce jednoúčelových strojů a zařízení jsou velké, avšak jak již bylo řečeno, výrobky společnosti XY s.r.o. jsou často světovými unikáty, čímž se množství substitutů snižuje na pomyslnou nulu. Bariéry vstupu do odvětví nejsou velké. Tento obor podnikání není spojen s vysokou kapitálovou ani jinou náročností. Důležité jsou zde především znalosti, nápady, kvalita a know how.

Citlivost trhu na konjunkturu - jak lze vidět z tabulek 4 a 5, v roce 2009 tržby na obou trzích poklesly, v následujícím roce však opětovně značně vzrostly, v rámci evropského trhu dokonce o 50 %. Trh je citlivý na konjunkturu, avšak ne příliš.

Struktura zákazníků - společnost vyrábí stroje a zařízení především pro automobilový průmysl. Mimo to mají na zakázkách malý podíl i ostatní odvětví průmyslu. Zákazníků na trhu je tedy více, což hodnotím jako pozitivní.

Tabulka 6 Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Bod- y
		Negativní			Průměr		Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2			x					4
Intenzita konkurence	3						x		15
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	1			x					2
Možnosti substituce	1							x	6
Citlivost na konjunkturu	1					x			4
Struktura zákazníků	2						x		10
Vlivy prostředí	1						x		5
Celkem	16								61

Zdroj: vlastní zpracování podle Maříka (2007)

Maximální počet bodů: $16 \times 6 = 96$

Dosažené hodnocení: $61 / 96 = 63,5 \%$

Atraktivita analyzovaného trhu se pohybuje mírně nad průměrem. Hlavní příležitosti a hrozby s tímto trhem spojené uvádí tabulka 7.

Tabulka 7 Příležitosti a hrozby relevantního trhu

Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> růstový trh v zahraničí možnost vytlačení konkurence díky jedinečnosti výrobků 	<ul style="list-style-type: none"> trh není příliš velký vstup nových, silných konkurentů na trh slábnoucí trh v ČR

Zdroj: vlastní zpracování

6.1.4 Prognóza vývoje trhu

Za hlavní faktor působící na velikost relevantního trhu pokládám celkový hospodářský vývoj, který se odráží ve vývoji HDP. Jelikož společnost působí i na trhu v zahraničí, rozhodla jsem se jako relevantní brát trh v rámci EU27, který byl vymezen v kapitole 6.1.2 a ve kterém je samozřejmě zahrnuta i Česká republika. Pro prognózu jsem využila data o HDP v běžných cenách pro Evropskou unii, které jsem převzala z Eurostatu. Prognózu vývoje relevantního trhu jsem sestavila s pomocí regresní analýzy s lineární funkcí, jejíž výsledky jsou uvedeny na konci práce v příloze P IV. Predikované tržby dosahované relevantním trhem jsou vypočteny podle rovnice:

$$\text{Tržby} = 0,0009 \times \text{HDP} + 1042,8 \quad (19)$$

Prognózu vývoje relevantního v letech 2013 – 2017 zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 8 Vývoj relevantního trhu

	Rok	HDP v b.c.		Relevantní trh EU27	
		mil. EUR	Tempo růstu	mil. EUR	Tempo růstu
Skutečnost	2003	10 121 398	-	9 254,4	-
	2004	10 625 183	4,98%	12 028,7	29,98%
	2005	11 092 813	4,40%	12 620,9	4,92%
	2006	11 725 085	5,70%	11 990,7	-4,99%
	2007	12 429 337	6,01%	11 988,9	-0,02%
	2008	12 499 639	0,57%	11 917,8	-0,59%
	2009	11 771 798	-5,82%	7 994,8	-32,92%
	2010	12 300 014	4,49%	11 996,1	50,05%
	2011	12 670 967	3,02%	14 992,4	24,98%
Prognóza	2012	12 928 398	2,03%	12 230	-18,43%
	2013	13 116 132	1,45%	12 847,3	5,05%
	2014	13 516 235	3,05%	13 207,4	2,80%
	2015	13 741 956	1,67%	13 410,6	1,54%
	2016	13 994 808	1,84%	13 638,1	1,70%

Zdroj: vlastní zpracování podle webu Eurostat

Průměrné tempo růstu relevantního trhu v budoucnu bude 2,77 %.

6.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

V této podkapitole nejprve určím tržní podíl podniku. Poté identifikuji hlavní konkurenty a provedu jejich analýzu, následně budu analyzovat konkurenční sílu samotného podniku. Na základě provedených analýz nakonec stanovím prognózu růstu tržeb.

6.2.1 Stanovení tržního podílu podniku

Tržní podíl oceňovaného podnik stanovím jako poměr jeho tržeb v tis. EUR k tržbám relevantního trhu v Evropě. Přepočet tržeb podniku z Kč na EUR jsem provedla prostřednictvím průměrného ročního kurzu CZK/EUR, který jsem získala z webu ČNB (2008: 24,96; 2009: 26,45; 2010: 25,29; 2011: 24,59; 2012: 25,14). Vývoj tržního podílu oceňovaného podniku zobrazuje tabulka 9.

Tabulka 9 Vývoj tržního podílu podniku

Rok	Tržby odvětví (v tis. EUR)	Tržby XY s.r.o. (v tis. Kč)	Tržby XY s.r.o. (v tis. EUR)	Tržní podíl
2008	11 917 819	17 159	687,58	0,58%
2009	7 994 850	14 704	555,97	0,70%
2010	11 996 131	17 389	687,61	0,57%
2011	14 992 460	38 256	1555,71	1,04%
2012	12 230 004	28 482	1132,76	0,93%

Zdroj: vlastní zpracování

Jak můžeme z tabulky vidět, tržní podíl podniku XY s.r.o. je velmi malý. Pozitivně však hodnotím mírnou tendenci jeho růstu.

6.2.2 Identifikace hlavních konkurentů

Po poradě s vedením společnosti jsem stanovila 3 největší konkurenty působící jak na trhu v České republice, tak i v zahraničí. Jsou jimi Rockwell Automation, OK Strojsevis a firma Vondra a Vondra. Tyto hlavní konkurenty budu nyní blíže analyzovat i s pomocí vybraných ukazatelů finanční analýzy a výsledky porovnáám s oceňovaným podnikem.

Společnost Rockwell Automation s.r.o. se sídlem v Praze je součástí nadnárodního koncernu Rockwell Automation, který je jednou z vedoucích světových společností produkující průmyslovou elektroniku a elektrotechniku. Společnost Rockwell Automation s.r.o. se zabývá nejen průmyslovou automatizací, ale mezi její produkty patří i informační software, energetické, kontrolní a řídicí systémy. Pro zákazníky je schopna vytvořit i celopodnikový integrovaný systém. V roce 2012 zaměstnávala 101 zaměstnanců. Své zákazníky má hlav-

ně v České republice a na Slovensku, působí však i na dalších evropských a mimoevropských trzích.

Jikon – nástrojárna s.r.o. je společnost zabývající se kovovýrobou se sídlem v Hodkovicích nad Mohelkou. Vyrábí přesné nástroje pro stříhání, klasické obrábění, svařování, kalení a práci s plechem, jednoúčelové stroje a montážní pracoviště. V roce 2010 zaměstnávala 25 zaměstnanců. Zakázky ze zahraničí zahrnují hlavně Slovensko, významným zákazníkem však je i společnost Meritor Inc. se sídlem v Šanghaji.

OK Stroj servis s.r.o. sídlící v Praze je společnost dodávající přesné montážní stroje a technologická zařízení pro jednoúčelové stroje, montážní linky a robotizovaná pracoviště. V roce 2011 pracovalo ve společnosti 7 zaměstnanců. Autorizovaný prodej a servis zajišťuje v rámci České a Slovenské republiky.

Vondra a Vondra s.r.o. je společnost zaměřená jednoznačně na vývoj a výrobu mechanizačních prvků se sídlem v Damníkově. Dle požadavků zákazníků konstruovala nejprve jen jednoúčelové stroje, později přešla i ke konstrukci vibračních podavačů a pásových dopravníků. V současné době zaměstnává 9 zaměstnanců.

Pro určení významnosti jednotlivých konkurentů jsem srovnala jejich tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Nejvýznamnějším konkurentem je bezpochyby Rockwell Automation, což se dalo očekávat nejen podle zhruba 10 krát většího počtu zaměstnanců, ale i podle jeho působení i na mimoevropských trzích. Na celkových tržbách uvedených firem a společnosti XY s.r.o. má v průměru 80 % podíl. Podíl kolem 8 % má shodně naše společnost a společnost Vondra a Vondra. V průměru 6 % podíl pak připadá na společnost JiKoN – nástrojárna a 1 % podíl na OK Stroj servis.

Pro hodnocení hospodaření konkurentů jsem vybrala některé ukazatele finanční analýzy. Jsou jimi růst zisková marže, rentabilita vlastního kapitálu a obrát aktiv. Zisková marže je důležitá z hlediska posouzení celkové marže společnosti. Vyjadřuje, kolik korun zisku připadne na jednu korunu tržeb. Ukazatel ROE jsem vybrala z důvodu jeho bezproblémového použití pro benchmarking. Lze jím vyjádřit výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Obrát aktiv je pak důležitý z hlediska efektivního využívání majetku podniku. Výsledky ukazatelů jednotlivých společností jsou uvedeny v příloze P III na konci práce.

Jak lze vidět z tabulky analýzy konkurence v příloze P III, nejvíce se ziskovou marží dařilo zvyšovat právě společnosti XY s.r.o. Od roku 2008 do roku 2012 tato marže vzrostla o více než 18 %. Zvyšovat ziskovou marži se do roku 2011 dařilo i společnosti OK Stroj servis. U

společností Jikon - nástrojárna a Vondra Vondra zisková marže značně kolísá. U takto malých společností se zakázkovou výrobou je to ovlivněno především poptávkou po výrobcích v daných letech. Rockwell Automation si udržuje stabilní výši ziskové marže a to v průměru kolem 3,5 %. Od roku 2010 se nejlépe zhodnotit vložený kapitál dařilo právě společnosti XY s.r.o. Její ukazatel rentability vlastního kapitálu byl v těchto letech vždy nejvyšší. Jak můžeme z tabulky vidět, vysoké hodnoty ROE nejsou v tomto odvětví ničím výjimečným. Nižších hodnot se drží společnost Rockwell Automation a Jikon – nástrojárna. Obrat aktiv je u všech společností většinou vyšší než 1, umí tedy efektivně využívat svůj majetek. Hodnoty tohoto ukazatele jsou u všech společností zhruba srovnatelné, za zmínku však stojí společnost Vondra a Vondra, které se daří obrat aktiv v průběhu let zvyšovat.

Z výše uvedeného vyplývá, že i když je společnost XY s.r.o. malým podnikem, svým hospodařením dosahuje v porovnání s konkurencí velmi dobrých, mnohdy i lepších výsledků. Její konkurenceschopnost je vysoká.

6.2.3 Analýza konkurenční síly podniku

Následující tabulka ukazuje analýzu hlavních faktorů, které ovlivňují tržní podíly. Tato tabulka by měla být hlavním podkladem pro prognózu tržeb. Pokud bude konkurenční síla podniku hodnocena 40 – 60 %, pak firma udrží svůj podíl na trhu. Pokud bude hodnocení vyšší než 60 %, pak bude tržní pozici získávat. Při hodnocení nižším než 40 % bude firma svou pozici na trhu ztrácet.

Tabulka 10 Analýza konkurenční síly podniku

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivitu						Váha x Body	
		Negativní		Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5		6
Přímé faktory	Kvalita výrobků	3					x		15
	Technická úroveň výrobků	3						x	18
	Cenová úroveň	2				x			8
	Intenzita reklamy	1		x					1
	Výhody místa	1			x				3
	Výhody distribuce	1				x			4
	Image firmy	2					x		10
	Servis a služby	1					x		5
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3					x		15
	Výkonný personál	2				x			8
	Výzkum a vývoj	2						x	12
	Majetek a investice	2					x		10
	Finanční situace	1					x		5
Celkem	24								114

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2007)

Maximální počet bodů: $24 \times 6 = 144$

Dosažené hodnocení: $114 / 144 = 79 \%$

Společnost má veskrze pozitivní hodnocení faktorů. Nejvyšší počet bodů získal faktor technická úroveň výrobků a výzkum a vývoj. Je to z toho důvodu, že společnost na rozdíl od většiny konkurence realizuje výzkum a vývoj, s čímž souvisí vysoká technická úroveň jejich výrobků. Nejmenší hodnocení obdržel faktor intenzita reklamy. Společnost žádnou reklamu nevyužívá. Zakázky získává většinou od stávajících zákazníků. Před několika lety se využít reklamy rozhodla, nepřineslo to však žádný valný účinek. Proto o další reklamě již neuvažuje.

Výsledné hodnocení konkurenční síly podniku je 79 %, lze tedy předpokládat, že v budoucnu bude tržní pozici spíše získávat.

6.3 Prognóza tržeb podniku

Prognóza tržeb oceňovaného podniku bude vyvozena z analýzy a prognózy relevantního trhu a z analýzy a prognózy konkurenční síly podniku. V kapitole 5.1.4. byla prognóza relevantního trhu sestavena pro vývoj trhu v rámci EU27 (kde je zahrnuta i ČR), proto i prognóza tržeb bude pro trh evropský. Z analýzy a prognózy konkurenční síly jsem určila,

že společnost disponuje velkým potenciálem a tržní podíl bude získávat. Proto je v letech 2013 až 2016 naplánován jeho postupný nárůst. Výchozí odhad tempa růstu tržeb jsem provedla dle metodiky uváděnou prof. Maříkem (2007) následovně:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} \times \text{Index změny tržního podílu}) - 1 \quad (20)$$

Následující tabulka zobrazuje historický vývoj a roční tempa růstu tržeb od roku 2003 a následně na základě výše uvedeného postupu jejich predikci pro roky 2013 až 2016.

Tabulka 11 Prognóza růstu tržeb

	Rok	Relevantní trh		Společnost XY s.r.o.			
		Tržby (v tis. EUR)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl	Tempo růstu tržeb	Tržby (v tis. Kč)	Tržby (v tis. EUR)
Skutečnost	2003	9 254 459	-	0,06%	-	1 698	53,33
	2004	12 028 733	29,98%	0,18%	296,29%	6 729	210,94
	2005	12 620 941	4,92%	0,35%	94,00%	13 054	438,37
	2006	11 990 733	-4,99%	0,32%	-16,95%	10 841	382,54
	2007	11 988 911	-0,02%	0,44%	35,52%	14 692	529,18
	2008	11 917 819	-0,59%	0,58%	16,79%	17 159	687,58
	2009	7 994 850	-32,92%	0,70%	-14,31%	14 704	555,97
	2010	11 996 131	50,05%	0,57%	18,26%	17 389	687,61
	2011	14 992 460	24,98%	1,04%	120,00%	38 256	1 555,71
	2012	12 230 004	-18,43%	0,93%	-25,55%	28 482	1 132,76
Prognóza	2013	12 847 319	5,05%	1,30%	46,84%	41 823	1 627,35
	2014	13 207 412	2,80%	1,55%	22,57%	51 262	2 002,44
	2015	13 410 565	1,54%	1,75%	14,64%	58 767	2 332,03
	2016	13 638 127	1,70%	2,00%	16,23%	68 305	2 710,52

Zdroj: vlastní zpracování

Tržby oceňovaného podniku v tis. EUR jsem získala přepočtem tržeb v tis. Kč průměrným ročním kurzem CZK/EUR uváděným na stránkách ČNB. Průměrné roční kurzy pro roky 2008 až 2012 jsem již uvedla v kapitole 5.2.1. Pro předchozí léta to byly kurzy: 2003: 31,84; 2004: 31,90; 2005: 29,78; 2006: 28,34; 2007: 27,26. Pro přepočet tržeb v budoucnu jsem použila predikci vývoje měnového kurzu uvedenou pro roky 2013 až 2015 na stránkách ČNB (2013: 25,7; 2014: 25,6; 2015: 25,2). Pro rok 2016 jsem použila kurz roku 2015.

Průměrné tempo růstu tržeb oceňovaného podniku v letech 2003 až 2012 je 58,23 %. Průměrné tempo růstu tržeb v letech 2013 až 2016 je 25,07 %. Jelikož je předchozí tempo růstu tržeb vysoce ovlivněno enormním nárůstem tržeb v roce 2004 o 296 %, myslím si, že je predikované tempo růstu v budoucnosti reálné.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

V této kapitole budu analyzovat finanční zdraví podniku XY s.r.o. Informace budu čerpat z rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro roky 2008 až 2012. Výkazy jsou uvedeny v příloze práce P I a P II na konci práce. Další doplňující informace budu čerpat z interních zdrojů společnosti.

7.1 Analýza absolutních a tokových ukazatelů

V této části práce provedu analýzu majetkové a finanční struktury podniku a analýzu výnosů, nákladů, zisku a cash flow. Jako nástroj použiji analýzu trendů a procentní rozbor jednotlivých dílčích položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty, tedy horizontální a vertikální analýzu. Tabulky s výpočty jsou uvedeny v příloze P V, P VI a P VII na konci této práce.

7.1.1 Analýza majetkové a finanční struktury

Co se týče celkového majetku společnosti XY s.r.o., vykazuje bilanční suma rychlý rostoucí trend. Od roku 2008 se zvýšila o 377 %. Na majetkové struktuře mají největší podíl oběžná aktiva, která v průměru tvoří 87 % celkové hodnoty aktiv. Zbýlý podíl připadá na dlouhodobý majetek a jen nepatrnou část tvoří časové rozlišení. Dlouhodobý majetek se oproti roku 2008 zvýšil o 1101 %. Do roku 2010 byla tato položka tvořena jen dlouhodobým hmotným majetkem, který tvoří zejména stroje a zařízení. Dlouhodobý nehmotný majetek začala společnost evidovat až v roce 2011, kdy pořídila nový software. Nejvýraznější změny v dlouhodobém hmotném majetku přinesly roky 2010 a 2012. V roce 2010 byla pořízena nová výpočetní technika a v roce 2012 koupen nový pozemek pro plánovanou výstavbu nové provozní budovy.

Oběžná aktiva jsou od roku 2009 v průměru ze tří čtvrtin tvořena krátkodobým finančním majetkem, který má nejvýraznější podíl i na celkové sumě aktiv a to v průměru 87 %. Takto vysoký stav peněžních prostředků na účtu není příliš dobrý, neboť takto má podnik zbytečně vysokou likviditu. Oproti roku 2008 vzrostl krátkodobý finanční majetek o více než 1730 %, zejména díky kumulující se sumě prostředků na bankovních účtech. Pozitivně lze hodnotit výši zásob, která od roku 2008 klesá. Je v nich tedy vázáno méně finančních prostředků, o to více je jich však na bankovních účtech. V roce 2012 činily zásoby jen 3 % z celkové hodnoty aktiv. Krátkodobé pohledávky vykazovaly od roku 2008 do roku 2010 klesající tempo růstu. K obrátu došlo v roce 2011 a v roce 2012 mají tyto pohledávky na celkové sumě aktiv více než 16 % podíl.

Z hlediska finanční struktury podniku je nejdůležitější rostoucí položka vlastního kapitálu což znamená, že společnost je při neměnicí se výši základního kapitálu trvale zisková. Výsledek hospodaření minulých let se každoročně zvyšuje. Z toho lze usuzovat, že společnost ponechává zisk ve společnosti pro její další rozvoj. Vyvážený poměr vlastních a cizích zdrojů měla společnost pouze v roce 2008, v dalších letech rostlo zastoupení zdrojů vlastních. V roce 2012 tvořily vlastní zdroje 95 % celkové sumy pasiv, na cizí zdroje tak připadá pouze 5 % podíl. Společnost dává přednost konzervativnímu způsobu financování. Cizí zdroje tvoří pouze položka krátkodobé závazky. Společnost k financování nevyužívá žádné dlouhodobé cizí zdroje a netvoří žádné rezervy. Na financování vlastním kapitálem se nejvýrazněji podílí vytvářené zisky.

7.1.2 Analýza výnosů a nákladů

Při pohledu na výnosy je evidentní, že se jedná o podnik výrobního charakteru. Většinu výnosů představují tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Tržby za prodej zboží firma vykazuje až v roce 2012 a ostatní výnosy jsou mizivé. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb měly na celkových výnosech kromě zmiňovaného roku 2012 v průměru 99 % podíl. Výkony za analyzované období vzrostly o 67 % zejména díky nárůstu tržeb za vlastní výrobky a služby, což lze hodnotit pozitivně.

Z hlediska nákladů je nejvýraznější položkou výkonová spotřeba, což je pro výrobní podnik charakteristické. Výše výkonové spotřeby se v průběhu analyzovaného období výrazně nemění, pohybuje se v průměru 75 % výše celkové hodnoty nákladů. Zbylý podíl připadá na osobní a ostatní náklady. V roce 2011 došlo u položky osobní náklady k růstu o téměř 15 %, což při neměnném počtu zaměstnanců znamená, že došlo k nárůstu průměrných mezd. Růst osobních nákladů byl v roce 2010 způsoben přijetím dvou nových zaměstnanců. Ostatní náklady mají na celkových nákladech minimální podíl.

7.1.3 Analýza výsledku hospodaření

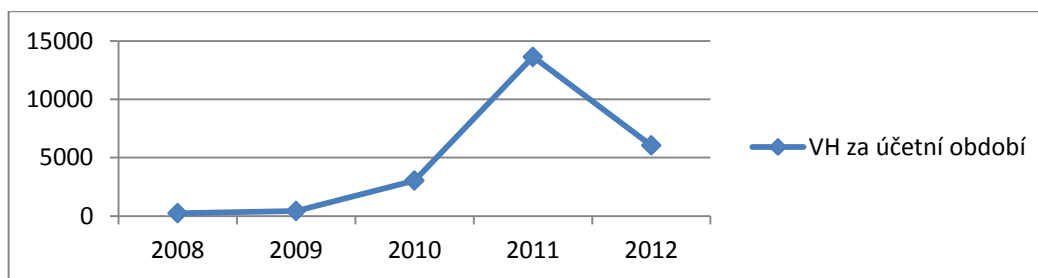
Přehled vývoje výsledku hospodaření a jeho jednotlivých součástí je uveden v tabulce 12, graficky je vývoj zachycen na obrázku 2. Z tabulky i grafu je od roku 2008 patrný výrazný růst výsledku hospodaření až do roku 2011, po kterém následoval velký pokles. Příčinou tohoto poklesu bylo výrazné snížení obrátu a také zvýšení materiálových nákladů. Společnost v analyzovaném období neviduje žádný mimořádný výsledek hospodaření. V letech 2010 až 2012 neplatí společnost žádnou daň z příjmu z běžné činnosti, díky odpočtu ná-

kladů vynaložených na projekty výzkumu a vývoje. Z tohoto důvodu je v těchto letech výše výsledku hospodaření za účetní období a výše EBT stejná. V letech 2011 a 2012 společnost nevykazuje ani nákladové úroky, veškerou svou činnost totiž financuje téměř výhradně vlastními zdroji. Potom je s výsledkem hospodaření za účetní období a EBT stejně vysoký i EBIT. Nákladové úroky v letech 2008 až 2010 společnost platila z důvodu čerpání kontokorentu.

Tabulka 12 Vývoj výsledku hospodaření

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní VH	392	648	3 136	13 625	5 692
Finanční VH	-30	-102	-88	8	370
VH za účetní období	255	436	3048	13 633	6 062
EBT	362	546	3 048	13 633	6 062
EBIT	369	564	3 051	13 633	6 062

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 2 Vývoj výsledku hospodaření za účetní období (vlastní zpracování)

7.1.4 Analýza cash flow

Vývoj cash flow ve zkrácené podobě, rozdělený na peněžní toky plynoucí z provozní, investiční a finanční činnosti podniku je uveden v tabulce 13. Ve všech letech jsou peněžní toky z provozní činnosti kladné. Příjmy z provozní činnosti tak výrazně převyšují výdaje s touto činností spojené. Záporná hodnota peněžních toků z investiční činnosti celkem svědčí o investiční aktivitě podniku. Podnik v daných letech investoval především do nové výpočetní techniky a softwaru. Vyšší investicí pak byl v roce 2012 nákup pozemku pro výstavbu nové provozní budovy.

Tabulka 13 Vývoj peněžních toků

v tis. Kč	2009	2010	2011	2012
Stav PP na počátku období	-1 024	1 846	4 962	17 011
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	2 869	4 050	12 345	3 729
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	0	-934	-296	-4 040
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	1	0	0	0
Stav PP na konci období	1 846	4 962	17 011	16 700

Zdroj: vlastní zpracování

7.2 Analýza poměrových ukazatelů

V následujících podkapitolách práce provedu analýzu poměrových ukazatelů společnosti XY s.r.o. a výsledky srovnám s výsledky odvětví. K těmto poměrovým ukazatelům patří ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti. Vycházet budu z účetních výkazů podniku.

7.2.1 Analýza likvidity

Tyto ukazatele vyjadřují schopnost podniku platit své závazky.

Běžná likvidita (likvidita III. stupně) = Oběžná aktiva / Krátkodobé cizí zdroje (21)

Pohotová likvidita (likvidita II. stupně) = (Krátkodobé pohledávky + krátkodobý finanční majetek) / Krátkodobé cizí zdroje (22)

Hotovostní likvidita (likvidita I. stupně) = Krátkodobý finanční majetek / Krátkodobé cizí zdroje (23)

Tabulka 14 Vývoj ukazatelů likvidity

	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita	podnik	1,53	3,83	4,77	23,27	15,62
	odvětví	1,31	1,42	1,62	1,60	1,77
Pohotová likvidita	podnik	0,75	3,08	4,21	22,35	15,04
	odvětví	0,76	0,91	1,07	1,04	1,12
Hotovostní likvidita	podnik	-0,31	2,24	4,01	20,69	11,90
	odvětví	0,19	0,36	0,42	0,37	0,31

Zdroj: vlastní zpracování

Na první pohled lze z tabulky vyčíst, že hodnoty dosahované podnikem jsou s výjimkou roku 2008 několikanásobně vyšší než hodnoty doporučené i hodnoty dosahované odvětvím. Je to způsobeno především narůstající sumou peněžních prostředků na bankovním účtu společnosti. Společnost je sice okamžitě schopna uhradit veškeré své závazky, ale z držení vysoké částky peněžních prostředků na bankovním účtu neplynou žádné výnosy a

dochází k umrtvení kapitálu, což se projevuje ve snížené rentabilitě. Společnost má zbytečně vysokou hodnotu čistého pracovního kapitálu a neefektivně využívá volné finanční zdroje. Ty lze použít na investice do cenných papírů či k podpoře prodeje výrobků a expanzi na další trhy. Záporný ukazatel hotovostní likvidity je v roce 2008 způsoben záporným zůstatkem peněžních prostředků na bankovním účtu z důvodu čerpání kontokorentu.

7.2.2 Analýza rentability

Rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje.

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \text{Zisk} / \text{Tržby} \quad (24)$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \text{EBIT} / \text{Aktiva} \quad (25)$$

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \text{Čistý zisk} / \text{Vlastní kapitál} \quad (26)$$

Tabulka 15 Vývoj ukazatelů rentability

(v %)	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita tržeb	podnik	1,49	2,97	17,53	35,64	19,99
	odvětví	4,25	3,93	6,57	5,00	6,33
Rentabilita celkového kapitálu	podnik	6,54	15,70	43,25	67,25	22,52
	odvětví	8,08	6,15	7,72	6,35	8,40
Rentabilita vlastního kapitálu	podnik	10,93	15,75	52,40	70,09	23,76
	odvětví	10,95	8,08	13,42	10,67	13,42

Zdroj: vlastní zpracování

Podle dosahovaných hodnot, které opět několikanásobně převyšují hodnoty odvětví, je podnik trvale ziskový. Na první pohled vidíme rostoucí ziskovou marži, což hodnotím pozitivně. Dle vysokých hodnot rentability vlastního kapitálu lze vidět, že společnosti se velmi dobře daří zhodnocovat kapitál, vložený vlastníky podniku. Největšího nárůstu rentability celkového a vlastního kapitálu dosáhla společnost v roce 2011, kdy získala velké zakázky v tuzemsku, díky nimž došlo k výraznému nárůstu tržeb. V roce 2012 rentabilita celkového i vlastního kapitálu výrazně poklesla. Tržby v tomto roce nebyly tak vysoké díky nižší poptávce, menšímu počtu zakázek a zejména díky vyšším materiálovým nákladům. Mezi vývojem ukazatelů rentability podniku a rentability odvětví však nelze najít žádnou souvislost. Zejména při výrazném poklesu všech ukazatelů rentability v roce 2012, ukazatele rentability odvětví rostly. Z tabulky rovněž můžeme vyčíst, že rentabilita v odvětví ani u podniku výrazně nepoklesla ani v letech největšího dopadu krize. U odvětví se v případě ROA a ROE ukazatel v roce 2009 snížil v průměru o 2,5%, u podniku však

tyto ukazatele dokonce rostly. To potvrzují i slova vedoucího pracovníka společnosti XY s.r.o., podle nějž se krize na množství zakázek ani na tržbách nijak neprojevila.

7.2.3 Analýza aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky.

$$\text{Obrat aktiv} = \text{Tržby} / \text{Aktiva} \quad (27)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = (\text{Průměrný stav zásob} / \text{Tržby}) * 360 \quad (28)$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = (\text{Průměrný stav pohledávek} / \text{Tržby}) * 360 \quad (29)$$

$$\text{Doba obratu závazků} = (\text{Krátkodobé závazky} / \text{Tržby}) * 360 \quad (30)$$

Tabulka 16 Vývoj ukazatelů aktivity

	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat aktiv	podnik	3,04	4,09	2,47	1,89	1,13
	odvětví	1,15	0,85	0,99	1,06	1,08
Doba obratu zásob (dny)	podnik	53,86	15,18	14,31	7,16	9,77
	odvětví	76	81	73	71	204
Doba obratu pohledávek (dny)	podnik	73,79	16,94	5,18	12,80	52,21
	odvětví	80	90	86	88	93
Doba obratu závazků (dny)	podnik	69,49	20,17	25,61	7,74	16,66
	odvětví	96	119	88	90	82

Zdroj: vlastní zpracování

U obratu aktiv platí, že čím vyšší hodnota, tím lépe. Podnik ve všech letech dosahuje hodnoty vyšší jak 1, od roku 2010 se však ukazatel snižuje a blíží se hodnotám dosahovaných v odvětví. Tento pokles je způsoben narůstající hodnotou aktiv díky zvýšení dlouhodobého majetku (nákup výpočetní techniky a pozemků) a nárůstu prostředků na bankovním účtu. Doba obratu zásob se postupně snižuje z téměř 54 dní v roce 2008 na 10 dní v roce 2012. Odvětví oproti tomu dosahuje několikanásobně vyšších hodnot. Společnost se snaží postupně výši držených zásob snižovat, čímž zvyšuje množství finančních prostředků, které by v nich byly jinak vázané. Doba obratu pohledávek je v porovnání s odvětvím ve všech letech nižší. Své pohledávky tedy dostává zaplacený dříve, než je tomu v odvětví. Společnost navíc neneviduje žádné dlouhodobé pohledávky. Doba obratu závazků je také ve všech analyzovaných letech nižší než v odvětví. Pokud ji dáme do souvislosti s dobou obratu pohledávek, pak pouze v letech 2009 a 2010 byly pohledávky zaplacený dříve než závazky. Ve zbylých letech je tomu naopak. V odvětví tomu bylo kromě roku 2012 stejně. Společnost tedy stejně jako odvětví úvěruje své odběratele a staví se tak do pozice věřitele.

7.2.4 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory rizika, jež podnik nese při daném poměru vlastních a cizích zdrojů.

$$\text{Celková zadluženost} = \text{Cizí zdroje} / \text{Aktiva celkem} \quad (31)$$

$$\text{Úrokové krytí} = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky} \quad (32)$$

$$\text{Krytí dlouhodobého majetku VK} = \text{Vlastní kapitál} / \text{dlouhodobý majetek} \quad (33)$$

Tabulka 17 Vývoj ukazatelů zadluženosti

	Subjekt	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost	podnik	58,68%	22,93%	17,54%	4,05%	5,21%
	odvětví	56,91%	54,31%	51,23%	50,72%	48,70%
Úrokové krytí	podnik	46,13	40,29	3051,00	-	-
	odvětví	5,00	7,53	-	-	-
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	podnik	5,72	9,42	5,81	19,24	5,21
	odvětví	1,00	1,04	1,15	1,21	1,26
Krytí dlouhodobého majetku dlouh. kapitálem	podnik	5,72	9,42	5,81	19,24	5,21
	odvětví	1,32	1,41	1,52	1,55	1,64

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost XY s.r.o., vykazuje v analyzovaném období čím dál nižší zadluženost. V letech 2011 a 2012 je výše zadlužení jen okolo 5 %. V odvětví můžeme vidět podobný klesající trend, ovšem zde se hodnoty zadluženosti pohybují kolem 50 %. Společnost se ke svému financování rozhodla používat téměř výhradně jen vlastní zdroje. Preferuje tak konzervativní strategii financování. Krátkodobými cizími zdroji je kryta jen malá část oběžného majetku, zbylý majetek je kryt vlastním kapitálem. Dlouhodobé finanční zdroje ani bankovní úvěry společnost nevyužívá. Podnik je tak překapitalizován. Určitá výše zadlužení by byla pro podnik pozitivní, neboť cizí kapitál je levnější, než kapitál vlastní a financování podniku vlastními zdroji je příliš drahé. Vlastní peněžní prostředky by mohla společnost dále investovat a získat z nich další výnosy. Ukazatel úrokového krytí je vzhledem k nízké zadluženosti velmi vysoký, společnost je vždy schopna splatit úroky z úvěrů. Hodnoty ukazatele úrokového krytí můžu vypočítat jen pro roky 2008 až 2010, kdy firma čerpala kontokorent. V dalších letech byla hodnota nákladových úroků nulová. Pro posouzení finanční rovnováhy je důležitým parametrem to, aby byl dlouhodobý majetek krytý dlouhodobým kapitálem. Tento parametr společnost ve všech letech splňuje, stejně tak je tomu i v odvětví. Jak jsem již psala výše, společnost nevyužívá žádné dlouhodobé cizí zdroje, proto

jsou hodnoty krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji a krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem stejné.

7.3 Analýza souhrnných ukazatelů

V této kapitole budu hodnotit finanční zdraví podniku pomocí souhrnných modelů a to Altmanova Z-skóre a Indexu IN05. Tyto modely se označují také jako bankrotní modely, neboť identifikují, zda firmě hrozí v blízké budoucnosti bankrot.

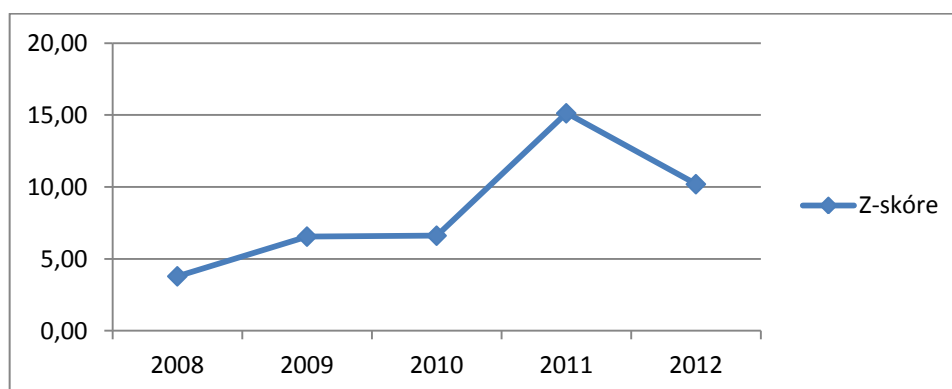
7.3.1 Z-skóre (Altmanův model)

Pokud je hodnota Z vyšší než 2,99, má podnik dobrou finanční situaci. Pokud je dosažená hodnota mezi 1,81 až 2,99 má nevyhraněnou finanční situaci a pokud je hodnota nižší než 1,81, má vážné finanční problémy.

Tabulka 18 Výpočet Altmanova Z-skóre

Altmanovo Z-skóre	2008	2009	2010	2011	2012
0,717 x ČPK/A	0,222	0,466	0,474	0,648	0,547
0,847 x ČZ/A	0,038	0,103	0,366	0,570	0,191
3,107 x EBIT/A	0,203	0,488	1,344	2,089	0,700
0,420 x VK/Cizí zdroje	0,296	1,411	1,975	9,938	7,637
0,998 x T/A	3,034	4,084	2,460	1,883	1,124
Z-skóre	3,793	6,552	6,619	15,128	10,199

Zdroj: vlastní zpracování



Obrázek 3 Výsledky Z-skóre v letech 2008 až 2012 (vlastní zpracování)

Z tabulky vidíme, že dosažené hodnoty jsou ve všech letech vyšší, než 2,99. Podnik se nachází ve velmi dobré finanční situaci.

7.3.2 Index IN05

Pokud je hodnota indexu větší než 1,6, pak podnik tvoří hodnotu. Hodnota mezi 0,9 až 1,6 znamená, že se nachází v tzv. „šedé zóně“ a hodnota pod 0,9 indikuje, že podnik netvoří hodnotu a spěje k bankrotu.

Tabulka 19 Výpočet indexu IN05

Index IN05	2008	2009	2010	2011	2012
0,13 x A/CZ	0,222	0,567	0,741	3,206	2,494
0,04 x EBIT/NÚ	1,845	1,611	122,040	-	-
3,97 x EBIT/A	0,260	0,623	1,717	2,670	0,894
0,21 x V/A	0,639	0,874	0,535	0,398	0,245
0,09 x OA/(KZ+KBU)	0,138	0,345	0,429	2,095	1,406
Index IN05	3,102	4,020	125,463	8,369	5,039

Zdroj: vlastní zpracování

Podle dosažených výsledků podnik ve všech letech tvoří hodnotu. Vysoká hodnota je v roce 2010 způsobena velmi nízkou hodnotou nákladových úroků.

7.4 Posouzení finančního zdraví podniku

Na základě analýzy absolutních, tokových i poměrových ukazatelů lze říci, že podnik je finančně zdravý a má dobré vyhlídky dalšího rozvoje. Toto tvrzení potvrzují i souhrnné ukazatele Altmanovo Z-skóre a Index IN05. Podle výsledků těchto modelů se podnik nachází ve velmi dobré finanční situaci. Rovněž v porovnání s odvětvím podnik dosahuje téměř vždy mnohem lepších hodnot.

Provedená finanční analýza potvrzuje závěry strategické analýzy o perspektivnosti podniku. Tímto je splněna důležitá podmínka předpokladu dlouhodobé existence podniku pro užití výnosových metod oceňování.

8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Ve společnosti XY s.r.o. se nachází provozně nepotřebný majetek pouze ve formě krátkodobého finančního majetku, kdy jde především o přebytek peněžních prostředků na bankovním účtu. Dlouhodobý finanční majetek společnost neneviduje a ostatní provozně nepotřebná aktiva jako nevyužívané nemovitosti, nepotřebné zásoby nebo nedobytné pohledávky společnost žádné nemá.

8.1 Vymezení provozně nepotřebných aktiv

Jak již bylo řečeno výše, společnost má provozně nepotřebná aktiva ve formě peněžních prostředků. Výši peněz v pokladně a na bankovním účtu udržuje vyšší, než je k provozu nutné. Proto jsem přebytek finančního majetku nad provozně potřebnou úroveň odečetla. Jako provozně potřebnou úroveň jsem po poradě s vedením společnosti stanovila požadovanou hodnotu ukazatele hotovostní likvidity (krátkodobý finanční majetek / krátkodobé cizí zdroje) ve výši 0,4. Propočet provozně nutného finančního majetku ukazuje tabulka 20.

Tabulka 20 Propočet provozně nutného finančního majetku pro roky 2008 - 2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Skutečně dosahovaná hotovostní likvidita	-0,31	2,24	4,01	20,69	11,90
Provozně nutná likvidita (max. 0,4)	-0,31	0,4	0,4	0,4	0,4
Krátkodobé závazky (tis. Kč)	3 312	824	1 237	822	1 403
FM v rozvaze (tis. Kč)	-1 024	1 846	4 962	17 011	16 700
FM provozně nutný (tis. Kč)	-1 024	330	495	329	561

Zdroj: vlastní zpracování

8.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Nyní je potřeba vymezit provozně nutný investovaný kapitál, který představuje kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných. Jeho propočet vychází z rozvahy. Bilanční sumu jsem upravila následovně:

- z aktiv jsem vyřadila přebytečné peněžní prostředky,
- oběžná aktiva jsem snížila o závazky, u kterých nejsem schopna explicitně vyčíslit jejich náklady (krátkodobé závazky).

Provozně nutný investovaný kapitál je pak součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Jeho propočtení podrobně ukazuje následující tabulka.

Tabulka 21 Propočet provozně nutného investovaného kapitálu pro roky 2008 - 2012

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	191	636
+ Dlouhodobý hmotný majetek	408	294	1 001	820	4 264
DM provozně nutný	408	294	1 001	1 011	4 900
+ Zásoby	2 567	620	691	761	823
+ Pohledávky	3 517	692	250	1 360	4 398
+ Provozně nutná výše FM	-1 024	330	495	329	561
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	176	141	150	129	94
- Krátkodobé závazky	3 312	824	1 237	822	1 403
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	1 924	959	349	1 757	4 473
Investovaný kapitál provozně nutný	2 332	1 253	1 350	2 768	9 373

Zdroj: vlastní zpracování

8.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

S provozně nepotřebnými aktivy jsou spojeny náklady nebo výnosy vykazované ve výkazech zisku a ztráty, proto je o ně nutné upravit výsledek hospodaření. Za neprovozní výnosy považují celé výnosové úroky, které podniku plynou z bankovního účtu. Dále jsem provozní výsledek hospodaření upravila o tržby z prodeje dlouhodobého majetku v roce 2010 a 2012. Výsledkem je pak korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.

Tabulka 22 Propočet korigovaného provozního VH pro roky 2008 - 2012

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
Provozní výsledek hospodaření	392	648	3 136	13 625	5 692
- tržby z prodeje DM	0	0	29	0	100
- výnosové úroky	0	1	0	1	5
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	392	647	3 107	13 624	5 587

Zdroj: vlastní zpracování

9 SESTAVENÍ STRATEGICKÉHO FINANČNÍHO PLÁNU SPOLEČNOSTI

Strategický finanční plán jsem sestavila pro provozně nutný majetek. Vycházela jsem tedy z upravené výše krátkodobého finančního majetku a přebytečné peníze do finančního plánu nezahrnovala. Délku prognózovaného období jsem stanovila na 4 roky. Domnívám se, že po uplynutí této doby podnik dosáhne stabilizace a bude možné předpokládat konstantní výnosnost investovaného kapitálu, konstantní ziskové marže a stabilní tempo růstu tržeb.

Pro vypracování strategického finančního plánu jsem využila software Stratex.

9.1 Plán výkazu zisků a ztráty

Plánované výnosy a náklady zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 23 Plán výkazu zisků a ztráty

	v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0
+	Obchodní marže	0	0	0	0
II.	Výkony	42 522	51 793	59 459	68 988
B.	Výkonová spotřeba	24 680	29 122	29 996	33 596
+	Přidaná hodnota	17 842	22 670	29 463	35 393
C.	Osobní náklady	4 581	5 589	6 930	7 138
D.	Daně a poplatky	8	9	9	10
E.	Odpisy DM	343	328	2 723	2 998
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prod. DM a materiálu	0	0	0	0
VI.	Ostatní provozní výnosy	146	153	162	173
I.	Ostatní provozní náklady	19	19	20	21
*	Provozní VH	13 036	16 878	19 942	25 399
XIV.	Výnosové úroky	0	0	0	0
P.	Nákladové úroky	0	0	0	0
XV.	Ostatní finanční výnosy	95	103	111	120
Q.	Ostatní finanční náklady	92	97	102	107
*	Finanční VH	3	6	9	13
S.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0	0	0
**	VH za běžnou činnost	13 050	16 943	20 055	25 466
XVII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0
T.	Mimořádné náklady	0	0	0	0
U.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
*	Mimořádný VH	0	0	0	0
V.	Převod podílu na VH společníkům	0	0	0	0
***	VH za účetní období	13 050	16 943	20 055	25 466
	VH před zdaněním	13 039	16 883	19 951	25 412

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci položky tržby za prodej zboží nejsou v budoucnu plánovány žádné výnosy. Tato položka byla společností vykazována pouze v roce 2012, jednalo se však o výjimečný prodej zboží. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb byly naplánovány dle prognózy jejich vývoje v rámci strategické analýzy. Jejich vývoj souvisí s plánovaným rozvojem společnosti a s dalším získáváním tržního podílu. V roce 2013 porostou výkony o 47 %, v roce 2014 růst zpomalí na 23 %, v roce 2015 na 15 % a v roce 2016 je naplánován růst o 16 %. S růstem výkonů úzce souvisí výkonová spotřeba. Zde jsou položky spotřeba materiálu a energie a služby naplánovány v relaci na vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. V roce 2013 bude činit nárůst výkonové spotřeby 32 %. V roce 2014 očekávané tržby poklesnou o více než polovinu, společnost však očekává další zdražení materiálových vstupů, proto je nárůst výkonové spotřeby naplánován na 18 %. V roce 2015 tempo růstu poklesne na 3 % a v roce 2016 se opět zvýší na 12 %. S dalším plánovaným rozvojem společnosti v následujících letech souvisí růst osobních nákladů. Do roku 2012 se osobní náklady vyvíjely bez výraznějších změn. V letech 2014 a 2015 však společnost chystá přijmout dalších 7 zaměstnanců, proto je zde naplánován největší nárůst osobních nákladů (22 % v roce 2014 a 24 % v roce 2015). Ve zbývajících letech je plánován růst osobních nákladů o 3 %. Položka odpisy je naplánována v souvislosti s odpisovým plánem společnosti, v letech 2014 a 2015 bude však ovlivněna odpisy nové budovy a nového strojního vybavení (viz. plán rozvahy). Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiály nejsou plánovány. Položky ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady se budou vyvíjet v průměru s 5 % tempem růstu. Společnost chce i nadále ponechat stejnou kapitálovou strukturu a svou činnost financovat jen vlastním kapitálem. Nebude přijímat žádné úvěry, proto je položka nákladových úroků nulová. U položky ostatní finanční výnosy je naplánován konstantní růst 8 %, u položky ostatní finanční náklady růst 5 %. Daň z příjmu z běžné činnosti je ve všech plánovaných letech nulová jako doposud díky odpočtu 100 % výdajů (nákladů), které společnost vynakládá na projekty výzkumu a vývoje. V souvislosti s plánovaným růstem společnosti je v budoucnu očekáván jejich nárůst a s tím spojená nulová daň.

9.2 Plán rozvahy

Rozvahu v letech 2013 až 2016 zobrazuje tabulka 24.

Tabulka 24 Plán rozvahy

	v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
	AKTIVA CELKEM	24 472	41 756	62 053	87 881
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	3 715	23 387	30 664	27 666
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	488	340	192	44
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	3 227	23 047	30 472	27 622
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	20 672	18 292	31 321	60 153
C.I.	Zásoby	1 512	1 860	2 139	2 481
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	4 357	5 011	5 763	6 627
C.IV	Finanční majetek	14 803	11 422	23 420	51 045
D.	Časové rozlišení	85	76	69	62
	PASIVA CELKEM	24 472	41 756	62 053	87 881
A.	Vlastní kapitál	22 423	39 367	59 422	84 889
A.I.	Základní kapitál	200	200	200	200
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	6	40	40	40
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	9 167	22 183	39 127	59 182
A.V.	Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	13 050	16 943	20 055	25 466
B.	Cizí zdroje	2 048	2 389	2 631	2 992
B.I.	Rezervy	-12	-72	-176	-231
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	2 060	2 460	2 807	3 223
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0
C.	Časové rozlišení	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

V budoucnu je plánováno zvýšení dlouhodobého majetku. V souvislosti se snahou vedení o další růst a rozvoj podniku bude v roce 2014 započato s výstavbou nové provozní budovy. Hodnota investice bude 20 mil. Kč a dokončení budovy je plánováno na rok 2015. V témže roce chce společnost nakoupit nové stroje a zařízení v hodnotě 10 mil. Kč. Tyto investice jsou plánovány z důvodu nutnosti dalšího růstu společnosti. V současnosti totiž musí rozsáhlé zakázky v řádu několika desítek mil. Kč zdvořilostně odmítat z důvodu kapacitního vytížení. Takto velké projekty nemá firma možnost realizovat z důvodu nedostatečných prostor pro konstrukční a montážní kapacity. O pořízení dlouhodobého finančního majetku firma neuvažuje. Výše zásob byla naplánována podle doby obratu zásob na 13 dní. Tato doba vychází jednak z dob obratu v posledních letech, jednak společnost větší stavy zásob ani nechce a nebude udržovat. U položky krátkodobé pohledávky byl naplánován konstantní růst 15 %. Krátkodobý finanční majetek bude v budoucnu opět růst nad provozně potřebnou úroveň. Firma totiž ponechává všechny dosažené zisky ve firmě. Z těchto

zisků budou právě v letech 2014 a 2015 financovány plánované investice do dlouhodobého majetku. Vývoj časového rozlišení v budoucnu navazuje na dosavadní klesající trend vývoje. Základní kapitál bude ponechán ve stejné výši, společnost o jeho zvýšení neuvažuje. Růst je však naplánován u položky fondy ze zisku a to z důvodu nedostatečné výše povinně vytvářeného rezervního fondu. Výsledek hospodaření odráží vývoj plánovaných výnosů a nákladů. Rezervy podnik dosud na nic nevytvářel a ani do budoucna to v plánu nemá. Jediná plánovaná položka na účtu rezerv je odložená daňová pohledávka, která vznikla z důvodu odpočtu plánovaných nákladů na projekty výzkumu a vývoje ze základu daně. Jak již bylo řečeno v předchozím textu, společnost o financování cizím kapitálem v budoucnu neuvažuje, proto jsou v rámci cizích zdrojů naplánovány pouze krátkodobé závazky. Jejich vývoj je dán kombinací zohlednění doby obratu závazků u závazků z obchodního styku (plán 12 dní) a plánu konstantního růstu závazků k zaměstnancům a ze sociálního zabezpečení o 12 %.

9.3 Plán výkazu peněžních toků

Plánované cash flow v jednotlivých letech zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 25 Plán výkazu peněžních toků

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Stav peněžních prostředků na počátku období	561	14 803	11 422	23 420
Peněžní tok z provozní činnosti	13 400	16 619	21 998	27 626
Peněžní tok z investiční činnosti	842	-20 000	-10 000	0
Peněžní tok z finanční činnosti	0	0	0	0
Stav peněžních prostředků na konci období	14 803	11 422	23 420	51 045

Zdroj: vlastní zpracování

Peněžní toky z provozní činnosti, která je primární funkcí dané společnosti, budou v plánovaných letech vždy kladné. Příjmy vždy výrazně převýší výdaje. Záporné hodnoty v oblasti peněžních toků z investiční činnosti svědčí o investiční aktivitě podniku. V tomto případě jsou to investice do stavby nové budovy a pořízení nových strojů a zařízení. Peněžní toky z finanční činnosti společnost nemá.

9.4 Finanční analýza plánu

Pro potvrzení předpokladu o budoucích perspektivách podniku, který byl vysloven na závěr strategické a finanční analýzy nyní provedu stručnou finanční analýzu tohoto plánu.

Tabulka 26 Vybrané ukazatele finanční analýzy pro roky 2013 - 2016

	2013	2014	2015	2016
Ukazatele likvidity				
Okamžitá likvidita	7,19	4,64	8,34	15,84
Rychlá likvidita	9,30	6,68	10,40	17,89
Běžná likvidita	10,04	7,46	11,22	18,74
Ukazatele rentability				
Rentabilita tržeb	31,17%	32,90%	33,86%	37,07%
Rentabilita vlastního kapitálu	82,09%	54,84%	40,60%	35,29%
Rentabilita celkového kapitálu	73,96%	50,92%	38,35%	33,81%
Ukazatele aktivity				
Obrat aktiv	2,37	1,55	1,14	0,91
Doba obratu zásob	13,00	13,00	13,00	13,00
Doba obratu pohledávek	37,47	35,03	35,03	34,73
Doba obratu závazků	17,71	17,20	17,06	16,89
Ukazatele zadluženosti				
Celková zadluženost	8,41%	5,88%	4,51%	3,66%
Úrokové krytí	-	-	-	-
Krytí dlouh. majetku VK	6,04	1,68	1,94	3,07
Krytí dlouh. majetku dlouh. zdroji	6,04	1,68	1,94	3,07

Zdroj: vlastní zpracování

V oblasti likvidity se podnik opět pohybuje vysoko nad doporučenými hodnotami, avšak ve srovnání s lety 2011 a 2012 je patrné výrazné snížení. Dosažené zisky totiž podnik nerozděluje a financuje jimi investice uskutečněné v roce 2014 a 2015. Ukazatele rentability jsou hodně vysoké. Zisková marže i v plánovaném období roste, i když pomalejším tempem než do roku 2012. Společnosti se bude i v budoucnu dařit zhodnocovat vložený kapitál, avšak na první pohled je patrné klesající tempo růstu rentability vlastního i celkového kapitálu. To je způsobeno snížením vlastního kapitálu a nárůstem aktiv v důsledku nových investic. Hodnoty rentability celkového a vlastního kapitálu jsou však v plánovaném období mnohem vyšší, než tomu bylo do roku 2012. Obrat aktiv je v letech 2013 až 2015 vždy vyšší než jedna, v roce 2016 však pod tuto hranici klesne, což už svědčí o neefektivním využívání majetku. Doba obratu zásob byla cíleně naplánována na 13 dní. Pokud srovnáme dobu obratu pohledávek a dobu obratu závazků, na první pohled vidíme, že společnost se opět staví do pozice věřitele a úvěruje svoje odběratele. V důsledku rozhodnutí společnosti ponechat kapitálovou strukturu stejnou a financovat svou činnost vlastním kapitálem zahrnuje hodnota celkového zadlužení jen výši krátkodobých závazků a i ty se postupně snižují. Společnost neplánuje přijmout žádné další úvěry, proto zde není možno vypočítat ukazatel úrokového krytí. Zlaté pravidlo financování je opět splněno. Na základě finanční analýzy plánu si myslím, že i v budoucnu bude finanční situace podniku velmi dobrá.

10 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ

Výnosové metody oceňování lze využít pouze za předpokladu dlouhodobé existence podniku, tzv. „going concern“. Ze strategické a finanční analýzy vyplynulo, že tuto důležitou podmínku společnost XY s.r.o. splňuje. Cílem ocenění je zjistit tržní hodnotu podniku k 1. 1. 2013. Tato hodnota bude mít pro vedení společnosti pouze informativní charakter.

10.1 Stanovení diskontní míry

V následující části nejprve vymezím cílovou kapitálovou strukturu, poté určím náklady na cizí kapitál a náklady na kapitál vlastní. Z těchto hodnot pak vypočítám průměrné vážené náklady na kapitál, které zahrnují obojí uvedené náklady kapitálu.

10.1.1 Cílová struktura kapitálu

Jedná se o odhad struktury kapitálu v tržních hodnotách pro budoucí období. Jde tedy o poměr cizího úročeného a vlastního kapitálu. Společnost XY s.r.o. nevyužívá žádné bankovní úvěry, leasingové financování ani jiné druhy úvěrů. V cizích zdrojích na straně pasiv vykazuje jen krátkodobé závazky. V tomto případě se do cizího kapitálu neúročená pasiva nezahrnují, neboť se předpokládá, že jsou obsaženy v provozních peněžních tocích. Současná kapitálová struktura je tedy tvořena jen vlastním kapitálem. Vedení podniku do budoucna neplánuje přijetí bankovních úvěrů a chce současnou kapitálovou strukturu ponechat.

10.1.2 Náklady na cizí kapitál

Jak již bylo řečeno výše, cizí úročený kapitál se ve společnosti nevyskytuje a náklady cizího kapitálu žádné nejsou. Průměrné vážené náklady kapitálu budou jen na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

10.1.3 Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál použijí metodu CAPM a stavebnicový model INFA.

➤ Model oceňování kapitálových aktiv CAPM

Pro výpočet je nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii trhu a hodnotu koeficientu β . Společnost XY s.r.o. není obchodována na kapitálovém trhu, proto použijí model CAPM s náhradními odhady β .

Bezriziková úroková míra r_f

Na základě výnosu českých dlouhodobých státních dluhopisů s dobou splatnosti 10 let uvedené na stránkách ČNB jsem bezrizikovou úrokovou míru zvolila ve výši 2,31 %. Tato průměrná výše bezrizikové sazby pro rok 2012 je uvedena i ve finanční analýze MPO za rok 2012.

Riziková premie trhu ($r_m - r_f$)

Výši celkové rizikové premie země jsem získala ze stránek profesora A. Damodarana. Pro Českou republiku je k 1. 1. 2013 stanovena riziková premie ve výši 7,08 %.

Hodnota koeficientu β

Při použití modelu CAPM s náhradními odhady β je použit koeficient β podobných podniků. Hodnota koeficientu na stránkách A. Damodarana pro strojírenství v lednu 2013 činila 1,26. V mém případě jsem již koeficient nepřepočítávala na β zadlužené z důvodu neexistence úročeného cizího kapitálu.

Stanovení r_e

Výsledné náklady na vlastní kapitál jsou vypočítány následovně:

$$n_{VK} = 2,31 + 1,26 \times 7,08 = 11,23 \% \quad (34)$$

Tabulka 27 Výpočet nákladů na VK pomocí CAPM

Ukazatel	Hodnota
Bezriziková úroková míra r_f	2,31%
Riziková premie ($r_m - r_f$)	7,08%
β - nezadlužená	1,26
n_{VK}	11,23%

Zdroj: vlastní zpracování dle A. Damodarana

➤ Stavebnicový model INFA

Podstatou modelu je přičtení přírážek za riziko k bezrizikové úrokové míře. Jedná se o model používaný Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Jednotlivé přírážky jsem stanovila podle metodiky MPO.

Tabulka 28 Stavebnicový model INFA

Ukazatel	Hodnota
r_f	2,31%
r_{LA}	5%
r_{podnik}	2,75%
$r_{FinStab}$	0%
r_{FinStr}	0%
r_e	10,06%

Zdroj: vlastní zpracování

Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) – velikost úplatných zdrojů podniku (vlastní kapitál + bankovní úvěry + dluhopisy) je menší než 100 mil. Kč, riziková přírážka je tedy 5 %.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku (r_{podnik}) – $EBIT/A > (UZ/A)*UM$, podnikatelské riziko se tedy rovná minimální hodnotě r_{pod} v odvětví (CZ-NACE 28). Pro rok 2012 je to hodnota 2,75 %.

Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{FinStab}$) – běžná likvidita podniku je větší než pohotová likvidita odvětví. Riziková přírážka je tedy 0 %.

Riziková přírážka za finanční strukturu (r_{FinStr}) – je rozdílem r_e a WACC (viz metodika MPO). V tomto případě se r_e a WACC rovnají, riziková přírážka je 0%.

➤ Stanovení výsledných nákladů na vlastní kapitál

Cílem ocenění je stanovit tržní hodnotu podniku, proto budu pro další výpočty pracovat s výslednou hodnotou podle metody CAPM, tedy 11,23%.

10.1.4 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál WACC

Náklady na cizí kapitál jsou 0 %, budoucí kapitálová struktura zůstane stejná, jako v současnosti (100% podíl VK), vážené průměrné náklady na kapitál tedy budou na úrovni nákladů na vlastní kapitál a to 11,23%

10.2 Ocenění společnosti XY s.r.o. metodou DCF entity a metodou ekonomické přidané hodnoty

K stanovení hodnoty podniku podle uvedených výnosových metod ocenění byl použit software Evalent. Dříve než přikročím k samotnému ocenění, stanovím některé veličiny, které je potřeba pro ocenění podniku vymezit. Jedná se o určení provozně nutného investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření.

➤ **Provozně nutný investovaný kapitál**

Vymezení provozně nutného investovaného kapitálu je pro ocenění velmi důležité. Uplatňuje se jak při stanovení hodnoty firmy vycházející z volného peněžního toku tak při stanovení hodnoty firmy vycházející z ekonomické přidané hodnoty. Nejprve je potřeba vyčlenit provozně nepotřebná aktiva. V období plánu je to opět přebytečný finanční majetek ve formě peněžních prostředků na bankovním účtu. Jako provozně potřebná úroveň byla stejně jako v kapitole 8.1 stanovena podle požadované výše ukazatele hotovostní likvidity a to 0,4. Další provozně nepotřebná aktiva se ve společnosti v období plánu nevyskytují.

Tabulka 29 Propočít provozně nutného FM pro období plánu

	2012	2013	2014	2015	2016
Provozně nutná likvidita (max. 0,4)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Krátkodobé závazky (tis. Kč)	1403	2 060	2 460	2 807	3 223
FM z finančního plánu (skutečnost v roce 2012) (tis. Kč)	16 701	14 803	11 422	23 420	51 045
FM provozně nutný (tis. Kč)	561	824	984	1 123	1 289

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je možné určit provozně nutný investovaný kapitál. Postup stanovení jeho výše uvádí tabulka 30.

Tabulka 30 Propočít provozně nutného investovaného kapitálu

v tis. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	636	488	340	192	44
+ Dlouhodobý hmotný majetek	4 264	3 227	23 047	30 472	27 622
DM provozně nutný	4 900	3 715	23 387	30 664	27 666
+ Zásoby	823	1 512	1 860	2 139	2 481
+ Pohledávky	4 398	4 357	5 011	5 763	6 627
+ Provozně nutná výše FM	561	824	984	1 123	1 289
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	94	85	76	69	62
- Krátkodobé závazky	1 403	2 060	2 460	2 807	3 223
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	4 473	4 718	5 471	6 287	7 236
Investovaný kapitál provozně nutný	9 374	8 433	28 858	36 951	34 902

Zdroj: vlastní zpracování

➤ **Ocenění neprovozních aktiv**

Výši provozně nepotřebného finančního majetku jsem stanovila jako rozdíl skutečné hodnoty finančního majetku k datu ocenění a jeho požadované hodnoty v závislosti na zadané hodnotě okamžité likvidity.

Výpočet je následující: ocenění neprovozního finančního majetku = 16 701 – 561 = 16 140. Toto ocenění neprovozních aktiv ve výši 16 140 tis. Kč je pak přičteno k provozní hodnotě podniku stanovené pomocí jednotlivých metod ocenění a zvyšuje tak výslednou hodnotu podniku.

➤ **Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je v mém případě stejný jako provozní výsledek hospodaření, neboť v plánu nebyly naplánovány ani výnosové úroky ani tržby z prodeje dlouhodobého majetku. Výše korigovaného výsledku hospodaření v období plánu ukazuje tabulka 31.

Tabulka 31 Korigovaný provozní VH pro období plánu

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Provozní VH	13 036	16 878	19 942	25 399
Korigovaný provozní VH	13 036	16 878	19 942	25 399

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je již možno stanovit hodnotu firmy jak prostřednictvím metody vycházející z volného peněžního toku tak pomocí metody vycházející z ekonomické přidané hodnoty.

10.2.1 Stanovení hodnoty podniku pomocí metody DCF entity

Východiskem u metody DCF je vždy volný peněžní tok, v případě DCF entity se jedná o peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Při ocenění metodou DCF entity je třeba použít diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál. V mém případě se náklady na vlastní kapitál rovnají průměrným váženým nákladům na kapitál. Diskontní míra pro metodu DCF entity je tedy 11,23 %. Výpočet volného a diskontovaného cash flow pro roky 2013 až 2016 uvádí tabulka 32.

Tabulka 32 Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele v 1. fázi

v tis. Kč	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní HV před zdaněním	13 036	16 878	19 942	25 399
Daň	0	0	0	0
Korigovaný provozní HV po zdanění	13 036	16 878	19 942	25 399
Úpravy o nepeněžní operace celkem	352	336	2 731	3 005
Odpisy	343	328	2 723	2 998
Změna zůstatků čas. rozlišení a dohadných účtů	9	8	8	7
Předběžný peněžní tok z provozu	13 388	17 214	22 673	28 404
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-254	-761	-823	-957
Peněžní tok z provozní činnosti	13 134	16 454	21 850	27 447
Investice do provozně nutného dlouh. majetku	842	-20 000	-10 000	0
Volný peněžní tok užitý pro ocenění	13 976	-3 546	11 850	27 447
Diskontovaný volný peněžní tok	12 565	-2 866	8 611	17 930
Kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok	12 565	9 698	18 309	36 240
Diskontní faktor	0,899	0,808	0,727	0,653
Vážené průměrné náklady kapitálu	11,23%	11,23%	11,23%	11,23%

Zdroj: vlastní zpracování

Prvním krokem výpočtu volných peněžních toků je zdanění korigovaného provozního hospodářského výsledku. Pokud bych však KPVH pronásobila sazbou daně, vedlo by to v mém případě k výsledkům odlišným od skutečných hodnot. Společnost si od základu daně každoročně odečítá náklady na výzkum a vývoj, proto bude výše daně nulová. Dále jsou ke KPVH po zdanění přičteny odpisy a ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období. Výsledkem je předběžný peněžní tok z provozu, který je následně upraven o investice do provozně nutného pracovního kapitálu a o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Po těchto úpravách již dostaneme volný peněžní tok, který by měl být při použití metody FCFE diskontován diskontní sazbou na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu. V mém případě jsou WACC a náklady kapitálu stejné, diskontuji sazbou 11,2 %.

Výsledná hodnota podniku pro 1. fázi je součtem diskontovaného peněžního toku za plánovací období. V tabulce 32 je hodnota první fáze uvedena v řádku kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok v posledním sloupci (rok 2016). Výsledná hodnota podniku pro 1. fázi je tedy 36 240 tis. Kč. Dále bude stanovena hodnota podniku pro 2. fázi.

Klíčovou otázkou pro stanovení hodnoty podniku ve 2. fázi je odhad tempa růstu g . Při určení pokračující hodnoty podniku Gordonův vzorec.

Obvyklým postupem při použití Gordonova vzorce je odhad veličiny g podle tempa růstu hrubého domácího produktu. Podle predikce vývoje HDP, provedené v kapitole 6.1.4. se

bude tempo růstu pohybovat v rozpětí 2 – 5 %. Rozhodla jsem se tedy zvolit g na úrovni 3 %. Pro druhou fázi předpokládám inflaci 2 %. Tempo růstu včetně inflace tedy bude 5 %.

Podmínkou platnosti vzorce je, aby průměrné náklady kapitálu byly větší, než předpokládané tempo růstu. Tato podmínka je splněna.

Ve 2. fázi bude podíl vlastního kapitálu opět 100 %, diskontní míra je převzata z 1. fáze - 11,23 %.

Tabulka 33 Hodnota 2. fáze a výsledná hodnota firmy

	Hodnota
Volný peněžní tok v roce 2016 (v posledním roce plánu) v tis. Kč	27 447
Zadaný volný peněžní tok v roce 2017 (v 1. roce 2. fáze) v tis. Kč	28 819
Zadané tempo růstu VPT ve 2. fázi (%)	5,00
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	36 240
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	302 197
Provozní hodnota firmy (tis. Kč)	338 437
Hodnota provozně nepotřebného KFM k datu ocenění (tis. Kč)	16 140
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	354 577

Zdroj: vlastní zpracování

Volný peněžní tok v prvním roce 2. fáze je vypočítán jako:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T \times (1 + g) = 27\,447 \times 1,05 = 28\,819 \quad (35)$$

kde: $FCFF_{T+1}$ = FCFF v prvním roce 2. fáze

$FCFF_T$ = FCFF v posledním roce prognózovaného období

g = předpokládané tempo růstu

Výsledná hodnota druhé fáze je podle Gordonova vzorce 302 197 tis. Kč. Sečtením hodnoty podniku v první fázi a ve druhé fázi získáme provozní hodnotu firmy 338 437 tis. Kč. Po přičtení hodnoty provozně nepotřebného majetku pak získáme výslednou hodnotu podniku 354 577 tis. Kč.

Zadané tempo růstu pro 2. fázi předpokládám jak pro korigované provozní zisky, tak pro FCFF, tedy i pro investice. Musí však platit, že rentabilita investic musí být větší než náklady kapitálu, jinak bude podnik „ničit“ svou hodnotu, protože by rentabilita ani nepokryla náklady kapitálu.

Rentabilitu investic jsem vypočítala následovně:

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0,05}{0,3658} = 13,67 \% \quad (36)$$

kde: r_I = rentabilita investic
 g = předpokládané tempo růstu
 m_I = míra investic

Uvedená míra investic 0,3658 je průměrná hodnota poměru čistých investic ke KPVH za období plánu. Čistými investicemi se rozumí přírůstek provozně nutného investovaného kapitálu. Propočet míry investic zobrazuje tabulka 34.

Tabulka 34 Propočet míry investic

	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní VH (tis. Kč)	13 036	16 878	19 942	25 399
Čisté investice (tis. Kč)	-941	20 425	8 093	-2 049
Míra investic	-0,0722	1,2102	0,4058	-0,08007
Průměr míry investic za období plánu	0,3658			

Zdroj: vlastní zpracování

Podmínka, že rentabilita investic musí být větší než náklady kapitálu, je splněna. Podnik bude i ve druhé fázi tvořit hodnotu.

10.2.2 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA

Stanovení hodnoty podniku metodou EVA by mělo při splnění podmínek uvedených v teoretické části práce dát stejný výsledek jako metoda DCF. Základní schéma výpočtu je stejné, jako u metody DCF. Pro ocenění metodou EVA je použita diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál, tedy 11,23 %. Nejprve je vypočítána hodnota 1. fáze, následně je stanovena pokračující hodnota. Postup výpočtu je naznačen v tabulce 35.

Tabulka 35 Výpočet hodnoty firmy z EVA - 1. fáze

	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní HV před zdaněním (tis. Kč)	13 036	16 878	19 942	25 399
Zdanění korigovaného provozního HV (tis. Kč)	0	0	0	0
Korigovaný provozní HV po zdanění (tis. Kč)	13 036	16 878	19 942	25 399
Vážené průměrné náklady kapitálu (%)	11,23%	11,23%	11,23%	11,23%
Investovaný kapitál (tis. Kč)	8 433	28 858	36 951	34 902
Minimální požadovaný výnos inv. kapitálu (tis. Kč)	947	3 241	4 150	3 919
EVA užitá pro ocenění (tis. Kč)	12 089	13 637	15 792	21 480
Diskontovaná EVA (tis. Kč)	10 868	11 022	11 475	14 032
Kumulovaná diskontovaná EVA (tis. Kč)	10 868	21 891	33 366	47 398
Diskontní faktor	0,899	0,808	0,727	0,653
Vážené průměrné náklady kapitálu (%)	11,23%	11,23%	11,23%	11,23%

Zdroj: vlastní zpracování

Základ stanovení EVA je korigovaný hospodářský výsledek před zdaněním. Minimální požadovaný výnos investovaného provozně nutného kapitálu jsem stanovila vynásobením hodnoty investovaného kapitálu náklady kapitálu. Hodnota EVA užitá pro ocenění je výsledkem součtu KPVH po zdanění a minimálního požadovaného výnosu investovaného provozně nutného kapitálu. Hodnotu 1. fáze tvoří součet diskontované EVA za plánovací období. V tabulce 35 je hodnota první fáze uvedena v řádku kumulovaná diskontovaná EVA v posledním sloupci (rok 2016). Hodnota podniku v 1. fázi podle metody EVA je 47 398 tis. Kč.

Výpočet hodnoty druhé fáze je uveden v tabulce 36.

Tabulka 36 Výpočet hodnoty firmy z EVA – 2.fáze

	Hodnota
Hodnota neprovozních aktiv	16 140
Cizí úročený kapitál	0
Podíl vlastního kapitálu ve 2. fázi	100,00%
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	11,23%
Náklady cizího kapitálu ve 2. fázi	0,00%
Vážené průměrné náklady kapitálu ve 2. fázi	11,23%
Ekonomická přidaná hodnota v posl. roce plánu (tis. Kč)	21 480
Ekonomická přidaná hodnota v 1. roce 2. fáze (tis. Kč)	22 554
Tempo růstu ekon. přidané hodnoty ve 2. fázi (%)	5,00
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	47 398
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	236 502
Počáteční investovaný kapitál (tis. Kč)	9 374
Provozní hodnota firmy (tis. Kč)	293 274
Výsledná hodnota firmy (tis. Kč)	309 414
Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	309 414

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnotu EVA v prvním roce 2. fáze (v roce 2017) jsem stanovila jako:

$$EVA_{T+1} = EVA_T \times (1 + g) = 21\,480 \times 1,05 = 22\,554 \quad (37)$$

kde: EVA_{T+1} = EVA v prvním roce 2. fáze

EVA_T = EVA v posledním roce prognózovaného období

g = předpokládané tempo růstu

Tempo růstu bylo stejně jako u metody DCF stanoveno na 5 %. Výsledná hodnota 2. fáze je 236 502 tis. Kč. Po přičtení počátečního investovaného kapitálu (hodnota provozně nutného investovaného kapitálu v roce 2012) jsem dostala provozní hodnotu firmy ve výši 293 274 tis. Kč. Výsledná hodnota firmy je součet provozní hodnoty firmy a ocenění neprovozních aktiv. Výsledná hodnota firmy stanovená metodou EVA je 309 414 tis. Kč.

10.2.3 Výsledná hodnota podniku

Při použití výnosových metod oceňování by měly metody DCF a EVA a varianty těchto metod entity, equity nebo APV poskytnout stejné výsledky. Jejich souběžné použití by mělo mít spíše početní a kontrolní význam. Výsledné ocenění pomocí metody DCF entity je 354 577 tis. Kč. Metoda ekonomické přidané hodnoty pak stanovila výslednou hodnotu podniku na 309 414 tis. Kč. Aby se výsledky rovnaly, je třeba splnit podmínky uvedené v teoretické části práce. Dle mého názoru jsem tyto podmínky splnila a pro výpočet použila stejné veličiny. I přesto jsou však výsledná ocenění rozdílná. Vysvětlením jsou tedy nejspíš mnou provedené nepřesnosti výpočtů výsledných hodnot podniku u obou použitých metod.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty podniku XY s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Toto výsledné ocenění bude mít pro vedení společnosti pouze informativní charakter.

V teoretické části práce byly popsány základní pojmy, teoretické a metodické poznatky z oblasti oceňování podniku. Důraz byl kladen na vymezení jednotlivých výnosových metod oceňování, z důvodu jejich praktického užití při stanovení výsledné hodnoty podniku. Teoretická část práce je východiskem pro část praktickou.

V úvodu analytické části práce byla nejprve stručně představena společnost XY s.r.o. Poté byla provedena strategická analýza společnosti, klíčová fáze celého oceňovacího procesu. Strategická analýza poskytla níže uvedené poznatky.

Relevantním trhem společnosti XY s.r.o. je z územního hlediska trh tuzemský a trh evropský. Společnost působí na trhu jak v České republice, tak v zahraničí. Své stálé zákazníky má na Slovensku, v Polsku, v Belgii a v Rumunsku. Vymezení relevantního trhu jsem provedla na základě tržeb dosahovaných v odvětví. V rámci českého trhu jsem společnost podle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE zařadila do sekce zpracovatelského průmyslu, oddílu 28 - Výroba strojů a zařízení. V rámci Evropy jsem pak relevantní trh stanovila na základě údajů o prodané produkci zveřejňované v rámci statistiky Prodcom, konkrétně kategorie Ostatní stroje a přístroje. Na základě analýzy atraktivity trhu jsem dospěla k závěru, že atraktivita trhu, na kterém společnost XY s.r.o. působí, se pohybuje mírně nad průměrem. Příležitosti tohoto relevantního trhu jsou možnost vytlačení konkurence díky jedinečnosti výrobků a růst trhu v zahraničí. Hrozbou je naopak fakt, že trh není příliš velký, v České republice je to trh slábnoucí a jelikož bariéry vstupu do odvětví nejsou nijak velké, existuje zde hrozba vstupu nových, silných konkurentů. Společnost XY s.r.o. vyrábí jednoúčelové stroje a zařízení na zakázku, proto se poměr tržeb z tuzemska a ze zahraničí nedá jednoznačně vymežit. V letech 2008 a 2011 jednoznačně převažovaly tržby z tuzemska, v letech 2009, 2010 a 2012 to byly právě tržby ze zahraničí. Na základě tohoto faktu jsem se prognózu tržeb rozhodla stanovit pro celý evropský trh, ve kterém je samozřejmě zahrnuta i Česká republika. Sestavení prognózy růstu relevantního trhu jsem vztáhla k vývoji HDP. S pomocí regresní analýzy s lineární funkcí jsem pak následně určila průměrné tempo růstu trhu v letech 2013 až 2016 na 2,77 %. Po provedení analýzy konkurence a vnitřního potenciálu podniku mohu říci, že má společnost XY s.r.o. velkou konkurenci

renceschopnost a disponuje velkým potenciálem k dalšímu rozvoji. Z toho následně vychází sestavená prognóza tržeb podniku v letech 2013 až 2016, kdy je předpokládáno další získávání tržního podílu.

Finanční analýza následně potvrdila závěry strategické analýzy o perspektivnosti podniku. Po provedení analýzy absolutních, tokových a poměrových ukazatelů mohu říci, že společnost XY s.r.o. je „finančně zdravá“ a pro své vlastníky tvoří hodnotu. Toto následně potvrzuje i analýza souhrnných ukazatelů, podle kterých je podnik ve velmi dobré finanční situaci. Rovněž ve srovnání s odvětvím podnik vykazoval téměř vždy mnohem lepší hodnoty.

Na základě výsledků strategické a finanční analýzy jsem pak sestavila strategický finanční plán podniku. Nejprve jsem však provedla rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a z majetku vyloučila přebytečné množství krátkodobého finančního majetku ve formě peněžních prostředků na bankovním účtu. Časový horizont, pro který jsem strategický finanční plán sestavovala, jsem stanovila na 4 roky. Předpokládám, že po uplynutí této doby bude podnik již stabilizován. Po sestavení strategického finančního plánu jsem provedla jeho finanční analýzu, podle které bude finanční situace podniku XY s.r.o. i v budoucnu velmi dobrá.

Stanovení výsledné hodnoty podniku jsem provedla pomocí metody DCF Entity a metody ekonomické přidané hodnoty k 1. 1. 2013. V úvodu projektové části jsem nejprve určila veličiny potřebné pro výpočet výsledné hodnoty podniku uvedenými výnosovými metodami. Nejprve jsem stanovila diskontní míru, poté provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření. Dále jsem provedla ocenění provozně nepotřebného majetku, který byl dříve vyčleněn. Abych získala výslednou hodnotu podniku, k provozní hodnotě podniku získané jednotlivými metodami jsem tento oceněný neprovozní majetek přičetla.

Aplikace dvou různých přístupů v rámci výnosových metod by měla poskytnout vždy stejné výsledky. Mnou vypočítané hodnoty se však liší. Výsledná hodnota podniku stanovená pomocí metody DCF entity je 354 577 tis. Kč, pomocí metody EVA 309 414 tis. Kč. V průběhu výpočtů jsem se zřejmě dopustila nepřesností, které měly za následek tyto rozdílné výsledky. Jelikož je oceňování podniku značně náročnou problematikou vyžadující znalosti a zkušenosti, považuji i tak cíl práce za splněný. Celá diplomová práce pak pro mne byla velkým přínosem a můj zájem o tuto problematiku ještě více posílila.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

DAMODARAN, Aswath, 2011. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 978-1-118-00477-7.

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

FOTR, Jiří. Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 381 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.

HRDÝ, Milan a Michaela HOROVÁ. Finance podniku. Vyd. 1. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2009, 179 s. ISBN 978-80-7357-492-5.

KALOUDA, František. Finanční řízení podniku. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2009, 279 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-7380-174-8.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 205 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3349-4.

MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2006, 624 s. ISBN 80-861-1937-8.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2001, 70 s. Finance (Grada). ISBN 80-861-1936-X.

NEUMAIEROVÁ, Inka. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009, 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011, 246 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3647-1.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. Podniková ekonomika. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

Internetové zdroje:

Analytické materiály a statistiky. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. ©2005 [cit. 2013-08-1]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>

Česká národní banka. [online]. [cit. 2013-07-16]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

Damodaran Online, 2013a. Total Beta by Sector. Damodaran Online [online]. 2013 [cit. 2013-07-28]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran Online, 2013b. Betas by Sector. Damodaran Online [online]. 2013 [cit. 2013-07-28]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran Online, 2013c. Country Default Spreads and Risk Premiums. Damodaran Online [online]. 2013 [cit. 2013-07-28]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

European Commission: eurostat. [online]. [cit. 2013-07-15]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Obchodní zákoník: Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Business center.cz [online].

© 1998 - 2013 [cit. 2013-07-05]. Dostupné z:

<http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast1.aspx>

Ostatní zdroje:

Interní materiály společnosti XY s.r.o.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash Flow
CK	Cizí kapitál
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČZ	Čistý zisk
DM	Dlouhodobý majetek
DPT	Diskontovaný peněžní tok
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
FM	Finanční majetek
KBU	Krátkodobé bankovní úvěry
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	Krátkodobé závazky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Hodnota přidaná trhem
NOA	Čistá operativní aktiva

NOPAT	Provozní zisk po zdanění
NÚ	Nákladové úroky
OA	Oběžná aktiva
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
T	Tržby
UM	Úroková míra
UZ	Úplatné zdroje
V	Výnosy
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné náklady kapitálu

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obrázek 1 Struktura tržeb podle zemí (vlastní zpracování)</i>	<i>45</i>
<i>Obrázek 2 Vývoj výsledku hospodaření za účetní období (vlastní zpracování)</i>	<i>57</i>
<i>Obrázek 3 Výsledky Z-skóre v letech 2008 až 2012 (vlastní zpracování)</i>	<i>62</i>

SEZNAM TABULEK

<i>Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele</i>	28
<i>Tabulka 2 Výpočet FCFF vycházející z EBIT</i>	29
<i>Tabulka 3 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky</i>	35
<i>Tabulka 4 Vývoj tržeb odvětví v ČR</i>	46
<i>Tabulka 5 Vývoj tržeb odvětví v rámci EU27</i>	47
<i>Tabulka 6 Analýza atraktivity trhu</i>	48
<i>Tabulka 7 Příležitosti a hrozby relevantního trhu</i>	49
<i>Tabulka 8 Vývoj relevantního trhu</i>	49
<i>Tabulka 9 Vývoj tržního podílu podniku</i>	50
<i>Tabulka 10 Analýza konkurenční síly podniku</i>	53
<i>Tabulka 11 Prognóza růstu tržeb</i>	54
<i>Tabulka 12 Vývoj výsledku hospodaření</i>	57
<i>Tabulka 13 Vývoj peněžních toků</i>	58
<i>Tabulka 14 Vývoj ukazatelů likvidity</i>	58
<i>Tabulka 15 Vývoj ukazatelů rentability</i>	59
<i>Tabulka 16 Vývoj ukazatelů aktivity</i>	60
<i>Tabulka 17 Vývoj ukazatelů zadluženosti</i>	61
<i>Tabulka 18 Výpočet Altmanova Z-skóre</i>	62
<i>Tabulka 19 Výpočet indexu IN05</i>	63
<i>Tabulka 20 Propočet provozně nutného finančního majetku pro roky 2008 - 2012</i>	64
<i>Tabulka 21 Propočet provozně nutného investovaného kapitálu pro roky 2008 - 2012</i>	65
<i>Tabulka 22 Propočet korigovaného provozního VH pro roky 2008 - 2012</i>	65
<i>Tabulka 23 Plán výkazu zisků a ztráty</i>	66
<i>Tabulka 24 Plán rozvahy</i>	68
<i>Tabulka 25 Plán výkazu peněžních toků</i>	69
<i>Tabulka 26 Vybrané ukazatele finanční analýzy pro roky 2013 - 2016</i>	70
<i>Tabulka 27 Výpočet nákladů na VK pomocí CAPM</i>	72
<i>Tabulka 28 Stavebnicový model INFA</i>	73
<i>Tabulka 29 Propočet provozně nutného FM pro období plánu</i>	74
<i>Tabulka 30 Propočet provozně nutného investovaného kapitálu</i>	74
<i>Tabulka 31 Korigovaný provozní VH pro období plánu</i>	75
<i>Tabulka 32 Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele v 1. fázi</i>	76

<i>Tabulka 33 Hodnota 2. fáze a výsledná hodnota firmy</i>	<i>77</i>
<i>Tabulka 34 Propočet míry investic</i>	<i>78</i>
<i>Tabulka 35 Výpočet hodnoty firmy z EVA - 1. fáze</i>	<i>79</i>
<i>Tabulka 36 Výpočet hodnoty firmy z EVA – 2.fáze</i>	<i>79</i>

SEZNAM PŘÍLOH

PI	Rozvaha společnosti XY s.r.o.
PII	Výkaz zisku a ztráty společnosti XY s.r.o.
PIII	Analýza konkurence
PIV	Výsledky regresní analýzy
PV	Horizontální analýza rozvahy
PVI	Vertikální analýza rozvahy
PVII	Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLEČNOSTI XY S.R.O.

v tis. Kč		2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM		5 644	3 593	7 054	20 272	26 915
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	408	294	1 001	1 011	4 900
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	191	636
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	174	636
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	17	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	408	294	1 001	820	4 264
B.II.1.	Pozemky	0	0	0	0	1 317
B.II.2.	Stavby	0	0	0	0	0
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	408	294	1 001	979	2 105
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	-159	842
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	5 060	3 158	5 903	19 132	21 921
C.I.	Zásoby	2 567	620	691	761	823
C.I.1.	Materiál	2 567	620	290	262	197
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary			401	499	626
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	3 517	692	250	1 360	4 398
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	3 508	692	250	1 360	3 789
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	9	0	0	0	4
C.III.9.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	605
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	-1 024	1 846	4 962	17 011	16 700
C.IV.1.	Peníze	22	21	27	39	50
C.IV.2.	Účty v bankách	-1 046	1 825	4 935	16 972	16 650
D.	Časové rozlišení	176	141	150	129	94
D.I.1.	Náklady příštích období	176	141	150	129	94
D.I.3.	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM		5 644	3 593	7 054	20 272	26 915
A.	Vlastní kapitál	2 332	2 769	5 817	19 450	25 512
A.I.	Základní kapitál	200	200	200	200	200
A.I.1.	Základní kapitál	200	200	200	200	200
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	5	5	5	5	5
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	5	5	5	5	5
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	1 872	2 128	2 564	5 612	19 245
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	1 906	2 162	2 598	5 646	19 279
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-34	-34	-34	-34	-34
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního obd. (+-)	255	436	3 048	13 633	6 062
B.	Cizí zdroje	3 312	824	1 237	822	1 403
B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	3 312	824	1 237	822	1 403
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	2 644	393	368	482	772
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	45	5	3	0	50
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	726	672	630	484	478
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	87	104	130	156	115
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	-497	-350	-319	-456	-98
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	307	0	176	156	86
B.III.11.	Jiné závazky	0	0	249	0	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
C.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY SPOLEČNOSTI XY S.R.O.

v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
I. Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	1 843
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	1 843
+ Obchodní marže	0	0	0	0	0
II. Výkony	17 159	14 704	17 790	38 354	28 609
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	17 159	14 704	17 389	38 256	28 482
II.2. Změna stavu vnitropod. zásob vlastní činnosti	0	0	401	98	127
II.3. Aktivace					0
B. Výkonová spotřeba	13 207	10 747	10 764	20 118	18 697
B.1. Spotřeba materiálu a energie	11 374	8 309	8 411	17 148	12 518
B.2. Služby	1 833	2 438	2 353	2 970	6 179
+ Přidaná hodnota	3 952	3 957	7 026	18 236	9 912
C. Osobní náklady	3 315	3 339	3 780	4 327	4 398
C.1. Mzdové náklady	2 530	2 487	2 794	3 184	3 217
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	702	761	885	1 017	1 044
C.4. Sociální náklady	83	91	101	126	137
D. Daně a poplatky	12	9	9	9	8
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	72	114	256	286	251
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	29	0	100
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	29	0	100
F. Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	0	0	0	0	0
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	0	0	0	0
IV. Ostatní provozní výnosy	12	153	128	28	355
H. Ostatní provozní náklady	173	0	2	17	18
V. Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I. Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
* Provozní výsledek hospodaření	392	648	3 136	13 625	5 692
X. Výnosové úroky	0	1	0	1	5
N. Nákladové úroky	8	14	1	0	0
XI. Ostatní finanční výnosy	0	89	13	30	453
O. Ostatní finanční náklady	22	178	100	23	88
XII. Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P. Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
* Finanční výsledek hospodaření	-30	-102	-88	8	370
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	107	110	0	0	0
Q.1. - splatná	107	110	0	0	0
Q.2. - odložená	0	0	0	0	0
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	255	436	3 048	13 633	6 062
XIII. Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
R. Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
S. Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
* Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
T. Převod podílu na výsl. hosp. společníkům	0	0	0	0	0
*** Výsledek hospodaření za účetní období	255	436	3 048	13 633	6 062
**** Výsledek hospodaření před zdaněním	362	546	3 048	13 633	6 062

PŘÍLOHA P III: ANALÝZA KONKURENCE

		2008	2009	2010	2011	2012
Rockwell Automation s.r.o.	Tržby (tis. Kč)	196 294	287 357	212 972	276 559	286 919
	Růst tržeb	-	46,39%	-25,89%	29,86%	3,75%
	Zisková marže	2,08%	3,23%	3,78%	5,38%	3,90%
	ROE	9,83%	5,11%	4,24%	7,27%	5,19%
	Obrat aktiv	2,68	1,24	0,91	1,08	1,03
JKoN - nástrojárna s.r.o.	Tržby (tis. Kč)	17 665	14 593	17 827	-	-
	Růst tržeb	-	-17,39%	22,16%	-	-
	Zisková marže	5,08%	-1,48%	4,07%	-	-
	ROE	7,34%	-1,96%	6,71%	-	-
	Obrat aktiv	1,12	0,96	1,04	-	-
OK Strojsevis s.r.o.	Tržby (tis. Kč)	3 092	3 932	3 008	8 665	-
	Růst tržeb	-	27,17%	-23,50%	188,07%	-
	Zisková marže	16,18%	3,93%	5,83%	7,49%	-
	ROE	88,31%	30,93%	31,61%	46,95%	-
	Obrat aktiv	1,96	2,81	2,63	2,75	-
Vondra a Vondra s.r.o.	Tržby (tis. Kč)	24 306	17 645	25 801	32 280	26 632
	Růst tržeb		-27,40%	46,22%	25,11%	-17,50%
	Zisková marže	12,12%	8,41%	8,53%	18,42%	5,57%
	ROE	27,16%	18,95%	24,36%	59,59%	18,74%
	Obrat aktiv	1,97	1,88	1,89	2,35	3,15
XY s.r.o.	Tržby (tis. Kč)	17 159	14 704	17 389	38 256	28 482
	Růst tržeb	-	-14,31%	18,26%	120,00%	-25,55%
	Zisková marže	1,49%	2,97%	17,53%	35,64%	19,99%
	ROE	10,93%	15,75%	52,40%	70,09%	23,76%
	Obrat aktiv	3,04	4,09	2,47	1,89	1,13

PŘÍLOHA P IV: VÝSLEDKY REGRESNÍ ANALÝZY

VÝSLEDEK

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,44669421
Hodnota spolehlivosti R	0,19953572
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,09947768
Chyba stř. hodnoty	1791,82948
Pozorování	10

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	6402683,374	6402683,374	1,994199807	0,195597749
Rezidua	8	25685223,13	3210652,891		
Celkem	9	32087906,5			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	1042,7907	7569,0371	0,1377706	0,8938262	-16411,44	18497,022	-16411,44	18497,022
HDP	0,000902	0,0006388	1,4121614	0,1955977	-0,0005709	0,002375	-0,0005709	0,002375

REZIDUA

<i>Pozorování</i>	<i>Očekávané TRŽBY</i>	<i>Rezidua</i>	<i>Normovaná rezidua</i>
1	10172,514	-918,5139717	-0,543707533
2	10626,9391	1402,060897	0,829939549
3	11048,7516	1572,248369	0,930680761
4	11619,0749	371,9251428	0,22015833
5	12254,3256	-265,3256242	-0,157057535
6	12317,7396	-399,7395718	-0,236622875
7	11661,211	-3666,211009	-2,170186415
8	12137,6734	-141,6734387	-0,083862541
9	12472,2812	2519,71881	1,491528861
10	12704,4896	-474,4896039	-0,280870602

PRAVDĚPODOBNOST

<i>Percentil</i>	<i>TRŽBY</i>
5	7995
15	9254
25	11918
35	11989
45	11991
55	11996
65	12029
75	12230
85	12621
95	14992

PŘÍLOHA P V: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2012/2008
AKTIVA CELKEM	-36,3%	96,3%	187,4%	32,8%	376,9%
Dlouhodobý majetek	-27,9%	240,5%	1,0%	384,7%	1101%
Dlouhodobý nehmotný majetek	x	x	x	233,0%	x
Zřizovací výdaje	x	x	x	265,5%	x
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	x	x	x	-100%	x
Dlouhodobý hmotný majetek	-27,9%	240,5%	-18,1%	420,0%	945,1%
Pozemky	x	x	x	100,0%	x
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-27,9%	240,5%	-2,2%	115,0%	415,9%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	x	x	x	629,6%	x
Oběžná aktiva	-37,6%	86,9%	224,1%	14,6%	333,2%
Zásoby	-75,8%	11,5%	10,1%	8,1%	-67,9%
Materiál	-75,8%	-53,2%	-9,7%	-24,8%	-92,3%
Nedokončená výroba a polotovary	x	x	24,4%	25,5%	x
Krátkodobé pohledávky	-80,3%	-63,9%	444,0%	223,4%	25,1%
Pohledávky z obchodních vztahů	-80,3%	-63,9%	444,0%	178,9%	8,0%
Krátkodobý finanční majetek	280,3%	168,8%	242,8%	-1,8%	1730,9%
Peníze	-4,5%	28,6%	44,4%	28,2%	127,3%
Účty v bankách	274,5%	170,4%	243,9%	-1,9%	1691,8%
Časové rozlišení	-19,9%	6,4%	-14,0%	-27,1%	-46,6%
Náklady příštích období	-19,9%	6,4%	-14,0%	-27,1%	-46,6%
PASIVA CELKEM	-36,3%	96,3%	187,4%	32,8%	376,9%
Vlastní kapitál	18,7%	110,1%	234,4%	31,2%	994,0%
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výsledek hospodaření minulých let	13,7%	20,5%	118,9%	242,9%	928,0%
Nerozdělený zisk minulých let	13,4%	20,2%	117,3%	241,5%	911,5%
Neuhrazená ztráta minulých let	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	71,0%	599,1%	347,3%	-55,5%	2277,3%
Cizí zdroje	-72,6%	28,8%	-37,2%	97,7%	-57,6%
Krátkodobé závazky	-72,6%	28,8%	-37,2%	97,7%	-57,6%
Závazky z obchodních vztahů	-85,1%	-6,4%	31,0%	60,2%	-70,8%
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	-88,9%	-40,0%	-100%	x	11,1%
Závazky k zaměstnancům	-7,4%	-6,3%	-23,2%	-1,2%	-34,2%
Závazky ze sociálního zabezpečení	19,5%	25,0%	20,0%	-26,3%	32,2%
Stát - daňové závazky a dotace	29,6%	8,9%	-42,9%	78,5%	-80,3%
Dohadné účty pasivní	-100%	x	-11,4%	-44,9%	-72,0%
Jiné závazky	x	x	-100%	x	x

PŘÍLOHA P VI: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	7,2%	8,2%	14,2%	5,0%	18,2%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	2,4%
Zřizovací výdaje	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%	2,4%
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	7,2%	8,2%	14,2%	4,0%	15,8%
Pozemky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	7,2%	8,2%	14,2%	4,8%	7,8%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	-0,8%	3,1%
Oběžná aktiva	89,7%	87,9%	83,7%	94,4%	81,4%
Zásoby	45,5%	17,3%	9,8%	3,8%	3,1%
Materiál	45,5%	17,3%	4,1%	1,3%	0,7%
Nedokončená výroba a polotovary	0,0%	0,0%	5,7%	2,5%	2,3%
Krátkodobé pohledávky	62,3%	19,3%	3,5%	6,7%	16,3%
Pohledávky z obchodního styku	62,3%	19,3%	3,5%	6,7%	14,1%
Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
Finanční majetek	-18,1%	51,4%	70,3%	83,9%	62,0%
Peníze	0,4%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%
Účty v bankách	-18,5%	50,8%	70,0%	83,7%	61,9%
Časové rozlišení	3,1%	3,9%	2,1%	0,6%	0,3%
Časové rozlišení	3,1%	3,9%	2,1%	0,6%	0,3%
Náklady příštích období	3,1%	3,9%	2,1%	0,6%	0,3%
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	41,3%	77,1%	82,5%	95,9%	94,8%
Základní kapitál	3,5%	5,6%	2,8%	1,0%	0,7%
Základní kapitál	3,5%	5,6%	2,8%	1,0%	0,7%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Výsledek hospodaření minulých let	33,2%	59,2%	36,3%	27,7%	71,5%
Nerozdělený zisk minulých let	33,8%	60,2%	36,8%	27,9%	71,6%
Neuhrazená ztráta minulých let	-0,6%	-0,9%	-0,5%	-0,2%	-0,1%
Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	4,5%	12,1%	43,2%	67,3%	22,5%
Cizí zdroje	58,7%	22,9%	17,5%	4,1%	5,2%
Krátkodobé závazky	58,7%	22,9%	17,5%	4,1%	5,2%
Závazky z obchodního styku	46,8%	10,9%	5,2%	2,4%	2,9%
Závazky ke společníkům a sdružení	0,8%	0,1%	0,0%	0,0%	0,2%
Závazky k zaměstnancům	12,9%	18,7%	8,9%	2,4%	1,8%
Závazky ze sociálního zabezpečení	1,5%	2,9%	1,8%	0,8%	0,4%
Stát - daňové závazky a dotace	-8,8%	-9,7%	-4,5%	-2,2%	-0,4%
Dohadné účty pasivní	5,4%	0,0%	2,5%	0,8%	0,3%
Jiné závazky	0,0%	0,0%	3,5%	0,0%	0,0%

PŘÍLOHA P VII: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ

	2009/2008	2010/2009	2011/2010	2012/2011	2012/2008
Výnosy celkem	-13,0%	20,2%	113,9%	-18,3%	82,7%
Náklady celkem	-14,3%	3,5%	66,2%	2,1%	50,5%
Přidaná hodnota	0,1%	77,6%	159,6%	-45,6%	150,8%
Provozní hospodářský výsledek	65,3%	384,0%	334,5%	-58,2%	1 352,0%
Hospodářský výsledek z fin.operací	-240,0%	13,7%	109,1%	4 525,0%	1 333,3%
Zisk před zdaněním	50,8%	458,2%	347,3%	-55,5%	1 574,6%
Zisk po zdanění	71,0%	599,1%	347,3%	-55,5%	2 277,3%

Tržby za prodej zboží	x	x	x	100,0%	100,0%
Tržby z vl.výkonů a služeb	-14,3%	18,3%	120,0%	-25,5%	66,0%

Náklady na prodané zboží	x	x	x	100,0%	100,0%
Spotřeba materiálu a energie	-26,9%	1,2%	103,9%	-27,0%	10,1%
Služby	33,0%	-3,5%	26,2%	108,0%	237,1%
Osobní náklady	0,7%	13,2%	14,5%	1,6%	32,7%
Daně a poplatky	-25,0%	0,0%	0,0%	-11,1%	-33,3%
Odpisy	58,3%	124,6%	11,7%	-12,2%	248,6%
Ostatní provozní náklady	-100,0%	x	750,0%	5,9%	-89,6%

Finanční výnosy	x	-85,6%	138,5%	1 377,4%	100,0%
Finanční náklady	540,0%	-47,4%	-77,2%	282,6%	193,3%
z toho úroky	75,0%	-92,9%	-100,0%	x	-100,0%

	2008	2009	2010	2011	2012
Výnosy celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tržby za prodej zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,9%
Tržby z vl.výkonů a služeb	99,9%	98,4%	96,8%	99,6%	90,8%
Ostatní výkony	0,0%	0,0%	2,2%	0,3%	0,4%
Ostatní provozní výnosy	0,1%	1,0%	0,9%	0,1%	1,5%
Finanční výnosy	0,0%	0,6%	0,1%	0,1%	1,5%
Mimořádné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Náklady celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Náklady na prodané zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,3%
Spotřeba materiálu a energie	67,7%	57,7%	56,4%	69,2%	49,5%
Služby	10,9%	16,9%	15,8%	12,0%	24,4%
Osobní náklady	19,7%	23,2%	25,3%	17,5%	17,4%
Daně a poplatky	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Odpisy	0,4%	0,8%	1,7%	1,2%	1,0%
Ostatní provozní náklady	1,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Úroky	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Ostatní finanční náklady	0,1%	1,2%	0,7%	0,1%	0,3%
Mimořádné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%