Projekt stanovení hodnoty podniku XY s.r.o. pomocí výnosových metod oceňování

Bc. Alena Machalová

Diplomová práce
2015

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2014/2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení:	**Bc. Alena Machalová**
Osobní číslo:	**M12804**
Studijní program:	**N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor:	**Finance**
Forma studia:	**kombinovaná**
Téma práce:	**Projekt stanovení hodnoty podniku XY s.r.o. pomocí výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- **Na základě kritické literární rešerše definujte podnik jako předmět ocenění, charakterizujte postupy a metody ocenění společnosti se zaměřením na výnosové metody.**

II. Praktická část

- **Charakterizujte společnost XY s.r.o. a zhodnoťte její finanční zdraví.**
- **Vypracujte projekt ocenění podniku XY s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod.**
- **Srovnejte výsledky jednotlivých metod a stanovte hodnotu podniku.**

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

ANDRIESSEN, D. Making sense of intellectual capital: designing a method for the valuation of intangibles. Amsterdam: Elsevier, c2004, 440 s. ISBN 0-7506-7774-0.
HITCHNER, J. R. Financial Valuation. Aplicaions and models. 2.vyd. New Jersey: Johny Wiley and Sons, 2006, 1336 s. ISBN 0-471-76117-6 .
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H.BECK, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
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. Daniel Remeš, Ph.D.** Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce:	**16. února 2015**
Termín odevzdání diplomové práce:	**27. dubna 2015**

Ve Zlíně dne 16. února 2015

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka

L.S.

Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

Prohlašuji, že

- 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 obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byla jsem seznámena s tím, že na moji 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. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

- že jsem na diplomové práci pracovala samostatně a použitou literaturu jsem citovala. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
- že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 20.4.2015

podpis diplomanta

ABSTRAKT

Tato diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku XY s.r.o. pomocí využití vybraných výnosových metod oceňování k danému datu. Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část přehledně popisuje pojmy, postupy a metody ocenění s důrazem na výnosové metody, které jsou zadáním práce. Uvedené poznatky vychází ze studia odborné literatury i dostupných elektronických zdrojů. Praktická část práce navazuje na teoretickou aplikací získaných poznatků na konkrétní podnik. Popisuje oceňovaný podnik, zjišťuje směr dalšího vývoje podniku za pomocí strategické analýzy, následně stanovuje jeho finanční zdraví. Získané poznatky daných analýz jsou poté podkladem pro zpracování strategického finančního plánu podniku a konečného ocenění v rámci vybraných výnosových metod.

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

ABSTRACT

This diploma thesis is concerned with determining the value of a company XY s.r.o. through the use of selected yield methods of valuation on a specific date. The work is divided into a theoretical part and a practical part.

The theoretical part describes the concept, procedure and valuation methods with an emphasis on the valuation method which pertains to the work. The findings are based on the study of available literature and on electronic resources.

The practical work builds on a theoretical application of this knowledge and is applied to a specific company.The described valuation determines the direction for further development in the company with the help of strategic analysis which determines the financial health of the company. The acquired knowledge of the analysis is then used as a basis for the elaboration of a strategic financial plan and a conclusion using selected yield methods.

Keywords: enterprise valuation, strategic analysis, strategic financial plan, yield valuation method.

Ráda bych touto cestou poděkovala paní děkance prof. Dr. Ing. Drahomíře Pavelkové a panu Ing. Danielu Remeši, Ph.D za jejich odborné rady, profesionální, současně však lidský přístup. Nemalý dík patří mé rodině, konkrétně manželovi, dětem, rodičům i všem přátelům a spolupracovníkům za 3P - pochopení, podporu a pevné nervy.

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

MOTTO:

„Čím se liší překážka a příležitost?
Našim postojem.
Každá příležitost má v sobě překážku a každá překážka znamená příležitost.“
(Qasimodo)

OBSAH

ÚVOD **10**
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE **12**
I TEORETICKÁ ČÁST **13**
1 ÚVOD DO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **14**
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ 14
1.2 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU 15
1.3 HODNOTA PODNIKU 15
1.3.1 Tržní hodnota 16
1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota 16
1.3.3 Objektivizovaná hodnota 17
1.3.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy 17
2 PŮSOBENÍ RIZIKA A ČASU **18**
2.1 FAKTOR ČASU 18
2.2 FAKTOR RIZIKA 18
2.2.1 Systematické a nesystematické riziko 18
2.3 DISKONTNÍ MÍRA 19
2.3.1 Diskontní míra a riziko 19
2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění 19
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **20**
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT 20
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA 21
3.2.1 Podnik a vnější prostředí 22
3.2.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku 22
3.2.3 Strategická analýza vnitřního prostředí podniku 24
3.2.4 SWOT analýza 25
3.2.5 Prognózy tržeb podniku 26
3.3 ANALÝZA FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU 26
3.3.1 Zdroje informací pro finanční analýzu 27
3.3.2 Postup při finanční analýze 28
3.3.3 Soustava ukazatelů finanční analýzy 29
3.3.4 Kompromisní vztah mezi rentabilitou, zadlužeností a likviditou 31
3.3.5 Analýza souhrnných ukazatelů 31
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV PODNIKU NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ 31
3.4.1 Provozně potřebná aktiva 32
3.4.2 Provozně nepotřebná aktiva 32
3.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření 32
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOT 32
3.6 FINANČNÍ PLÁN 33
4 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCENĚNÍ PODNIKU **35**
4.1 VÝNOSOVÉ OCENĚNÍ PODNIKU 35
4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash flow) 36
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů 44

4.1.3 Modely založené na EVA 47
4.1.4 Kombinované výnosové metody 48
4.2 MAJETKOVÉ OCENĚNÍ PODNIKU 49
4.3 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU 50
4.4 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ PODNIKU 50
5 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ TEORETICKÉ ČÁSTI 51
II PRAKTICKÁ ČÁST 52
6 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY S.R.O. 53
6.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE 53
6.2 ORGANIZAČNÍ STRUKTURA 53
6.3 HISTORIE SPOLEČNOSTI, JEJÍ CÍLE A VIZE 53
7 STRATEGICKÁ ANALÝZA 55
7.1 MAKROEKONONOMICKÉ PROSTŘEDÍ (PEST ANALÝZA) 55
7.2 RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNÓZA 58
7.2.1 Vymezení trhu 58
7.2.2 Analýza atraktivity trhu 58
7.2.3 Prognóza vývoje trhu 62
7.3 ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ 65
7.4 PROGNÓZA TRŽEB PODNIKU XY S.R.O. 74
7.5 SWOT ANALÝZA 75
7.6 ZHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY SPOLEČNOSTI 77
8 FINANČNÍ ANALÝZA 79
8.1 ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ 79
8.1.1 Rozvaha 79
8.1.2 Výkaz zisku a ztráty 83
8.1.3 Cash flow 84
8.2 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ 85
8.2.1 Zlaté bilanční pravidlo financování 85
8.2.2 Čistý pracovní kapitál (ČPK) 86
8.3 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ 87
8.3.1 Analýza ukazatele zadluženosti 87
8.3.2 Analýza ukazatele likvidity 88
8.3.3 Analýza ukazatele rentability 89
8.3.4 Finanční páka 90
8.3.5 Analýza ukazatele aktivity 90
8.4 ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ 91
8.4.1 Z – skóre (Altmanův model) 91
8.4.2 Index 05 92
8.5 ANALÝZA DOPLŇUJÍCÍCH UKAZATELŮ 93
8.5.1 Přidaná hodnota 93
8.6 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ SPOLEČNOSTI 94
8.7 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ 96
8.7.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná 96
8.7.2 Provozně nutný investovaný kapitál 97

8.7.3 Stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření 98
9 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI 100
9.1 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY 100
9.1.1 Tržby 100
9.1.2 Provozní zisková marže 101
9.1.3 Pracovní kapitál 104
9.1.4 Investice do dlouhodobého majetku 105
9.2 SESTAVENÍ KOMPLEXNÍHO FINANČNÍHO PLÁNU 106
9.2.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty 107
9.2.2 Plánovaná rozvaha 109
9.2.3 Plánovaný výkaz peněžních toků 111
9.2.4 Závěrečné shrnutí finanční analýzy podniku 112
10 OCENĚNÍ PODNIKU 113
10.1 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY 113
10.1.1 Náklady na vlastní kapitál 113
10.1.2 Náklady na cizí kapitál 115
10.1.3 Stanovení WACC 116
10.2 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI METODOU DCF ENTITY 116
10.2.1 Výpočet volných peněžních toků 117
10.2.2 Výpočet II. fáze 117
10.3 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI METODOU EVA 119
10.4 STANOVENÍ HODNOTY KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ PAUŠÁLNÍ METODOU 121
10.5 STANOVENÍ ÚČETNÍ HODNOTY 122
10.6 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI XY S.R.O. 122
10.6.1 Metoda diskontovaného cash flow 122
10.6.2 Metoda EVA entity 123
10.6.3 Stanovení hodnoty KČV 123
10.6.4 Stanovení účetní hodnoty 124
10.6.5 Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku 124
10.6.6 Citlivostní analýza 125
ZÁVĚR 127
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY 131
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK 134
SEZNAM OBRÁZKŮ 135
SEZNAM TABULEK 136
SEZNAM GRAFŮ 139
SEZNAM PŘÍLOH 140

ÚVOD

Podstatou oceňování podniku je stanovení jeho tržní hodnoty. Existuje vztah mezi účelem ocenění a kategoriemi hodnoty. Proto výsledek ocenění je vždy relevantní pouze pro konkrétní účel zpracování. Oceňování podniku je tedy složitý proces, podmíněný zpracováním řady profesionálních analýz a prognóz „ušitých" přímo na předmět ocenění.

Společnost XY s.r.o. je výrobním podnikem a její činnost patří do kategorie plastikářského a gumárenského průmyslu. Jelikož vlastní oceňování podniku je založeno na tržní srovnatelnosti dat, definice trhu nám bude určovat směr postupu oceňování.

Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části je čtenář seznámen se základními pojmy, postupy, metodikami a odbornými odkazy, které jsou závěrem shrnuty do teoretického zhodnocení postupů oceňování. Důraz je zde kladen na oceňování výnosovými metodami, které jsou zadáním této práce. Podkladem pro teoretickou část byla odborná literatura od tuzemských i zahraničních autorů a elektronické zdroje.

Obsah teoretické části poskytuje základnu pro zpracování části následující, praktické.

Zde je úvodem popsána oceňovaná společnost, poté práce volně navazuje na strategickou a finanční analýzu podniku. Následný finanční plán je podkladem pro již samotné vypracování ocenění podniku. Tato část práce je rozdělena na jednotlivé metody ocenění, jejich závěrečné shrnutí a konečné stanovení tržní hodnoty oceňované společnosti k datu 1. 1. 2015.

Nyní podrobněji k jednotlivým krokům praktické části práce. Cílem strategické analýzy bude vymezit relevantní trh, provést jeho analýzu a poskytnout relevantní data odhadu budoucího vývoje tržeb podniku XY s.r.o. Finanční analýza nám na základě finančních zdrojů z minulého období (2009 – 2014), definuje finanční zdraví a budoucí životaschopnost podniku. Následně budou v práci vymezená provozně potřebná aktiva, na jejichž základě bude sestaven pro jednotlivá léta korigovaný výsledek hospodaření. Poté pomocí čerpání získaných dat z analýzy a prognózy generátorů hodnot sestavím samotný finanční plán podniku. Z daného plánu získáme potřebné podklady pro samotné vypracování výnosového ocenění. Konkrétní výsledky oceňování jednotlivých metod budou shrnuty do závěrečné kapitoly, kde bude mimo jiné uveden důvod výběru daného ocenění. Závěr práce se poté stává konečnou syntézou dílčích vyhotovení a cílů, jejich shrnutí a určení, zda cíl práce byl naplněn.

Pro zpracování práce byly použity monografické a internetové zdroje, uvedené v závěru práce, v seznamu literatury. Zde jsou taktéž uvedeny seznamy tabulek, grafů, obrázků a použitých zkratek. Nedílnou součástí práce je přílohová část, obsahující pomocné materiály, které byly použity v průběhu tvorby práce a jejichž rozsah je neumožňoval zakomponovat do samotné práce. V jednotlivých kapitolách je uvedený konkrétní odkaz na danou přílohu.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této práce je **stanovení tržní hodnoty podniku XY s.r.o. k 1. 1. 2015 pomocí vybraných výnosových metod oceňování.**

Jak již bylo uvedeno v úvodu práce, použité metody budou vycházet z přecházejících vypracovaných kroků, zpracovávaných za daným účelem. Použitými metodami výnosového způsobu ocenění budou metody **DCF entity**, **EVA entity**, **metoda kapitalizovaných čistých výnosů** a závěrem pouze orientační majetkové ocenění účetní hodnoty podniku. Jednotlivé metody budou následně vyhodnoceny, porovnány a bude určena metoda, stanovující tržní hodnotu podniku XY s.r.o.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ÚVOD DO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Stanovení hodnoty podniku je náročná činnost. Profesionální, kvalitně vypracované ocenění vyžaduje hluboké znalosti ekonomických a odvětvových trendů, znalost fungování dané firmy i její konkurence. Kromě finančních informací je do celého procesu nutno zohlednit i nefinanční informace z oblasti práva a regulativ. Jasná analýza procesních návazností a jednoznačností měřitelných výsledků by poté měla směřovat ke stanovení hodnoty podniku dle konkrétního účelu.

Zde je důležité se taktéž zmínit o nutnosti rozlišovat pojmy cena a hodnota:

CENOU rozumíme konkrétní částku, která byla za podnik v určitém čase a místě uhrazena.

HODNOTU podniku můžeme definovat jako objektivizovanou hodnotu, tedy částku bez ohledu na a konkrétní okolnosti nákupu či prodeje (Dluhošová 2006, s. 146).

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Základním předpokladem pro správné ocenění je tedy definovat předmět ocenění a za jakým účelem bude ocenění provedeno.

V našem případě se jedná o ocenění podniku – co je to tedy podnik? Definic podniku je v odborné literatuře uvedena celá řada v závislosti na úhlu pohledu autora. Pokusím se je shrnout pro naši potřebu ocenění.

Zákonná definice podniku byla do 31. 12. 2013 uvedena v Obchodním zákoníku v § 5: *„Podnik je soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patři podnikateli, a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná“ (*Mařík 2011 et al., s.15).

Po rekondifikaci soukromého práva, tzn. od 1. 1. 2014 je právní úprava obchodních korporací rozdělena do dvou právních předpisů. Občanský zákoník stanoví obecnou právní úpravu, která je společná pro všechny právnické osoby, tedy i korporace. Nový zákon o obchodních korporacích vychází z toho, že základním předpisem soukromého práva je občanský zákoník a věnuje se jen specifikům obchodních korporací.

Podnik je dle § 501 NOZ hromadnou věcí, tedy „ *souborem jednotlivých věcí náležejících téže osobě“* (NOZ, § 501). **Podnik je tedy nutno chápat jako funkční homogen.** NOZ nazývá v § 502 podnik obchodním závodem a definuje jej jako *„ organizovaný soubor*

jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti" (NOZ, § 501). **N**ejedná se tedy o soubor věcí, které bychom mohli ocenit jednotlivě, nezávisle na sobě navzájem a následně pak získat hodnotu podniku jednoduchým součtem oceněných věcí.

1.2 Důvody pro ocenění podniku

Dle Kislingerové (2001) **neexistuje univerzální ocenění** - způsob, rozsah a zvolená metoda oceňování podniku je závislá na důvodu tohoto oceňování, úhlu pohledu oceňovatele a požadavkům klienta.

Podněty pro ocenění je možno rozdělit podle toho, zda se ocenění provádí v souvislosti se vstupem nových společníků, vyplácení stávajících vlastníků, z důvodu likvidace podniku, pro potřebu koupě, či prodeje podniku, dále pak při přeměnách společností, z důvodu zvyšování či snižování základního kapitálu, přeměna (splynutí, sloučení) společnosti, vstup zahraničního kapitálu aj.

Při oceňování můžeme hledat odpověď na 3 otázky:

1. Jaké je tržní ocenění?
2. Jakou má podnik hodnotu z pohledu kupujícího?
3. Jaká hodnota je považováno za nespornou (Mařík, 1998, s. 11)?

1.3 Hodnota podniku

Hodnota podniku je závislá na schopnostech daného podniku generovat budoucí výnosy. Závisí tedy na oboru podnikání, dovednostech managementu řídit procesy a činnosti v podniku (Režňáková a kolektiv, 2010, s. 16).

Kislingerová ve své knize uvádí, že „*hodnota podniku není totožná s cenou podniku. Hodnota a cena se rovnají výjimečně"* (Kislingerová, 2001, s.16).

Pro stanovení hodnoty podniku je důležité zjištění na jakých hladinách se bude podnik oceňovat. Mařík (2011) rozděluje hodnotu podniku na dvě hladiny. Lze oceňovat hodnotou podniku jako celku, tzn. hodnotou pro vlastníky i věřitele. V tomto případě se jedná o hodnotu brutto. Hodnota netto vyjadřuje ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu se jedná o ocenění vlastního kapitálu.

Hodnota podniku mimo jiné závisí na budoucím užitku vyjádřeného v peněžní hodnotě. Dle Maříka je „*hodnota podniku tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni*

vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu“ (Mařík et al., 1998, s.11).

Teorie oceňování definuje čtyři kategorie hodnoty:

1.3.1 Tržní hodnota

Pro účely oceňování je nutno data z podnikových financí konfrontovat s tržními daty relevantního trhu. Tržní hodnota nám tedy odpovídá na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu. Otázkou potencionální tržní ceny se na mezinárodní úrovni intenzivně zabývá významná organizace pro oceňování The International Valuation Standards Committee (IVSC), založená v roce 1981 jako nevládní společnost. Tato organizace se významnou měrou podílí na přípravě mezinárodních standardů pro oceňování. IVSC definuje tržní hodnotu následovně:

„ *Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“* (International Valuation Standard Committe, 2003, s. 82).

Z výše uvedeného vyplývá, že tržní hodnotu můžeme chápat jako směnu mezi dvěma dobře informovanými subjekty, jednající dobrovolně a je bezprostředně spojena s výdělečnou schopností daného podniku (Kislingerová, 2001, s. 14).

Tržní hodnotu použijeme zejména při uvádění podniku na burzu či prodeji podniku za určitých podmínek.

1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

V případě stanovení subjektivní hodnoty je diskontní míra odvozena z možností oceňovaného subjektu investovat. Subjektivní hodnota je tedy dána především subjektivními názory, představami a konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je hodnocení prováděno. Rozdíly mezi subjektivní a tržní hodnotou mohou být dány tím, že konkrétní investor očekává ze zamyšlené transakce určité synergie, má jiný postoj k riziku, je optimističtější nebo pesimističtější než „průměrný“ investor.

Na subjektivní hodnocení je založena tzv. Kolínská škola, která bude popsána později.

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnoty (nazývaná taktéž hodnota znalců) je určitým protikladem subjektivní hodnoty. Odpovídá na otázku „jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou“. Koncepce objektivizované hodnoty lze rozdělit do tří stupňů. V prvním stupni bere v úvahu jen uznávané skutečnosti, relevantní k datu ocenění. V druhém stupni přihlíží k faktům, které mají vliv na ocenění, jsou obecně známá, i když se týkají budoucnosti. Až třetí stupeň promítá ryze subjektivní hlediska, jaké jsou používána u subjektivní hodnoty. Objektivizací rozumíme postup založený na datech, nezávislých na konkrétním znalci nebo investorovi, a na obecně přijímaných metodách (Mařík et. al., 2011, s. 28, 29).

Při výpočtu objektivizované hodnoty by měly být dodrženy určité zásady a požadavky (ocenění na základě volného zisku, rozdělení majetku na část pro provoz nezbytnou a ostatní, volba jasné a jednoznačné metody ocenění, zohlednění daní atd.) (Mařík et al., 2011, s. 28).

Objektivizované ocenění se obvykle používá v případě, kdy je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav (poskytování úvěrů, zjišťování současné reálné bonity podniku) (Mařík et al., 2011, s. 34).

1.3.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Specifické pojetí hodnoty je tzv. Kolínská škola, založená na subjektivním postoji konkrétního daného kupujícího a prodávajícího.

Kolínská škola má pět základních funkcí oceňování i funkcí oceňovatele s různými kategoriemi hodnot. (Mařík 2011 et al., s. 30,31)

Kolínská škola (především rozhodčí hodnota) má podstatný význam v případě podnikových transformací či při prodeji podniku.

2 PŮSOBENÍ RIZIKA A ČASU

Chápání rizika je individuální záležitostí. Odráží se v něm pohled investora, jeho přístup k podnikání. Může riziko akceptovat, či k němu mít averzi. Obecně však lze míru rizika objektivizovat a vytvořit předpoklady pro jeho diverzifikaci a minimalizaci. Působení jednotlivých faktorů v čase ovlivňuje hodnotu peněz. Respektování a znalost působení času a rizika je tedy důležitým aspektem pro řízení a rozhodování managementu či vlastníků podniku (Nývltová, Marinič, 2010, s. 43).

2.1 Faktor času

Hodnota aktiva je současná hodnota budoucích čistých příjmů, které poplynou z tohoto aktiva jeho držiteli. Všechny budoucí příjmy však nemají pro příjemce srovnatelný význam. Rozsah významu příjmů ovlivňuje čas získání aktiva – jedná se o časovou hodnotu peněz. Při stanovení hodnoty podniku nemůžeme tedy očekávané budoucí příjmy přímo sečíst. Musíme je přepočítat k datu ocenění – zjistit jejich současnou hodnotu a teprve poté tyto současné hodnoty budoucích příjmů sečteme.

Podoba peněžních částek může být ve formě jednotlivých částek, anuity či perpetuity (Mařík 2011 et al., s. 38).

2.2 Faktor rizika

Pro výslednou hodnotu podniku je i velmi důležité stanovení výše rizikem zatížených příjmů. V návaznosti na kalkulaci diskontní míry můžeme rizika rozdělit na:

- Rizika obchodní a finanční
- Rizika systematické na nesystematické

2.2.1 Systematické a nesystematické riziko

Členění na systematické a nesystematické riziko se vyskytuje hlavně ve vazbě k investicím na kapitálovém trhu. Je dokázáno, že riziko investice do portfolia cenných papírů je nižší, než investice pouze do jednotlivého cenného papíru. Čím je vyšší diverzifikace a vyšší výnosnost cenného papíru s negativní korelací (roste výnosnost jednoho papíru, klesá výnosnost druhého papíru), riziko portfolia klesá. Systematické je vyvoláno faktory ovlivňující celý kapitálový trh. Citlivost investice vůči trhu měříme koeficientem beta (β). Nesystematické riziko je vyvoláno příčinami specifickými pro daný podnik.

2.3 Diskontní míra

Faktor rizika a faktor času se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry. Německá literatura však preferuje výraz kalkulovaná úroková míra. Určujeme ji *„na základě výnosnosti, kterou investor bude očekávat s přihlédnutím k riziku“* (Mařík et al., 2011, s. 48).

2.3.1 Diskontní míra a riziko

Hlavním problémem je otázka jak se vypořádat s oceněním rizika. Současné poznatky nám poskytují dvě možnosti:

1. Pracovat s rizikovou přirážkou – méně používaná, vycházíme z bezrizikové úrokové míry, kterou upravíme o určitou úroveň, odpovídající míře rizika
2. Použít jistotní ekvivalent výnosů – omezíme očekávanou výnosovou míru jen na bezrizikovou část a poté vyloučíme riziko i z očekávaných příjmů (Mařík et al., 2011, s. 49,50).

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Postup kalkulace diskontní míry by měl záviset na kategorii hodnoty a na typu investora, pro kterého je ocenění určeno.

Rozlišujeme, pro jakou kategorii hodnoty budeme kalkulovat diskontní míru. Může se jednat o tržní, investiční hodnotu nebo objektivní ocenění, které je nutné podložit dostupnými daty. Investorem může být veřejná nebo soukromá společnost.

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování podniku je velmi náročný úkol, kdy v rámci procesu oceňování je oceňovatel nucen řešit celou řadu problémů. Tím základním je vymezení účelu ocenění, který je vodítkem pro výběr modelů oceňování.

Pro kvalitní ocenění nejsou postačující pouze informace podniku, ale je nutno zpracovat informace makroprostředí. Na tuto fázi navazuje makroekonomická analýza, analýza odvětví a finanční analýza podniku. V případě, že bude následně použita výnosová metoda ocenění, je taktéž nutné zpracovat i analýzu podnikatelského záměru. Následně aplikujeme pro srovnatelnost výsledků několik vybraných modelů. Zpráva oceňovatele seznamuje mimo jiné s výsledkem práce (Kislingerová, 2001, s. 27).

Následující obrázek graficky znázorňuje daný postup:

Obrázek 1: Postup při oceňování podniku

Zdroj: Kislingerová, 2001, s. 26

3.1 Sběr vstupních dat

Relevantní vstupní data jsou základním krokem ke správnému ocenění podniku.

Potřebné informace lze rozdělit do těchto skupin:

- Základní data o podniku – základní identifikace podniku včetně rozdělení majetkových podílů, řídící struktury a historie.
- Ekonomická data – účetní výkazy za poslední 3-5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány.
- Relevantní trh – vymezení, velikost a vývoj trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity a vývoje trhu.
- Konkurence – specifikace a data hlavních konkurentů, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k odběratelsko-dodavatelským partnerům.
- Odbyt a marketing – data o struktuře odbytu v časových řadách dle různých hledisek, hlavní produkty, ceny a cenová politika, odbytové cesty, reklama, vývoj a výzkum.
- Výroba a dodavatelé – řízení kvality, charakter výroby, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, minulé investice a investiční plány, struktura dodávek a dodavatelů.
- Pracovníci – struktura pracovníků, situace na trhu práce, nálady mezi zaměstnanci, jejich fluktuace, srovnání produktivity práce s konkurencí, personální náklady (Mařík et al., 2011, s. 54,55).

3.2 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na potenciálu vnějšího a vnitřního prostředí. Lze ji tedy rozdělit na analýzu obecného okolí, tzv. makrookolí a analýzu odvětví, tzv. mikrookolí.

Co si lze představit pod pojmem makrookolí podniku? Můžeme jím definovat všechno to, co vzniká mimo podnik bez ohledu na chování daného podniku. Podnik může na tyto podněty z makrookolí pouze reagovat ku prospěchu jeho samého.

Analýzou mikrookolí zjišťujeme stav odvětví, ve kterém analyzovaný podnik uskutečňuje svoji činnost. Cílem je zjistit ty síly, které činí podnik atraktivním – při analýze tedy klademe důraz na konkurenční prostředí. Výsledkem strategické analýzy by měla být odpověď na tři základní otázky:

1. Jaký je stav vývoj relevantního trhu a konkurence?
2. Jaké jsou perspektivy oceňovaného podniku z dlouhodobého horizontu?

3. Jaká rizika jsou spojena s daným oceňovaným podnikem?

Mařík (2011) doporučuje následující postup:

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza.
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku v návaznosti na bod 2 (Mařík et al., 2011, s. 58).

3.2.1 Podnik a vnější prostředí

Prvním krokem strategické analýzy je nutnost vymezení trhu, tedy relevantního tržního prostředí ve vztahu k oceňovanému podniku. Na základě vymezení daného trhu bychom měly získat základní data a atraktivitu analyzovaného prostředí s následným zpracováním prognózy dalšího vývoje tohoto trhu.

Základní data o trhu nám pomocí statistických metod identifikují odhad velikosti daného trhu, jeho vývoj a případnou segmentaci. Velikost trhu určujeme podle velikosti poptávky a vývoje cen. Atraktivitu relevantního trhu můžeme vyjádřit pomocí růstných faktorů - velikost trhu a roční míra růstu, kvalita trhu, zásobování surovinami či situace v okolí podniku (Synek, 20011, s. 162).

Udržování rovnovážného stavu podniku s prostředím je založeno na vzájemném ovlivňování a přizpůsobování se. Vnější prostředí je v rovnovážném stavu tehdy, je-li v tomto stavu i většina podniků. Každé vnější prostředí je ovlivňováno řadou faktorů, jako jsou například faktory společenské, ekonomické, sociální, technologické či ekologické. Ohodnocením vlivů těchto konkrétních faktorů se zabývá PESTE analýza (Váchal et al., 2013, s. 398).

Na analýzy relevantního trhu navazuje jeho prognóza. Pro sestavení prognózy je důležité postupovat dle typu ocenění. Za hlavní faktory ovlivňující prognózy jsou považovány politická stabilita, sociální trendy, cenová úroveň, kontrolní a fiskální politika vlády, ale i zaměstnanost, produktivita a národní důchod (Jakubíková, 2013, s. 62).

3.2.2 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Porterův model

Dle Porterova modelu konkurenčních sil je stav konkurence závislý na působení pěti základních sil a výsledkem jejich společného působení je ziskový potenciál odvětví. Váchal, Vochozka a kolektiv (2013) charakterizují tyto hybné síly následovně:

Ohrožení ze strany nových konkurentů – závisí na bariérách vstupu do odvětví a reakcí úspěšně zavedených podniků na vstup nového konkurenta.

Vyjednávací síly dodavatelů – výše vyjednávací síly dodavatelů závisí na jejich koncentraci, jedinečnosti dodávaných vstupů a významnosti daného odběratele.

Vyjednávací síla odběratelů – je zrcadlovým obrazem síly dodavatelů - odběratelé jsou silní, jestliže je málo zákazníků, nakupovaný vstup je standardizovaný a jestliže jejich nákup je pro dodavatele výrazným odbytištěm.

Ohrožení substituty – ze strategického hlediska jsou nejdůležitějšími substituty takové, které technologickými inovacemi stávajících výrobků nabízejí lepší uspokojení potřeb a jsou vyráběny v odvětvích dosahujících vyšších zisků.

Rivalita mezi existujícím podniky – rivalita je důsledkem snahy podniků vylepšit si vlastní pozici. Faktory ovlivňující velikost rivality jsou např. míra diferenciace produktů, bariéry výstupu z odvětví, počet a velikost rivalů.

Vyvarování se vlivu konkurenčních sil, znamená pro podnik zvolit vhodný přístup ke konkurenci s cílem izolace podniku od působení těchto konkurenčních sil (Váchal et al., 2013, s. 404).

Obrázek 2: Porterův model konkurenčních sil

Zdroj: Byznysslovicka (© 2014)

Strategické mapy

Nedílnou součástí analýzy odvětví je mapování strategických skupin. Faktorů ovlivňujících strukturu odvětví je celá řada. Mezi nejvýznamnější bezesporu patří velikost trhu, tempo vývoje trhu, výše kapacit, podmínky relativní ziskovosti, vstupní či výstupní bariéry, cena výrobků, kapitálová náročnost, standardizace výrobků, vertikální integrace, úspory z rozsahu a rychlé inovace výrobků. Metodu vytváření strategických skupin lze shrnout do těchto bodů:

- Nalezení hlavních charakteristik odlišující podniky v daném odvětví od sebe navzájem.
- Znázornění podniků na mapě o dvou proměnných za použití těchto odlišujících charakteristik.
- Zařazení podniků stejné strategické skupiny.
- Obkreslení kružnic okolo každé strategické skupiny s velikostí kruhu dle proporce k podílu dané skupiny na celkových výnosech v odvětví (Váchal et al., 2013, s. 410).

Na strategické mapy navazuje **analýza konkurentů**, identifikující hlavní konkurenty. Výsledkem této identifikace konkurentů by mělo být shrnutí základních parametrů jejich hospodaření.

3.2.3 Strategická analýza vnitřního prostředí podniku

Analýza podnikových zdrojů je jedním z pilířů formování podnikové strategie. Jejím cílem je identifikace zdrojů a kompetencí, které podniku umožní budovat relativně trvalou konkurenční výhodu. *„Východiskem pro analýzu vnitřního prostředí podniku je zhodnocení dosavadní strategie, které by mělo zaměřit pozornost manažerů na hlavní strategické problémy“* (Váchal et al., 2013, s. 416). V rámci analýzy vnitřního prostředí probíhá analýza zdrojů a kompetencí, analýza klíčových procesů, analýza portfolia, analýza konkurenceschopnosti, aj.

Výsledek analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly analyzovanému podniku posoudí jeho perspektivnost, stanoví odhad vývoje tržního podílu podniku a určí diskontní míry nebo jiné aspekty ocenění, zachycující riziko podniku (Mařík et al., 2011, s. 77).

3.2.4 SWOT analýza

Na základě výsledků vnitřní a vnější analýzy poté identifikujeme pomocí SWOT analýzy silné a slabé stránky podniku, jeho příležitosti a hrozby. SWOT analýza (anglická zkratka strenghts – weaknesses – opportunities – threats) bývá znázorněna pomocí čtyř kvadrantů. V každém z kvadrantů je uvedený výčet faktorů podle jejich významu.

Do levé poloviny zaznamenáme faktory s pozitivním dopadem na podnik. Do pravé poloviny pak naopak zobrazujeme negativní skutečnosti, které je nutno potlačit, zpracovat, nebo se alespoň dostatečně připravit na jejich případné důsledky. V horním oddíle mapujeme faktory interní povahy, které lze ovlivnit. Dolní naopak určuje externí vlivy ať už makroprostředí nebo mikroprostředí.

Sestavení jednotlivých kvadrantů znázorňuje následující obrázek:

Obrázek.3: SWOT analýza

Zdroj: cevelova © 2014

Vymezené konkrétní silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení daného podniku sumarizujeme. Sumarizace umožňuje zpracování matice a první generování strategických směrů:

SO strategie jsou silné stránky podniku, které jsou využívány ke zhodnocení příležitostí identifikovaných ve vnějším prostředí.

WO strategie má za cíl odstranění slabých stránek využitím příležitostí.

ST strategii je založena na včasné identifikaci hrozeb a za pomoci silných stránek daného podniku jejich následnou přeměnu na příležitosti.

WT strategie, tzv. ochranná strategie, je stav, kdy převažují slabé stránky, a existuje množství hrozeb. Zde přichází možnost učinění určitých kompromisů (fůze, omezení výdajů, vyhlášení likvidace) (Váchal et al., 2013, s. 434).

3.2.5 Prognózy tržeb podniku

Oceňování je tvůrčí přístup a každý oceňovaný podnik vyžaduje své specifické řešení. Mařík (2011) vyvozuje prognózování tržeb z výsledků předcházejících kroků strategické analýzy – tzn. z analýzy a prognózy relevantního trhu, vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku a z výsledků analýzy časových řad tržeb podniku v minulosti a jejich extrapolace.

3.3 Analýza finančního zdraví podniku

Finanční analýza je úzce spjata s účetnictvím a finančním řízením podniku. Účetnictví poskytuje data a informace pro finanční rozhodování. Představuje ohodnocení minulosti, současnosti a doporučení adekvátních řešení do budoucnosti finančního hospodaření daného podniku.

Cílem finanční analýzy je rozpoznat finanční zdraví podniku i určit silné a slabé stránky analyzované podniku. Finanční zdraví vyjadřuje uspokojivou finanční situaci podniku. Podnik je tedy schopen trvale naplňovat smysl své existence. Finanční zdraví záleží hlavně na výnosnosti, tzn. rentabilitě, s přihlédnutím k danému riziku.

Účelem finanční analýzy je komplexní vyjádření majetkové a finanční situace podniku. Základními požadavky, kladenými na tuto analýzu, jsou komplexnost, finanční důvěryhodnost a soustavnost (Grünwald a Holečková, 2008, s. 4).

Informace o finančním zdraví podniku jsou používány externími i interními uživateli. Mezi externí uživatele můžeme zahrnout stát a jeho orgány, investory, banky a ostatní věřitele či obchodní partnery. Interními uživateli jsou manažeři, zaměstnanci a odboráři.

Analýzu celkové finanční výkonnosti podniku lze rozdělit na kvalitativní a technickou, tedy kvantitativní ekonomickou analýzu. Fundamentální analýza je zaměřena na hodnocení v reálném čase vnitřního a vnějšího ekonomického prostředí podniku s ohledem na základní cíl podniku (Nývltová, Marinič, 2010, s.161).

3.3.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

„Finanční analýza je nedílnou součástí finančního řízení, protože působí jako zpětná informace o tom, čeho podnik v jednotlivých oblastech dosáhnul, v čem se mu jeho předpoklady podařilo splnit a kde naopak došlo k situaci, které chtěl předejít, nebo kterou nečekal“ (Pavelková, Knápková, 2005, s. 24).

Hlavním zdroje informací pro vypracování finanční analýzy je účetní závěrka. Dle zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů je účetní závěrka tvořena účetními výkazy - rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow a příloha k účetní závěrce.

ROZVAHA

Je písemným přehledem majetku, tj. aktiv na straně jedné a zdrojů jeho krytí, tedy pasiv, na straně druhé a to k určitému časovému okamžiku.

Strana aktiv bývá taktéž označována jako majetková struktura podniku, strana pasiv bývá někdy označována jako finanční struktura.

Rozvaha má aktiva rozdělena dle jejich funkce – členíme je na aktiva stálá (dlouhodobá, fixní) a aktiva oběžná, neboli krátkodobá. Další členění aktiv je podle stupně likvidnosti majetku. Pasiva jsou členěna podle vlastnictví zdrojů na vlastní kapitál a cizí zdroje.

Základním vztahem v rozvaze je princip bilanční rovnosti.

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Slouží ke zjišťování výše a způsobu tvorby složek výsledku hospodaření. Zachycuje vztah mezi výnosy dosaženými za určité období a náklady souvisejícími s jejich vytvořením. Tento vztah lze vyjádřit následovně:

Výnosy – náklady = výsledek hospodaření.

Výnosy jsou peněžním vyjádřením hodnot, na které má podnik nárok z titulu prodej zboží nebo služeb.

Náklady jsou peněžním vyjádřením spotřeby výrobních činitelů. V praxi náklady představují spotřebu, opotřebení majetku a přírůstek závazků.

Výsledek hospodaření je součtem provozního a finančního výsledku hospodaření, snížený o daň za běžnou činnost. V praxi je definován jako *výsledek hospodaření za běžnou čin-*

nost. Výsledek hospodaření z provozní činnosti je určen ze základních a opakujících se činností podniku. Je tvořen tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb po odečtení nákladů podniku (výrobní spotřeba, osobní náklady, daně a poplatky a odpisy). *Výsledek hospodaření z finanční činnosti* souvisí s finančními operacemi podniku. *Výsledek hospodaření z mimořádné činnosti* je rozdílem mimořádných výnosů a mimořádných nákladů (Dluhošová 2006, s. 54).

VÝKAZ CASH FLOW

Pojmem peněžní tok, tedy cash flow, rozumíme tokovou veličinu, která odráží přírůstek nebo úbytek peněžních prostředků při hospodářské činnosti podniku. Představuje tvorbu či užití finančních prostředků za určité období.

Hlavním účelem sestavení tohoto výkazu je poskytnutí podrobných informací o výsledcích finančního řízení a z provozní, finanční a investiční činnosti podniku.

Zjistit peněžní toky vlastně znamená transformovat údaje o výnosech a nákladech do údajů o příjmech a výdajích.

Obecně známé jsou dvě metody výpočtu Cash-flow: přímá a nepřímá.

Přímá metoda

U této metody existují dva možné výpočty. Standardní přímá metoda vychází z peněžních příjmů a výdajů podniku. Je velmi pracná a je zde nutná úprava účetního systému.

Proto vznikla upravená přímá metoda, která spočívá v přeměně nákladů a výnosů ve výsledovce na příjmy a výdaje skrze změny na účtech aktiv a pasiv.

Nepřímá metoda

Tato metoda je zjednodušeně výsledek hospodaření upravený o nepeněžní a mimořádné položky hospodaření a o změny položek rozvahy. Prakticky k výnosům přičteme příjmy, které výnosem nebyly a naopak z výnosů vyřadíme položky, které nebyly příjmem. Stejně postupujeme u nákladů. Při navyšování příjmů používáme znaménko +, při ponížení použijeme znaménko -. Jestliže ponižujeme výdaje, použijeme znaménko +, při povýšení poté znaménko -.

3.3.2 Postup při finanční analýze

Z výše uvedené vyplývá, že při analýze je tedy vždy primární analýza účetních výkazů a jejich porovnání s průměrným podnikem a odvětvím. Dalším krokem je poté zhodnocení

všech složek finanční rovnováhy. Patří sem zadluženost, likvidita, rentabilita a aktivita. Následuje rozbor vztahů uvnitř jednotlivých skupin ukazatelů, například pomocí pyramidových rozkladů. Závěrečným krokem je shrnutí a interpretace výsledků, tzv. analýza situace, a určení problémů podniků (Pavelková, Knápková 2007, s. 66).

3.3.3 Soustava ukazatelů finanční analýzy

Údaje získané z účetních výkazů mají smysl až při porovnání s ostatními číselnými údaji. Porovnáním jednotlivých ukazatelů v čase a prostoru vzniká hlavní přínos finanční analýzy (Vochozka et al., s. 12).

ABSOLUTNÍ UKAZATELE

U hodnocení absolutních ukazatelů se věnujeme vývoji jednotlivých položek výkazů a účetní závěrky. Hodnotitel provádí horizontální a vertikální analýzu dat výkazů účetní závěrky v podobě procentního rozboru, indexového počtu nebo rozdílových ukazatelů (Váchal et al., 2013, s. 217).

ROZDÍLOVÉ UKAZATELE

Používají se hlavně k analýze a řízení likvidity podniku. Tyto ukazatele označujeme jako fondy finančních prostředků. Patří sem čistý pracovní kapitál, čisté pohotové prostředky a čistý pěněžně - pohledávkový fond.

POMĚROVÉ UKAZATELE

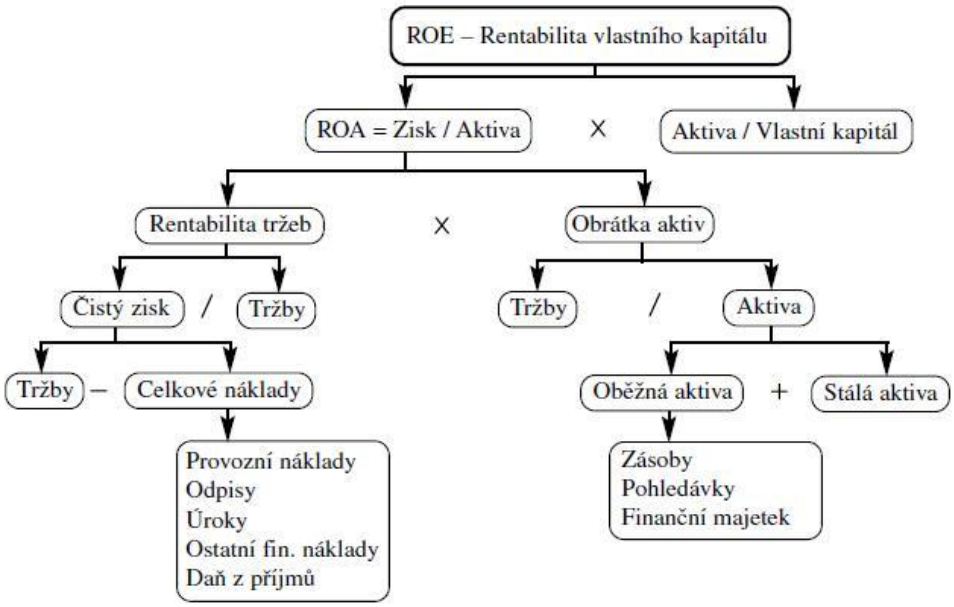
Základním nástrojem finanční analýzy je analýza poměrových ukazatelů, které stanovujeme na základě výkazů finančního účetnictví. Mluvíme o ukazatelích rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti a skupiny ukazatelů kapitálového trhu. Nyní se jednotlivým ukazatelům budu věnovat podrobněji (Nývltová 2010, s. 164).

Ukazatele rentability

Rentabilita znamená výnosnost vloženého kapitálu. Určuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku za použití investovaného kapitálu. Je vyjádřením míry zisku. Ukazatele rentability zjistíme poměrem hospodářského výsledku a jiných veličin, kdy ve jmenovateli zlomku může být uvedený vlastní kapitál, celkový vložený kapitál, dlouhodobý kapitál, tržby, náklady, či přidaná hodnota (Pavelková, Knápková 2007, s. 78).

Pyramidový rozklad ukazatelů rentability

Součástí analýzy rentability je rozklad syntetických ukazatelů na ukazatele dílčí, tzv. Du Pont analýza, nebo-li pyramidový rozklad rentability.



Obrázek 4: pyramidový rozklad ukazatelů rentability

Zdroj: managementmanica © 2013

Analýza zadluženosti

Ukazatelé zde pracují jako indikátory výše rizika. Přináší nám informace týkající se úvěrového zatížení podniku. Do jisté míry je toto zatížení žádoucí, ale podnik nesmí být zatěžován příliš vysokými finančními náklady. Vyšší zadluženost je tedy možná, avšak jen v případě vyšších hodnot podnikové rentability. Mezi v praxi používané ukazatele můžeme zařadit celkovou zadluženost, míru zadluženosti, úrokové krytí, krytí dlouhodobého majetku a další.

Analýza likvidity

Pojmem likvidita rozumíme schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb (Dluhošová, 2006, s. 79).

Pro určení schopnosti podniku splácet své závazky můžeme použít ukazatele běžné pohotové a okamžité likvidity. Podstatou výpočtu tří základních stupňů likvidity je zjištění poměru mezi určitými majetkovými složkami v rámci oběžného majetků a krátkodobými závazky (Landa 2007, str. 27).

Ukazatele aktivity (Asset Utilization Ratios)

*„Aktivita je charakterizována hlavně rychlostí obratu celkového kapitálu, resp. obratem celkových aktiv“ (*Grünwald a Holečková, 2008, s. 47).

Podle jednotlivých forem aktiv lze vytvořit soustavu jejich dílčích ukazatelů. Tyto ukazatele se vyskytují ve dvou podobách:

- Rychlost obratu, vyjadřující počet obrátek (kolikrát se určitá položka přemění do jiné položky) za daná období. Ukazuje nám, kolikrát hodnota podnikového výkonu převyšuje hodnotu dané položky aktiv.
- Doba obratu, která představuje délku období, nutného k uskutečnění jednoho obratu. Její vyjádření je v časových jednotkách.

Ukazatele kapitálového trhu

Jako jediné ukazatele kombinují účetní údaje podniku s očekáváním investorů. Tržní cena podniku odráží názor investorů na budoucnost podniku. Můžeme zde zařadit ukazatel zisku na akcii, P/E ratio či dividendový výnos.

3.3.4 Kompromisní vztah mezi rentabilitou, zadlužeností a likviditou

Tyto tři ukazatele podniku můžeme vyjádřit konkrétně pomocí ukazatelů rentability vlastního kapitálu, finanční páky a pohotové likvidity. Volba hodnot závisí na fázi vývoje firmy a na riziku, které hodlá podnik podstoupit (Dluhošová 2006, s. 87).

3.3.5 Analýza souhrnných ukazatelů

Metody komplexního hodnocení podniku vychází ze srovnání dosaženého výsledku s předem stanovenou škálou. Ve spojení s jinými ukazateli mohou vykazovat pro hodnocení podniku přidanou hodnotu.

Mezi nejvyužívanější patří index bonity, Altmanova analýza a Index IN.

3.4 Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná

Prakticky všechny zahraniční i české publikace týkající se oceňování podniku se shodují v zásadě, že by mělo dojít k rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná.

3.4.1 Provozně potřebná aktiva

Provozně potřebnými aktivy jsou taková, která jsou nepostradatelná pro podnikatelskou činnost v daném podniku. Patří sem zejména pohledávky, zásoby, peněžní prostředky a fixní aktiva, nutná pro hlavní činnost oceňovaného podniku.

3.4.2 Provozně nepotřebná aktiva

V případě provozně nepotřebných aktiv se jedná o položky, které nesouvisí s hlavní provozní činností a hlavním předmětem podnikání, dále pak položky, které jsou sice klasifikovány jako provozní, ale mají charakter mimořádných. Mezi ně bezesporu patří krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek, nemovitosti a pohledávky, které nesouvisejí s hlavní činností podniku, provozně málo využívaný majetek, nepotřebné zásoby, nedobytné, ale dosud vykazované pohledávky, ale i součásti neprovozního majetku (Mařík et al., 2011, s. 121).

3.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Jestliže vyloučíme určitá aktiva, která nesouvisí s hlavním předmětem činnosti podniku, je nutné vyřadit taktéž ty náklady nebo výnosy, které jsou s vyloučenými aktivy nějakým způsobem spojeny. Mezi položky, které jsou vylučovány nejčastěji, patří odpisy budov i zařízení, které neslouží k hlavní činnosti, tržby a zůstatková cena prodaného majetku a materiálu.

Druhým krokem je poté naopak k provoznímu výsledku hospodaření přičíst finanční výnosy i náklady, které jsou spojeny s provozními aktivy (např. některé druhy finančních nákladů, určité výnosy z cenných papírů).

Touto úpravou získáme korigovaný výsledek hospodaření, který je „*výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem*“ (Mařík et al., 2011, s. 123).

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnot

Generátory hodnoty jsou klíčovým faktorem ovlivňujícím výkonnost podniku. Představují soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které v souhrnu určují hodnotu daného podniku (Pavelková, Knápková, 2005, s. 101).

Analýza generátorů hodnoty nám ve svém výsledku poskytne pohled na minulost podniku, zda tvoří hodnotu podniku a jaké faktory tento stav ovlivňují.

Prognóza generátorů hodnoty by měla být základním kamenem pro tvorbu finančního plánu. V něm je poté rozpracován vývoj těchto generátorů hodnoty. Při aplikaci výnosového přístupu k oceňování pracujeme obvykle s následujícími generátory hodnoty:

Tržby a jejich růst – vycházíme ze závěrů strategické analýzy ovšem s irigací kapacitních možností podniku.

Marže provozního zisku – nutno provést i analýzu hlavních faktorů, které v předcházejícím období na ni působily (konkurenční struktura, osobní náklady, aj.).

Investice do pracovního kapitálu – musíme upravit o výši neúročeného cizího kapitálu a použít jen provozně nutné veličiny pracovního kapitálu.

Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku – měly by zahrnovat investice do výzkumu a vývoje a investice do lidských zdrojů.

Mezi další generátory patří diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku (Mařík et al., 2011, s. 125,126).

3.6 Finanční plán

Finanční plán je součástí podnikového plánu a je nástrojem finančního řízení podniku. Základem finančního plánu je dlouhodobý finanční plán, zabývající se dlouhodobými zdroji a potřebami. Dlouhodobý plán se pak následně promítá do krátkodobého (ročního) plánu. Ten spolu s rozpočty slouží ke krátkodobému finančnímu řízení podniku (Grunwald, Holečková, 2008, s. 115).

Má-li finanční plánování plnit svou funkci při finančním řízení podniku, je nutné v procesu finančního plánování respektovat určité základní principy. Landa (str. 110-112) je definuje jako princip preference peněžních toků, princip respektování faktoru času a minimalizace rizika a princip optimalizace kapitálové struktury.

V případě oceňování podniku za pomocí výnosových metod je nutno sestavit kompletní finanční plán, skládající se z hlavních finančních výkazů, tedy z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků.

Finanční plán vychází z dlouhodobé koncepce podniku, tedy ze strategie a vize. Východiskem je plán prodeje, navazující na výsledky strategické analýzy.

Na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty jsme již stanovili plán stěžejních položek, tvořících kostru finančního plánu. Pro sestavení požadovaných výkazů je následně potřeba doplnit:

- Plán financování – předpokládané splátky úvěrů, nové úvěry, pohyb vlastního kapitálu.
- Plánované hodnoty dalších méně významných položek, které pomohou zajistit kontinuitu časové řady finančních výkazů.
- Položky nesouvisející s hlavní činností podniku (např. plán odprodeje majetku).
- Předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku.
- Formální dopočty všech položek účetních výkazů (Mařík, 2011, s. 150,151).

4 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCENĚNÍ PODNIKU

Před zahájením prací na ocenění je stěžejní vyjasnit si důvod ocenění podniku, a jaké hodnoty by mělo být oceněním dosaženo. Tomu je pak následně podřízený výběr vhodné techniky ocenění (Mařík, 1998, s.18). Všeobecně dělíme metody oceňování podniku následovně:

Výnosové metody oceňování

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

Majetkové metody oceňování

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

Tržní metody oceňování

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

Vzhledem k tomu, že v praktické části bude použita při oceňování metoda, založená na analýze výnosů podniku, zaměříme se na tuto metodu i nyní.

4.1 Výnosové ocenění podniku

Každý podnik je jedinečný ve svém oboru. Pro stanovení hodnoty tedy není možné použití všeobecných vzorců. Specifika daného podniku určují různé faktory hodnocení (Refait, 1995, s. 69).

Hodnota výnosů je určena prostřednictvím očekávaného zisku v příštích letech, který je diskontován na současnou hodnotu. Tuto hodnotu v době prodeje diskontujeme prostřednictvím kapitalizované úrokové míry.

Dle Mařika *„hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele. Pro podnik jsou tímto užitkem právě očekávané příjmy“* (Mařík et al., 1998, s. 20). Výnosová metoda hledá odpověď na otázky, jaké výnosy u daného podniku očekává k němu příslušný trh (hledání tržní hodnoty) a jaké výnosy očekává konkrétní subjekt (subjektivní oceňování).

4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash flow)

Tato základní výnosová metoda je nejvíce rozšířena v USA a Velké Británii, v návaznosti na globalizaci investičních procesů, se však postupně se však rozšířila i do Evropy.

Metoda DCF se vyskytuje ve více variantách. Každá z nich má svá pravidla, která je nutné dodržovat. Mařík (1998, str. 20-22) tyto metody člení na:

- Varianty metody DCF podle způsobu kalkulace daní
- Varianty metody DCF podle použitých cen
- Varianty metody DCF podle způsobu, jak kalkulujeme peněžní toky

Pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF rozlišujeme tři základní techniky:

Metoda DCF „entity“ – považujeme za základní způsob. Při tomto výpočtu nejdříve diskontujeme peněžní toky, které byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Tuto hodnotu označujeme brutto. Následně pak od hodnoty brutto odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění. Tím získáme hodnotu vlastního kapitálu, kterou označujeme jako hodnotu netto.

Metoda DCF „equity“ – peněžní toky, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku, diskontujeme a tím získáme hodnotu vlastního kapitálu.

Metoda DCF „APV“ – nejprve součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroku zjistíme hodnotu podniku jako celku. Pro zjištění hodnoty netto pak od hodnoty brutto odečteme základní kapitál.

Jelikož metoda DCF entity je považována v řadách odborné veřejnosti za základní způsob, budu se dále podrobněji zabývat právě touto metodou.

Pracovní postup při použití metody DCF

Abychom mohli přistoupit k vlastnímu ocenění, musíme mít k dispozici výsledky strategické a finanční analýzy a zdůvodněním podložený kompletní finanční plán.

V první fázi je nutná znalost orientace v postupech, jak vymezit peněžní tok pro vlastní ocenění a jakými propočtovými technikami odvodit z prognózy peněžního toku výnosovou hodnotu (Mařík, 1998, s. 50).

U metody DCF entity je podnik jako celek chápán na úrovni investovaného kapitálu. Jedná se o velmi důležitou veličinu této metody, proto se jí budu věnovat podrobněji.

Výchozím údajem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou potřebujeme upravit následujícím způsobem:

Určení nákladů na kapitál - oceňujeme náklady na investovaný kapitál, nacházející se v rozvaze na straně pasiv. Patří zde vlastní kapitál, cizí úročený kapitál, nákladové rezervy, upravené závazky a časové rozlišení. U závazků, kde zpravidla podstatnou část tvoří závazky z obchodních vztahů, je komplikovaný propočet nákladů na tento druh kapitálu. Náklady na obchodní úvěr jsou obsaženy v cenách dodávek a je velmi složité tuto položku oddělit. Proto raději pracujeme s pracovním kapitálem, tedy dlouhodobým kapitálem určeným k financování oběžných aktiv. Výpočet pracovního kapitálu musíme upravit o časové rozlišení – zvýši o časové rozlišení aktivní a snížit o časové rozlišení pasivní:

Tabulka 1: upravený pracovní kapitál pro účely výpočtu investovaného kapitálu

Dlouhodobá aktiva	**Zpoplatněný kapitál** (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál)	
Oběžná aktiva		} **Upravený pracovní kapitál**
	Neúročený kapitál (především krátkodobé závazky)	

Zdroj: Mařík, 2011, s. 167

Po úpravách bude investovaný kapitál upravený pro potřeby ocenění v následujícím složení:

Tabulka 2: investovaný kapitál a jeho složení

Dlouhodobá aktiva	**Zpoplatněný kapitál** (VK + úročený CK)	}	**Investovaný kapitál**
Upravený PK			

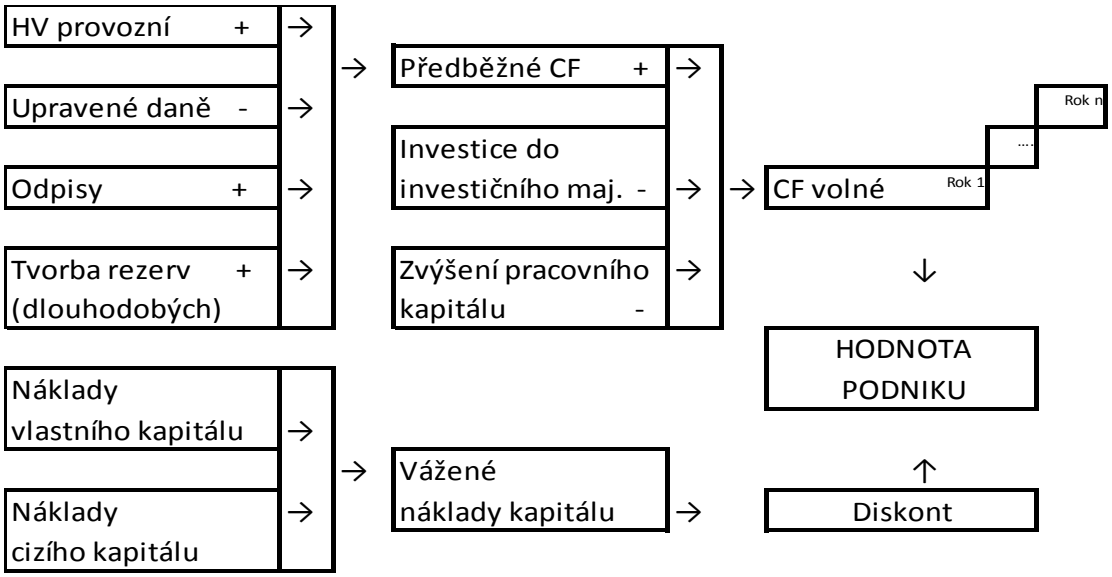
Zdroj: Mařík 2011, s. 168

Rozčlenění majetku na provozně nutný a nenutný – potřebu tohoto rozčlenění jsem již popsala v bodě 3.4. Oddělením neprovozního majetku získáme dvě úrovně investovaného kapitálu – první úrovní je provozně nutný investovaný kapitál, zahrnující provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva. Druhá úroveň je celkový investovaný kapitál, skládající se z provozně nutného investovaného kapitálu a neprovozních aktiv. Provozně nutný upravený pracovní kapitál přitom vypočteme následovně:

Provozně nutná oběžná aktiva + Časové rozlišení aktivní provozně nutné – neúročené cizí závazky, vztahující se k provozním oběžným aktivům – pasivní časové rozlišení provozní povahy.

Pro potřeby oceňování podniku je třeba určit, kolik peněz je možno vzít podniku bez narušení jeho plánovaného vývoje. Východiskem je provozní peněžní tok podniku, od kterého odečteme investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnu. Výsledkem je vyčíslení tzv. volného cash flow podniku.

Hodnotu podniku jako celku určuje současná hodnota peněžních toků od data ocenění do nekonečna. V následujícím obrázku je znázorněn postup výpočtu volného peněžního toku:



Obrázek 5: volné cash flow jako základ pro hodnotu podniku

Zdroj: Mařík, 2011, s. 52

Podnik předpokládá nekonečně dlouhou existenci. V tomto případě určíme hodnotu podniku pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^{n} \mathrm{FCF_t}(1 + \mathrm{i_k})^{-1},$$

kde: FCF_t = volné cash flow v roce t,

i_k = kalkulovaná úroková míra (diskontní míra),

n = počet let předpokládané existence podniku.

V praxi je většinou předpoklad, že podnik bude existovat nekonečně dlouho a je téměř nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Odborná literatura nabízí dva způsoby řešení tohoto problému: standardní dvoufázová metoda a metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

Standardní dvoufázová metoda - rozděluje budoucí období na dvě fáze. První fáze se týká období, ve kterém je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Copeland s kolegy (2002) uvádějí, že první fáze by měla být dlouhá natolik, aby po jejím uplynutí podnik dosáhl potřebného stavu rovnováhy. Druhá fáze pak znamená období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku v druhé fázi je nazývána jako pokračující hodnota.

Výpočet hodnoty podniku podle dvoufázové metody vyjadřuje vzorec:

$$H_b = \sum_{t=1}^{n} \mathrm{FCF_t}(1 + \mathrm{i_k})^{-1} + \frac{\mathrm{PH}}{(1+\mathrm{i_k})^{\mathrm{T}}},$$

kde: T = délka první fáze v letech. (Mařík 1998 str. 54).

Mařík (2011 str. 183-187) stanovuje dva způsoby výpočtu pokračující hodnoty:

Gordonův vzorec- vhodný pro oceňování akcií na základě divident:

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

kde: T = poslední rok prognózovaného období,

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra,

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze.

Pametrický vzorec – založený na faktorech tvorby hodnoty:

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

kde $KPVH_{T+1}$ je korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních, v prvním roce po uplynutí období prognózy.

Tyto dva vzorce pro pokračující hodnotu jsou co do obsahu shodné. Parametrický vzorec je ale založen na rozvedeném vyjádření faktorů hodnoty.

Třífázový propočet – jedná se o podrobnější členění budoucnosti na tři fáze: fáze rychlého růstu, fáze přechodná a fáze stability. Jednotlivé fáze se liší především tempem růstu podniku. První fáze je obdobím, kdy podnik dosahuje vyšší výnosnost, než jsou náklady na kapitál. Druhá fáze je přechodným obdobím a poslední, třetí fáze stabilizace je obdobím, kdy výnosnost a náklady na kapitál jsou si rovny. Obrázek č. 6 názorně rozlišuje jednotlivé fáze, probíhající při práci s modely DCF (Kislingerová, 2001, s. 168).

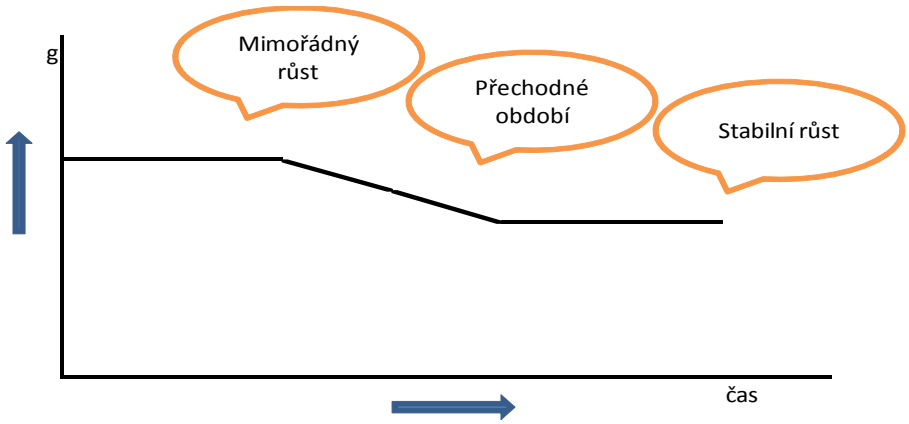
Hodnotu podniku u třífázového propočtu zjistíme pomocí vztahu:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{i=t}^{i=n} \frac{CF_O\,(1+g)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=m} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_m)(1+r)^m},$$

kde: CF_t = peněžní tok v čase t,

r = diskontní míra odrážející rizikovost peněžního toku v čitateli,

g = tempo růstu (Kislingerová, 2001, s. 168).



Obrázek 6: třífázový propočet

Zdroj: Kislingerová, 2001, s. 168

Diskontní míra pro metodu DCF entity

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry je odvislá na použité variantě metody DCF. Jelikož jsme se zaměřili na metodu DCF entity, budu se i při stanovení diskontní míry orientovat na daný postup. DCF entity, jak už bylo řečeno, vychází z peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Zde je potřeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC-weighted average capital cost). Náklady kapitálu zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a

tomu odpovídajícímu riziku. Nejedná se však o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti.

Do cizího kapitálu se nezahrnují neúročná pasiva, ty jsou již obsaženy v provozních peněžních tocích. Je nutné zdůraznit, že podíl na celkovém investovaném kapitálu počítáme na základě tržních hodnot (Mařík, 2011, s. 206-207).

Obecný vzorce pro průměrné vážené náklady je následující:

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

kde: n_{ck} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu (náklady na CK),

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt,

CK = tržní hodnota úročeného cizího kapitálu vloženého do podniku,

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost VK oceňovaného podniku (náklady na VK),

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu,

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu (K=VK+CK).

Výpočet nákladů celkového kapitálu můžeme rozdělit do čtyř kroků:

Určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu - použití tržních hodnot sebou nese problémy, které je možné řešit dvěma způsoby:

- Orientačními odhady, tzv. cílová struktura, kdy odhadujeme strukturu kapitálu v tržních hodnotách pro budoucí období a to několika způsoby (jaká je současna kapitálová struktura v tržní hodnotě, jaká je kapitálová struktura srovnatelných společností, jaká je kapitálová struktura žádoucí pro podnik)
- Iterační postup – nejprve odhadneme výchozí strukturu, vypočítáme hodnotu podniku a z ní následně zjistíme novou strukturu kapitálu. Postup opakujeme až do ustálení struktury.

Určení nákladů na cizí kapitál – vypočítáme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb. Pro výpočet efektivní úrokové míry platí:

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

kde: D = čistá částka peněz získaná výpůjčkou,

U_t = úrokové platby,

d = sazba daně z příjmů,

S_t = splátka dluhu za dohodnutý časový interval,

n = počet období, za které jsou prováděny platby z dluhu,

i = hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a
která vyjadřuje výši efektivního úroku (Mařík, 2011, s. 212).

Tento způsob je použitelný jen u pevně stanovených úroků z dluhů a za situace, kdy částka peněz získaná výpůjčkou odpovídá současné tržní hodnotě dluhu. V ostatních případech bychom měli použít alternativní postup založený na tržních datech:

$$n_{CK} = r_f + RPn_{CK},$$

kde: n_{CK} = náklady cizího kapitálu,

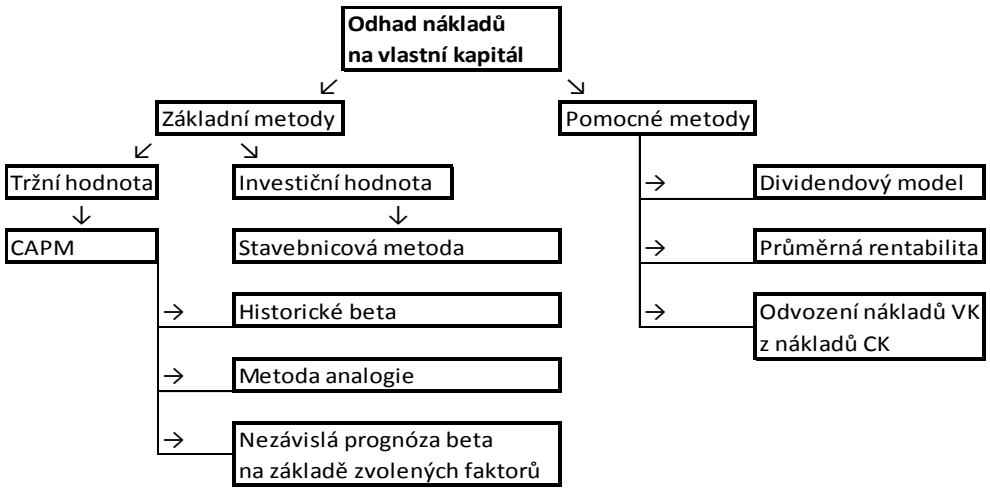
r_f = bezriziková výnosová míra na úrovni výnosnosti státních dluhopisů, s obdobnou dobou splatnosti, jako má posuzovaný dluh,

RP = riziková přirážka pro CK stanovená podle ratingu daného dluhu

(Mařík et al., 2011, s. 213).

Pro praktické využití je však důležité stanovit alespoň orientační rating obligací nebo úvěru, poskytnutého danému podniku.

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekávání příslušných investorů. Problém je však s určení hodnoty vlastního kapitálu. V tomto směru se zatím nejvíce uplatňuje model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model), jehož popisem se budu zabývat podrobněji. Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu uvádí následující obrázek.



Obrázek 7: přehled metod pro odhad nákladů VK

Zdroj: Mařík, 2011, s. 216

Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Náklady na vlastní kapitál – model CAMP

Jestliže chceme použít CAPM pro odhad nákladů vlastního kapitálu, je nutné se věnovat určení bezrizikové úrokové míry, rizikové prémie trhu a způsobem, jak stanovit očekávanou výši β. Nyní se postupně budu jednotlivým krokům věnovat.

1. Bezriziková úroková míra – pro Českou republiku platí zásada zjištění výnosnosti státních dluhopisů s delší dobou splatnosti, tzn. deset a více let. Jako pramen je doporučováno použít data, která uvádí Patria Finance nebo ČNB.
2. Riziková prémie trhu – v praxi se obvykle nejdříve zjistíme dlouhodobější úroveň výnosnosti akcií na kapitálovém trhu R (pomocí tržního akciového indexu), následně vypočítáme průměrnou úroveň výnosnosti státních dluhopisů r. Rizikovou prémii poté vyvozujeme z rozdílu R-r. Je důležité, aby rozdíl R-r byl vyjádřen na úrovni očekávaných hodnot.
3. Odhad koeficientu beta – můžeme odhadnout třemi způsoby – z minulého vývoje (historické β), metodou analogie nebo na základě analýzy působících faktorů.
   Historické β:

$$\beta_i = \frac{COV\,(R_m,R_i)}{S_m^2},$$

   kde je: R_m výnosnost trhu,
   R_i výnosnost akcie,
   S_m^2 rozptyl výnosnosti trhu.

   Metoda analogie:

$$\beta_z = \beta_N * \left[1 + (-d) * \frac{CK}{VK}\right] - \beta_{CK} * (1-d) * \left[\frac{CK}{VK}\right],$$

   kde je: β_z β vlastního kapitálu u zadlužené firmy,
   β_N β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení,
   β_{CK} β pro cizí kapitál,
   d sazba daně z příjmů,
   CK cizí kapitál,
   VK vlastní kapitál.

Model CAPM přestavuje „*zatím jediný teoreticky podložený a zároveň ve světové oceňovací praxi uznávaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění*“ (Mařík, 2011, s. 233).

Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda

Stavebnicová metoda celkovou rizikovou přirážku neodvozuje z kapitálového trhu, ale zjišťuje ji jako součet několika dílčích rizikových přirážek.

Metoda vychází ze základního vztahu:

Kalkulovaná úroková míra = výnosnost bezrizikových cenných papírů + přirážka na riziko

Při stanovení dílčích rizikových přirážek postupujeme ve třech základních krocích:

1. Vymezení hlavních rizikových faktorů – zahrnujeme zde faktory obchodního a finančního rizika.
2. Ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory – doporučovaný rozsah stupnice jsou čtyři možné úrovně rizika – nízké, přiměřené, zvýšené a vysoké.
3. Transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přirážku

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Patří k tradičním metodám oceňování podniku hlavně v kontinentální Evropě, konkrétněji v německy mluvících zemích. Praktické obtíže při prognózování volného peněžního toku, (například problém s přesným stanovením budoucích investičních výdajů) uvádějí odborné prameny jako hlavní námitku proti metodě DCF.

Pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů se často používá označení „metoda kapitalizovaných zisků“. Jedná se o výnosovou metodu typu „equity“, pracující s čistými výnosy pro vlastníky a náklady vlastního kapitálu. Výsledkem této metody je hodnota vlastního kapitálu podniku. Čisté výnosy zde chápeme jako upravené výsledky hospodaření. Základním způsobem vyjádření čistého efektu je i u této metody zisk k rozdělení.

Metoda se přibližuje metodě DCF equity. Hlavní rozdíl je v tom, že metoda DCF equity vychází z odhadu peněz, určených k rozdělení pro vlastníky, kdežto metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází primárně z disponibilního zisku k rozdělení a předpokládá, že je k dispozici i dostatek finančních prostředků k rozdělení. (Mařík, 2011, s. 241)

Německý institut auditorů (IDW) formuloval pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů konkrétní zásady, které lze shrnout do 6 bodů:

1. Pro ocenění podniku je určující účel
2. Podnik je nutno oceňovat jako hospodářskou jednotku
3. Princip rozhodného dne
4. Transparentnost posudku

5. Ocenění provozně nutného majetku
6. Oddělené ocenění neprovozního majetku (Mařík, 2011, s. 242).

V závislosti na chápání čistých výnosů, rozlišujeme dvě základní varianty metody kapitalizovaných výnosů. Varianta 1 vychází z faktu, že čistý výnos podniku má být určován na základě peněžních toků. U varianty 2 je naopak čistý výnos daného podniku odvozován především z upravených výsledků hospodaření.

Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů

Jak již bylo řečeno, tato metoda se opírá o minulé výsledky. Východiskem jsou tedy výkazy zisků a ztráty a rozvaha za posledních 3 až 5 let. Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň. Takto **upravené hospodářské výsledky označujeme jako čisté výnosy.**

Dalším krokem je **prognóza čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů.** Tento krok můžeme rozdělit na dvě základní varianty přístupu k ocenění – paušální a analytická metoda.

Současné standardy považují za základní metodu analytickou, při které vycházíme z finančního plánu. Sestavení finančního plánu se téměř neliší od ostatních výnosových metod mimo dvou odlišností:

Plánování odpisů – vycházíme z investičního plánu. Při použití dvoufázové metody pro ocenění v první fází předpokládáme detailní plánování odpisů v návaznosti na podnikové aktivity. V druhé fázi se předpokládá ocenění na úrovni věčné renty (perpetuity). Východiskem jsou reprodukční ceny majetku a jeho předpokládaná životnost.

Plánování potřeby finančních zdrojů – vycházíme z několika předpokladů (členění investic minimálně na obnovovací a rozšiřovací, plné rozdělení zisku, krytí nedostatku prostředků dalšími úvěry a naopak).

Samotný postup spočívá v odhadu a následném součtu potřebných výdajů, které nejsou současně náklady, ve stanovení a následném součtu všech nákladů, které nepředstavují výdaje (hlavně odpisy), ve zjištění rozdílu mezi finančními potřebami a zdroji krytí a v promítnutí nedostatku nebo přebytku finančních prostředků do výše úvěru s následným dopočtem úroků.

Jelikož tato metoda je metodou „netto“, je kalkulovaná úrokování míra v principu nákladem vlastního kapitálu. **Kalkulovaná úroková míra** má vyjádřit výnosnost alternativního

použití kapitálu. Alternativy mají podobu spotřeby, splátky úvěru, jiné investice, či kombinace předchozích. Konkrétní volba by měla odpovídat funkci, ve které se nachází konkrétní oceňovatel.

Řada srovnatelných hospodářských výsledků je základem pro výpočet **odnímatelného čistého výnosu**, tedy *„skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření“* (Mařík 2011, s. 270). Prostředky mohou být rozděleny jen bez dotčení podstaty podniku. Nejdříve se budeme zabývat **propočtem výnosové hodnoty analytickou metodou.** Jestliže máme k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů, můžeme použít dvoufázovou nebo třífázovou metodu:

Dvoufázová metoda:

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

kde: H_n = hodnota podniku netto (hodnota vlastního kapitálu),

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnoru pro rok t prognózy,

T = délka první fáze,

TČV = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Třífázová metoda:

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

Při **propočtu výnosové hodnoty pomocí paušální metody** je postup obdobný jako u analytické metody s následujícími odlišnostmi:

- Ve výkazu zisku a ztrát nahradíme odpisy počítané z historických pořizovacích cen odpisy z aktuálních reprodukčních cen.
- U kalkulace nových daní přihlížíme k faktu, že ne všechny úpravy se promítnou do výsledku hospodaření, tedy i do daní. Taktéž zohledňujeme možnou změnu daňové sazby.
- Všechny upravené výsledky hospodaření minulých let přepočítáme na cenovou hladinu k datu ocenění.

Pro výpočet trvale čistého výnosu k rozdělení použijeme následující vztah:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^{K} q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^{K} q_t},$$

kde: $\check{C}V_t$ = minulé, upravené čisté výnosy,

q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za minulý rok pro odhad budoucího, trvale odnímatelného čistého výnosu,

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Následně posoudíme, zda bude podnik schopen trvale dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos k rozdělení jako za minulé období a určíme kalkulovanou úrokovou míru, očištěnou o inflaci. Při výpočtu výnosové hodnoty podniku použijeme vzorec pro věčnou rentu.

Paušální metoda je použitelná hlavně při odhadu dolní hranice výnosové hodnoty u běžných podniků, u podniků s obtížně predikovatelnou budoucností, či u podniků, které nevykazují žádné výraznější růstové tendence.

Při závěrečném shrnutí této metody je důležité zdůraznit několik rysů metody:

1. Pokud budeme čisté výnosy počítat ve stálých cenách platných v daném období ocenění, musí i kalkulovaná úroková míra odrážet očekávanou inflaci. Pokud budeme u analytické metody vycházet z běžných cen, inflaci z kalkulované úrokové míry neodečítáme.
2. Financování investic předpokládáme hlavně z odpisů.
3. Metoda vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku.
4. Metoda z hlediska objektivity a opatrnosti klade důraz na minulá období a jádrem ocenění je výnosový potenciál podniku k datu ocenění (Mařík, 2011, s. 278).

4.1.3 Modely založené na EVA

Grant (2003) ve své knize uvádí objevení metody ekonomické přidané hodnoty již v roce 1982 v Americe týmem poradců J. Sternem a Be. Stewartem.

Na rozdíl od dříve uvedených modelů DCF nepracujeme u modelů založených na EVA s cash flow. EVA je anglická zkratka termínu economic value added, tj. přidaná ekonomická hodnota. Hitchner (2006) definuje tento model jako metodu výpočtu skutečného ekonomického výkonu podniku. Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Toho podnik dosahuje jen tehdy, jsou-li uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál. (Kislingerová str. 224). Ukazatel EVA můžeme chápat jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu.

„Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky“ (Pavelková, Knápková, 2005, s. 48).

Obecný vzorec pro výpočet EVA je následující:

EVA = NOPAT – Capital * WACC

Nyní se podrobněji budu věnovat jednotlivým položkám daného vzorce:

NOPAT (Net Operating Profit after Taxes) – Zisk z hlavní (operativní) činnosti

Jedná se o operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Ty se počítají obdobně jako u metody DCF s tím, že nezahrnují vliv nákladů a výnosů nesouvisející z hlavní činností, počítají se jen v případě financování vlastním kapitálem a nezahrnují latentní daně.

CAPITAL

Mluvíme zde o kapitálu, který je vázán v aktivech, potřebných k hlavnímu provozu podniku. U konceptu EVA se používá speciální výraz NOA (Net Operating Assets), tedy čistá operační aktiva. Důležité je zdůraznit, že NOA se počítá v hodnotě k počátku roku.

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – průměrné vážené náklady kapitálu

(Viz. kapitola *Diskontní míra pro metodu DCF „entity“*).

Výpočet EVA za tok t pak můžeme vypočítat pomocí dvou vzorců, poskytujících stejný výsledek:

1. Vzorec nákladů na kapitál

$$EVA_t = Nopat_{\ t} - NOA_{t-1} * WACC_t$$

2. Vzorec hodnotového rozpětí

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t\right) * NOA_{t-1}$$

4.1.4 Kombinované výnosové metody

U této metody se jedná o kombinaci ocenění majetkového a výnosového. V německé praxi se často používá tzv. **metoda střední hodnoty**, kdy zprůměrujeme výnosovou a substanční hodnotu založenou na reprodukčních cenách.

Další metoda, často používaná v německy mluvících zemích, je **metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů**. Celková hodnota podniku se zde skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Pojem hodnota „firmy“ můžeme chápat jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. Vycházíme z toho, že hodnotu „firmy“ můžeme

spočítat přímo. Základem je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos, který je rozdílem mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení. Mimořádný čistý výnos je spojen s vysokým rizikem, proto obvykle kalkulujeme s vyšší úrokovou mírou.

Hodnotu podniku při trvale dosahovaném mimořádném výnosu můžeme vyjádřit za pomoci následujícího vzorce:

$$H = S + \frac{ČV - i_k * S}{i_{k2}},$$

kde: S = substanční hodnota,

ČV = čistý výnos podniku,

i_{k2} = zvýšená úroková míra.

Ovšem tento základní vzorec vychází z faktu, že mimořádný výnos bude dosahován trvale. Reálným obdobím mimořádných výnosů je však období 2 až 5 let. Potom hodnotu podniku zjistíme následovně:

$$H = S + \sum_{t=1}^{n} \frac{ČV_t - i_k * S}{(1 + i_{k2})^t}$$ (Mařík 1998, str. 74-75).

Oceňování podniku pomocí ukazatele EVA je významné svým podchycením hlavních faktorů tvorby hodnoty podniku.

Závěrem lze tedy konstatovat, že „*pokud chce podnik, aby rostla jeho tržní hodnota, musí se snažit o dosažení co nejvyšší ekonomické přidané hodnoty v běžném roce i o vytvoření růstových příležitostí"* (Pavelková, Knápková, 2005, s. 72).

4.2 Majetkové ocenění podniku

Tyto metody vycházejí ze současné hodnoty aktiv snížené o výši cizích zdrojů. Patří zde metoda účetní hodnoty, metoda likvidační hodnoty a metoda substanční hodnoty. Metoda účetní hodnoty čerpá data o hodnotě vlastního kapitálu z účetních informací. Likvidační metoda je stanovena k časovému okamžiku předpokladu ukončení činnosti podniku. U metody substanční hodnoty je uplatňován princip going-concern, tzn. předpoklad pokračování podniku. Zjistíme ji, jestliže od substanční hodnoty provozně nutného majetku brutto odečteme reálnou tržní hodnotu závazků a přičteme tržní hodnotu majetku provozně nepotřebného (Pavelková, Knápková, 2005, s. 216-217).

4.3 Metody založené na analýze trhu

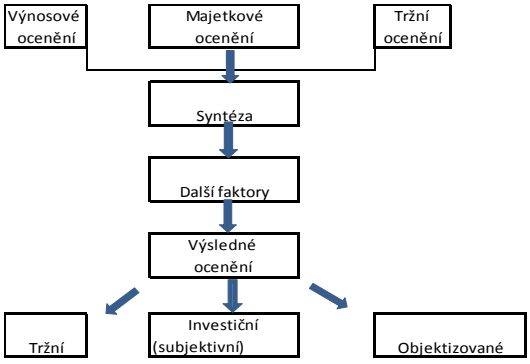
Tyto metody určují hodnotu dané společnosti pomocí porovnání se srovnatelnými podniky. Podmínkou je, aby akcie všech těchto podniků byly veřejně obchodovatelné na kapitálových trzích. V praxi jsou rozlišovány tři metody tržního porovnání - metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí a metoda odvětvových multiplikátorů.

Při výběru srovnatelných společností s obdobnou činností klademe důraz na faktory, jako jsou velikost, růst, ziskovost, proměnlivost výnosů či struktura podniku. Pro odvození tržní hodnoty oceňovaného podniku je důležité identifikovat podobnosti a odlišnosti a zjistit tzv. multiplikátory, tedy tržní násobitele. Ty následně aplikujeme na provozní výsledek oceňovaného podniku a stanovíme tak jeho hodnotu.

Problémem metody je velmi omezené množství srovnatelných podniků, vhodných pro ocenění daného podniku. Mařík (2011) uvádí, že předpokladem kvalitního zužitkování této metody je dostatek spolehlivých informací, průhledné transakce a rozvinutý kapitálový trh.

4.4 Souhrnné ocenění podniku

Mařík (2011 str. 426) upozorňuje, že pro výběr metod ocenění je rozhodujícím ukazatelem funkce či účel ocenění, přání klienta i postoj trhu. Podstatné je použití více metod a následné souhrnné ocenění pak vyvozujeme z dílčích výsledků ocenění. Tento postup je znázorněn v obrázku číslo 8:



Obrázek 8: postup souhrnného ocenění

Zdroj: Mařík, 2011, s. 427

5 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ TEORETICKÉ ČÁSTI

Cílem teoretické části diplomové práce bylo seznámit čtenáře s danými pojmy, analýzami, prognózami, propočty, postupy a metodami, směřující k ocenění podniku, s orientací na výnosový způsob ocenění.

Schválená osnova diplomové práci byla postupným vodítkem pro zpracování teoretické části. V prvním bodu je čtenář seznámen s definicí podniku jako předmětu ocenění, kategoriemi hodnot a důvody pro ocenění. Druhý bod objasňuje druhy a způsoby působení rizika a času. Následný, třetí bod, poté určuje postup při samotném oceňování podniku – od počátečního sběru dat, přes strategickou a finanční analýzu, rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, analýzu a prognózu generátorů hodnot až po finanční plán a konečný výběr vhodné metody ocenění. Druhy metod oceňování jsou uvedeny v bodě číslo 4. Zde je podrobně popsán postup u výnosového ocenění podniku. Ostatní metody, jako jsou metody majetkové a metody založené na analýze trhu uvádím a vysvětluji jen okrajově, ve zkrácené formě.

Podklady pro zpracování teoretické části byly čerpány z dostupné tuzemské i zahraniční literatury a internetových zdrojů. Jejich seznam je uvedený v závěru diplomové práce.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY S.R.O.

6.1 Základní údaje

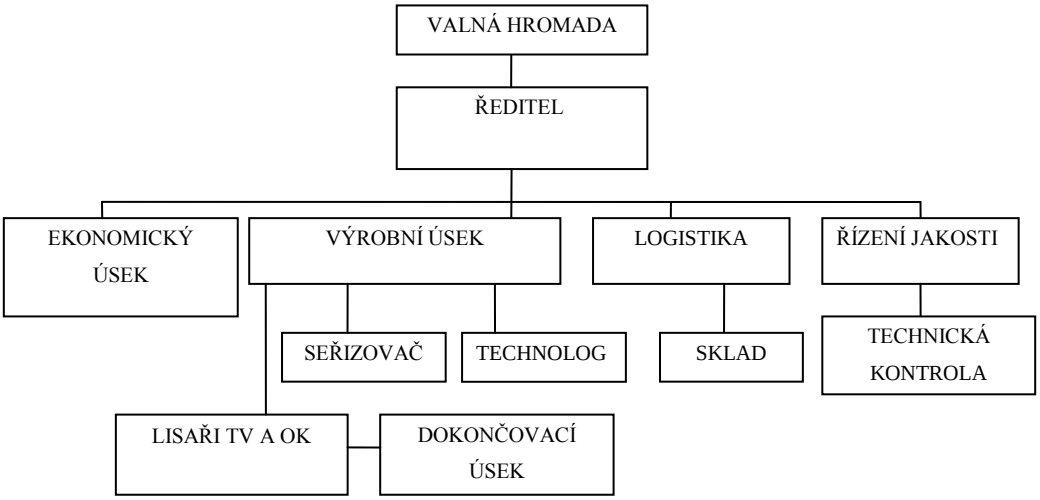
Firma je společností s ručeným omezeným se základním kapitálem 100.000,- Kč, byla zapsána do obchodního rejstříku dne 28. 9. 1999 s předmětem podnikání výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 – 3 živnostenského zákona.

Aktuálně společnost vlastní tři společníci s podílem na vlastním kapitálu 55, 25 a 20%.

6.2 Organizační struktura

Organizační struktura podniku odpovídá jeho velikosti a druhu činnosti. Nejvyšším orgánem je u společnosti s ručením omezeným valná hromada, která má 3 členy, společníky firmy. Jednatel společnosti vykonává na základě pracovněprávního vztahu funkci ředitele. Jeho přímými podřízenými jsou vedoucí ekonomického a výrobního úseku, logistiky a řízení jakosti. Následuje stupeň pracovníků jednotlivých úseků, kteří přímo podléhají vedoucím jednotlivých úseků.

V organizaci se v posledních letech ustálil počet zaměstnanců na cca 30 osob.



Obrázek 9: organizační struktura podniku XY s.r.o.

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů Směrnice podniku XY s.r.o.

6.3 Historie společnosti, její cíle a vize

Firma byla založena v roce 1999 jako ryze česká společnost. V době založení byla její produkce zaměřena na výrobu obuvnických komponentů – podešví v provedení TR i PVC.

V roce 2003 došlo k rozšíření výrobního sortimentu o technické výlisky, zejména pro automobilový průmysl. V průběhu dalších let došlo ke změně poměru produkce mezi obuvnickými komponenty a technickými výlisky. Před počátkem světové ekonomické krize dosahovala produkce technických výlisků pro automobilový průmysl 70 % celkové produkce. V letech 2008 a 2009 firma hlubokou recesi a všeobecnou finanční krize překonala díky rozhodnutí společnosti prodat nevyužité skladové prostory a nastavením trendu rozšíření výrobního sortimentu. Managementu společnosti se podařilo získat nové odběratele v obuvnickém výrobním sortimentu.

Vizí společnosti je vyrábět své produkty v kvalitě, která je vyšší než u konkurence, nabízet svým odběratelům spolupráci na vysoké profesionální úrovni.

Cílem společnosti je udržet si pozici na lokálním, českém i zahraničním trhu a současně cíleně pracovat na rozšíření produkce obuvnických komponentů, ať už formou kooperace či přímých dodávek cílovým zákazníkům.

7 STRATEGICKÁ ANALÝZA

V této kapitole se zaměřím na analýzu vnitřního a vnějšího prostředí společnosti. Na základě výsledků analýzy mikro a makrookolí podniku provedu SWOT analýzu a závěrem se pokusím vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku.

7.1 Makroekononomické prostředí (PEST analýza)

PEST analýza je ve zkratce analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických faktorů. Po úvodním vymezení trhu provedu analýzu jednotlivých faktorů.

Politické a právní okolí podniku XY s.r.o.

Politické a právní okolí je nedílně spjato s legislativou České republiky. Na dané změny zákonů je povinna firma reagovat, podchycovat je, pracovat s nimi a vytvářet podnikovou politiku, která je v souladu s platnou legislativou. Důležitou oblastí, která má přímý dopad na společnost je daňová politika. Česká republika se vyznačuje neustálými legislativními změnami. Z hlediska daní se jedná hlavně o změny v sazbách DPH. Sazby daně z příjmu se sice v posledních letech nemění, ale vláda se v analyzovaných letech snažila kompenzovat schodek ve státním rozpočtu zvyšováním nepřímých daní. Činnost podniku v poslední době ovlivnily taktéž devizové intervence České národní banky. Oslabení české koruny pocítil podnik v kursu české koruny vůči EURu.

Na tyto změny musí vedení podniku reagovat tvorbou nařízení, opatření i finančního plánování.

Ekonomické okolí podniku XY s.r.o.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR vypracovalo v rámci příprav pro budoucnost v globalizovaném světě Strategií konkurenceschopnosti České republiky pro období 2012 – 2020. Dle této strategie je vizí našeho státu „*vysoká a dlouhodobě udržitelná úroveň občanů České republiky založená na pevných základech konkurenceschopnosti“*. (http://www.mpo.cz/dokument154179.html). Konkurenceschopnost je zde vymezena schopností produkovat zboží a služby, které obstojí v testu mezinárodní konkurence, a zároveň schopností udržovat nebo zvyšovat reálný HDP. Míra využití potenciálu konkurenceschopnosti závisí na podmínkách, které nelze ovlivnit (geografická poloha, hospodářský cyklus) a podmínky, které ovlivnit lze (činnost vlády, veřejné správy, či snaha o změnu podmínek na vnitřním trhu EU). Stabilní makroekonomické prostředí je klíčovým předpo-

kladem pro podporu ekonomického růstu a zvyšování zaměstnanosti. Ekonomika se stává závislou na veřejných výdajích a je tedy potřeba uvést v praxi fiskální opatření, která zlepší hospodaření státu, znemožní v budoucnu českou fiskální nerovnováhu a pomohou vytvořit konkurenceschopný, dlouhodobě udržitelný daňový systém. Makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR dle aktuálních dat uvádí predikci pokračování pozvolného oživování ekonomické aktivity. V roce 2015 by měl být trh tažen jako v roce 2014 výhradně domácí poptávkou, příspěvek čistých vývozů by se měl pohybovat okolo nuly.

I přes oslabení koruny vlivem devizových intervencí ČNB se rok 2014 vyznačoval velmi nízkou inflací. V roce 2015 by se měl růst spotřebitelských cen zrychlit, přesto se očekává, že se inflace stále bude pohybovat pod inflačním cílem ČNB.

Dle predikce Ministerstva financí ČR by se díky pozvolnému růstu ekonomické aktivity měla postupně snižovat míra nezaměstnanosti, zaměstnanost by měla naopak mírně růst. V roce 2014 se očekává deficit ve výši 1,5 % HDP a dluh by se měl díky kvalitnějšímu řízení likvidity snížit na 43,9 % HDP. Běžný účet platební bilance by měl být v roce 2014 vyrovnaný, v roce 2015 by pak měl vykazovat velmi mírný schodek. Další zvyšování přebytku obchodní bilance bude kompenzováno pokračujícím prohlubování schodku bilance výnosů. Hlavní ekonomické indikátory v jednotlivých letech a jejich predikce na další období jsou uvedeny v následující tabulce:

Tabulka 3: hlavní makroekonomické indikátory

						Aktuální predikce	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP (růst v %)	4,8	2,3	2	-0,8	-0,7	2,4	2,5
HDP eurozóny (růst v %)	-0,5	1,9	1,6	-0,6	-0,4	0,7	1,1
Deflátor HDP (růst v %)	2,7	-1,5	-0,2	1,4	1,7	2,4	1,8
Průměrná míra inflace (%)	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,5	1,5
Zaměstnanost (růst v %)	-1,4	-1	0,4	0,4	1	0,4	0,3
Míra nezaměstnanosti (%)	6,7	7,3	6,7	7	7	6,3	6,1
Objem mezd a platů (růst v %)	4	0,6	2,2	2,1	-0,4	2,9	3,9
Směnný kurs CZK/EUR	26,5	25,3	24,6	25,1	26	27,5	27,5
Dlouhod.úrokové sazby(%)	3,7	3,7	3,7	2,8	2,1	1,7	1,7

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO © 2014

Technické a technologické okolí podniku XY s.r.o.

Jak již bylo uvedeno, v oblasti plastikářského průmyslu je ve Zlínském kraji silná konkurence. Každá z konkurenčně srovnatelných podniků bojuje tvrdě o své zákazníky a to hlavně nabídkou kvalitního strojního vybavení. I přes velké finanční zatížení je obnova tech-

nického a technologického vybavení podniku prvním krokem k získání nových projektů, nových zakázek i zákazníků.

Oceňovaný podnik se cíleně snaží o udržení či zlepšení systému jakosti s cílem maximální spokojenosti svých obchodních partnerů. Kvalitní a moderní strojní vybavení, technologie výroby, organizace a řízení lidských zdrojů je trvalým trendem společnosti. Zajištění plnění daného trendu představuje pro podnik složitý úkol. Období hospodářské krize v letech 2008 – 2009 představovalo pro většinu firem hluboký propad tržeb a následně těžkou finanční ránu. Pro zachování kvalitního technického a technologického vybavení, které v tomto období bylo z 90 % v majetku leasingových smluv, provedla společnost XY s.r.o. řadu včasných opatření, kterými si zajistila konkurenční výhodu a zajištění produkce nutné pro překonání hospodářské krize.

V současné době společnost z důvodu nedostatku finančních prostředků pracuje na možné kooperaci s tuzemskou regionální firmou. Plánovaný projekt by měl být z 50% zajištěn čerpáním z evropských fondů.

Sociální a kulturní okolí podniku XY s.r.o.

Plastikářský průmysl byl celá desetiletí hybnou silou ekonomiky Zlínského regionu, výroba byla provázána s výzkumnými a vývojovými pracovišti. Tyto obory mají tradici, vykazují velký podíl na zaměstnanosti a díky své konkurenceschopnosti mají potenciál dalšího růstu a určité stability. Přesto Zlínský kraj trápí disproporce na trhu práce, především nedostatek kvalitních pracovníků.

Společnost XY s.r.o. v současné době zaměstnává 30 pracovníků. Z velikosti firmy a z výše uvedené organizační struktury vyplývá, že převládají zaměstnanci s nižším stupně vzdělání. V roce 2013 byl poměr dělníků k technickohospodářským profesím 1 : 10. V důsledku již zmíněné hospodářské krize došlo ke kumulaci některých technických funkcí a tento stav trvá do dnešní doby. Také oceňovaná společnost trpí nedostatkem kvalifikovaných pracovníků i v dělnických profesích. Firma se proto svými vlastními silami snaží o neustálý odborný rozvoj svých zaměstnanců a tím zabezpečení vysoké profesionality poskytovaných služeb. Současně vychovává a motivuje své zaměstnance k určité loajalitě ke svému zaměstnavateli.

7.2 Relevantní trh a jeho prognóza

7.2.1 Vymezení trhu

Z hlediska klasifikace ekonomických činností CZ-NACE je podnik zařazen do sekce C Zpracovatelský průmysl, oddíl 22 – Výroba plastových a pryžových výrobků. V rámci kategorie zpracovatelského průmyslu patří k rozhodujícím zpracovatelským oddílům. Řadu let vykazuje vysokou dynamiku růstu tržeb, účetní přidané hodnoty i počtu zaměstnanců. Na základě sídla společnosti je z územního hlediska podnik vymezený trhem České republiky a to Zlínským krajem. Zlínský kraj je regionem s jasně největší koncentrací podniku tohoto zpracovatelského oddílu, jelikož zde sídlí tři největší tuzemské firmy. Taktéž zde má sídlo „Plastikářský klastr“, sdružující společnosti převážně ze zlínského regionu.

Podíl tržeb podniku na celkových tržbách podniků oddílu NACE 22 – Výroba plastových a pryžových výrobků znázorňuje následující tabulka:

Tabulka 4: tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v letech 2009 – 2014 (mil. Kč)

Rok	Tržby ve skupině 22 (CZ-NACE)	Tržby podniku XZ s.r.o.	Podíl (%)
2009	169 141	23,21	0,01
2010	196 135	38,63	0,02
2011	214 920	47,44	0,02
2012	221 745	30,44	0,01
2013	227 865	31,14	0,01
2014	231 216	27,10	0,01

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO © 2014 a účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

7.2.2 Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu pomůže určit možnosti a rizika spojena s daným trhem. Předmětem analýzy jsou hodnotící kritéria: růst a velikost trhu, intenzita přímé konkurence, citlivost trhu na konjunkturu, průměrná rentabilita, bariéry vstupu a struktura zákazníků. K jednotlivým kritériím jsou přiřazeny váhy. Výše dosažených bodů následně určí atraktivitu trhu a tím pomůže poskytnout podklady pro stanovení rizikové přirážky pro diskontní míru.

V tabulce č. 5 jsou přiřazeny k jednotlivým kritériím body, určené dle následující odůvodnění:

Tabulka 5: analýza atraktivity relevantního trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní			Průměr			Pozitivní	
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3					x			12
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	1						x		5
Možnosti substituce	1			x					2
Citlivost na konjunkturu	1					x			4
Struktura zákazníků	2					x			8
C e l k e m	15								56

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost dosáhla 56 bodů z 90 možných, tržní atraktivita firmy je tedy ohodnocena 62%, což je vyšší průměr, svědčící o dostatečné stabilitě daného odvětví.

Růst trhu

Plastikářský průmysl patří v ČR k tahounům zpracovatelského průmyslu. V posledních zhruba deseti letech došlo k masivnímu vstupu zahraničního kapitálu, byly poskytnuty investičních pobídky, vznikly stovky zpracovatelských jednotek. Tržby na tomto trhu s výjimkou krizových let 2008 - 2009 většinou rostly. Ohlašované nebo již realizované investiční záměry také naznačují, že by se mělo toto zpracovatelské odvětví v následujících letech dynamicky rozvíjet. Obrovský vliv na vývoji tržeb bude mít největší odběratel - automobilový průmysl. Pro střední a malé společnosti má však tento dynamický růst i negativní dopad. Udržení na trhu znamená pro tyto podniky vysokou investiční náročnost, často nad rámec jejich možnosti krytí těchto investic i za pomoci cizích zdrojů. Jednou z možností je poté vypracování takového projektu, který by poskytl podniku možnost čerpat dotace z fondů Evropské unie.

Velikost trhu

Velikost trhu je možné učit na základě tržeb daného odvětví. Tržby oddílu CZ-NACE 22 – Výroba pryžových a plastových výrobků činily za rok 2013 6,7 % z tržeb celého zpracovatelského průmyslu (tzn. 5. místo). V počtu zaměstnanců se pak jednalo o šesté místo. Počet podnikatelských subjektů od roku 2007 vzrostl z původní 206 na 3627 jednotek – většinou malých podniků.

Konkrétní vyjádření poměru tržeb, podniků i zaměstnanců odvětví CZ-NACE 22 ke zpracovatelskému průmyslu znázorňuje následující tabulka. Výsledky nám v rámci celého zpracovatelského průmyslu ukazují velikost a důležitost daného trhu.

Tabulka 6: Velikost trhu CZ-NACE 22

(tis. Kč)		2009	2010	2011	2012	2013
Počet podniků (v tis.)	Zpracovatelský průmysl	153 965	167 344	173 519	173 889	180 870
	CZ-NACE 22	3 385	4 244	4 073	3 907	3 627
	CZ-NACE 22 (v %)	2,20%	2,50%	2,30%	2,30%	2,00%
Tržby (v mil. Kč)	Zpracovatelský průmysl	2 712 955	3 042 310	3 299 038	3 367 898	3 409 244
	CZ-NACE 22	169 141	196 135	214 920	221 745	227 865
	CZ-NACE 22 (v %)	6,20%	6,40%	6,50%	6,60%	6,70%
Počet zaměstnanců	Zpracovatelský průmysl	1 065 801	1 038 734	1 064 495	1 063 354	1 044 732
	CZ-NACE 22	73 325	73 911	76 878	76 103	75 738
	CZ-NACE 22 (v %)	6,90%	7,10%	7,20%	7,20%	7,20%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO © 2014

Intenzita konkurence

Intenzita přímé konkurence je regionálně velmi silná. Jak již bylo zmíněno, Zlínský kraj je oblastí s nejvyšší koncentrací podniků zabývajících se zpracováním plastů. Vychází z tradice obuvnického průmyslu, ale i gumárenského odvětví. Přesto si podnik v rámci regionálních konkurenčních firem podobné velikosti i výrobního programu, udržuje stabilní postavení na daném regionálním trhu.

Bariéry vstupu

Daný faktor je ovlivněný kapitálovou náročností na technologie a vysokou odbornou znalostí lidských zdrojů. Tím vznikají tržní bariéry pro potenciální nové konkurenty. Vstup do odvětví je podmíněn vysokou investicí, znalostí daného trhu i kvalifikovanou pracovní silou. Vysoké požadavky z hlediska kvality jsou již daným standardem. To obnáší další zvýšení náročnosti na kvalifikovaný personál. Přesto nejsložitějším požadavkem je zabezpečení a dostatečné krytí počátečních investic. Ty obnášejí pořízení výrobních prostor, vstupního materiálu, nákupu strojů, nákup forem, atd. Dalším problémem je v tak hustě produkcí pokrytém regionu zabezpečení odbytu.

Možnosti substituce

Při otázce možnosti substituce je nutno ji zúžit na určitý druh dané produkce. Konkrétněji se tedy zaměříme na výrobu podešví a technických výlisků.

V oblasti produkce podešví je zde řada požadavků na vstupní materiál, jeho vlastnosti, na design i stálost barev. Nahrazení daného produktu jiným je podmíněno investicí do výzkumu. Na úrovni malých navzájem si konkurujících firem je však možnost substituce silně omezena nízkým kapitálem těchto podniků. Tato možnost přichází jen v případě kooperace s podniky, které jsou na trhu dostatečně silné.

U technických výlisků se zpravidla jedná o konkrétní specifickou výrobu. Možnosti substituce jsou u společnosti, která v převážné většině kooperuje, silně omezeny neznalostí vývoje daného produktu.

Citlivost na konjunkturu

Konjunktura ekonomiky samozřejmě značně ovlivňuje produkci daného trhu. Rozvoj velkých a středních firem, investice do inovací mají dopad i na malé společnosti, které získávají nové zakázky. Faktor byl ohodnocen průměrnou známkou. Skupina NACE 22 má stabilizovaný vývoj a z tohoto důvodu její citlivost na cyklické výkyvy je nižší.

Struktura zákazníků

U společnosti XY, s.r.o. můžeme zákazníky rozdělit dle druhu produkce na odběratele podešví a technických komponentu a odběratelé technických výlisků. Výši jednotlivé produkce ukazuje následující tabulka:

Tabulka 7: produkce technický výlisků, podešví a log v letech 2009-2014

(tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Technické výlisky	14 880	30 616	41 055	24 792	19 547	19 521
Podešve, loga	8 019	7 780	6 244	5 361	5 638	5 686

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů předvahy společnosti XY s.r.o.

Společnost vyrábí podešve určené pro dětskou a pracovní obuv. Její produkce tedy nesměřuje ke konečnému zákazníku, ale formou polotovaru k výrobci obuvi. U podešví dětské obuvi patří mezi dlouhodobé odběratele hlavně společnosti ze Zlínského kraje. Mezi stěžejní firmy můžeme zařadit společnost Fare, s.r.o. či D.P.K, s.r.o. Podešve pro dětskou obuv společnost XY s.r.o. neexportuje. Podešve pro pracovní obuv společnost již řadu let dodává firmě Prabos a.s., Baťa a.s., Mould Pro s.r.o., v zahraničí jsou hlavními odběrateli výrobci obuvi na Slovensku, Německu, Rakousku, Polsku či Švýcarsku.

Produkce obuvnických komponentů obnáší asi z devadesáti procent výrobu podešví, zbytek činí výroba obuvnických log.

Druhou částí produkce společnosti XY s.r.o. jsou technické výlisky. Stěžejní odbyt je pro automobilový průmysl, dále pak produkce pro telekomunikace či spojovací techniku.

Hlavními odběrateli jsou firma Kasko, s.r.o., Zálesí a.s., Promens a.s., Zlín Precision s.r.o., a Teknia a.s.. Technické výlisky společnost neexportuje.

Z výše uvedeného vyplývá, že převážná část veškeré produkce je určena tuzemským odběratelům. Procentuelní vyjádření produkce do tuzemska a zahraničí ukazuje tabulka č. 8:

Tabulka 8: poměr odbytu tuzemsko a zahraničí firmy XY s.r.o.

(v %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Odbyt tuzemsko	85	92	94	93	96	95
Odbyt zahraničí	15	8	6	7	4	5

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů předvahy společnosti XY s.r.o.

Struktura zákazníků je stabilní s dlouhodobou spoluprací. Proto byla ohodnocena známkou vyššího průměru.

7.2.3 Prognóza vývoje trhu

Faktory ovlivňující relevantní trh

V návaznosti na typ ocenění byly vybrány k následné analýze faktory národohospodářské a faktor specifické pro NACE CZ 22.

Níže uvedené národohospodářské ukazatele byly čerpány z portálu Ministerstva financi a Českého statistického úřadu. Analýza byla provedena u:

- Hrubého domácího produktu v běžných cenách
- Tvorby hrubého fixního kapitálu
- Obecné míry nezaměstnanosti
- Průměrné míry inflace
- Deflátoru HDP

Segment plastikářského a gumárenského odvětví je značně ovlivněn cenou ropy, tedy cenou vstupního materiálu. Z tohoto důvodu byl daný specifický ukazatel vybrán do následné analýzy. Cena ropy na světových trzích je uváděna v USD za barel. Přepočtený ukazatel (INDEX V CZK) byl čerpán z portálu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Analýza vývoje faktorů

Analýza byla provedena za pomoci statistických metod a to analýzou časových řad a jejich extrapolací a regresní analýzou. Regresorem, tedy vysvětlovanou proměnou jsou data relevantního trhu, vysvětlující proměnnou pak vybrané národohospodářské a specifické ukazatele. Časový trend relevantního trhu vykazoval velmi nízkou míru korelace a z další analýzy byl vyloučen. Na základě testů pomocí lineární a logaritmické regresní funkce byly určeny indexy determinace u jednotlivých ukazatelů a z nich byly vyloučeny jako statisticky nevýznamné ukazatele tvorby hrubého fixního kapitálu, obecné míry nezaměstnanosti, deflátoru HDP a průměrné míry inflace. Zbývající dva ukazatele (cena ropy v indexu CZK a hrubý domácí produkt v běžných cenách) byly podrobeny testu pomocí exponenciální regresní funkce, na jejichž základě byly do predikčních testů vybrány ukazatele hrubého domácího produktu a ceny ropy v indexu CZK.

Tabulka ukazuje zjištěné indexy determinace a postupné vylučování jednotlivých ukazatelů.

Tabulka 9: výsledné indexy determinace

Regresor	ID		
	Lineární	Logaritmická	Exponenciální
Tvorba hr.fixního kapitálu	3,64%	3,85%	x
Obecná míra nezaměstnanosti	6,41%	6,80%	x
Průměrná míra inflace	19,05%	23,90%	x
Deflátor HDP	1,52%	2,08%	x
Hrubý domácí produkt	51,77%	52,80%	48,58%
Cena ropy v indexu CZK	96,47%	97,23%	91,57%

Zdroj: vlastní zpracování

Následně můžeme přejít do dalšího kroku, který nám potvrdí či vyvrátí dosavadní výsledky analýzy – predikční testy:

Tabulka 10: predikční testy

	Vysvětlovaná proměnná		Vysvětlující proměnná					
		Relevantní trh	Predikce					
	Rok	(mil. Kč)	HDP lin	HDP log	HDP exp	Ropa lin	Ropa log	Ropa exp
Regresní rovnice	2009	169 141,00						
	2010	196 135,00						
	2011	214 920,00						
Predikční test	2012	221 745,00	203 173,53	203 254,04	201 970,19	228 522,24	227 460,30	227 773,30
	2013	227 865,00	222 799,09	223 316,44	222 254,25	225 256,58	224 967,97	224 743,68
	2014	231 216,00	238 958,08	238 968,11	240 475,81	227 015,01	226 318,50	226 369,97
	ODCHYLKY PREDIKČNÍHO TESTU							
	2012		**-8,38%**	**-8,34%**	**-8,92%**	**3,06%**	**2,58%**	**2,72%**
	2013		**-2,22%**	**-2%**	**-2,46%**	**-1,14%**	**-1,27%**	**-1,37%**
	2014		**3,35%**	**3,35%**	**4%**	**-1,82%**	**-2,12%**	**-2,10%**

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že predikční testy potvrdily výsledky regresní analýzy. Nejvhodnější funkcí je z hlediska výsledků indexů determinace i odchylek predikčního testu funkce logaritmická s vysvětlující proměnnou cena ropy v indexu CZK (žluté zvýraznění v tabulce).

Skutečná cena ropy však v prvním čtvrtletí roku 2015 prudce klesla. Ministerstvo financí ve své Makroekonomické predikci (leden 2015) vysvětluje možné dopady odlišného vývoje ceny ropy oproti základnímu scénáři, uvedeném v dané predikci. MF v tomto alternativním scénáři předpokládá, že současná cena ropy bude jen krátkodobým jevem a ještě v roce 2015 by mělo dojít k jejímu skokovému růstu až o 40 % proti současné ceně (54 USD/barel). Z důvodu prudkého poklesu a značné rozkolísanosti dané komodity jeví se tato jako nevhodný regresor pro naše účely.

Na základě regresní analýzy a predikčních testů vyšel jako druhý nejvhodnější regresor HDP v běžných cenách. Porovnáním výsledků byl v konečné fázi určený HDP v běžných cenách z funkcí logaritmickou.

Vybraná rovnice má následující tvar:

$$\mathbf{TRH = - 4813305{,}738 + 330852{,}5322 * \ln (HDP\ v\ b.c.)}$$

Udaná rovnice bude použita při predikci vývoje daného trhu. Výsledky vybrané regresní analýzy logaritmické funkce jsou uvedeny v příloze č. X.

7.3 Analýza mikroprostředí

Konkurenční struktura a stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Jak již bylo dříve uvedeno, v regionu sídla společnosti je velká četnost podniků se shodným výrobním programem. Oceňovaná společnost však reálně nemůže konkurovat velkým firmám, často se zahraniční účastí. Ať už v oblasti výzkumu a vývoje, marketingu, inovačních programů, ale i v oblasti lidských zdrojů a jejich kvalifikace. Společnost neprovádí výzkum a vývoj produktů, pracuje na základě zakázek, jako kooperující subjekt. Proto se při stanovení tržního podílu soustředím na porovnání s produkcí konkrétních hlavních konkurentů, odpovídajících velikostí, kapacitními i marketingovými možnostmi.

Na základě spolupráce s vedením společnosti byly pro porovnání tržních podílu vybrány následující společnosti:

Společnost A – společnost založená v roce 1992, jejichž hlavním výrobním programem je produkce plastových dílců formou vstřikování. Společnost je kooperující firmou stejných společnosti jako oceňovaná společnost. Společnost XY s.r.o. však navíc nabízí produkci na lisech s vyšší uzavírací silou.

Společnost B – společnost dodává své výrobky především do oblasti automobilového průmyslu. Výrobkové portfolio plastových komponentů je zaměřeno na oblast dílů interiérů vozidel, zejména slunečních clon, částí sedadel a zámkových systémů. Konkurenční výhodou dané společnosti je výroba vstřikovacích forem ve vlastní nástrojárně.

Společnost C – společnost nabízí vstřikování, montáž a kompletaci sestav výlisků pro automobilový, elektronický, zbrojní a spotřební průmysl. Jedná se o technické díly, pohledové díly, výrobky s postupným lisováním či díly se zástřiky. Společnost svou produkci nabízí na strojích Arburg do 300 tun uzavírací síly.

Společnost D – specializací společnosti je výroba menších a středně velkých plastových výlisků. Velká část těchto výrobků pochází z vlastního vývoje společnosti a tyto výrobky nesou i její jméno. Druhá část, ve které je konkurentem oceňované společnosti, je zaměřena na výrobu plastových dílců na zakázku. Zde se však specializuje spíše na malé výlisky.

Společnost E – lisovna plastů je zaměřena na technicky náročné dílce automobilového průmyslu a elektrotechniky s důrazem na čistotu provozu. Nabízí taktéž nástrojárnu s výrobou vstřikovacích forem.

Společnost F – společnost je jediným přímým konkurentem oceňované společnosti v produkci podešví. Nabízí výrobu pryžových podešví a podpatků, podešve z materiálů PUR, TPE a PVC, výrobky pro automobilový průmysl.

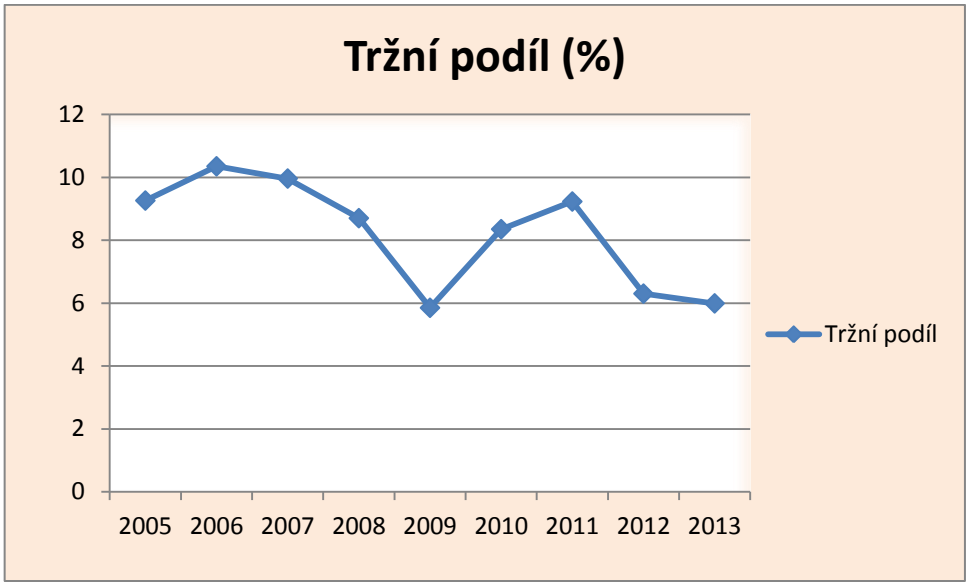
Společnost G – společnost, mající právní formu výrobní družstvo, vyrábí plastové díly pro automobilový, stavební, spotřební, zdravotnický, elektrotechnický a strojírenský průmysl. Všechny výlisky jsou vyráběny technologií vstřikování. Převážná část produkce jsou taktéž kooperace pro automobilový průmysl.

Tabulka 11: tržní podíly oceňované společnosti a přímých konkurentů

	Tržby (tis.Kč)		Tržní podíly oceňované společnosti a konkurentů (%)							
Rok	Trh	XY	XY	A	B	C	D	E	F	G
2005	459 384	42 548	9,26	2,64	6,22	8,07	2,01	4,08	59,21	8,51
2006	492 138	50 950	10,35	2,86	6,41	12,06	1,91	4,47	53,70	8,24
2007	531 858	52 960	9,96	3,01	8,55	9,99	1,80	3,29	54,63	8,77
2008	507 500	44 134	8,70	2,80	9,83	9,87	6,62	4,54	49,17	8,47
2009	396 955	23 212	5,85	1,83	8,49	5,70	7,55	4,20	57,25	9,13
2010	462 671	38 632	8,35	2,37	9,74	7,21	8,07	6,51	47,22	10,53
2011	513 919	47 438	9,23	2,81	8,59	6,43	9,20	6,60	44,72	12,42
2012	483 314	30 435	6,30	3,45	8,92	6,94	11,48	6,46	45,95	10,50
2013	520 868	31 140	5,99	4,22	9,81	8,79	9,86	6,53	43,42	11,38

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů Ministerstva spravedlnosti České republiky © 2012

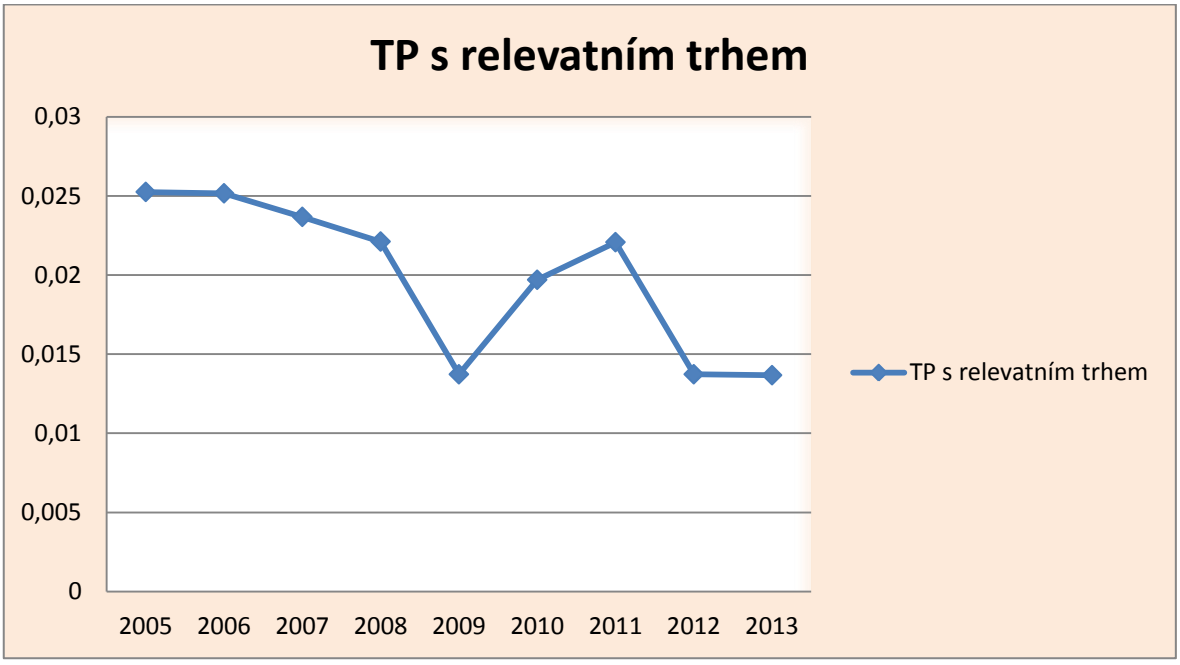
Jak je zřejmé z tabulky č. 11, tržní podíl oceňovaného podniku jsem stanovila za období 2005 – 2013. Jako poměr k tržbám společnosti jsem dle odůvodnění nepoužila tržby relevantního trhu, ale součet tržeb přímých konkurentů. Průměrná výše tržního podílu za sledované období činí 8,2%, přičemž interval rozpětí se pohybuje mezi 10,35 % - 5,85 %.



Graf 1: tržní podíl společnosti XY s.r.o. při poměru k přímým konkurentům

Zdroj: vlastní zpracování

V grafu č. 2 je uvedený i tržní podíl společnosti XY s.r.o. k relevantnímu trhu, vymezeném v kapitole 6.2.1. Porovnáním obou grafů zjistíme, že tržní podíly jednotlivých let jsou srovnatelné při použití obou poměrových veličin.



Graf 2: tržní podíl společnosti XY s.r.o. při poměru k relevantnímu trhu

Zdroj: vlastní zpracování

Z analýzy tržních podílů přímých konkurentů vyplývá, že největší podíl na vymezeném trhu má společnost F. Porovnáním výrobního programu však bylo zjištěno, že společnost F

nabízí rozsáhlejší produkci obuvnických podešví s vysokým obratem – podešve na sportovní obuv, vícebarevné podešve. Oceňovaná společnost se vzhledem k technologickým možnostem soustřeďuje pouze na výrobu podešví pro pracovní obuv a obuv s jednobarevnou podešví.

V následující tabulce jsou vybrány položky rozvahy,VZZ a poměrových ukazatelů přímých konkurentů v roce 2013:

Tabulka 12: vybrané položky výkazů konkurentů 2013

Firma	EAT	Aktiva	ROA EAT/A	OM	Tržby	Podíl OM na tržbách	Zisková marže EAT/tržby	Přidaná hodnota	Podíl PH na tržbách
XY	72	22 899	0,31%	9 385	31 140	30,14%	0,23%	7 163	23,00%
A	2 312	9 178	25,19%	6 943	21 988	31,58%	10,51%	8 957	40,74%
B	7 635	84 764	9,00%	47 521	51 197	92,81%	14,91%	29 134	56,90%
C	1 481	31 522	4,70%	9 628	45 781	21,03%	3,23%	19 553	42,71%
D	1 919	23 194	8,27%	16 521	51 350	32,17%	3,74%	16 603	32,33%
E	5 690	57 180	9,95%	13 049	34 014	38,36%	16,73%	21 895	64,37%
F	161	116 123	0,14%	108 365	226 226	47,90%	0,07%	64 656	28,58%
G	6 655	76 571	8,69%	51 045	59 262	86,13%	11,23%	29 478	49,74%

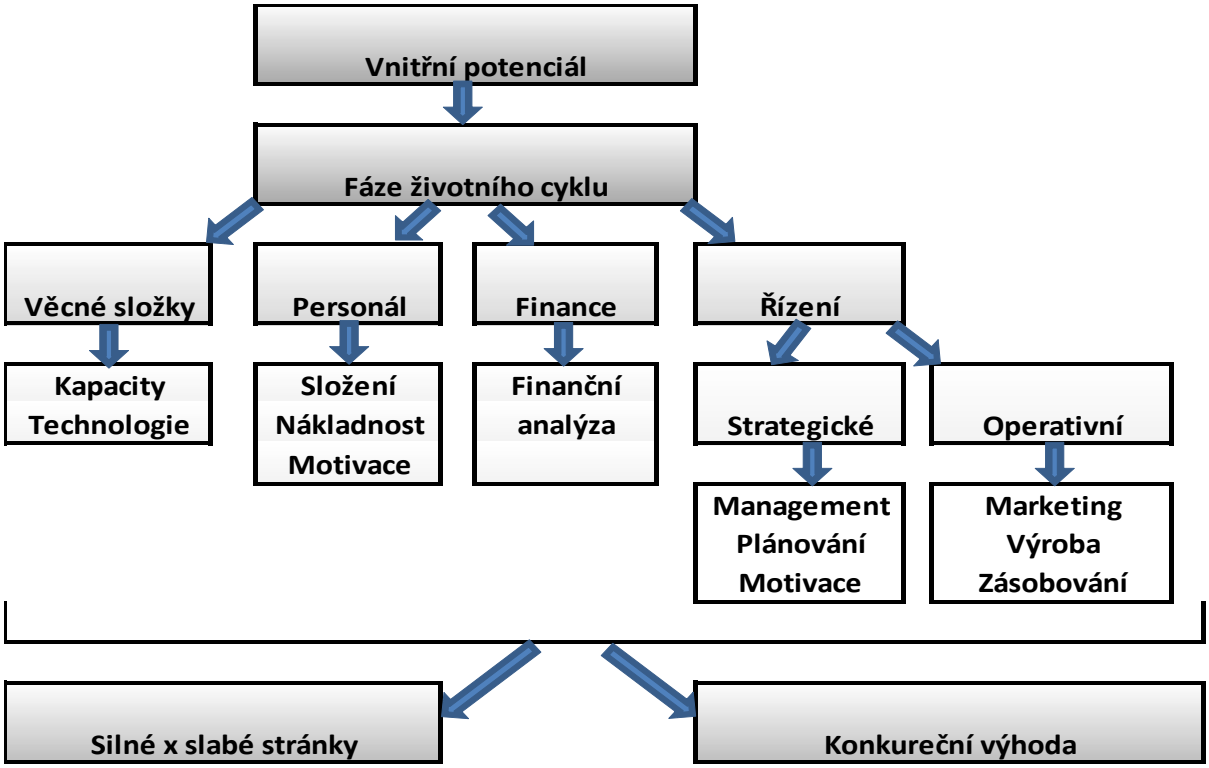
Zdroj: vlastní zpracování

Jak je z výše uvedené tabulky zřejmé, společnost vykazuje z konkurenčních firem nejnižších hodnot téměř u všech sledovaných poměrových ukazatelů. Podrobnější rozbor jednotlivých položek bude proveden ve finanční analýze společnosti.

Analýza vnitřního potenciálu společnosti

Prvním krokem pro odhad současného potenciálu podniku a změn v následujícím období byla již provedená analýza tržního potenciálu společnosti. Dalším krokem je zjištění vnitřního potenciálu podniku a jeho schopnost prosazení na trhu, tedy jeho konkurenční silu.

U analýzy vnitřního potenciálu byla velmi důležitá spolupráce s vedením oceňované společnosti. Na základě toho byla provedena analýza dle struktury uvedené v obrázku č. 10:



Obrázek 10: analýza vnitřního potenciálu

Zdroj: Mařík, 1998, str. 25

Věcné složky

Společnost XY s.r.o. ve své produkci zaměřena na technologii vstřikování – pomocí pístu se roztavený plast v tavící komoře vstřikem dopraví do temperované formy, kde dochází k vychlazení a fixaci výrobku. Oceňovaná společnost vlastní sedm jednotkových vstřikolisů. Lisovací stroje ve stáří cca 10 let, jsou relativně moderní koncepce s elektronickým řízením. Vzhledem k tomu, že v technologii vstřikování nedošlo z technického hlediska k žádným výrazným změnám, je společnost schopna zabezpečit vstřikování dílů na vysoké technické úrovni. Slabou stránkou je neúplné příslušenství strojů – společnost nevlastní roboty, odebírající výlisky. U ručního odebírání není stoprocentní záruka nepoškození výlisku, taktéž dochází k prodloužení cyklu a tím ke snížení produktivity práce. Vzhledem ke stáří strojů a jejich částečnému opotřebení má firma zvýšené náklady na opravy a obměny náhradních dílů.

Používané formy jsou složité nástroje v závislosti na velikosti a náročnosti výlisku. V podmínkách oceňované společnosti mají jednotlivé formy hmotnost 100 až 3200 kg. Pro jejich dopravu ze skladu forem na daný lisovací stroj je nezbytné využití portálového jeřábu.

Vstupním materiálem jsou termoplasty ve formě granulátu nebo regranulátu. Materiál je téměř stoprocentně recyklovatelný. Z hlediska ochrany životního prostředí se jedná o jednu z nejproduktivnějších technologií. Konkurenční výhodou podniku jsou lisovací stroje s uzavírací silou 160 až 420 tun. Většina konkurenčních firem vlastní pouze vstřikolisy s nízkou uzavírací silou.

Pro produkci obuvnických výlisků společnost využívá dva třístanicové vytlačovací stroje na výrobu podešví. Vstupním materiálem jsou měkčené termoplasty. Vysoká kvalita strojů nevyžaduje další investice mimo běžnou údržbu. Slabou stránkou u těchto lisů je produkce pouze jednobarevných podešví.

Personál

Organizační struktura podniku (obr. č. 9) nám personál strukturálně rozděluje na ekonomický úsek, výrobní úsek, logistiku a řízení jakosti. Mezi jednotlivými úseky je pak samozřejmá úzká spolupráce. Provázanost jednotlivých úseků síťově zajišťuje kompletní program společnosti Helios.

Ekonomický úsek – společnost zaměstnává účetní, která je přímo podřízena řediteli společnosti. Jedna osoba tak vykonává veškerou ekonomickou činnost – účetnictví, ekonomické analýzy, zpracování statistických výkazů, ročních uzávěrek a všech daňových přiznání.

Organizace výrobního úseku, logistiky i řízení jakosti spadá do kompetence jedné osoby, která přímo podléhá řediteli společnosti. Do její kompetence (za současného řízení a schvalování ředitelem) spadá činnost personálních podsložek, uvedených v organizační struktuře podniku.

U personálu dosahují nejvyšší nákladovosti mzdové náklady. Další složkou jsou sociální náklady, které obnášejí proplácení obědů, úhrada pojistného zaměstnanců, penzijního pojištění a to až do výše daňově uznatelných nákladů. Další položkou jsou náklady na pracovní oblečení, bezpečnost a školení zaměstnanců.

Celkovou nákladovou strukturu na personál a její podíl na tržbách v letech 2009 - 2014 uvádí tabulka č. 13:

Tabulka 13: nákladová struktura na personál a její podíl na tržbách společnosti XY s.r.o.

(tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mzdové náklady	3 044	4 840	6 553	5 033	4 973	4 959
Zák.soc.pojištění	883	1 535	2 132	1 641	1 586	1 612
Pojištění zaměstnanců	52	81	94	93	91	93
Obědy	34	123	175	166	148	156
Zdravotní prohlídky	0	0	18	7	14	15
Ochranné pomůcky	3	8	3	7	3	2
Vzdělávání zaměstnanců	5	9	31	29	10	9
Celkové náklady na personál	4 021	6 596	9 006	6 976	6 825	6 846
Podíl na tržbách	17%	17%	19%	23%	22%	25%

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Z tabulky vyplývá, že náklady na personál mají stoupající trend současně s jejich podílem na celkových tržbách společnosti.

Společnost své zaměstnance motivuje k dobrým pracovním výkonům atraktivním pracovním prostředím, pravidelným školením, benefičními bonusy, podíly na výsledku hospodaření společnosti, ale taky osobním přístupem ke každému zaměstnanci.

Strategické řízení

Strategické řízení společnosti vychází z pozice menší firmy. Oceňovaná společností volí strategii kooperace k větším regionálním společnostem. V současné době činí produkce dle vlastního programu asi 30% celkové produkce firmy. Cílem společnosti je postupně zvyšovat podíl vlastní produkce bez kooperace. Z tohoto důvodu již několik let monitoruje a oslovuje širší trh s obuvnickými komponenty a potencionální odběratele v elektrotechnickém průmyslu.

U produkce obuvnických komponentů je součástí strategického plánu hlubší spolupráce s firmou Fare, s.r.o. V současné době je projednávána možnost nové technologie výroby obuvi, tzv. přímý nástřik podešve. Předpokládaná výše investice by měla být z 50 % kryta dotací z fondů EU za současné spoluúčastí obou společností. Možná spolupráce je ve fázi počátečního jednání. Byly učiněny poptávky na stroje, zařízení, společnost Fare, s.r.o. vypracovává marketingovou rešerši na zabezpečení odbytu obuvi.

Operativní řízení

Jak již bylo uvedeno, operativní řízení probíhá na úrovni úseku výroby, logistiky a kvality.

Na základě poptávek a následných objednávek je zpracováván krátkodobý plán výroby, který je případně dle změny požadavků klientů upravován. Výhodou společnosti je fakt, že

danou činnost v podstatě vykonává jeden člověk, který je z důvodu všeobecného přehledu schopen okamžitě reagovat na dané podněty zvenčí a zevnitř společnosti.

Zásobování vstupního materiálu a produkce na sklad probíhá jako u většiny firem, pracujících či kooperujících v automobilovém průmyslu, formou „JUST IN TIME“. Dle smluvního ujednání společnost skladuje výlisky pouze do výše požadované pohotovostní zásoby.

Shrnutí analýzy vnitřního potenciálu společnosti

Společnost vlastní kvalitní lisovací stroje. I přes jejich částečné opotřebení můžeme strojové vybavení hodnotit jako konkurenční výhodu společnosti. Výhodou je skladba lisovacích strojů s uzavírací silou 160 až 420 tun, u lisů na výrobu podešví se pak jedná o bezporuchové kvalitní stroje s nízkou nákladovostí. Nevýhodou je neexistence robotu, který by zvýšil produkci u technických výlisků.

V oblasti lidských zdrojů firma disponuje konkurenční výhodou ve stabilitě personálu, nízké fluktuaci a na to navazující vysokou znalostí dané problematiky, sehraností kolektivu i určité loajálnosti vůči zaměstnávající firmě. Ráda bych zde zdůraznila problematiku intelektuálního kapitálu. Ten lze považovat za nehmotné aktivum, které se podílí na hodnotě společnosti. Ovšem určení výše tohoto kapitálu je v současné době nevyřešené. Jak uvádí Andriessen (2004), daná oblast se i v odborných kruzích stále nachází v „embryonálním“ stádiu a klasifikace intelektuálního kapitálu je v plenkách. Přesto si je vrcholové vědomí společnosti vědomo existence daného kapitálu, jeho kvality v rámci firmy a se snaží vytvářet zpětné vazby pro své zaměstnance formou osobního přístupu, což vytváří ve firmě pocit„domácí atmosféry“.

Z hlediska strategických cílů společnost z důvodu konkurenceschopnosti průběžně a cíleně pracuje na vybudování silnější pozici na trhu. Konkrétně se zaměřuje na snížení podílu kooperujících zakázek na celkové produkci společnosti. Což v současné době vidí jako slabou stránku podniku. Proto své aktivity směřuje k získání vyššího podílu samostatných zakázek.

Konkurenční síla podniku

Konkurenční sila podniku nám určuje schopnosti podniku nejen se na trhu udržet, ale i případně zvýšit svůj podíl na trhu. Ve společnosti jsem provedla fundamentální analýzu, postavenou na určení přímých a nepřímých faktorů a jejich následné ohodnocení. Výsledky

ohodnocení ukazuje tabulka číslo 14 a následující písemný komentář s vysvětlením a zdůvodněním uvedeného bodování jednotlivých faktorů.

Tabulka 14: profil konkurenční situace podniku XY s.r.o.

			Bodové hodnocení kritéria aktivity							Váha
			Negativní		Průměr			Pozitivní		x
	Kritéria	Váha	0	1	2	3	4	5	6	Body
Přímé faktory	Cena	3						x		15
	Kvalita	3					x			12
	Technická úroveň	2					x			8
	Image firmy	1					x			4
	Reklama	1				x				3
	Výhoda místa	1						x		5
	Distribuce	1							x	6
	Služby	1							x	6
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3						x		15
	Majetek a investice	2					x			8
	Výkonný personál	1					x			4
	Finanční zdraví	1				x				3
	Výzkum a vývoj	1				x				1
		21								90

Zdroj: vlastní zpracování dle Mařík 2011, str. 89

Podnik dosáhl celkem 90 bodů ze 126 možných. Konkurenční síla podniku byla tedy ohodnocena nadprůměrně na 71 %. Nejvyšší ohodnocení bylo stanoveno u faktoru distribuce a služby. Z hlediska svých odběratelů má společnost podstatnou konkurenční výhodu okamžité distribuce do místa určení i v případě mimořádných situací, jelikož klíčoví odběratelé sídlí ve stejném regionu jako oceňovaná společnost. To společnosti umožňuje vlastnit minimální skladovací prostory pouze do výše bezpečnostních rezerv. Výhoda shodného regionu taktéž zaručuje odběratelům poskytnutí okamžitých pravidelných i jednorázových služeb, spojených s produkcí daného výlisku. Můžeme mezi ně zahrnout zkoušky forem, poskytnutí odborných konzultací na místě určení, či okamžité řešení případných reklamací. Z výše uvedeným souvisí rovněž vysoké bodové ohodnocení výhody místa. Počet bodů tohoto faktoru mírně snižuje skutečnost intenzity konkurentů daného trhu. Silnou výhodou je rovněž nabízená cena výlisků. Výsledná kalkulovaná cena je ovlivněna skutečností maximální redukce personálu, kvalifikace klíčových zaměstnanců, nízké náklady na distribuci, maximální vytíženost strojů, vysoké produktivity práce, repase vstupního materiálu, nepřetržitý provoz a z toho vyplývající nízká cena normohodiny.

Tato konkurenční výhoda by nebyla možná bez kvalitního managementu společnosti. Majitel a výkonný ředitel oceňovaného podniku je člověkem s dlouholetými manažerskými zkušenostmi nejen v oblasti technických výlisků, ale i obuvnických komponentů.

Na jeho zkušenosti navazuje kvalita výrobního managementu. V této oblasti došlo v období krize k zúžení personálu a kumulaci funkcí, avšak ne na úrok kvality. Daný pracovní kolektiv je v současné době stabilizovaný.

Technická úroveň strojového vybavení byla ohodnocena vyšším průměrem. Kvalita strojů je vysoká, nevýhodou je jejich částečné opotřebení a nízká investice do modernizace strojového parku. S tím souvisí kvalita produktů a image firmy.

Jelikož v současné době je společnost hlavně kooperantem, její marketing v oblasti reklamy, ale i výzkum a vývoj je na průměrné úrovni.

Finanční analýza bude zevrubně provedena v kapitole 7.

7.4 Prognóza tržeb podniku XY s.r.o.

Na základě předchozích analýz dosáhla oceňovaná společnost v rámci atraktivity trhu 62% a u analýzy konkurenční síly podniku 71%. Podnik se v rámci „bostonské matice“ nachází v sektoru 2 – podnik s dobrou perspektivou. Bostonská matice je vypracována v příloze číslo VIII této práce.

V závislosti na stanoveném ohodnocení byl pro potřeby prognózy tržeb určen odhad vývoje tržního podílu v následujícím prognózovaném období:

Tabulka 15: vývoj prognóza růstu tržního podílu XY s.r.o.

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
0,01	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní již můžeme prognózovat tržby společnosti XY pomocí vzorce:

Tempo růstu tržeb = (Index růstu trhu * Index změny tržního podílu) – 1

Tabulka 16: prognóza tržeb

	Rok	Relevantní trh ČR (mil. Kč)	Tempo růstu (%)	Tržby XY (mil. Kč)	Tržní podíl XY (%)	Tempo růstu (%)
Skutečnost	2009	169 141	x	23,21	0,01%	x
	2010	196 135	15,96%	38,63	0,02%	66,44%
	2011	214 920	9,58%	47,44	0,02%	22,81%
	2012	221 745	3,18%	30,44	0,01%	-35,83%
	2013	227 865	2,76%	31,14	0,01%	2,30%
	2014	231 216	1,47%	27,10	0,01%	-12,97%
Průměrné tempo růstu			6,59%			8,55%
Prognóza	2015	255 896	10,67%	32,88	0,02%	21,34%
	2016	269 508	5,32%	35,05	0,03%	6,60%
	2017	281 091	4,30%	36,56	0,03%	4,30%
	2018	292 664	4,12%	38,07	0,03%	4,12%
Průměrné tempo růstu			6,10%			9,09%

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné tempo růstu v minulém období vykazuje u relevantního trhu i u oceňované společnosti kladných hodnot. U relevantního trhu však dochází k jeho postupnému snižování, společnost vykazuje značnou kolísavost. V prognóze dochází ke skoku tempa růstu u relevantního trhu v kladných hodnotách, následuje pokračující trend snižování tempa růstu. Průměrná tempa růstu minulého a prognózovaného období relevantního trhu se nacházejí mezi 6 a 7 procenty. Prognóza růstu tržeb analyzované společnosti kopíruje trend relevantního trhu. Průměrná tempa růstu uplynulého a budoucího analyzovaného období se pohybují mezi 8 a 9 procenty.

7.5 SWOT analýza

Posledním bodem strategické analýzy, před jejím závěrečným shrnutím, je z hlediska vnitřního prostředí identifikace silných a slabých stránek firmy a z hlediska vlivů z vnějšího prostředí pak definice příležitostí a hrozeb.

Prvním krokem je vypracování **Porterova modelu pěti sil**, který bude podkladem pro zpracování následné SWOT analýzy.

Konkurence v rámci odvětví je střetem pěti základních konkurenčních sil, jejichž intenzita působení určuje ziskovost odvětví. Částečná analýza některých konkurenčních sil již byla

provedena v rámci analýzy makro a mikroprostředí, přesto nyní provedu jejich krátké shrnutí.

KONKURENTI

Jak již bylo uvedeno, intenzita konkurence v rámci regionu je velmi silná, podpořená tradicí obuvnického a gumárenského průmyslu. V rámci analýzy mikroprostředí byly definovány konkurující společnosti, odpovídající velikostí, kapacitními či marketingovými možnostmi. Jak vyplývá z dané analýzy, mají tyto společnosti ve vztahu k oceňované firmě konkurenční výhodu ve výrobě vstřikovacích forem ve vlastní nástrojárně. Naopak většina z daných společností vlastní lisovací stroje s nižším výkonem uzavíracího ventilu.

Jelikož je však společnost z převážné většiny své produkce kooperujícím subjektem, můžeme do jejich konkurentů zařadit taktéž její odběratele. Investicí do jejich strojního vybavení by mohlo dojít k poklesu zakázek. Společnost má však silné dlouhodobé obchodní vztahy se svými odběrateli, podložené svou spolehlivostí, zaručenou kvalitou a hlavní devizou je pak dostupnost, pružnost v zabezpečení mimořádných zakázek a vykrytí i krátkodobých produkčních požadavků odběratele.

VSTUPUJÍCÍ NOVÉ PODNIKY bojují o svůj podíl na trhu. Vstup do odvětví je však podmíněný vysokou investicí. Nutná je taktéž výborná znalost trhu a kvalitní lidské zdroje. Silně pokrytý trh skýtá taktéž riziko nezajištění dlouhodobého odbytu, jelikož většina zakázek vzniká nepodloženými rámcovými smlouvami.

SUBSTITUTY

Vysokou investicí společnosti je vývoj nového produktu. Na trhu, který je podmíněn vysokou kvalitou produktů, je prakticky nemožné proniknout na trh s kvalitním substitutem bez jejich nákladově náročného vývoje. Jelikož, jak již bylo uvedeno, je trh silně vykrytý, velké investice do vývoje substitutů je ve svém zárodku taktéž podmíněna zajištěním odbytu.

Jelikož oceňovaná firma je kooperující společností, vliv substitutů nepociťuje v míře mající výrazný dopad na produkci společnosti.

DODAVATELÉ A ODBĚRATELÉ

Vysoké procento dodavatelů společnosti jsou firmy zajišťující vstupní výrobní materiál. Výhodou těchto společností je jejich síla na daném trhu a určování ceny s malým prostorem pro vyjednávání. Vzhledem k omezeným skladovým kapacitám, nemůže společnost taktéž odebírat takové množství materiálu, které by ovlivnilo snížení ceny. Naopak výhod-

nou společnosti je u technických výlisků zajištění materiálu odběratelem a jejich expedice do společnosti ve výši potřeb dané objednávky.

I z hlediska stěžejních zákazníků je jejich výhodou síla postavení na trhu. Jedná se o kooperující společnosti. I v tomto případě je vyjednávací pozici z hlediska ceny silně omezena. Kladným je okamžitý tok vstupního materiálu do výroby a k zákazníkovi. To snižuje nároky na skladovací prostory. Je zde však riziko nedostatku pohotovostních skladových zásob a vykrytí případných reklam od konečného zákazníka. Jak již však bylo uvedeno, společnost může navázat na dlouholetou dobrou spolupráci v rámci dodavatelsko-odběratelských vztahů a z tohoto postavení taktéž těžit z hlediska stanovení vstupních podmínek ať už na straně dodavatelů či odběratelů.

Nyní již můžeme přistoupit k samotné SWOT analýze:

Obrázek 11: SWOT analýza společnosti XY s.r.o.

Silné stránky (S)	**Slabé stránky (W)**
Dlouhodobá pozice na trhu Know-how Přizpůsobení se požadavkům zákazníka Přepravní dostupnost Vysoká kvalita Lisovací stroje s vysokým výkonem uzav.ventilu Lidské zdroje s odborným vzděláním a praxí	Vysoký podíl kooperace Úzký okruh odběratelů s výsokým podílem odbytu Neexistence nástrojárny Malé skladovací prostory
Příležitosti (O)	**Hrozby (T)**
Realizace nového projektu výroby podešví Získání dotací Investice do skladových prostor Potenciál nových odběratelů	Zvýšení cen vstupního materiálu Konkurence Legislativní změny Nedostatek kapitálu, špatná likvidita,rentbilita. Reklamace

Zdroj: vlastní zpracování

7.6 Zhodnocení strategické analýzy společnosti

Z provedené strategické analýzy je zřejmé, že společnost prokázala splnění podmínky nepřetržitého trvání podniku. Hlavní cíl strategické analýzy byl tedy splněn.

Makroekonomické prostředí bylo analyzováno pomocí PEST analýzy, tedy zhodnocení síly politických, ekonomických, sociálních a technologických faktorů, působících na analyzovanou firmu. Byly definovány vlivy legislativy, snaha státu o zajištění pevného základu konkurenceschopnosti, vytvoření stability makroekonomického prostředí zajištěním fiskální rovnováhy, snížení inflace, míry nezaměstnanosti a pozvolného oživování ekono-

miky. Okolí podniku bylo definováno jako silné konkurenční prostředí s vysokou koncentrací firem v oblasti plastikářského průmyslu, ale také náročností na technologické vybavení v daném oboru.

Následně byl vymezen relevantní trhu z hlediska klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do sekce C Zpracovatelský průmysl, oddíl 22 – Výroba plastových a pryžových výrobků. Bylo konstatováno, že Zlínský kraj v rámci relevantního trhu je regionem s největší koncentrací podniku v daném oboru.

Analýzou atraktivity trhu společnost potvrdila dostatečnou stabilitu a pozici v daném odvětví průmyslu.

Analýzou vývoje definovaných faktorů, nutných pro výpočet prognózy trhu, byly vybrány faktory, ovlivňující relevantní trh. Pomocí regresní analýzy a na základě testů lineárních, logaritmických a exponenciálních funkcí byly postupným vylučováním vybrány dva faktory a následné provedení predikčních testů určilo zhodnocením indexu determinace a odchylek predikčních testů jako nejvhodnější funkci logaritmickou s vysvětlující proměnnou HDP v běžných cenách.

Následná analýza mikroprostředí vymezila konkurenční strukturu a stanovila výši tržního podílu oceňovaného podniku v rámci dané konkurenční struktury. Analýza vnitřního potenciálu podniku určila konkurenční sílu podniku s nadprůměrným ohodnocením. V závislosti na stanoveném ohodnocení byl pro potřeby prognózy tržeb určen odhad vývoje tržního podílu. Ta vykazuje o analyzované společnosti stoupající tendenci. Stejný trend je sledován i u relevantního trhu.

Závěrečná SWOT analýza prostřednictvím analýzy mikro a makroprostředí a pomocí Porterova modelu 5 sil vymezila slabé a silné stránky z hlediska vnějšího prostředí, příležitosti a hrozby v kontextu vnitřního prostředí společnosti.

Firma vykazuje výnosový potenciál s rostoucí prognózou trendu.

8 FINANČNÍ ANALÝZA

Analýza celkového finančního zdraví podniku obsahuje fundamentální, tedy kvalitativní ekonomickou analýzu a technickou, kvantitativní ekonomickou analýzu. Fundamentální analýza zaměřená na hodnocení vnitřního a vnějšího ekonomického prostředí podniku v právě probíhající činnosti s ohledem na základní cíl podniku, byla provedena v předcházejících kapitolách.

Technická ekonomická analýza využívá jako základní nástroje matematicko-statistický aparát a další nástroje, sloužící k zpracování základních ekonomických ukazatelů.

Úkolem následné finanční analýzy bude diagnostikovat finanční poměry podniku, identifikovat odchylky od požadovaných parametrů, analyzovat příčiny jejich vzniku a definovat konkrétní opatření. Pro potřeby ocenění podniku budou analyzována finanční data, která budou podkladem pro plánování hlavních finančních veličin.

K provedení finanční analýzy jsem použila účetní údaje poskytnuté oceňovanou společností. Účetnictví analyzované společnosti je vedeno v souladu s platnými zákony a vyhláškami. Účetním obdobím je kalendářní rok a roční účetní závěrky jsou v povinném rozsahu zveřejňovány.

Společnost XY s.r.o. oceňuje vlastní produkci a nedokončenou výrobu vlastními náklady, dlouhodobý hmotný i nehmotný majetek pořizovací cenou a skladové zásoby metodou průměrování. O skladových zásobách je účtováno způsobem A. Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek je odepisován rovnoměrně. Přepočet cizí měny je na základě vnitropodnikové směrnice prováděn ve čtvrtletních kursech ČNB.

8.1 Analýza absolutních ukazatelů

V postupných krocích provedu analýzu rozvahy, výkazu zisku a ztrát v letech 2009 – 2014 a to z hlediska horizontálního i vertikálního. Následně pak za uvedené období provedu analýzu výkazu Cash flow. Analyzované výkazy jsou uvedeny v příloze této práce.

8.1.1 Rozvaha

Rozvaha společnosti XY s.r.o. za jednotlivé analyzované roky je uvedena v přílohách číslo I a II, její horizontální a vertikální analýza pak v přílohách číslo IV a V této práce.

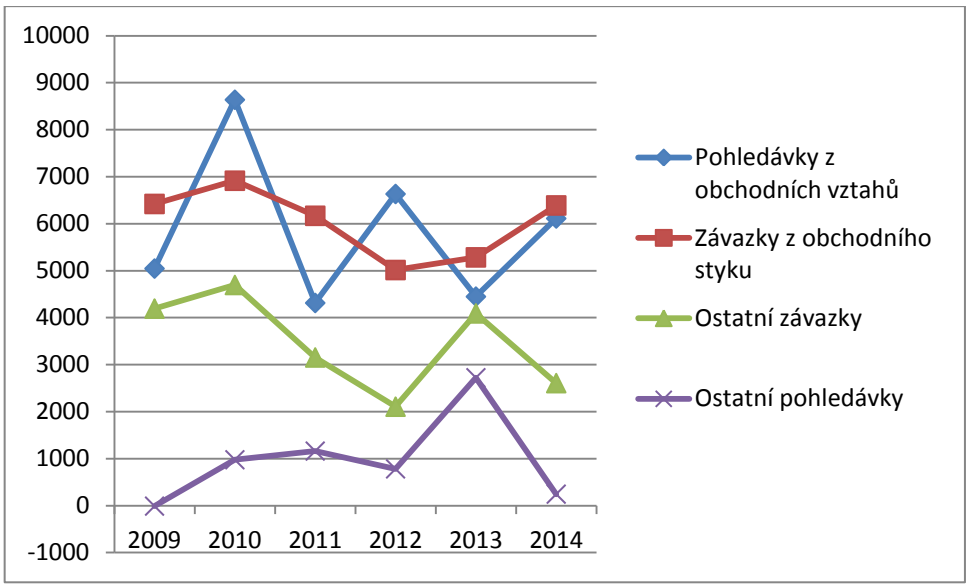
Horizontální analýza

Horizontální analýza dává uživatelům přehled vývoji hospodářského subjektu v čase a to v nominálním vyjádření i vyjádření procentem meziročních změn.
Bilanční suma se v roce 2010 výrazně zvýšila. Na straně aktiv je zde patrné zvýšení oběžných aktiv, konkrétněji pohledávek. Tento stav ovlivňuje skladba a výše produkce v konkrétním daném období. Obdobný stav je taktéž na straně pasiv. I zde podstatně vzrostly závazky. V roce 2011 je patrné opětovné snížení bilanční sumy a tento trend pokračuje i v roce 2012. Opět je zde stav výrazně ovlivněný na straně aktiv i pasiv výší pohledávek a závazků. Přesto nenastal tak výrazný propad u oběžných aktiv a cizích zdrojů, jako byla jejich výše v roce 2009. Bilanční suma v tomto období klesá taktéž vlivem oprávek dlouhodobého hmotného majetku a prakticky žádné investice. Na straně pasiv dochází u bankovních úvěrů k postupnému snižování dlužných jistin úroků. Avšak v roce 2012 dochází u této položky ke zvýšení, výrazně pak u krátkodobého bankovního úvěru. Tento stav nastal díky zvýšení zůstatku kontokorentního účtu. Celkově však v roce 2013 došlo ke zvýšení bilanční sumy. Mimo zvýšení oběžných aktiv, dochází na straně aktiv k nákupu dalšího pozemku a budovy. Na straně pasiv celkově vzrostly cizí zdroje. Zvýšení dlouhodobého bankovního úvěrů zapříčinil nákup pozemku, taktéž vzrostl stav krátkodobých závazků.

Horizontální analýzou rozvahy lze tedy vyvodit následující:

- Nejvyšší podíl na vývoji změn celkové bilanční sumy mají za celé sledované období na straně aktiv oběžná aktiva. Tento stav je totožný u závazků na straně pasiv.
- Dlouhodobý majetek zaznamenává vlivem amortizace celkově postupný klesající trend i přes investici do pozemků. Jen v roce 2013 došlo k mírnému zvýšení vlivem investice do dlouhodobého hmotného majetku.
- Krátkodobý finanční majetek výrazně bilanční sumu neovlivnil, přesto je zde patrný vzrůstající trend.
- Meziroční poměr zvyšování vlastního kapitálu je ovlivněn kladnými výsledky hospodaření v jednotlivých letech.
- U cizích zdrojů, mimo již zmiňovaných závazků, dochází k postupnému snižování bankovních úvěrů až do roku 2013, kdy došlo z důvodu investice do dlouhodobého majetku k navýšení dlouhodobého bankovního úvěru. Položka krátkodobých bankovních úvěrů byla navýšena z důvodu dalšího čerpání kontokorentního účtu.

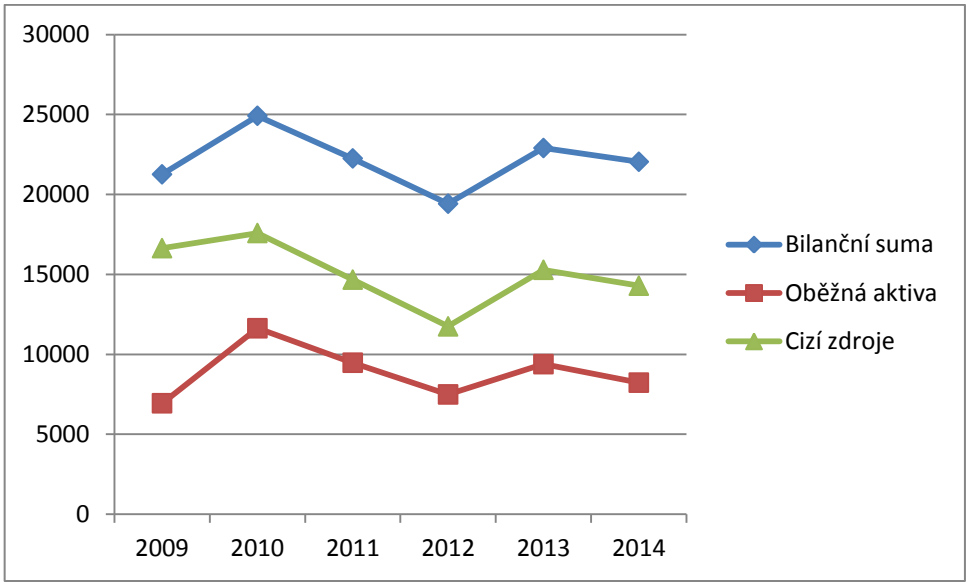
- Celkový stav pohledávek je ve sledovaném období nižší, jak celkový stav závazků. Po podrobnější analýze vyplývá, že pohledávky a závazky z obchodních vztahů tento stav výrazně neovlivňují. Jiný je stav u ostatních závazků, které vysoce převyšují ostatní pohledávky. V roce 2009 a 2010 patří mezi tyto závazky především vysoké pohledávky vůči státu a závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění. Tento stav souvisel se všeobecnou ekonomickou krizí v daném období. V letech 2011 až 2014 pak dochází ke snížení daných závazků na běžnou výši. Po celé sledované období však ostatní závazky taktéž výrazně zvyšují závazky ke společníkům. Přestože tyto mají neustále klesající trend, jejich celková výše ovlivňuje stav, kdy závazky společnosti převyšují její pohledávky, avšak v klesajícím trendu. Tento fakt potvrzuje následující graf:



Graf 3: vývoj pohledávek a závazků v letech 2009 – 2014 (tis. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování

Položky, které nejvíce ovlivňující bilanční sumu jsou pro názornost uvedeny v následujícím grafu.



Graf 4: vývoj položek rozvahy (tis. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování

Graf zřetelně dokazuje, že pohyb bilanční sumy mezi jednotlivými lety nejvíce ovlivňují položky oběžných aktiv a cizích zdrojů

Vertikální analýza

Obecná definice vertikální analýzy ji vyjadřuje jako procentní rozbor jednotlivých položek. U analyzované společnosti byla jako procentní základna zvolena položka celkových aktiv.

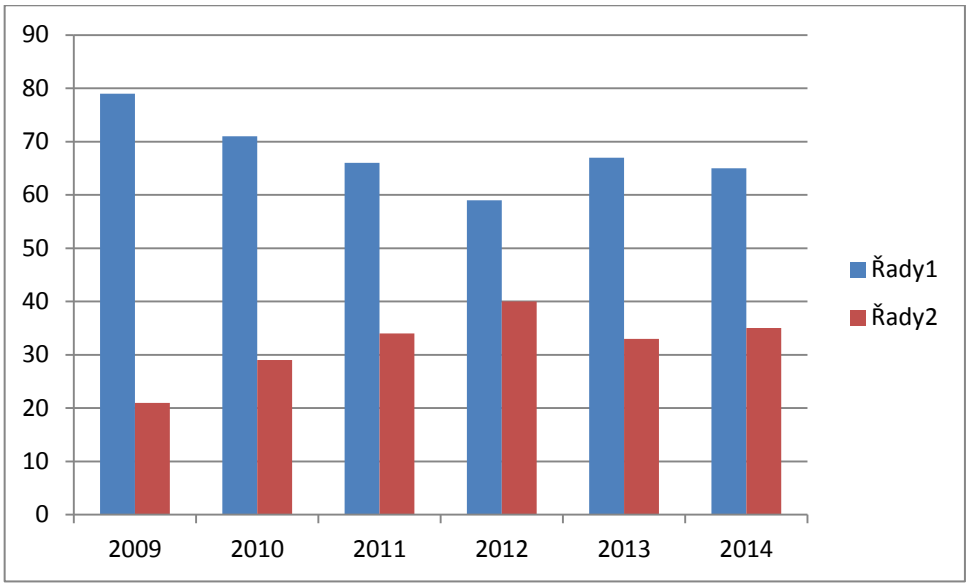
Na straně aktiv je podíl dlouhodobého majetku a oběžných aktiv ve sledovaném období přibližně shodný. Výše oběžného majetku se pohybuje mezi 33 % - 47 %. Mimo roku 2009, který je rokem silně ovlivněným ekonomickou krizí, a na to navazující prudké snížení v roce 2010, je patrné postupné snižování podílu dlouhodobého majetku. Jak již bylo uvedeno, je to způsobeno nízkou investicí a postupnou amortizací. V roce 2014 byl již podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech pouze 59 %.

Na straně pasiv je až do roku 2013 zřejmý vzrůstající trend podílu vlastního kapitálu na celkových pasivech. V těchto letech došlo k jejímu snížení z důvodu nízkého hospodářského výsledku předcházejících let a zvýšení bankovních úvěrů u cizích zdrojů v roce 2013.

Celkové procentuelní vyjádření cizích zdrojů má klesající trend mimo již zmiňované období 2013 - 2014. Přesto podíl cizích zdrojů na celkových pasivech se snížil proti roku 2009 ze 79 % na 65 %, což se jeví jako pozitivní trend.

Položky časového rozlišení mají jak na straně aktiv, tak na straně pasiv nepodstatný vliv.

Podíl vlastního kapitálu (řada 1) a cizích zdrojů (řada 2) na celková pasiva je znázorněn v následujícím grafu:



Graf 5: podíl cizích zdrojů a vlastního kapitálu na celkových pasivech v letech 2009-2014

Zdroj: vlastní zpracování

8.1.2 Výkaz zisku a ztráty

Horizontální analýza

Horizontální analýza nám u analyzovaných let oceňovaného podniku poskytuje procentní údaje o změnách v čase a struktuře.

U společnosti XY s.r.o. je obchodní marže z důvodu výrobní společnosti nevýznamnou položkou.

Vlivem dopadů hospodářské recese jsou v roce 2009 podstatně nižší výkony, jako v následujících letech. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb vzrostly v roce 2010 proti roku 2009 o 66 %. V následujících letech je vidět rozkolísanost dané položky. Tu zapříčiňuje různá skladba produkce a její fakturace. Část výrobního programu se fakturuje včetně materiálu a práce, část je fakturována bez vstupního materiálu, který je pouze na základě dodacího listu dodán do výroby a nefakturován na vstupu ani výstupu. S tím souvisí rozkolísanost u změny stavu zásob. Určitou míru rozkolísanosti můžeme také pozorovat u výkonové spotřeby. Tu ovšem mimo spotřebu materiálu ovlivňuje také výše nákladů na energie a služby, které výkyvy ve spotřebě materiálu snižují. Další podstatnou položkou jsou osobní náklady, které mají meziročně vzrůstající tendenci s jediným nepodstatným snížením

v roce 2013. Nejpodstatnější složkou osobních nákladů jsou mzdové náklady, které rostly až do roku 2011. V roce 2012 byl prudký meziroční pokles o 23 % .

Ostatní položky nemají podstatný vliv na skladbě VZZ. Přesto je třeba se zmínit o pozitivním trendu poklesu nákladových úroků.

Přidaná hodnota vykazuje mezi lety 2009 až 2014 silnou rozkolísanost. V tabulce č. 17 je za sledované období porovnána meziroční změna přidané hodnoty analyzované firmy a odvětví CZ-NACE 22.

Tabulka 17: meziroční absolutní a procentní změna přidané hodnoty

Přidaná hodnota	Meziroční absolutní změna (tis. Kč)					Meziroční procentní změna (%)			
	2009/2010	20010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2009/2010	20010/2011	2011/2012	2012/2013
CZ-NACE 22	6 104 309	3 238 644	4 518 691	1 664 887	1 734 668	12%	6%	8%	3%
XY s.r.o.	7 874	446	-3 659	-1 698	286	187%	4%	-29%	-19%

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR © 2014

Vertikální analýza

Udává podíl jednotlivých položek VZZ na vztažné veličině, kterou byly vybrány náklady a výnosy.

U výnosů jsou podstatnou položkou tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Jejich podíl na celkových nákladech byl v roce 2009 ve výši 84 %. V následujících analyzovaných letech byl ustálený stav podílu dané položky na celkových výnosech ve výši 96 % až 99 %.

U nákladů má nejvyšší podíl na celkových nákladech položka výkonové spotřeby ve výši 71 % - 74 %. Druhý významný podíl vykazují osobní náklady. Vzrůstající trend z počátečních 15 % dosáhl v závěru sledovaného období, tedy v roce 2014, 21 % na celkových nákladech.

8.1.3 Cash flow

Výkaz peněžních toků, tzv. CASH FLOW, představuje důležitý prvek při analýze finančního vývoje společnosti. Popisuje výši příjmů a výdajů – jak společnost utrácela a jak naopak získávala své příjmy. Z výkazů lze posoudit i schopnost podniku zajistit v budoucnu dostatečnou tvorbu peněžních prostředků na úhradu splatných dluhů.

Výkazy Cash flow společnosti XY s.r.o. jednotlivých analyzovaných let jsou pro svoji obsáhlost uvedeny v příloze č.VIII této práce.

Následující tabulka uvádí přehlednou zkrácenou verzi daného výkazu.

Tabulka 18: Zkrácené cash flow XY s.r.o. (tis. Kč)

Zkrácené CASH FLOW XY s.r.o. (tis.Kč)						
Položky výkazu	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stav PP na počátku období	100	52	124	302	354	339
Peněžní tok z provozní činnosti	585	374	1832	1732	-40	315
Peněžní tok z invest.činnosti	3483	-47	-492	-673	-1116	212
Peněžní tok z finanční činnosti	-4116	-255	-1162	-1007	1141	-611
Peněžní tok celkem	-48	72	178	52	-15	-84
Stav PP na konci období	52	124	302	354	339	255

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních údajů společnosti XY s.r.o.

Peněžní toky z provozní činnosti vykazují značnou rozkolísanost. Vysoká záporná hodnota v roce 2009 je způsobena dopadem hospodářské krize a tím i ovlivnění toku vyplývajícího ze změn pracovního kapitálu. V následujících letech je stav příznivější, avšak s trvajícím trendem rozkolísanosti.

Peněžní tok z investiční činnosti vykazuje v roce 2009 vysokou kladnou částku, která souvisí s prodejem dlouhodobého majetku. Naopak v roce 2013 došlo k nákupu stálých aktiv, což způsobilo podstatné zvýšení celkového toku z investiční činnosti.

Výše celkového toku z finanční činnosti je ovlivněna hlavně výší dlouhodobých bankovních úvěrů, splácením jistin a taktéž čerpáním kontokorentního účtu. Ten byl v roce 2010 a 2013 navýšen. V roce 2013 navíc společnost čerpala další dlouhodobý úvěr. V roce 2014 je viditelné splácení bankovních úvěrů.

8.2 Analýza rozdílových ukazatelů

8.2.1 Zlaté bilanční pravidlo financování

Určuje míru finanční struktury podniku ve vztahu k dlouhodobému majetku společnosti s cílem zajištění dlouhodobé finanční stability a likvidity daného subjektu. Pravidlo stanovuje, že oběžný majetek by měl být financován krátkodobými zdroji, naopak dlouhodobé zdroje by měly být použity pro financování dlouhodobého majetku.

Tabulka 19: vývoj zlatého bilančního pravidla v tis. Kč

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý majetek	14 465	13 296	12 757	11 901	13 458	13 779
Dlouhodobé zdroje vlastní	4 616	7 316	7 533	7 543	7 615	7 750
Dlouhodobé zdroje cizí	5 952	4 824	6 731	3 806	4 086	3 478
Dlouhodobé zdroje celkem	10 568	12 140	14 264	11 349	11 701	11 228
VZ - CZ (Kč)	-3 897	-1 156	1 507	-552	-1 757	-2 551
Podíl CZ na celk. zdrojích (%)	56%	40%	47%	34%	35%	39%
Převaha zdrojů (Kč)	3 897	1 156	-1 507	552	1 757	2 551
Převaha zdrojů (%)	-27%	-9%	12%	-5%	-13%	-19%

Zdroj: vlastní zpracování na základě účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

V tabulce číslo 19 je přehled vývoje bilančního pravidla oceňované společnosti. Celkové cizí zdroje jsou poníženy o krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé závazky.

Racionální přístup k financování vyžaduje, aby dlouhodobý kapitál byl vyšší jak dlouhodobý majetek. Část dlouhodobého majetku poté připadne na financování běžné činnosti, tedy oběžných aktiv. Jelikož v analyzovaných letech (mimo rok 2011) jsou dlouhodobé zdroje nižší jak dlouhodobý majetek, nesplňuje společnost zlaté bilanční pravidlo financování a tento stav lze hodnotit jako rizikový.

8.2.2 Čistý pracovní kapitál (ČPK)

Analýza čistého pracovního kapitálu navazuje na zlaté bilanční pravidlo. Patří mezi ukazatele, který je v praxi nejčastěji užíván. Vyjadřuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji a má významný vliv na platební schopnost podniku. Podnik je likvidní, pokud má dostatečnou výši relativně volného kapitálu. Tím je přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji. Tabulka č. 20 definuje stav v jednotlivých letech u analyzované společnosti.

Tabulka 20: ČPK společnosti XY s.r.o. ve sledovaných letech (tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Oběžná aktiva	6 937	11 628	9 473	7 489	9 385	8 226
Krátkodobé závazky	7 958	9 158	7 412	5 491	7 888	7 509
Krátkodobé bankovní úvěry	2 729	3 602	2 924	2 449	3 310	3 304
Krátkodobé zdroje	10 687	12 760	10 336	7 940	11 198	10 813
ČPK	-3 750	-1 132	-863	-451	-1 813	-2 587

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Z tabulky vyplývá, že společnost po celé analyzované období dosahuje záporných hodnot ČPK. Daný stav zapříčiňuje čerpání kontokorentního účtu ve všech letech. Schopnost likvidity společnosti bude analyzována v rámci analýzy poměrových ukazatelů.

8.3 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů je jednou z nejoblíbenějších metod. Umožňuje získat rychlý obraz o základních finančních charakteristikách podniku. Ve své analýze se budu zabývat analýzou ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity podniku. Závěrem bude provedeno celkové vyhodnocení dané analýzy.

8.3.1 Analýza ukazatele zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti jsou indikátory výše rizika související se strukturou vlastních a cizích zdrojů podniku. Určitá výše zadluženosti je pro firmu užitečná. Podrobná analýza by však měla určit, zda je struktura kapitálu vůči struktuře majetku optimální nebo jestli je podnik podkapitalizovaný či překapitalizovaný.

V následující tabulce jsou uvedeny výsledky jednotlivých ukazatelů zadluženosti, následně jsou pak popsány a analyzovány výsledky vybraných ukazatelů.

Tabulka 21: ukazatelé zadluženosti XY s.r.o. (tis. Kč)

Ukazatel		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost	Cizí zdroje/A	78%	68%	66%	60%	67%	65%
Míra zadluženosti	Cizí zdroje/VK	3,60	2,40	1,95	1,56	2,01	1,84
Úrokové krytí	EBIT/náklad.úroky	1,50	6,66	1,83	0,61	0,55	1,89
Krytí DM dl.zdroji	VK+Dl.CZ/Dl.maj.	0,73	0,91	0,93	0,95	0,87	0,81
Krytí DM VK	VK/Dl.majetek	0,32	0,55	0,59	0,63	0,87	0,56

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Z tabulky je patrné, že zadluženost analyzované společnosti se pohybuje mezi 60 až 78%. Doporučené hodnoty ukazatele jsou v rozmezí 30 – 60 %. Do krajního rámce doporučovaných hodnot se společnost dostala pouze v roce 2012. Do tohoto roku docházelo k postupnému snižování zadluženosti. Navýšení v roce 2013 bylo způsobeno novým úvěrem, v následujícím roce je patrný pokles zadluženosti. U celkové zadluženosti platí, že čím vyšší je procento zadlužení, tím vyšší je riziko neschopnosti podniku dostát svých závazků. I přes vysokou zadluženost nad hranicí rizika, se negativní ukazatel za sledované období snížil o 11 %.

Celkovou zadluženost lze přirovnat k míře zadlužení – oba ukazatele rostou s růstem proporce dluhů ve finanční struktuře podniku.

Dalším analyzovaným ukazatelem je úrokové krytí, určující kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Pokud je hodnota ukazatele menší jak 1, společnost není schopna hradit náklady na cizí kapitál z provozní činnosti. Tento stav u analyzované společnosti nastal v roce 2012 a 2013. Doporučená hodnota daného ukazatele (minimálně 5) nebyla dosažena v žádném ze sledovaných let.

Hodnota krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji je nižší jak 1. Znamená to, že za sledované období není dodrženo zlaté pravidlo financování – dlouhodobý majetek je z části kryt krátkodobými zdroji. Společnost je tzv. podkapitalizovaná a praktikuje strategii agresivního financování. Daný způsob financování je sice levný, ale zároveň vysoce rizikový.

Poměr vlastního kapitálu na dlouhodobém majetku nedosáhl v žádném roce doporučené hodnoty 1. Z toho vyplývá, že analyzovaná společnost vlastní kapitál i ke krytí oběžných aktiv.

8.3.2 Analýza ukazatele likvidity

U analýzy likvidity se zaměřím na výpočet tří základních stupňů likvidity, jejichž podstatou je zjištění poměru mezi určitými majetkovými složkami v rámci oběžného majetku a krátkodobými závazky. Výsledky výpočtů jednotlivých stupňů u oceňovaných let jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 22: ukazatelé likvidity společnosti XY s.r.o.

Ukazatel		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	OA/ kr. CZ	0,65	1,11	1,01	1,00	0,84	0,76
Pohotová likvidita	Kr.pohl.+fin.maj./kr.CZ	0,48	0,83	0,74	0,63	0,60	0,62
Hotovostní likvidita	Fin.majetek/kr.CZ	0,01	0,02	0,03	0,05	0,03	0,02

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Doporučené hodnoty běžné likvidity jsou v rozmezí 1 – 2,5. Hodnota běžné likvidity by se neměla dostat pod hranici 1. Znamenalo by to, že společnost neměla dostatečně velká oběžná aktiva pro zaplacení krátkodobých závazků. Analyzovaná společnost tuto hranici směrem dolů překročila v roce 2009, 2013 a 2014. Ve zbývajících letech se pohybuje na spodní hranici doporučeného rozmezí. Jak již bylo uvedeno u analýzy ČPK, výrazným

prvkem ovlivňující nízkou likviditu je čerpání kontokorentního účtu. Rok 2009 je nejhorším sledovaným obdobím s dopadem hospodářské krize.

Po očištění běžné likvidity o zásoby, které nejsou příliš likvidním aktivem, dosáhneme ukazatele pohotové likvidity. Jelikož by měl ukazatel nabývat hodnot od 1 do 1,5, je u jednotlivých let zřejmé, že firma má nízké pokrytí pohledávek a hotovosti na korunu krátkodobých závazků.

Jelikož doporučená hodnota hotovostní, či okamžité likvidity je v rozmezí 0,2 - 0,5, stav v tabulce ukazuje, že firma nebyla schopna splácet své krátkodobé závazky z peněžních prostředků. Výsledný ukazatel svědčí o nízké schopnosti firmy okamžitě uhradit své krátkodobé závazky.

Analyzovaná společnost má příliš mnoho úvěrů. Čím vyšší procento úvěrů, tím musí být vyšší produkce hotovosti, nutné ke splácení úvěrů. Z postupného snižování úvěrů i účetních dat je zřejmé, že společnost jistiny řádně splácí.

8.3.3 Analýza ukazatele rentability

Ukazatelé rentability jsou měřítkem míry zisku použitím investovaného kapitálu.

Rentabilita tržeb (ROS) vyjadřuje ziskovou marži podniku. Pro její výpočet byl použit zisk před zdaněním a odečtu nákladových úroků (EBIT). Ve vývojové řadě by tento ukazatel měl vykazovat stoupající tendenci, ale opak je pravdou. Nejvyšší hodnotu společnost dosahuje v roce 2010, kdy 1 Kč tržeb vykazuje 0,099 Kč zisku.

Tabulka 23: ukazatelé rentability XY s.r.o.

Ukazatel		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rentability tržeb	Čistý zisk/Tržby	3,55%	9,97%	2,07%	1,59%	0,23%	0,50%
Rentabilita aktiv	EBIT/Aktiva	4,18%	15,45%	4,42%	2,49%	0,58%	1,13%
Rentabilita VK	Čistý zisk/VK	17,87%	37,13%	3,41%	1,31%	0,95%	1,72%

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Rentabilita vlastního kapitálu nám udává, kolik zisku je firma schopna vygenerovat z 1 Kč vlastního kapitálu. Je určující měřítkem efektivnosti. Od roku 2010 tento ukazatele prudce klesá, což znamená, že výnosnost vloženého kapitálu je velmi nízká. Tento trend se mění až mírným navýšením v roce 2014.

Rentabilita aktiv (ROA) má taktéž klesající tendenci. Pro výpočet ukazatele byl definovaný výnos podniku jako zisk před zdaněním a platbou úroků. Výsledky nám vymezují výkonnost podniku bez vlivu zadluženosti a daňového zatížení. Ukazatel má v průběhu analyzo-

vaných let kolísavou tendenci. Nejlepšího výsledku dosahuje v roce 2010, minimální výkonnost vykazuje rok 2013

8.3.4 Finanční páka

Udává, v jaké míře se využívá pákový efekt financování dluhovým kapitálem. Všeobecné pravidlo říká, že vlastní kapitál je dražší a rizikovější než kapitál cizí. Ovšem cizí kapitál nelze používat do nekonečna. Použití většího množství cizího kapitálu zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu pouze tehdy, pokud finanční páka působí pozitivně, tzn., že výnosnost celkového kapitálu je vyšší jak úroková míra za cizí kapitál.

Tabulka 24: finanční páka společnosti XY s.r.o.

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva	21 255	24 916	22 251	19 417	22 899	22 041
VK	4 616	7 316	7 533	7 543	7 615	7 750
Finanční páka	**4,60**	**3,41**	**2,95**	**2,57**	**3,01**	**2,84**

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Z tabulky č. 24 vyplývá, že ve všech letech je hodnota finanční páky větší jak 1, finanční páka tedy působí pozitivně a pro podnik je výhodné využít cizího kapitálu.

8.3.5 Analýza ukazatele aktivity

Efektivní hospodaření s vlastními aktivy můžeme měřit pomocí ukazatelů aktiv. V následující tabulce jsou definovány hodnoty obratu aktiv, doby obratu zásob, pohledávek a závazků.

Tabulka 25: ukazatelé aktivity XY s.r.o.

Ukazatel aktivity	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat aktiv	1,09	1,56	2,13	1,57	1,36	1,23
Doba obratu zásob (dny)	25	21	32	21	22	21
Doba obratu pohledávek (dny)	67	82	51	54	56	65
Doba obratu závazků (dny)	86	65	50	50	66	76

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Obrat aktiv měří, jak efektivně jsou využívána celková aktiva. Doporučené hodnoty 1 analyzovaná společnost dosáhla ve všech sledovaných letech. Nejvyšší obrat aktiv byl zaznamenán v roce 2011, kdy se ve firmě aktiva obrátila 2,13 krát.

Hodnota ukazatele doby obratu zásob dané firmy závisí na skladové politice i na možnosti skladových kapacit. V případě analyzované společnosti se doba obratu zásob pohybuje mezi 21 až 32 dny. Potvrzuje to způsob skladové politiky „JUST IN TIME“.

Průměrná doba obratu závazků i pohledávek je za analyzované období shodná – 65,5 dnů. To dokazuje pravidelný, průběžný tok plateb a provádění analýzy saldokontních účtů.

8.4 Analýza souhrnných ukazatelů

Souhrnné ukazatelé jsou predikcí finanční tísně. Mezi nejpoužívanější patří Altmanovo Z – skóre a model IN05:

8.4.1 Z – skóre (Altmanův model)

Altmanův index uživatelům podává informace o finanční situaci. Index byl sestaven Edwardem Altmanem na základě analýzy amerických firem. Oceňovaná společnost je však českou firmou, proto je nutné brát na tento fakt zřetel.

Tabulka 26: Altmanův index XY s.r.o.

Altmanův index						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
X1=ČPK/CA	-0,12	-0,04	-0,03	-0,01	-0,06	-0,09
X2=Neroz.Z/CA	0,11	0,13	0,24	0,29	0,24	0,25
X3=ZUD/CA	0,22	0,47	0,12	0,09	0,06	0,06
X4=VK/CK	0,12	0,18	0,21	0,27	0,21	0,23
X5=T/CA	1,09	1,55	2,13	1,57	1,36	1,23
Z - skóre	1,42	2,29	2,67	2,21	1,81	1,68

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

Výsledné Z – skóre jednotlivých analyzovaných let bylo vypočteno dle následujícího vzorce:

$$\mathbf{Z = 0{,}717 * X1 + 0{,}847 * X2 + 3{,}107 * C + 0{,}420 * D + 0{,}998 * E}$$

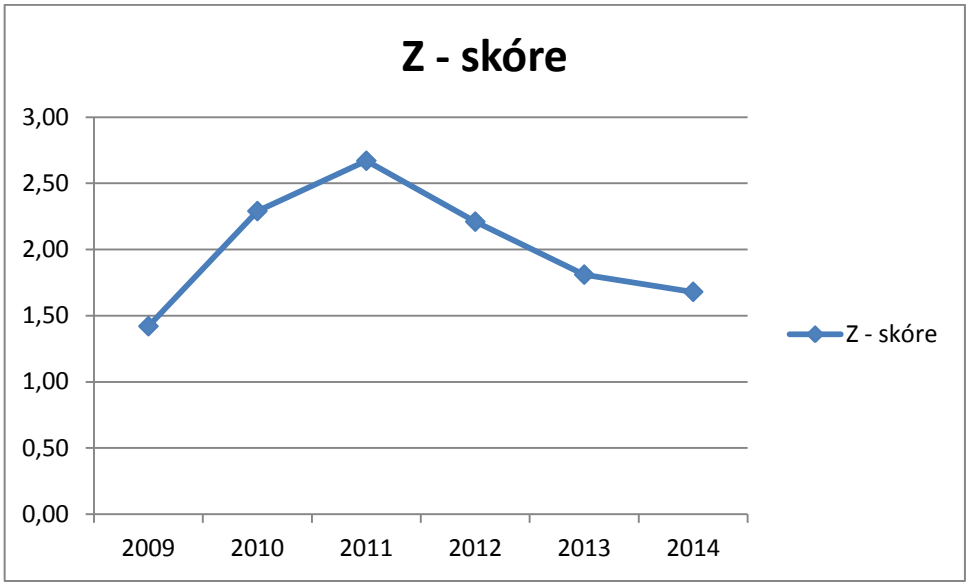
Výsledky:

$Z > 2{,}9 \rightarrow$ uspokojivá finanční situace firmy

$1{,}2 < Z \leq 2{,}9 \rightarrow$ šedá zóna neurčitých výsledků

$Z \leq 1{,}2 \rightarrow$ firma je ohrožena bankrotem

Z tabulky č. 25 je patrné, že se podnik nachází v šedé zóně a není ohrožený bankrotem.



Graf 6: vývoj Altmanova modelu XY s.r.o.
Zdroj: vlastní zpracování

Z grafického znázornění vývoje modelu lze vyvodit fakt, že od roku 2011 Z – skóre trendově klesá.

8.4.2 Index 05

Index spojující pohled věřitele a vlastníka, vznikl na základě sledování Altmanova modelu a je přizpůsoben českému podnikatelskému prostředí.

Tabulka 27: index IN05 společnosti XY s.r.o.

Index IN05						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
X1 =0,13*A/CK	0,17	0,18	0,20	0,21	0,20	0,20
X2= 0,04*EBIT/NÚ	0,10	0,31	0,11	0,06	0,08	0,06
X3=3,97*EBIT/A	0,28	0,60	0,16	0,08	0,08	0,05
X4=0,21*V/A	0,23	0,33	0,45	0,33	0,31	0,29
X5=0,09*OA/(KZ+KBÚ)	0,23	0,29	0,29	0,28	0,26	0,22
IN05	**1,01**	**1,71**	**1,21**	**0,96**	**0,93**	**0,82**

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky:

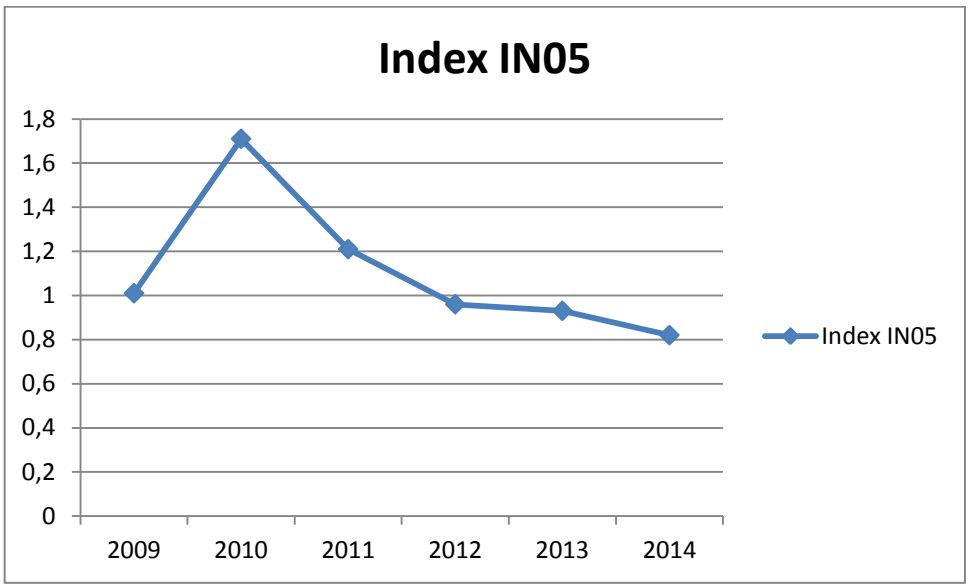
IN > 1,6 → dobrá finanční situace firmy

0,9 < IN < 1,6 → šedá zóna s neurčitými výsledky

IN < 0,9 → firma ohrožena finančním bankrotem

Dle indexu IN05 v letech 2009 – 2013 firma dosahuje šedé zóny s neurčitými výsledky, v roce 2014 se dostává do pásma firmy ohrožené bankrotem. U analyzovaných let je od roku 2010 zřejmý klesající trend.

Pro názornost následuje graf vývoje daného indexu.



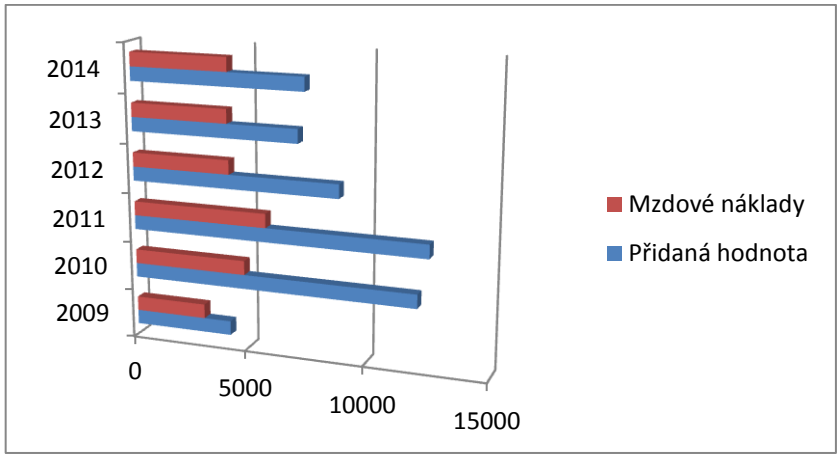
Graf 7: vývoj indexu IN05 společnosti XY s.r.o.

Zdroj: vlastní zpracování

8.5 Analýza doplňujících ukazatelů

8.5.1 Přidaná hodnota

Výše přidané hodnoty musí být dostatečná především ke krytí mzdových nákladů a druhotně k dalším nákladovým položkám VZZ, jako jsou odpisy a finanční náklady a to do takové výše, aby firma vykazovala zisk. Významným ukazatelem je krytí mzdových nákladů přidané hodnoty, které je vhodné sledovat v trendu. V následujícím grafu je zřetelně znát shodný trendový pohyb mzdových nákladů a přidané hodnoty. Výše přidané hodnoty dostatečně kryje mzdové náklady v jednotlivých letech.

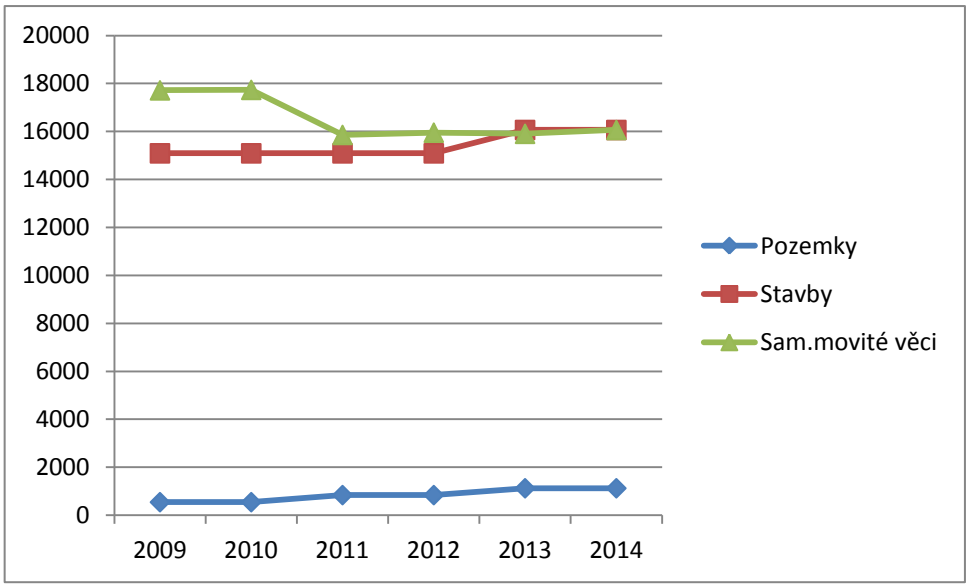


Graf 8: přidaná hodnota a mzdové náklady XY (tis. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování

8.6 Závěrečné zhodnocení finančního zdraví společnosti

U analyzované společnosti převyšují stálá aktiva oběžný majetek, znamená to, že se jedná o společnost kapitálově těžkou. Stálá aktiva jsou tvořena dlouhodobým majetkem. Strukturu a nárůst investic do dlouhodobého majetku v jednotlivých analyzovaných letech znázorňuje následující graf. Majetek je zde uveden v brutto hodnotě, tzn. bez oprávek majetku.



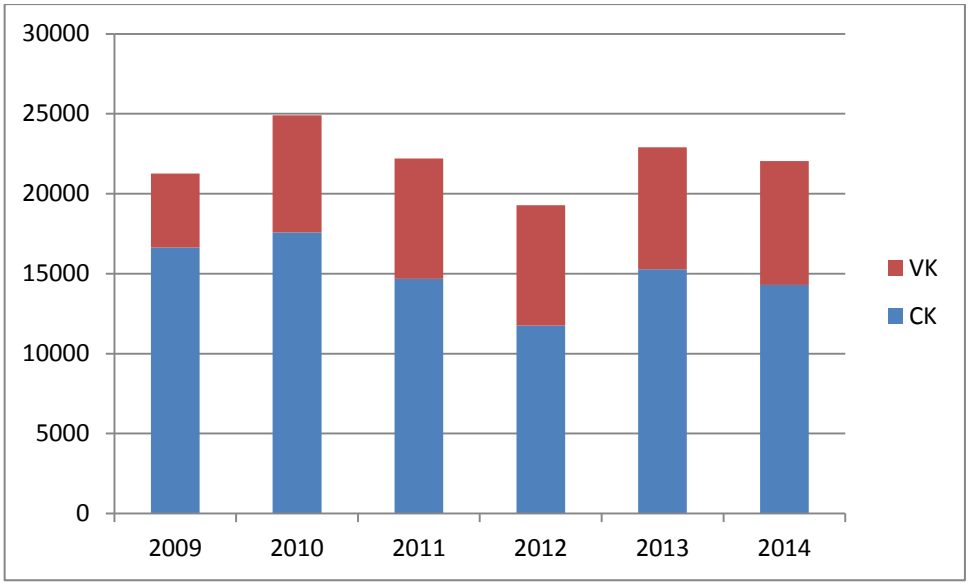
Graf 9: struktura dlouhodobého majetku XY (tis. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování

Graf dokazuje, že investice do dlouhodobého majetku byly za sledované období velmi nízké. U samostatných movitých věcí došlo dokonce k mírnému poklesu vlivem odprodeje nepotřebných starých strojů. U pozemků a staveb je patrný nárůst v roce 2013, rok 2014 vykazuje nulovou investici.

Celkovou výši aktiv v jednotlivých letech ovlivňuje kolísavý stav oběžného majetku. Jak již bylo zdůrazněno, tato kolísavost souvisí s aktuální strukturou produkce podniku.

U společnosti XY s.r.o. je typické, že cizí zdroje výrazně převyšují vlastní kapitál. Poměrové vyjádření je znázorněno v níže uvedeném grafu. Svědčí to o faktu, že daná společnost se potýká s vysokým zadlužením. Výraznou část cizích zdrojů tvoří dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry.



Graf 10: struktura pasiv XY s.r.o. (tis. Kč)

Zdroj: vlastní zpracování

Firma vykazuje problémy v oblasti likvidity. Pohybuje se na hranici doporučovaných hodnot, v letech 2009, 2013 a 2014 dokonce pod jejich hranicí. Podstatný vliv na tuto situaci má čerpání kontokorentního úvěru, který je ve společnosti zařazený do krátkodobých bankovních úvěrů.

Ukazatelé rentability, vykazují značnou kolísavost, plně korespondující s kolísavou tendencí EAT a EBIT. Rentabilita tržeb vykazuje klesající tendenci, ukazatele rentability VK za dané období dokazují, že výnosnost vloženého kapitálu je velmi nízká a výkonnost podniku bez vlivu zadluženosti a daňového zatížení je velmi nízkých hodnot, nejnižších pak v roce 2014.

Shrnutím lze konstatovat, že největšími problémy analyzované společnosti jsou vysoká zadluženost podniku, nízká likvidita, krytí podstatné části dlouhodobého majetku krátkodobými zdroji a vysoká závislost na úzkém okruhu odběratelů a dodavatelů.

8.7 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pro potřeby ocenění je nutno hospodářské výsledky jednotlivých analyzovaných let korigovat, tedy upravit o položky, které nesouvisí s hlavní činností podniku. V první fázi je nutné si rozdělit aktiva na provozně nutná a nepotřebná a v návaznosti na to vyřadit výnosy a náklady, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy.

8.7.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Jak již bylo uvedeno, hlavní činností podniku je výroba plastových a pryžových výrobků a obuvnických komponentů. V následných postupných krocích budou aktiva rozčleněna na provozně potřebná a nepotřebná. Pro potřeby výpočtu výnosové hodnoty podniku budou provozně nepotřebná aktiva následně vyřazena a oceněna samostatně a v konečné fázi budou opětovně přičtena k hodnotám celkového ocenění podniku.

Analýzou jednotlivých položek aktiv z hlediska jejich potřebnosti pro hlavní činnost jsem zjistila následující:

BUDOVY – společnost v roce 2008 koupila rekreační středisko v celkové pořizovací ceně 2 070 607,20 Kč. Tato investice nesouvisí z hlavní činností, proto bude vyloučena z provozně nutných aktiv. Ostatní budovy jsou aktiva související s hlavní činností podniku.

POZEMKY – současně s nákupem rekreačního střediska byly v roce 2008 nakoupeny pozemky v celkové hodnotě 442 692,80 Kč. V roce 2011 byl ještě jako součást rekreačního střediska přikoupen pozemek v celkové pořizovací ceně 295 239,90 Kč. Nákup pozemku v roce 2013 souvisel z hlavní činností podniku.

SAMOSTATNÉ MOVITÉ VĚCI – veškerý pořízený majetek souvisí z hlavní činností a je používán.

NEDOKONČENÝ HMOTNÝ INVESTIČNÍ MAJETEK – vykazoval zůstatkovou hodnotu pouze v roce 2009, 2010 a 2014. Souvisel s rekonstrukcí či modernizací prostor, které spadají do hlavní činnosti podniku.

Tabulka 28: výše nedokončeného investičního majetku XY s.r.o. (tis. Kč)

(tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nedokončený hmotný IM	8	104	0	0	0	84

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

U položek DLOUHODOBÉ a KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY, ZÁSOBY (mimo nedokončenou výrobu) a ČASOVÉ ROZLIŠENÍ jsem neshledala žádná nepotřebná aktiva.

NEDOKONČENÁ VÝROBA – společnost XY vykazuje v rozvaze nedokončenou výrobu a polotovary, které nepřináší v daném období žádné zisky. Proto jsem danou rozpracovanost v jednotlivých letech vyloučila ze zásob v následujícím rozsahu:

Tabulka 29: vyloučení nedokončené výroby a polotovarů XY s.r.o. (tis. Kč)

(tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nedokončená výroba a polotovary	168	82	35	87	33	16

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK – daná aktiva jsou tvořena penězi v hotovosti a účty v bankovních ústavech. V analyzovaném období nedosahoval vyšších částek, než je z hlediska provozu nutné. Provozně nezbytnou úroveň peněžních prostředků můžeme odhadnout pomocí ukazatele hotovostní likvidity. Analyzovaná společnost nepřesáhla doporučovanou hodnotu 0,5 – proto nebude žádná úprava provedena.

Po vyloučení nenutných aktiv budou dané upravené položky rozvahy v následující výši:

Tabulka 30: očištěná aktiva o provozně nepotřebná (tis. Kč)

ROZVAHA - AKTIVA	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý majetek	11 935	10 574	9 948	9 092	10 649	10 886
Oběžná aktiva	6 769	11 546	9 438	7 402	9 352	8 210
Časové rozlišení	-147	-8	21	27	56	36
AKTIVA celkem	18 557	22 112	19 407	16 521	20 057	19 132

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

8.7.2 Provozně nutný investovaný kapitál

V návaznosti na bod 8.7.1. je nutné vymezit provozně nutný investovaný kapitál.

V prvním kroku upravíme ČPK odečtením neúročených závazků od provozně nutných oběžných aktiv. Následně pak odečteme pasiva, u kterých nelze vyčíslit jejich náklady. Jako neúročené závazky jsem stanovila celkové krátkodobé závazky.

Upravený pracovní kapitál provozně nutný a provozně potřebný dlouhodobý majetek definují ve svém součtu investovaný kapitál provozně nutný. Jeho výpočet je uveden v níže uvedené tabulce:

Tabulka 31: výpočet investovaného kapitálu provozně nutného (tis. Kč)

Položka (tis.Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dl. majetek provozně nutný	11 935	10 574	9 948	9 092	10 649	10 866
OA provozně nutná	6 769	11 546	9 438	7 402	9 352	8 210
ČR provozně nutné	-147	-8	21	27	56	36
Krátkodové závazky	7 958	9 158	7 412	5 491	7 888	7 509
ČR pasivní			47	128		-3
Pracovní kapitál provozně nutný	-1 336	2 380	2 000	1 810	1 520	740
Investovaný kapitál prov.nutný	10 599	12 954	11 948	10 902	12 169	11 606

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů účetních výkazů společnosti XY s.r.o.

8.7.3 Stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření

Do korigovaného provozního výsledku hospodaření započítáme pouze pravidelně se vyskytující výnosy a náklady, související s provozními aktivy oceňované společnosti.

Mezi nejtypičtější neprovozní výnosy můžeme zařadit tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. V souvislosti s danou položkou je nutné taktéž provozní výsledek hospodaření upravit o zůstatkovou cenu dlouhodobého majetku. Jak již bylo uvedeno, společnost vlastní budovu rekreačního střediska. V souvislosti s touto nemovitostí avšak nevykazuje žádné tržby, neprovádí zde žádnou podnikatelskou činnost. Majitelé pouze v roce 2009 výrazně investovali do opravy budovy. V ostatních letech se jednalo jen o udržovací opravy. Dalšími náklady je vyčíslená spotřeba elektrické energie a vody. V účetnictví společnosti jsou tyto položky analyticky členěny. Posledními náklady na rekreační středisko, tedy náklady nesouvisející z hlavní činností, jsou odpisy dlouhodobého hmotného majetku provozně nenutného, úroky z úvěrů a poplatky na vedení úvěrů na nákup rekreačního střediska a přiléhajících pozemků.

Tabulka 32: korigovaný provozní VH společnosti XY s.r.o. (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	(+)	1 854	3 788	1 090	578	394	483
Tržby z prodej DM	(-)	4 012	49		1		
Odpisy DM provozně nenutného	(+)	0	63	37	42	42	42
Spotřeba el.energie prov.nenutné	(+)	7	6	7	30	7	7
Spotřeba vody prov.nenutné	(+)	0	5	6	6	2	2
Opravy provozně nenutné	(+)	7	0	1 032	86	94	26
Nákladové úroky prov.nenutné	(+)	144	144	144	145	72	51
Bankovní popl.prov.nenutné	(+)	2	2	2	8	8	2
Zůstatková cena prodaného DM	(+)	967					
Korigovaný provozní VH	(=)	-1 031	3 959	2 318	894	619	613
Odpisy DM	(+)	1 477	1 644	1 417	1 329	100	83
KPVH před zdaněním	**(=)**	**446**	**5 603**	**3 735**	**2 223**	**719**	**696**

Zdroj: vlastní zpracování

9 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI

9.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Před samotným zpracováním finančního plánu je nutné definovat základní podnikohospodářské veličiny, které rozhodujícím způsobem ovlivňují hodnotu daného podniku, tzv. generátory hodnoty. Tímto krokem navazujeme na zpracovanou strategickou a finanční analýzu. V konečném výsledku by nám tato kapitola měla ukázat způsob zpracování strategických finančních výkazů v rámci finančního plánu.

9.1.1 Tržby

Prognózou tržeb jsme se zabývali v rámci strategické analýzy. Ve vztahu k budoucímu období lze její výsledky korigovat v kontextu kapacitních možností oceňované firmy. Jelikož společnost má v plánu pouze investice na modernizaci a obnovení stávající kvality strojního vybavení, nepředpokládáme změnu kapacitních možností. Pro budoucí období tedy budeme vycházet z výstupu strategické analýzy. Tržbami společnosti budeme rozumět tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.

Tabulka 34: vývoj tržeb (tis. Kč) a tempo růstu společnosti XY s.r.o.

Analýza tržeb	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej vlastních výrobků služeb	23 212	38 632	47 438	30 435	31 140	27 100
Roční tempo růstu		66,43%	22,79%	-35,84%	2,31%	-12,97%
Průměrné tempo růstu za minulé období	8,54%					

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné tempo růstu tržeb za minulé období činilo 8,54 %. Výstupem strategické analýzy bylo stanovení průměrného tempa růstu prognózovaného období 9,09 %. Na základě predikovaných hodnot tempa růstu následujících let stanovíme tedy pro jednotlivé roky tržby za prodej výrobků a služeb. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 35: prognóza vývoje tržeb (tis. Kč) a průměrné tempo růstu společnosti XY s.r.o.

Prognóza tržeb	2015	2016	2017	2018
Roční tempo růstu	21,34%	6,60%	4,30%	4,12%
Průměrné tempo růstu plán	9,09%			
Tržby za prodej vlastních výrobků	32 883	35 053	36 560	38 066

Zdroj: vlastní zpracování

9.1.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže za minulé období je poměrem korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy a tržeb jednotlivých let. Dle Maříka je potřeba prognóze ziskové marže věnovat dostatečnou pozornost. Proto budou zpracovány dvě nezávislé analýzy ziskové marže – prognóza shora a prognóza zdola. Následným rozborem výsledků obou prognóz určíme konečnou prognózu.

Analýza a prognóza provozní ziskové marže shora

Tabulka 35: vývoj ziskové marže společnosti XY s.r.o.

(tis.Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej vlastních výrobků služeb	23 212	38 632	47 438	30 435	31 140	27 100
Korigovaný provozní zisk před daní a odpisy	446	5 603	3 735	2 223	719	696
Zisková marže	1,92%	14,50%	7,87%	7,30%	2,31%	2,57%
Průměrná zisková marže	6,08%					

Zdroj: vlastní zpracování

Strategická analýza definovala konkurenční sílu podniku XY s.r.o. na úrovni 71%. Faktory, které nejvíce ovlivňují analýzou stanovenou úroveň konkurenční síly daného podniku, jsou distribuce, služby, ceny, výhodné místo a kvalita managementu. Z důvodů stanovené nadprůměrné úrovně konkurenční síly podniku s přihlédnutím k míře opatrnosti, byl v prognózovaném budoucím období odhadnutý mírný, stabilizované růst ziskové marže.

Vývoj 36: prognóza vývoje ziskové marže XY s.r.o. shora

	2015	2016	2017	2018
Zisková marže z KPVH před odpisy	2,65%	2,70%	2,75%	2,80%

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza a prognóza provozní ziskové marže zdola

Pro potvrzení či zpochybnění prognózy shora je nutné provést analýzu a prognózu zdola. Analyzované minulé období nám udává podíly jednotlivých položek výnosů a nákladů na tržbách podniku.

Tabulka 37: Analýza minulého období ziskové marže zdola

Podíl na tržbách	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obchodní marže	-0,01%	0,00%	0,08%	0,08%	0,13%	0,46%
Výkony	100,06%	99,84%	99,74%	101,40%	99,25%	100,25%
z toho změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,60%	-0,16%	-0,26%	1,40%	-0,75%	0,25%
Přidaná hodnota	18,15%	31,28%	28,60%	29,52%	23,33%	27,62%
Osobní náklady	17,38%	17,05%	18,92%	22,83%	12,27%	25,17%
Daně a poplatky	0,58%	0,06%	0,13%	0,16%	0,10%	0,06%
Ost. Provoz. položky (změna stavu R a OP)	-1,82%	-1,09%	-0,89%	-1,35%	-1,00%	-1,04
Ostatní provozní výnosy	0,03%	0,82%	0,25%	0,21%	0,43%	0,23%
Ostatní provozní náklady	2,47%	0,72%	3,12%	1,30%	0,90%	0,57%

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce je znázorněna analýza ziskové marže zdola minulého období. Položka přidané hodnoty je korigovaná dle oddílu 8.7.3. této práce.

U prognózy zdola analyzujeme jednotlivé složky nákladů a výnosů. Následná prognóza nákladových a výnosových položek bude podkladem pro výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření a ziskové marže za predikované období.

Obchodní marže má zanedbatelný podíl na tržbách. Průměrné podíl obchodní marže minulého období činil 0,11 %, budeme tedy pro první rok predikce vycházet z daného údaje. Změna stavu zásob vlastní činnosti má pouze minimální podíl na tržbách. Průměr za minulé období činil -0,02 %, použijeme tento ukazatel pro celé predikované období. Následně na to budou dopočítány výkony, které jsou součtem tržeb za vlastní výrobky a služby

(100 %) a predikované výše stavu zásob vlastní činnosti.

Vzhledem k očekávané skladbě výroby a predikci tržeb budeme u přidané hodnoty vycházet z posledního minulého období a v návaznosti na prognózu tržeb zachováme v predikci stoupající trend.

Celkové osobní náklady se budou vyvíjet s trendem vývoje tržeb. V případě mzdových nákladů společnost počítá s mírným nárůstem pracovníků a průměrné mzdy. Výši mzdových nákladů budou odpovídat náklady na sociální a zdravotní pojištění. Ty budou činit 34 % mzdových nákladů.

Ostatní provozní položky jsou dány změnami rezerv a opravných položek. Tuto položku do predikce nezahrneme.

Jelikož daně a poplatky mají zanedbatelný podíl na celkových tržbách, budeme vycházet z jejich průměrné výše z minulého období, tj. 0,18 % podílu s přihlédnutím k ziskům daného období.

Stejným způsobem bude určený podíl na ostatních výnosech a nákladech.

Tabulka 38: prognóza podílu nákladových a výnosových položek VZZ XY s.r.o.

Podíl na tržbách	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	0,13%	0,13%	0,14%	0,14%
Výkony	100,02%	100,02%	100,02%	100,02%
z toho změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,02%	-0,02%	-0,02%	-0,02%
Přidaná hodnota	27,62%	27,80%	28,00%	28,00%
Osobní náklady	25,00%	25,00%	25,50%	25,50%
Daně a poplatky	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%
Ostatní provozní položky (změna stavu R a OP)	-1,20%	-1,20%	-1,20%	-1,20%
Ostatní provozní výnosy	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
Ostatní provozní náklady	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%

Zdroj: vlastní zpracování

V absolutních hodnotách bude poté výše jednotlivých položek v níže uvedené struktuře:

Tabulka 39: prognóza ziskové marže zdola (tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	43	46	51	53
Výkony	32 890	35 060	36 567	38 074
z toho změna stavu zásob vlastní činnosti	-7	-7	-7	-8
Přidaná hodnota	9 082	9 745	10 237	10 658
Osobní náklady	8 221	8 763	9 323	9 707
Daně a poplatky	9	63	66	69
Ostatní provozní položky (změna stavu R a OP)	-345	-421	-439	-457
Ostatní provozní výnosy	109	116	121	126
Ostatní provozní náklady	493	526	548	571
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	813	930	860	894
Tržby za vlastní výrobky a služby	32 883	35 053	36 560	38 066
Zisková marže z KPVH zdola	2,47%	2,65%	2,35%	2,35%

Zdroj: vlastní zpracování

Vypočtená zisková marže plánovaného období zdola vykazuje minimální rozdíly proti prognózované ziskové marži metodou shora.

9.1.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál, definovaný jako generátor hodnoty, je upraveným pracovním kapitálem. Oběžná aktiva nejsou ponížena o krátkodobý cizí kapitál, ale o neúročený cizí kapitál a jednotlivé položky jsou zde vyjádřeny pouze v rozsahu provozně nutných.

V první fázi provedeme úpravu pracovního kapitálu minulého období. Pro výpočet plánovaného upraveného pracovního kapitálu poté provedeme analýzu náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu.

Výsledky uvádí následující tabulka.

Tabulka 40: upravený pracovní kapitál společnosti XY s.r.o. (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Zásoby provozně nutné	1 679	1 806	1 460	1 831	1 839	1 597
Krátkodobé pohledávky	5 047	8 619	4 435	6 634	6 338	6 142
Krátkodobý finanční majetek	53	124	354	303	340	255
Časové rozlišení aktivní	-147	-8	27	21	56	36
Krátkodobé neúročené závazky	7 958	9 158	7 412	5 491	7 888	7 509
Časové rozlišení pasivní			47	128		-3
Upravený pracovní kapitál	-1 326	1 383	-1 183	3 170	685	524
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	47,58%					

Zdroj: vlastní zpracování

Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu byl vypočítán dle vzorce:

$$\mathbf{K_{WC}} = \frac{\mathbf{\Delta\ WC}}{\mathbf{\Delta\ Tržeb}}$$

Jakou součást analýzy minulého vývoje společnosti, vypočítáme nyní dobu obratu zásob, pohledávek a závazků ve dnech. U doby obratu jednotlivých položek za prognózované období jsem při stanovení vycházela z posledního minulého období a plánu společnosti.

Tabulka 41: doba obratu ve dnech položek pracovního kapitálu

Položky (dny)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby celkem	29	18	12	23	22	22	22	22	22	22
Pohledávky z obch.vztahů	79	82	33	80	52	82	70	70	70	70
Závazky z obch.vztahů	101	65	50	60	62	86	65	65	65	65

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní přistoupíme ke stanovení absolutních hodnot jednotlivých položek pracovního kapitálu pro plánované období. Při výpočtu budeme vycházet ze stanovené doby obratu prognózovaného období a predikovaných tržeb.

Tabulka 42: predikce upraveného vlastního kapitálu (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Zásob provozně nutné	1 982	2 112	2 204	2 294
Krátkodobé pohledávky	6 306	6 720	7 011	7 300
Krátkodobý finanční majetek	350	350	350	350
Časové rozlišení aktivní	40	40	40	40
Krátkodobé neúročené závazky	5 856	6 240	6 510	6 779
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0
Upravený pracovní kapitál	2 822	2 982	3 095	3 205
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	7,39%			

Zdroj: vlastní zpracování

Požadovaná úroveň okamžité likvidity nebyla u stanovení výše krátkodobého provozního majetku zohledněna. Důvodem je výhodné využívání kontokorentního účtu. U časového rozlišení aktivního i pasivního jsem vycházela z údajů posledního minulého období.

Růst pracovního kapitálu predikovaného období zapříčinil změnu koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovním kapitálu. Minulé období vykazoval hodnotu 47,58 %, za období 2015 – 2018 pak klesl na 7,39 %.

9.1.4 Investice do dlouhodobého majetku

Při odhadu investic pro budoucí období budeme vycházet z analýzy minulosti.

Tabulka 43: vývoj investic provozně nutného majetku minulého období (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý majetek provozně nutný	11 935	10 574	9 948	9 092	10 649	10 886
Odpisy DM provozně nutného	1 477	1 656	1 414	1 319	124	330
Investice netto	x	-1 361	-626	-856	1 557	237
Investice brutto	x	295	788	463	1 681	567
Investiční náročnost růstu tržeb	41,10%					

Zdroj: vlastní zpracování

Investice netto byly vyčísleny jako rozdíl stavu investic stávajícího a předcházejícího období. Investice brutto jsou poté součtem investic netto a odpisu provozně nutného dlouhodobého majetku.

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že společnost po minimálních investicích v letech 2009 až 2011 výrazně investovala v letech 2012 a 2013. Jak již bylo uvedeno, jednalo se v převážné míře o investice do staveb.

Investiční náročnost růstu tržeb byla stanovena jako poměr změny investic v netto hodnotě vůči přírůstkům tržeb za minulé analyzované období.

Nyní přistoupíme k dalšímu kroku – stanovení investiční náročnosti dlouhodobého majetku na přírůstky tržeb. V první fázi budeme odhadovat vývoj netto investic podle minulého koeficientu náročnosti a plánovaný přírůstek tržeb budoucího období. Ten činí 5 183 tis. Kč. Výsledky jsou uvedeny v tabulce.

Tabulka 44: investiční náročnost na přírůstky tržeb

DM provozně nutný	
Minulý koefic.náročnosti	41,10%
Odhad investic netto 2015-2018 (tis.Kč)	2 130

Zdroj: vlastní zpracování

Zjištění budoucí investice do dlouhodobého majetku touto metodou předpokládá průběžný charakter investic. Z důvodu pouze významné očekávané investice v roce 2016 a 2017 jsou výsledky dané metody zkreslující. Při sestavení plánu dlouhodobého majetku se mimo tohoto zjištěného odhadu vycházelo z plánu investic a odpisů dlouhodobého majetku oceňované společnosti s přihlédnutím k výsledkům strategické analýzy. Odpisový plán je uvedený v příloze č. XI této práce.

Tabulka 45: prognóza investic pro období 2015 – 2018 (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Odpisy DM provozně nutného	728	258	631	560
Zůstat.hodnota DM provozně nutného	10 475	11 059	11 528	11 627
Investice netto do DM	500	1 100	1 100	600
Investice brutto do DM	1 228	1 716	1 731	1 160

Zdroj: vlastní zpracování

V roce 2015 společnost plánuje investici do stavby skladovacích prostor. Bude se jednat o kovovou konstrukci postavenou na betonových základech. Sklad bude navazovat na stávající výrobní prostory. Největší investice společnost plánuje v letech 2016 – 2017, kdy stěžejní investicí bude nákup dvou nových lisovacích strojů a pojízdného jeřábu. Jelikož 50% finančních prostředků na tuto investice plánuje společnost čerpat z prostředků EU, je zde uplatňován taktéž jen poloviční odpis na daná léta. V roce 2015 společnost počítá s nákupem ostatních samostatných movitých věcí, které budou v tomto období již plně amortizovány.

9.2 Sestavení komplexního finančního plánu

V návaznosti na předcházející kapitolu nyní přejdeme k samotnému sestavení finančního plánu. Ten můžeme nazvat „vstupní branou“ ocenění podniku pomocí výnosových metod.

Jak bylo uvedeno v teoretické části, finanční plán se bude skládat z hlavních finančních výkazů – VZZ, rozvahy a výkazu o peněžních tocích.

9.2.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Z předchozí prognózy generátorů hodnoty byly odhadnuty stěžejní položky daného výkazu – tržby z prodeje výrobků a služeb a související náklady, zisková marže, výše pohledávek, závazků a zásob. Tato prognóza vycházela z předcházejícího silně rozkolísaného období. Na základě předpokladů vedení společnosti a výsledků hospodaření prvního čtvrtletí roku 2015, byly výsledky prognózy generátorů hodnot upraveny s následujícím podrobným zdůvodněním. V příloze č. IXX této práce jsou rovněž pro informaci uvedeny výsledky hospodaření za první čtvrtletí roku 2015.

V předcházející kapitole byla taktéž vypracována prognóza investic do dlouhodobého majetku, z které mimo jiné máme stanovenou výši odpisů predikovaného období.

Obchodní marže – společnost je výrobní firmou a obchodní marže nevykazuje významnou výši v položkách daného výkazu.

Tržby za prodej výrobků a služeb – stěžejní výše tržeb společnosti jsou prodej vlastních výrobků a služeb. Jejich výše navazuje na výsledky strategické analýzy a kapacitních možností společnosti. Trend růstu tržeb odpovídá plánovanému nákupu nových strojů a taktéž trendu, který společnost vykazuje v prvním čtvrtletí roku 2015. Poslední zjištěný stav

k 31. 3. 2015, vykazuje tržby ve výši 10.353 tis. Kč. Částka dokonce převyšuje predikovanou výši ročních tržeb.

Výkonová spotřeba – dle výsledků předcházející kapitoly je podíl výkonové spotřeba

na celkových výkonech značně vysoký a výše přidané hodnoty vykazuje nedostatečnou hodnotu pro předpokládané investice a mzdové nároky. Opět tedy naváženie na výsledky prvního čtvrtletí roku 2015, kdy podíl výkonové spotřeby na celkových výkonech společnosti činil v průměru 72 %. Pokles nákladů a růst tržeb je důkazem vyšší rentability produkce společnosti. Vzhledem k předpokladu stabilizace společnosti budeme tedy pro predikované období vycházet z podílů 70 %. Analýzou minulého období jsem zjistila, že spotřeba materiálu a energie činí v průměru 90 % na celkovou výši výkonové spotřeby. Z tohoto údaje budeme vycházet i při plánování položek spotřeba materiálu a energie a služby.

Osobní náklady - součástí osobní nákladů jsou mzdové náklady, odměny členům orgánů společnosti, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a ostatní sociální náklady (penzijní pojištění, životní pojištění a příspěvek na obědy). Jak již bylo uvedeno, současně s růstem tržeb počítá společnost i s mírným navýšením stavu zaměstnanců a růstem mzdových nákladů. Tomu odpovídá plánovaná výše mezd a celkové odvody ve výši 34 % mzdových nákladů a nákladů na odměny členům orgánů společnosti. U stanovení výše osobních nákladů se vycházelo z již zpracované analýzy a prognózy, plánů společnosti a účetních dat minulého období. Nákladové zatížení na odměny členům orgánů společnosti byly dle plánů majitelů ponechány v nezměněné výši.

Daně a poplatky – jak již bylo uvedeno, daně a poplatky činí minimální procento podílu na tržbách. Z tohoto důvodu se vycházelo z minulého období a předpokládanému VH.

Odpisy dlouhodobého majetku – zde budeme vycházet z prognózy investice do dlouhodobého majetku a sestavený odpisový plán.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu – společnost během následujících let nepočítá s prodejem svého dlouhodobého majetku. Bude se jednat spíše o náklady do oprav daného majetku. Co se týká tržeb z prodaného materiálu, jedná se dle vyjádření společnosti o materiál, který je vracen jako nadbytečný zpět dodavateli. Tím je společnost, která současně s objednávkou na dodávku plastových výlisků, dodá i vstupní materiál, který je fakturován. Daná společnost je tedy současně odběratel objednaných výlisků a dodavatelem vstupního materiálu. V tomto případě budeme opětovně vycházet z minulého období a v plánu meziročně mírně navyšovat vzhledem k růstu tržeb a nákladů na vstupní materiál.

Ostatní provozní výnosy a náklady – ve vazbě na celkové tržby nemají tyto položky podstatný význam. Budeme tedy vycházet z předcházející kapitoly, ale taktéž ze stavu 1. čtvrtletí roku 2015.

Výnosové úroky – jelikož společnost neočekává žádný výkon finanční činnosti, budeme při výši daných výnosů vycházet z předcházejícího období.

Nákladové úroky – společnost má v současné době 3 úvěrové smlouvy. U všech je stanovený datum poslední splátky jistiny v roce 2018. Současně však v predikovaném období dojde k výrazným investicím a kapitálovým zatížením, vyplývajících z těchto investic. Z tohoto důvodu dochází po snížení nákladových úroků v roce 2015 k jejich navýšení v následujícím roce a postupném snižování v dalším období. Společnost do svého finanč-

ního plánu zahrnula snížení kontokorentního úvěru a tím snížení nákladových nároků, vyplývajících z tohoto úvěru. Z hlediska nových investic by mělo dojít k úvěrovému zatížení ve výši 50 % dané investice. Společnost plánuje čerpat finance z prostředků EU v rámci „Regionálních operačních programů Střední Morava“. Nejvyšší úrokové zatížení společnost tedy předpokládá v roce 2016. Výsledky hospodaření jsou „korigovanými“, tedy očištěnými od provozně nenutných položek.

Úplný výkaz plánované výsledovky je uvedený v příloze č. XII. Pro přehlednost uvádím zkrácenou verzi.

Tabulka 46: Zkrácený výkaz plánované výsledovky XY s.r.o. (tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	43	46	51	53
Výkony	32 883	35 053	36 560	38 066
Výkonová spotřeba	22 737	24 452	25 167	26 345
Přidaná hodnota	10 189	10 647	11 444	11 774
Osobní náklady	8 221	8 760	9 022	9 440
Daně a poplatky	9	63	66	69
Odpisy dlouhodobého majetku	728	258	631	560
Tržby z prodej dl.majetku a materiálu	900	954	992	1 032
Prodaný materiál	900	950	950	950
Zůstatková cena prodaného maj.a mat.	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti				
Ostatní provozní výnosy	109	116	121	126
Ostatní provozní náklady	200	250	250	200
Provozní výsledek hospodaření	1 140	1 436	1 638	1 713
Výnosové úroky	50	50	50	50
Nákladové úroky	100	240	200	150
Finanční výsledek hospodaření	-50	-190	-150	-100
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 090	1 246	1 488	1 613
Výsledek hospodaření za běžnou činnost po zdanění	883	1 009	1 205	1 306

Zdroj: vlastní zpracování

9.2.2 Plánovaná rozvaha

Při sestavení plánované rozvahy jsem vycházela z podobných údajů jako u plánované výsledovky. Položky rozvahy jsou v případě potřeby rozděleny na provozně nutné a nenutné. Za provozně nepotřebný je považován **dlouhodobý majetek** – budova rekreačního střediska a pozemky k němu náležející. Výše dlouhodobého majetku provozně nutného vychází z predikovaných investic. **Oběžná aktiva** neobsahují položku provozně nepotřebných aktiv. U položky „výrobky“ byla po dohodě s vedením společnosti částka postupně mírně

navyšována v návaznosti na produkci daného období. I přes zvýšení produkce a rozšíření skladových prostor neplánuje společnost skladovat výrobky ve velkém rozsahu. Cílem rozšíření skladových prostor nebylo jen zvýšení kapacity, ale hlavně lepší organizace práce a tím zvýšení produkční normy. Položka zásob materiálu byla taktéž upravena v návaznosti na konkrétní vývoj zakázek a výsledků za 1. čtvrtletí roku 2015. **Krátkodobé pohledávky** byly stanoveny dle analýzy a prognózy pracovního kapitálu. K**rátkodobý finanční majetek** byl vyčíslen podle stanovené výše provozně potřebných peněžních prostředků. Výpočet pomocí provozně potřebné likvidity a krátkodobých závazků je součástí výpočtů stanovení hodnoty společnosti metodou DCF entity. Na straně **pasiv** vykazuji provozně nenutné **cizí zdroje**. Jedná se o úvěry poskytnuté na financování rekreačního střediska a přiléhajících pozemků. U položek, které nebyly prognózovány v kapitole 9.1.3., jsem vycházela ze skutečného minulého období a z predikovaného nárůstu tržeb, pracovních zdrojů i mezd. Jedná se o **závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění** či **závazky vůči státu.** Položka bankovních úvěrů vychází z minulého období, plánů investic a ze skutečného finančního plánu společnosti. **Vlastní kapitál, rezervní a ostatní fondy** zůstávají beze změny po celé predikované období. **Hospodářský výsledek běžného účetního období** je vždy v následném roce v plné výši přiřazen k **nerozdělenému hospodářskému výsledku minulých let.** Rozvaha v rozdělení na aktiva a pasiva je uvedena v příloze č. XIII a XIV. Opět pro přehlednost uvádím zkrácenou verzi:

Tabulka 47: Zkrácená verze plánované rozvahy spol. XY s.r.o.

Položka aktiv rozvahy		2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM		21 786	23 491	24 249	25 226
B.	Dlouhodobý majetek provozně nutný (netto)	10 712	11 712	11 847	12 044
	Dlouhodobý majetek provozně nenutný (netto)	2 809	2 809	2 809	2 809
C.	Oběžná aktiva	8 225	8 930	9 553	10 333
C.I.	Zásoby	1 726	1 998	2 038	2 213
C.III.	Krátkodobé pohledávky	6 306	6 720	7 300	7 891
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	193	212	215	229
D.I.	Časové rozlišení	40	40	40	40
PASIVA CELKEM		21 786	23 491	24 249	25 226
A.	Vlastní kapitál	8 634	9 643	10 848	12 154
A.I.	Základní kapitál	100	100	100	100
A.III.	Rezervní ostatní fondy ze zisku	800	800	800	800
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	6 851	7 734	8 743	9 948
A.V.	Výsledek hospodaření běž.úč.období	883	1 009	1 205	1 306
B.	Cizí zdroje	13 152	13 848	13 401	13 472
B.II.	Dlouhodobé závazky	1 100	600	200	0
B.III.	Krátkodobé závazky	7 026	7 557	8 160	8 743
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci provozně nutné	3 977	4 743	4 297	3 818
	Bankovní úvěry a výpomoci provozně nenutné	1 049	948	744	511

Zdroj: vlastní zpracování

9.2.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Podrobný plánovaný výkaz peněžních toků pro období 2015 – 2018 je uveden v příloze č. XVIII. Pro přehlednost zde uvádím jen zkrácenou verzi.

Tabulka 48: Zkrácená verze plánovaného výkazů peněžních toků XY s.r.o.

Zkrácené CASH FLOW XY s.r.o. (tis.Kč)				
Položky výkazu	2015	2016	2017	2018
Stav PP na počátku období	255	208	227	230
Peněžní tok z provozní činnosti	554	535	250	654
Peněžní tok z invest.činnosti	-500	-600	-600	-600
Peněžní tok z finanční činnosti	-101	84	353	-40
Peněžní tok celkem	-47	19	3	14
Stav PP na konci období	208	227	230	244

Zdroj: vlastní zpracování

9.2.4 Závěrečné shrnutí finanční analýzy podniku

Provedená analýza nám potvrzuje předpoklad budoucí výnosové perspektivisty podniku. Stanovení položek u výkazů za predikované období vycházelo z minulého období, provedených analýz a prognóz ale taktéž ze skutečného stavu za první čtvrtletí roku 2015.
Nyní již můžeme přejít k samotnému ocenění podniku pomocí výnosových metod.

10 OCENĚNÍ PODNIKU

Závěry provedených analýz oceňované společnosti potvrdily, že společnost naplňuje předpoklad neomezeného trvání podniku a můžeme tedy přistoupit k samotnému ocenění společnosti XY s.r.o. Hodnotovou kategorií naší společnosti bude tržní hodnota.

Mařík (2011) uvádí, že hodnota statku je dána očekávaným užitkem. V našem případě očekávanými výnosy. V následných postupných krocích použijeme základní výnosové metody dle konkrétního vyjádření veličiny výnosu.

10.1 Stanovení diskontní míry

Pro stanovení diskontní sazby pomocí průměrných vážených nákladů (WACC) musíme nejdříve stanovit řadu hodnot, souvisejících s daným výpočtem. Náklady na vlastní kapitál určíme pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM), stavebnicového modelu INFA a pomocí odhadu z nákladů na cizí kapitál. Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu poté použijeme vážený aritmetický průměr výsledků těchto tří metod.

10.1.1 Náklady na vlastní kapitál

1. **Model CAPM**

Budeme vycházet a postupovat dle rovnice modelu:

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

Bezriziková úroková míra (r_f) byla stanovena jako výnos českých dlouhodobých státních dluhopisů s dobou splatnosti 10 let, který uvádí na svých stránkách ČNB. Pro rok 2014 činí 2,3 %. Riziková prémie trhu a hodnota koeficientu beta byla čerpána z webových stánek A. Damodarana k 1.1.2015. **Riziková přirážka** R1 pro malé společnosti byla stanovena ve výši 3 %. **Celková riziková prémie země** je zde uvedena v hodnotě 1,05 % s ratingem agentury Moody´s A1, **hodnota koeficientu beta** podobných nezadlužených podniků pro obor pryž (rubber) zde činí 3,32 %. **Betu zadluženou** poté vypočítáme podle následujícího vzorce. Položka cizí zdroje vychází pouze z položek provozně nutných dle následující tabulky:

Tabulka 49: Upravené cizí zdroje XY s.r.o.

Dlouhodobé závazky provozně nutné	1 488
Krátkodobé závazky provozně nutné	7 888
Bankovní úvěry dlouhodobé provozně nutné	1 036
Bankovní úvěry dlouhodobé provozně nenutn	1 562
Krátkodobé bankovní úvěry provozně nutné	3 310
Bankovní úvěry provozně nutné	4 346
Bankovní úvěry provozně nenutné	1 562
Cizí kapitál provozně nutný	13 722
Cizí kapitál provozně nenutný	1 562
Cizí kapitál celkem	15 284

Zdroj: vlastní zpracování

$$\beta_{\text{zadlužená}} = \beta_{\text{nezadlužená}} * [\ 1 + (1 - \text{sazba daně}) * \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}\ ]$$

Dosazením získaných dat do vzorce vypočteme požadovanou hodnotu **beta zadlužená**.

$$3{,}32 * [\ 1 + (1 - 0{,}19) * \frac{13722}{7615}\ ] = \mathbf{8{,}17\ \%}$$

Níže uvedená tabulka nám uceleně ilustruje data použitá pro výpočet nákladů vlastního kapitálu (r_e):

Tabulka 50: stanovení nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM

Metoda CAPM	
Bezriziková úroková míra	2,30%
Beta nezadlužená	3,32%
Beta zadlužená	8,17%
Riziková prémie	1,05%
r_e	**14,84%**

Zdroj: vlastní zpracování

2. Stavebnicová metoda INFA

Tento model manželů Neumaierových je využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu. Při výpočtu jsem vycházela z metodiky uvedené na webových stánkách MPO. Bezriziková úroková míra byla již zjištěna při určování hodnot metodou CAPM.

Tabulka 51: určení nákladů vlastního kapitálu stavebnicovou metodou INFA

Stavebnicová metoda INFA	
Bezriziková úroková míra	2,30%
Riziko na velikost podniku	3,00%
Riziko podnikatelské	7,00%
Riziko finanční stability	3,00%
Alternativná náklad na VK r_e	**15,30%**

Zdroj: vlastní zpracování

3. Odhad nákladů na VK z nákladů na CK

Tato metoda je založena na prostém součtu nákladů cizího kapitálu a rizikové přirážky, kterou jsem stanovila ve výši 3 %.

Tabulka 52: odhad nákladů na VK z nákladů na CK

Odhad nákladů na VK	
Naklady na cizí kapitál	5,01%
Riziková přirážka	3,00%
r_e	8,01%

Zdroj: vlastní zpracování

4. Určení nákladů na VK

Závěrem, jak již bylo uvedeno, provedeme výpočet výsledných nákladů na vlastní kapitál pomocí váženého aritmetického průměru. U metody „pouhého“ odhadu z nákladů cizího kapitálu jsem přiřadila z důvodu objektivnosti nižší váhu.

Tabulka 53: výpočet nákladů na vlastní kapitál

Model výpočtu	Váha	r_e
CAPM	1,00	14,84%
INFA	1,00	15,30%
Odhad	0,20	8,01%
Náklady na vlastní kapitál		**14,43%**

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná stanovená hodnota nákladů na vlastní kapitál činí 14,43 %.

10.1.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou ve společnosti pouze z bankovních úvěrů. Společnost má průměrnou úrokovou sazbu zvýšenou z důvodu vyššího úroku z čerpaného kontokorentního účtu. Vzhledem k makroekonomickým predikcím se neočekává výrazné navýšení diskont-

ní sazby, a proto níže uvedenou hodnotu zdaněných nákladů na úvěry budeme považovat za celkové náklady cizího kapitálu i v letech 2015 – 2018.

Tabulka 54: Celkové zdaněné náklady na úvěry

Bankovní úvěry na počátku roku (tis. Kč)	4 346
Průměrné náklady dluhu (tis. Kč)	219
Průměrná úroková sazba	5,01%
Daň	19%
Zdaněné náklady na úvěry	4,06%

Zdroj: vlastní zpracování

10.1.3 Stanovení WACC

Závěrem tedy můžeme přistoupit k dosazení zjištěných hodnot do vzorce a k samotnému výpočtu vážených průměrných nákladů na kapitál. Samotný obecný vzorec je uveden v teoretické části v kapitole 4.1.1. Cizí kapitál je očištěný o kapitál provozně nenutný. Veškerý kapitál je vyčíslený v hodnotě na počátku období. Náklady na cizí kapitál jsou již ošetřeny o daňový štít. Hodnoty k dosazení do vzorce vykazuje následující tabulka:

Tabulka 55: hodnoty pro výpočet WACC

Náklady na cizí kapitál * (1-t)	4,06%
Náklady na vlastní kapitál	14,43%
Celkový kapitál	21 337
Cizí kapitál	13 722
Vlastní kapitál	7 615
Podíl CK na celkovém kapitálu	64,31%
Podíl VK na celkovém kapitálu	35,69%

Zdroj: vlastní zpracování

0,0406 * 64,31 + 0,1443 * 35,69 = 7,76 %

Vážené průměrné náklady na kapitál činí 7,76 %. Jelikož v této fázi je již kapitálová strukturu ustálená a očekává se ustálenost i do budoucna, budeme zjištěnou výši WACC používat při výpočtech v rámci samotného ocenění.

10.2 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF entity

Cílem této metody je zjistit hodnotu vlastního kapitálu. Vybraná metoda DCF entity bude probíhat ve dvou krocích. V první fázi budeme vycházet z peněžních toků, které měly k dispozici vlastníci i věřitele v období plánování. Hodnotu brutto získáme diskontováním těchto peněžních toků. V druhém kroku stanovíme hodnotu netto odečtením hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění.

10.2.1 Výpočet volných peněžních toků

Teoretické postup výpočtu byl již popsán, proto přímo přistoupíme k samotnému výpočtu.

Tabulka 56: volné cash flow 1. fáze

Volné cash flow pro 1. fázi

(tis. Kč)		2015	2016	2017	2018
Korigovaný provozní výsledek hospodaření		1 090	1 246	1 488	1 613
Upravená daň		207	237	283	307
Korigovaný provozní VH po dani		**883**	**1 009**	**1 205**	**1 306**
Odpisy		728	258	631	560
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)		0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM		-587	-572	-1 100	-299
Investice do provozně nutného prac. kapitálu		-588	-174	-20	-197
FCFF		**436**	**521**	**716**	**1 370**
Odúročitel pro diskontní míru:	*7,76%*	0,9279	0,8558	0,7837	0,7116
Diskontované FCFF k 1. 1. 2015		**405**	**446**	**561**	**975**
Hodnota podniku I. fáze		**2 386**			

Zdroj: vlastní zpracování

Položky výše uvedené tabulky jsou převzaty z jednotlivých výkazů finančního plánu. Výpočet investic do provozně nutného DM a provozně nutného pracovního kapitálu je uvedený v příloze č. PXVI této práce. Výsledné volné cash flow bylo diskontováno odúročitelem, jímž je výsledná hodnota WACC.

Konečné diskontované FCFF vykazuje v letech 2015 a 2018 postupné tempo růstu. Hodnota podniku I. fáze je součtem diskontovaných FCFF k 1. 1. 2015.

Stabilní růst ziskové marže a investičních aktivit předpokládá v dalších letech růst peněžního toku ve stejném trendu.

10.2.2 Výpočet II. fáze

Druhá fáze ocenění představuje součet budoucích peněžních toků. Je výpočtem pokračující hodnoty podniku, tedy obdobím od prvního roku následujících po plánovaném. Předpokladem pro výpočet je stabilizace tržního podílu, který od roku 2018 dosáhl stejné tempo růstu tržeb, jako na základě výsledků strategické analýzy (kapitola 7.4.), vypočtená průměrná hodnota a to ve výši 4,12 %. K jejímu výpočtu použijeme Gordonův a parametrický vzorec.

Parametrický vzorec

Tržby podniku XY s.r.o. pro rok 2018 vypočteme podle vzorce, uvedeného a vysvětleného v teoretické části této práce:

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

V prvním kroku zjistíme, zda rentabilita investovaného kapitálu splňuje podmínku tvorby hodnoty.

Tabulka 57: výpočet pokračující hodnoty

Výpočet pokračující hodnoty

Tempo růstu	4,12%
Míra investic netto do DM a PK	39,04%
Rentabilita investic netto	10,55%

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita investic činí 10,55 % a splňuje tak podmínku tvorby hodnoty.

Dosazením hodnot do vzorce získáme následující tvar rovnice a výslednou pokračující hodnotu:

$$\frac{1360 * \left(1-\frac{0{,}0412}{0{,}1055}\right)}{0{,}0776-0{,}0412} = \textbf{22 772 tis. Kč = PH}$$

Parametrický vzorec vykazuje pokračující hodnotu ve výši 22 772 tis. Kč. Nyní zjistíme, zda výpočet podle Gordonova vzorce bude vykazovat shodnou pokračující hodnotu.

Gordonův vzorec

V prvním kroku je nutné zjisti FCFF pro rok 2019. Ten zjistíme odečtením investic netto roku 2019 od korigovaného provozního výsledku hospodaření v roce 2019.

V nominálním vyjádření bude výpočet následující:

$$1\,360 - (13\,428 - 12\,897) = 829 \text{ tis. Kč}$$

FCFF pro rok 2019 tedy činí 829 tis. Kč.

Následně můžeme tedy přejít k samotnému výpočtu. Jak již bylo uvedeno v teoretické části, vzorec pro výpočet pokračující hodnoty má následující tvar:

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

Dosazením do vzorce dostaneme následující hodnotu:

$$\text{Pokračující hodnota 2019} = \frac{829}{0{,}0776 - 0{,}0412} = \mathbf{22\ 772\ tis.\ Kč}$$

Výpočet pokračující hodnoty dle parametrického i Gordonova vzorce vykazuje shodnou částku. Pro stanovení výsledné hodnoty vlastního kapitálu podle DCF entity musíme nyní (pomocí odúročitele diskontní míry pro rok 2019) pokračující hodnotu přepočítat na hodnotu současnou:

$$22\ 772 * 0{,}7116 = 16\ 205 \text{ tis. Kč}$$

Výpočet konečné hodnoty vlastního kapitálu podle dané metody je uveden v následující tabulce:

Tabulka 58: výpočet hodnoty vlastního kapitálu podle DCF

Výnosové ocenění k 1. 1. 2019	
Současná hodnota 1. fáze	2 341 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	16 205 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	**18 546 tis. Kč**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	13 722 tis. Kč
Provozní hodnota netto	**4 824 tis. Kč**
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 809 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	**7 633 tis. Kč**

Zdroj: vlastní zpracování

Konečná výše hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF entity činí 7 633 tis. Kč.

10.3 Stanovení hodnoty společnosti metodou EVA

Ekonomická přidaná hodnota je významným hodnotovým měřítkem výkonnosti podniku, s cílem podniku vytvářet ekonomický zisk. Spočívá v základní myšlence, že investovaný kapitál musí mít větší přínos, než náklady související s tímto kapitálem.

U stanovení hodnoty pomocí EVA můžeme taktéž použít různé varianty výpočtu. V této práci použiji nejvíce používaný způsob, shodný s výpočtem metodou DCF – varianta entity. Pro účely stanovení hodnoty společnosti pomocí této metody je nutné si uvědomit, že musíme vycházet se stejných vstupních dat jako při metodě DCF entity. Základní vzorec pro výpočet EVA je následující:

$$EVA = NOPAT – NOA * WACC$$

NOPAT – je vyjádřením čistého provozního zisku po zdanění. V našem případě je shodný s korigovaným výsledkem hospodaření, vypočteném v předcházejících kapitolách.

NOA – jedná se o čistá operační aktiva, tedy aktiva, potřebná k hlavnímu provozu podniku. Pro naši potřebu budeme vycházet z vypočteného provozně nutného investovaného kapitálu.

WACC - tyto průměrné vážené náklady kapitálu jsme stanovili již v kapitole 10.1.3, činí 7,76 %.

Nyní tedy dosadíme v jednotlivých letech do výše uvedeného vzorce stanovené hodnoty, výpočtem zjistíme ekonomickou přidanou hodnotu, kterou diskontujeme na současnou hodnotu. Součtem hodnot diskontované EVA po dobu plánovaných let získáme hodnotu 1. fáze k 1. 1. 2015. Postup a vypočtené hodnoty jsou stanoveny v následující tabulce:

Tabulka 59: výpočet 1. fáze metodou EVA

31. 12.	2014	2015	2016	2014	2018	2019
NOPAT	598	883	1 009	1 205	1 306	1 360
NOA k 31. 12.	11 396	11 984	12 472	12 961	12 897	13 428
WACC x NOA t-1		884	930	968	1 006	1 001
EVA		**-1**	**79**	**237**	**300**	**359**
Odúročitel pro diskontní míru:	*7,76%*	0,9279	0,8558	0,7837	0,7116	
Diskontovaná EVA		**-1**	**68**	**186**	**213**	
Hodnota 1. fáze k 1.1.2015	466					

zdroj: vlastní zpracování

Nyní přistoupíme k výpočtu druhé fáze. Prvním rokem druhé fáze je rok 2019. Pro daný rok je nutné zjistit NOPAT. Ten je součinem NOPATu roku 2018 a procentuelní vyjádření tempa růstu, v našem případě 1 306 * 1,0412 = 1 360 tis. Kč (tabulka 59). Následně dopočítáme ekonomickou přidanou hodnotu a zjistíme přidanou hodnotu 2. fáze. Tu poté převedeme na současnou hodnotu. Výpočet je obdobný jako u metody DCF.

Nyní již lze zjistit výslednou hodnotu vlastního kapitálu s použitím metody EVA.

Následná tabulka opět znázorňuje postup výpočtu:

Tabulka 60: výpočet hodnoty vlastního kapitálu dle EVA

Pokračující hodnota

Tempo růstu	4,12%
Míra investic netto	39,04%

Pokračující hodnota	9 863 tis. Kč

Výnosové ocenění k 1. 1. 2015

Současná hodnota 1. fáze	466 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	6 819 tis. Kč
MVA	**7 285** tis. Kč
NOA k datu ocenění	11 396 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	**18 681 tis. Kč**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	13 722 tis. Kč
Provozní hodnota netto	**4 959 tis. Kč**
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 809 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	**7 768 tis. Kč**

Zdroj: vlastní zpracování

Tržní přidaná hodnota je v tabulce součtem současných hodnot obou fází. NOA k datu ocenění vyjadřuje hodnotu, kterou podnik svou činností již vytvořil, naopak MVA vyjadřuje, jaká hodnota bude vytvořena v predikované budoucnosti.

K provozní hodnotě, očištěné o úročený cizí kapitál, přičteme opět neprovozní majetek a tím zjistíme, jaká je hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA. Porovnání výsledků obou metod vykazuje malý rozdíl. Postup výpočtů je tedy správný.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou EVA činí 7 768 tis. Kč.

10.4 Stanovení hodnoty kapitalizovaných čistých výnosů paušální metodou

Tato metoda vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku. Jelikož tuto hodnotu odvozujeme od trvale odnímatelných čistých výnosů, je zde kladen důraz na data z minulých období. Kritériem není kladná čistá současná hodnota, ale udržení substance. Pro náš výpočet jsem vybrala metodu paušální, tedy výpočet z minulých výsledků hospodaření.

Nejprve výsledky hospodaření z let 2009 – 2014 upravíme přičtením odpisů a nákladů nesouvisejících s provozním majetkem a odečtením neprovozních výnosů. V dalším kroku přepočítáme výsledky hospodaření daných let cenovým indexem na aktuální ceny k datu

ocenění. Podkladem makroekonomických dat pro jednotlivá léta byly údaje, uvedené na webových stránkách Ministerstva financí.

Dle indexů upravenému výsledku hospodaření přidělíme váhy, kterými daný výsledek hospodaření vynásobíme. Podíl součtů výsledků hospodaření jednotlivých let a součtu vah poté určuje výši trvale odnímatelného výnosu před odpisy. Ten následně snížíme o odpisy z reprodukčních hodnot a zdaníme. Kalkulovanou úrokovou míru, určenou na základě výpočtu nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM (14,84 %), ponížíme o předpokládanou dlouhodobou inflaci. Provozní výnosovou hodnotu zjistíme podílem trvale odnímatelného zdaněného čistého výnosu a kalkulované úrokové míry. K výsledku přičteme neprovozní majetek a získáme tak celkovou hodnotu vlastního kapitálu. Výsledky popsaného výpočtu jsou uvedeny v příloze č. XVIII.

Výsledná hodnota ocenění současného potenciálu podniku, nezachycující budoucí růstové příležitosti, činí **4.476 tis. Kč**. Tuto hodnotu můžeme považovat za dolní hranici odhadu výnosové hodnoty oceňovaného podniku.

10.5 Stanovení účetní hodnoty

Účetní hodnotu stanovíme rozdílem účetních hodnot celkových aktiv a účetních hodnot veškerých závazků. Data zjistíme z rozvahy k datu 31. 12. 2014:

$$22\,041 - 14\,291 = 7\,750 \text{ tis. Kč}$$

Účetní hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2014 činí **7 750 tis. Kč.**

Tento výpočet můžeme považovat za doplňkový.

10.6 Souhrnné ocenění společnosti XY s.r.o.

Způsob ocenění na základě analýzy výnosů využívá poznatku, *„že hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele“* (Mařík, 2011). Dle vybrané veličiny, určené jako výnosy, použijeme poté pro výpočet různé metody. V této práci jsem vycházela v praxi nejběžněji používaných výnosových metod. K jednotlivým metodám nyní uvádím krátké shrnutí.

10.6.1 Metoda diskontovaného cash flow

Při výpočtu touto metodu byla použita technika metodou „entity“ – zde je jednotkou označován podnik jako celek. Tato technika spočívá ve dvou krocích. V první fázi jsem stano-

vila diskontovanou hodnotu brutto, při které jsem vycházela z peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům. Ta je hodnotou podniku I. fáze metody DCF entity a činí 2 341 tis. Kč. V druhé fázi ocenění dochází k výpočtu pokračující hodnoty podniku – v našem případě počínaje rokem 2019. Byl zde dodržen předpoklad stabilizace tržního podílu, a proto bylo přistoupeno k samotnému výpočtu pomocí Gordonova a parametrického vzorce. U obou způsobů výpočtů byla zjištěna shodná výše pokračující hodnoty – 22 772 tis. Kč. Po přepočtu pokračující hodnoty na hodnotu současnou jsem přistoupila k samotnému stanovení hodnoty podniku. Součtem I. a II. fáze metody byla určena provozní hodnota brutto, následným odpočtem úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění byla stanovena provozní hodnota netto ve výši 16 205 tis. Kč. Pro konečné stanovení hodnoty podniku je poté nutné přičíst neprovozní majetek. Konečná výše hodnoty podniku, stanovenou metodou DCF entity činí **7 633 tis. Kč.**

10.6.2 Metoda EVA entity

Tato metoda má taktéž dvě fáze výpočtu s využitím jiného způsobu výpočtu při použití shodných vstupních hodnot jako u předcházející metody. Do vzorce pro výpočet EVA byly dosazeny hodnoty pro NOPAT, NOA a WACC. Výpočtem vzorce a následným diskontováním na současnou hodnotu jsme dostali hodnotu I. fáze, činící 466 tis. Kč. V druhé fázi po stanovení NOPAT roku 2019 dopočítáme ekonomickou přidanou hodnotu a tím zjistíme výslednou hodnotu druhé fáze. Po převodu na současnou hodnotu jsem určila její výši v sumě 6 819 tis. Kč. Obdobně jako u metody DCF entity jsem poté dopočítala provozní hodnotu brutto i netto a následným přičtením neprovozního majetku byla určena výše hodnoty podniku metodou EVA entity ve výši **7 768 tis. Kč.**

10.6.3 Stanovení hodnoty KČV

Kapitalizované čisté výnosy byly vypočteny pomocí paušální metody. Podrobný postup byl již popsán v kapitole 10.4, proto jen stručně. Čistý výnos u této techniky výpočtu je odvozován z upravených výsledků hospodaření. Výsledné ocenění vyjadřuje současný potenciál podniku bez budoucí růstové příležitosti. Výsledná částka dosahuje nižšího hodnotového vyjádření jako u předcházejících metod a lze ji považovat za spodní hranici odhadu výnosové hodnoty podniku XY s.r.o. Činí **4.476 tis. Kč.**

10.6.4 Stanovení účetní hodnoty

Daný výpočet majetkového ocenění budeme považovat pouze za orientační, doplňkovou hodnotu, vyjadřující hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku ve výši **7 750 tis. Kč**.

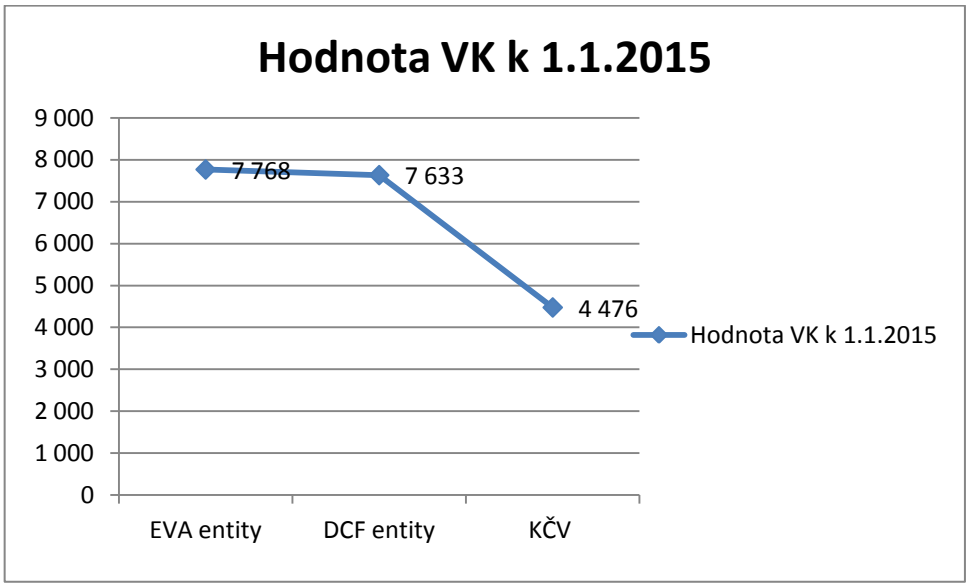
10.6.5 Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

V následující tabulce jsou uvedeny podklady pro konečné stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku:

Tabulka 61: hodnoty VK XY s.r.o. dle jednotlivých výnosových metod

Položka (tis. Kč)	Výnosové metody ocenění			Účetní hodnota
	DCF entity	EVA entity	KČV	
Tempo růstu	4,12%	4,12%		
Diskontní míra	7,76%	7,76%	7,76%	
Současná hodnota I. fáze	2 341	466		
Současná hodnota II. Fáze	16 205	6 819		
Provozní hodnota brutto	18 546	18 681		
Provozní hodnota netto	4 824	4 959		
Neprovozní majetek	2 809	2 809		
Hodnota VK k 1.1.2015	7 633	7 768	4 476	7 750

Zdroj: vlastní zpracování



Graf 11: hodnota VK XY s.r.o. dle výnosových metod

Zdroj: vlastní zpracování

V grafickém znázornění výsledných hodnot jednotlivých metod je zřejmá dolní a horní mez výsledného ocenění. Interval výsledné hodnoty vlastního kapitálu se tedy pohybuje

mezi 7 768 tis. Kč (výpočet výnosovou metodou EVA entity) a 4 476 tis. Kč (výpočet KČV).

Jelikož výsledné ocenění je nutné založit na konkrétní výši a konkrétní metodě, rozhodla jsem se stanovit výslednou hodnotu dle výpočtu metodou diskontovaných peněžních toků s následujícím odůvodněním. Jak jsem již uvedla výsledná hodnota, získaná metodou KČV nám vymezí pouze hraniční mez. Její výše je odlišná od předcházejících metod. Budeme se tedy rozhodovat mezi metodami ocenění současného výnosového potenciálu i budoucích růstových příležitostí – metodou DCF entity a EVA entity. Při rozhodování mezi těmito dvěma metodami jsem na základě porovnání s výslednou účetní hodnotou stanovila vyšší z hodnot.

Výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti, stanovená na základě výnosového ocenění podniku, je k datu 1. 1. 2015 v hodnotě 7 768 tis. Kč.

10.6.6 Citlivostní analýza

Vliv přesnosti určení hlavních vstupních údajů na konečné ocenění podniku lze dokázat analýzou citlivosti. V našem případě jsou hlavními faktory výše diskontní míry a tempa růstu. Jelikož WACC nemá při výpočtu vliv na metodu kapitalizovaných čistých výnosu, tato metoda není pro citlivostní analýzu vhodná. Z následujících dvou metod, vykazující téměř shodné výsledky, provedu analýzu u metody DCF entity.

Tabulka 62: citlivostní analýza na diskontní míru a tempo růstu

	Vážené prům.N na kapitál (WACC)			Tempo růstu (g)		
Oceňovací metoda	původní	vyšší o 1%	nižší o 1%	původní	vyšší o 1%	nižší o 1%
WACC/g (%)	7,76	6,76	8,76	4,12	3,12	5,12
DCF entity (tis. Kč)	7 633	5 111	9 137	7 768	3 909	2 582

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky č. 62 je zřejmý vliv snížení či zvýšení WACC a tempa růstu o 1 %. Z citlivostní analýzy vyplývá, že snížení i zvýšení váženého průměrného nákladu na kapitál i u tempa růstu má u oceňované firmy negativní dopad.

Analýza potvrzuje teoretické poznatky, že stanovení výše diskontní míry a tempa růstu je klíčovým ukazatelem. Proto je nutné těmto faktorům věnovat náležitou pozornost. Jejich správné určení zásadně ovlivňuje výslednou hodnotu námi oceňované společnosti.

Otázkou je, zda jednotliví oceňovatelé nezávisle na sobě jsou schopni dojít ke stejným výsledkům. Náhled na oceňovanou společnost může mít řadu úhlů pohledů, podmíněných požadavky zadavatele ocenění i odbornými názory samotného oceňovatele.

ZÁVĚR

Jak již bylo uvedeno v samotném úvodu, cílem této práce je **stanovení tržní hodnoty podniku XY s.r.o. k 1. 1. 2015 pomocí vybraných výnosových metod oceňování.** K tomuto cíly směřovaly všechny postupné úkony, učiněné v průběhu zpracování diplomového projektu.

V teoretické části byly popsány všechny kroky, směřující ke stanovení tržní hodnoty. Byly zde definovány jednotlivé pojmy, postupy i dané metody. Jelikož název práce souvisí s výnosovými metodami ocenění, byla těmto věnována širší pozornost. Ostatní metody – majetková a tržního porovnání byly pouze informativně popsány.

V úvodu praktické části jsem provedla charakteristiku oceňované společnosti a následné vymezení trhu bylo vstupní branou pro strategickou analýzu společnosti XY s.r.o.

Následně byla provedena analýza makroekonomického prostředí pomocí PEST analýzy, kde byly určeny jednotlivé vlivy, působící na oceňovanou společnost. Analýzou atraktivity trhu byla potvrzena stabilní pozice v rámci regionu u daného odvětví.

Pomocí regresní analýzy byly poté stanoveny faktory, nutné pro výpočet prognózy trhu a samotné ocenění. Postupným výpočtem a na základě testů lineárních, logaritmických a exponenciálních byla dle uvedených propočtů stanovena jako nejvhodnější funkce logaritmická s vysvětlující proměnnou cena ropy. Jelikož rozkolísanost dané proměnné a její prudký pád počátkem roku 2015 (nezohledněný v makroekonomických predikcích Ministerstva financí - říjen 2014) neposkytuje dostatečnou stabilitu pro pokračující hodnotu, byla pro následné postupy vybrána funkce logaritmická s vysvětlující proměnnou HDP v běžných cenách.

Dalším krokem strategické analýzy byla analýza mikroprostředí. Zde byla vymezena konkurenční struktura, stanoven tržní podíl oceňované společnosti. V rámci analýzy vnitřního potenciálu podniku byla společnost ohodnocena jako firma s vyšší konkurenční silou.

Analýza a prognóza tržeb poté určila shodné tempo růstu v roce 2018 daného trhu a oceňované společnosti ve výši 4,12 %.

Závěrečná SWOT analýza určila za pomocí Porterova modelu 5 sil a analýzy prostředí silné a slabé stránky společnosti, její příležitosti a hrozby. Mezi silné stránky lze považovat její dlouhodobou pozici na trhu, know - how, přepravní dostupnost i vysokou kvalitu produktů. Naopak slabou stránkou je vysoký podíl kooperace, úzký okruh odběratelů

s vysokým podílem odbytu a malé skladovací prostory. Příležitostí společnosti XY s.r.o. je realizace nového projektu výroby podešví, získání dotací z fondů EU, investice do skladových prostor či potenciál nových odběratelů. Mezi hrozby byly zahrnuty vlivy silné konkurence s vysokou koncentrací, neustálé zvyšování cen vstupního materiálu i legislativní změny.

Tímto krokem byla ukončena strategická analýza a následovalo vyhotovení finanční analýzy podniku. Ta byla provedena z dostupných účetních výkazů minulého období (2009 - 2014), finančních podkladů, a získaných interních informací oceňované společnosti. Finanční analýza byla rozčleněna na analýzu absolutních, rozdílových, poměrových, souhrnných a doplňkových ukazatelů. V závěrečném shrnutí nám analýza aktiv definuje společnost jako kapitálově těžkou. Znamená to, že u společnosti XY s.r.o. převyšují stálá aktiva oběžný majetek. Investice do dlouhodobého majetku byly v analyzovaném období minimální. U movitých věcí došlo dokonce k mírnému poklesu díky odprodeje nepotřebných strojů. Mírný růst vykazují pozemky a stavby, kde došlo k nákupu v roce 2013. Celková aktiva vykazují ve sledovaném období značnou rozkolísanost, související s pohyblivou výší oběžného majetku. Ten je závislý na struktuře výroby v daném období. Analýza strany pasiv vykazuje, že oceňovaná společnost se potýká s vysokou zadlužeností. Pro společnost je typické, že cizí zdroje výrazně převyšují vlastní kapitál. Podstatnou část cizích zdrojů tvoří bankovní úvěry.

Z hlediska likvidity se společnost pohybuje „na“ nebo mírně „pod“ hranicí doporučovaných hodnot. Významným způsobem tento stav ovlivňuje čerpání kontokorentního úvěru. Lze společnosti doporučit zvýšení tržeb, tedy současně příjmů, prodej nadbytečných zásob, či využití faktoringu. Cestou k lepším výsledkům likvidity by taktéž bylo snížení výdajů redukcí obnovovacích investic.

Rozkolísanost EAT a EBIT ovlivňuje ukazatele rentability. U rentability tržeb je zřejmý klesající trend, analýzou rentability vlastního kapitálu bylo zjištěno, že výnosnost vloženého kapitálu vykazuje nízké hodnoty.

Závěrečným shrnutím bylo konstatováno, že společnost je vysoce zadlužená, má nízkou likviditu a krátkodobé zdroje kryjí podstatnou část dlouhodobého majetku. I přes zjištěné ukazatele společnost „prozatím“ dosahuje zisku. Je tedy nutné se zamyslet nad opatřeními, která by zvýšila rentabilitu tržeb, snížily vysoký podíl cizích zdrojů na celkových aktivech společnosti a zvýšily likvidity na všech úrovních. Dle vyjádření vedení společnosti, firma

již učinila řadu opatření, směřujících k zajištění vyšší přidané hodnoty snížením výkonové spotřeby a zvýšením tržeb společnosti. Současně společnost plánuje investice do strojového vybavení, směřující k vyšší rentabilitě produkce. Součástí plánu je postupné snižování kontokorentního úvěrového zatížení.

Následujícím krokem, nutným pro potřeby ocenění, je zjištění korigovaného provozního výsledku hospodaření. Analýzou aktiv bylo zjištěno, že společnost vyloučí pro potřeby ocenění položku budovu rekreačního střediska a k ní náležející pozemky. Ty nesouvisí s hlavní činností podniku a v současné době nevykazují žádnou činnost. K vyloučení došlo taktéž u položky nedokončený hmotný investiční majetek. Další provozně nepotřebná aktiva nebyla zjištěna. U investovaného kapitálu byly pro účely ocenění vyloučeny úvěry, související s nákupem rekreačního střediska a přilehlého pozemku. V závěru byly od provozního výsledku hospodaření v jednotlivých letech odečteny tržby, odpisy a náklady, nesouvisející s hlavní činností podniku. Tím byl zjištěn korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním, který ve všech analyzovaných letech dosahuje kladných hodnot.

Krok předcházejícím samotnému ocenění je současně počátkem projektové části. Jedná se o sestavení finančního plánu společnosti. Pro vypracování jednotlivých výkazů finančního plánu nebyly však podkladem pouze výsledky předcházejících analýz. Dle vyjádření managementu společnosti, vykazuje firma za první čtvrtletí roku 2015 výrazně lepších hodnot. Ty souvisí se zvýšením hodnot přidané hodnoty. Celkové tržby společnosti za první čtvrtletí roku 2015 odpovídají výši plánovaného tempu růstu, zjištěného na základě strategické analýzy. Společnost současně predikuje stabilitu růstu tržeb a s tím souvisejí snížení dluhového zatížení. Proto sestavení výkazů finančního plánu bylo výrazně ovlivněno těmito zjištěnými a podloženými poznatky.

Finanční plán prokázal předpoklad o budoucí perspektivě podniku, potvrdil tím předpoklady strategické a finanční analýzy a proto bylo následně přistoupeno k samotnému ocenění.

Jak již bylo uvedeno v úvodu práce, pro ocenění podniku pomocí výnosových metod byly vybrány metody diskontovaných peněžních toků pomocí techniky „entity“ (DCF entity), metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA entity) a metodou kapitalizovaných čistých výnosů (KČV). V první fázi byla stanovena diskontní míra pomocí vážených průměrných nákladů (WACC). Pro její výpočet byly pomocí váženého aritmetického průměrů provedených metod vyčísleny náklady na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál byly poté sta-

noveny na základě průměrné úrokové sazby společnosti, která byla v konečné fázi zdaněna. Výpočtem WACC byla určena hodnota diskontní sazby ve výši 7,76 %.

Nyní již bylo možné přistoupit k ocenění u jednotlivých metod. V rámci určených metod ocenění byla hodnota podniku vyčíslena následovně:

Metoda diskontovaných peněžních toků: **7 633 tisíc Kč**

Metoda ekonomické přidané hodnoty: **7 768 tisíc Kč**

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů: **4 476 tisíc Kč**

Jako pouze informační údaj byla majetkovým oceněním vypočtena účetní hodnota podniku ve výši: 7 752 tis. Kč

Interval ocenění pomocí výnosových metod se pohybuje v pásmu 7 768 tis. Kč až 4 476 tis. Kč. Pro účely konečného ocenění byla vybrána hodnota převyšující hodnotu účetní.

Výsledná hodnota oceňovaného podniku XY s.r.o., stanovená výnosovou metodou ekonomické přidané hodnoty, podložená strategickou a finanční analýzou, byla k datu 1. 1.2015 stanovena ve výši 7 768 tis. Kč.

Stanovením tržní hodnoty společnosti XY s.r.o. pomocí výnosových metod byl splněn vytýčený cíl diplomové práce.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ANDRIESSEN, D. *Making sense of intellectual capital: designing a method for the valuation of intangibles*. Amsterdam: Elsevier, c2004, xvi, 440 s. ISBN 0-7506-7774-0.

COPELAND, Tom, Tim KOLLER a Jack MURRIN. 2000. *Valuation – Measuring an Managing the Value of Companies.* New York: Wiley&Sons, 490 s. ISBN 0471661-90-9.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2006, 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

GRANT, James L. *Foundations of economic value added*. 2nd ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, c2003, xi, 324 s. ISBN 0471234834.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Oeconomica, 2008, 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.

HITCHNER, James R. *Financial valuation: applications and models*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, c2006, 1336 s. ISBN 9780471761174.

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COMMITTE. *International Valuation Standards.*, 6. vyd. London: International Valuation Standards Committe, 2003, 45 s. ISBN 0-922154-7-9.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 362 s. ISBN 978-80-247-4670-8.

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

LANDA, Martin. *Finanční plánování a likvidita*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, c2007, vi, 180 s. ISBN 978-80-251-1492-6.

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

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

MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 1998, 206 s. ISBN 8086119092.

NIVEN, Paul R. *Balanced scorecard step-by-step: maximizing performance and maintai*

ning results. 2nd ed. Hoboken, New Jersey: Wiley, c2006, 318 s. ISBN 0471780499.

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 204 s. ISBN 978-80-247-3158-2.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Podnikové finance: studijní pomůcka pro distanční studium*. Vyd. 3., uprav. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007, 293 s. ISBN 978-80-7318-593-0.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu financ ního manažera*. Praha: Linde, 2005, 302 s. ISBN 8086131637.

REFAIT, Michel. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: HZ, 1995, 127 s. ISBN 809019186x.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Řízení platební schopnosti podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 191 s. ISBN 978-80-247-3441-5.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012, 268 s. ISBN 978-80-247-4004-1.

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011, 471 s. ISBN 978-80-247-3494-1.

VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA. *Podnikové řízení*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013, 685 s. ISBN 978-80-247-4642-5.

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

Internetové zdroje a ostatní

Česká národní banka. [Online]. © 2003. [cit. 2015-02-18]. *Globální ekonomický výhled*. Dostupné z:http://www.cnb.cz/cs/obecne/rozsirene-vyhledavani.jsp?cnb-searcharea=czech-version&cnb-folder=%2Fcs%2Fobecne%2F&cnb-search-actionblock=search&cnb-search-query=ro%C4%8Dn%C3%AD+zpr%C3%A1va+2014.

Český statistický úřad. [Online]. © 2014. [cit. 2014-12-28]. *Hlavní makroekonomické ukazatele*. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/katalog.nsf/.

Damodaran Online [Online]. © 2014. [cit. 2014-12-16]. *The data page*. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.

Ministerstvo financí České republiky. [Online]. © 2014. [cit. 2014-12-12]. *Makroekonomická predikce - říjen 2014.* Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-rijen-2014-19503.

Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky. [Online]. © 2014. [cit. 2014-12-12]. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2014*. Dostupné z: http://www.mpo.cz/dokument154179.html.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. [Online]. © 2012. [cit. 2015-01-02]. *Obchodní rejstřík a sbírka listin.* Dostupné z: https://or.justice.cz.

www.cevelova.cz. [Online]. © 2014. [cit. 2014-12-28]. *Marketintová kouzla 2008 - 2014.* Dostupné z: http://www.cevelova.cz/proc-swot-analyza/.

www.managementmanica.com. [Online]. © 2013. [cit. 2015-01-14]. *ManagementMania's Series of Management.* Dostupné z: https://managementmania.com/cs/dupontova-analyza

www.byznysslovicka.com. [Online]. © 2012. [cit. 2014-12-28]. *Porterův model pěti sil.* Dostupné z:http://www.byznysslovicka.com/metodiky_oblast_managementu/porteruammodel-peti-sil

Ostatní zdroje:

Interní materiály společnosti XY s.r.o.

.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

NOZ Nový občanský zákoník.

ROE Rentabilita vlastního kapitálu.

ROA Rentabilita aktiv.

EBIT Zisk před zdaněním a úroky.

EAT Zdaněný výsledek hospodaření

IM Investiční majetek.

DM Dlouhodobý majetek.

VH Výsledek hospodaření.

EVA Přidaná ekonomická hodnota.

DCF Diskontované peněžní toky.

VK Vlastní kapitál.

CK Cizí kapitál.

CF Cash flow.

VZZ Výkaz zisku a ztráty.

FCFF Volné cash flow.

KPVH Korigovaný provozní výsledek hospodaření.

WACC Vážený aritmetický průměr.

CAPM Metoda oceňování kapitálových aktiv.

ČNB Česká národní banka.

NOPAT Operační výsledek hospodaření po odpočtu daní.

NOA Čistá operační aktiva.

HDP Hrubý domácí produkt.

b. c. Běžné ceny.

MPO Ministerstvo průmyslu a obchodu.

ČPK Čistý pracovní kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1. Proces stanovení hodnoty podniku ……19

Obrázek 2. Porterův model konkurenčních sil podniku ……22

Obrázek 3. SWOT analýza ……24

Obrázek 4. Pyramidový rozklad ukazatelů rentability ……..29

Obrázek 5. Volné cash flow jako základ pro hodnotu podniku ……37

Obrázek 6. Třífázový propočet ……..39

Obrázek 7. Přehled metod pro odhad nákladů VK ……...41

Obrázek 8. Postup souhrnného ocenění ……49

Obrázek 9. Organizační struktura podniku XY s.r.o. ……53

Obrázek 10. Analýza vnitřního potenciálu ……68

Obrázek 11. SWOT analýza společnosti XY s.r.o. ……77

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1. Upravený pracovní kapitál pro účely výpočtu investovaného kapitálu ……. 36

Tabulka 2. Investovaný kapitál a jeho složení ……. 36

Tabulka 3. Hlavní makroekonomické indikátory ……... 55

Tabulka 4. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v letech 2009 – 2014 (mil. Kč). 57

Tabulka 5. Analýza atraktivity relevantního trhu …… 58

Tabulka 6. Velikost trhu CZ-NACE 22 ……..…. 59

Tabulka 7. Produkce technických výlisků, podešví a log v letech 2009 – 2014 ……. 60

Tabulka 8. Poměr odbytu tuzemsko a zahraničí firmy XY s.r.o. …… 61

Tabulka 9. Výsledné indexy determinace …… 62

Tabulka 10. Predikční testy …….. 63

Tabulka 11. Tržní podíly oceňované společnosti a přímých konkurentů ……. 65

Tabulka 12. Vybrané položky výkazů konkurentů 2013 …….. 67

Tabulka 13. Nákladová struktura na personál a její podíl na tržbách společnosti …… 70

Tabulka 14. Profil konkurenční situace podniku XY s.r.o. …….. 72

Tabulka 15. Vývoj prognózy růstu tržního podílu XY s.r.o. …… 73

Tabulka 16. Prognóza tržeb …….. 74

Tabulka 17. Meziroční absolutní a procentní změna přidané hodnoty …… 83

Tabulka 18. Zkrácené cash flow XY s.r.o. (tis. Kč) …….. 84

Tabulka 19. Vývoj zlatého bilančního pravidla (tis. Kč) …….. 85

Tabulka 20. ČPK společnosti XY s.r.o. ve sledovaných letech (tis. Kč) …….. 85

Tabulka 21. Ukazatelé zadluženosti XY s.r.o. (tis. Kč) …… 86

Tabulka 22. Ukazatelé likvidity společnosti XY s.r.o. …….. 87

Tabulka 23. Ukazatelé rentability XY s.r.o. …….. 88

Tabulka 24. Finanční páka společnosti XY s.r.o. …….. 89

Tabulka 25. Ukazatelé aktivity XY s.r.o. …….. 89

Tabulka 26. Altmanův index XY s.r.o. ……. 90

Tabulka 27. Index IN05 společnosti XY s.r.o. ……. 91

Tabulka 28. Výše nedokončeného investičního majetku XY s.r.o. (tis. Kč) ……... 96

Tabulka 29. Vyloučení nedokončené výroby a polotovarů XY s.r.o. (tis. Kč) ……. 96

Tabulka 30. Očištěná aktiva o provozně nepotřebná (tis. Kč) ……... 96

Tabulka 31. Výpočet investovaného kapitálu provozně nutného (tis. Kč) …… 97

Tabulka 32. Korigovaný provozní VH společnosti XY s.r.o. (tis. Kč) …… .98

Tabulka 33. Vývoj tržeb (tis. Kč) a tempo růstu společnosti XY s.r.o. …… 99

Tabulka 34. Prognóza vývoje tržeb (tis. Kč) a průměrné tempo růstu spol. XY s.r.o. …. 99

Tabulka 35. Vývoj ziskové marže společnosti XY s.r.o. …… 100

Tabulka 36. Prognóza vývoje ziskové marže XY s.r.o. shora ……. 100

Tabulka 37. Analýza minulého období ziskové marže zdola …….. 101

Tabulka 38. Prognóza podílu nákladových a výnosových položek VZZ XY s.r.o. …… 102

Tabulka 39. Prognóza ziskové marže zdola (tis. Kč) ……... 102

Tabulka 40. Upravený pracovní kapitál společnosti XY s.r.o. (tis. Kč) …….. 103

Tabulka 41. Doba obratu ve dnech položek pracovního kapitálu …… 103

Tabulka 42. Predikce upraveného vlastního kapitálu (tis. Kč) ……. 104

Tabulka 43. Vývoj investic provozně nutného majetku minulého období (tis. Kč) …….104

Tabulka 44. Investiční náročnost na přírůstky tržeb …….105

Tabulka 45. Prognóza investic pro období 2015 – 2018 (tis. Kč) …….105

Tabulka 46. Zkrácený výkaz plánované výsledovky XY s.r.o. (tis. Kč) ……..108

Tabulka 47. Zkrácená verze plánované rozvahy spol. XY s.r.o. ……..110

Tabulka 48. Zkrácená verze plánovaného cash flow ……110

Tabulka 49. Upravené cizí zdroje XY s.r.o. ……..112

Tabulka 50. Stanovení nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM ……112

Tabulka 51. Určení nákladů vlastního kapitálu stavebnicovou metodou INFA ……...112

Tabulka 52. Odhad nákladů na K z nákladů na CK ……. 112

Tabulka 53. Výpočet nákladů na vlastní kapitál ……...113

Tabulka 54. Celkové zdaněné náklady na úvěry ……...113

Tabulka 55. Hodnoty pro výpočet WACC ……... 114

Tabulka 56. Volné cash flow 1. fáze …… 114

Tabulka 57. Výpočet pokračující hodnoty ……... 116

Tabulka 58. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podle DCF …….. 117

Tabulka 59. Výpočet 1. fáze metodou EVA …… 118

Tabulka 60. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu dle EVA ……. 119

Tabulka 61. Hodnoty VK XY s.r.o. dle jednotlivých výnosových metod …….. 122

Tabulka 62: Citlivostní analýza na diskontní míru a tempo růstu ……....123

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1. Tržní podíly společnosti XY s.r.o. při poměru k přímým konkurentům ……..66

Graf 2. Tržní podíl s relevantním trhem ……66

Graf 3. Vývoj pohledávek a závazků v letech 2009 – 2014 (tis. Kč) ……80

Graf 4. Vývoj položek rozvahy (tis. Kč) ……81

Graf 5. Podíl cizích zdrojů a VK na celkových pasivech v letech 2009 – 2014 …… 82

Graf 6. Vývoj Altmanova modelu XY s.r.o. ……..91

Graf 7. Vývoj indexu IN05 společnosti XY s.r.o. ……92

Graf 8. Přidaná hodnota a mzdové náklady XY s.r.o. ……..93

Graf 9. Struktura dlouhodobého majetku XY s.r.o. ……..93

Graf 10. Struktura pasiv XY s.r.o. ……94

Graf 11. Hodnota VK XY s.r.o. dle výnosových metod ……..122

SEZNAM PŘÍLOH

P I Rozvaha XY s.r.o. 2009 – 2014 (aktiva)

P II Rozvaha XY s.r.o. 2009 – 2014 (pasiva)

P III Výkaz zisku a ztráty XY s.r.o. 2009 - 2014

P IV Rozvaha 2009 – 2014 - horizontální analýza

P V Rozvaha 2009 – 2014 - vertikální analýza

P VI VZZ 2009 – 2014 – vertikální analýza

P VII VZZ 2009 – 2014 – horizontální analýza

P VIII Výkaz peněžních toků 2009 - 2014

P IX Bostonská matice perspektivnosti podniku

P X Výsledky regresní analýzy logaritmické funkce HDP v b. c.

P XI Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů

P XII Plánovaný výkaz zisku a ztráty

P XIII Plánovaná rozvaha – aktiva

P XIV Plánovaná rozvaha - pasiva

P XV Plánované cash flow

P XVI Pomocné výpočty DCF entity

P XVII Pomocné výpočty EVA entity

P XVIII Pomocné výpočty metoda KČV

P XIX VZZ – předběžný stav k 31. 3. 2015

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA XY S.R.O. 2009 – 2014 (AKTIVA)

Položka aktiv rozvahy		2009	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM		21 255	24 916	22 251	19 417	22 899	22 041
B.	Dlouhodobý majetek (netto)	14 465	13 296	12 757	11 901	13 458	13 779
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek						
B.I.3.	Software						
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	14 465	13 296	12 757	11 901	13 458	13 779
B.II.1	Pozemky	550	550	845	845	1 129	1 129
2.	Stavby	11 755	11 276	10 798	10 319	11 216	11 216
3.	Samostatné movité věci	4 123	2 915	2 240	1 441	1 394	1 350
7.	Nedokončený DHM	8	104				84
8.	Poskytnuté zálohy na DHM						
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majet	-1 971	-1 549	-1 126	-704	-281	
C.	Oběžná aktiva	6 937	11 628	9 473	7 489	9 385	8 226
C.I.	Zásoby	1 847	1 888	1 495	1 918	1 872	1 613
C.I.1.	Materiál	907	1 018	906	843	1 044	635
2.	Nedokončená výroba a polotovary	168	82	35	87	33	16
3.	Výrobky	641	657	522	953	758	918
5.	Zboží	131	131	32	35	37	44
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	-10	997	1 041	782	835	216
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů					123	
7.	Jiné pohledávky	-10	997	1 041	782	712	216
C.III.	Krátkodobé pohledávky	5 047	8 619	4 435	6 634	6 338	6 142
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	5 046	8 638	4 314	6 633	4 449	6 112
6.	Stát - daňové pohledávky			109			
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1				1 812	26
9.	Jiné pohledávky		-19	12	1	77	4
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	53	124	354	303	340	255
C.IV.1.	Peníze	13	9	71	127	266	111
2.	Účty v bankách	40	115	283	176	74	144
D.I.	Časové rozlišení	-147	-8	27	21	56	36
D.I.1.	Náklady příštích období	-147	-8	27	21	43	36
3.	Příjmy příštích období					13	

PŘÍLOHA P II: ROZVAHA XY S.R.O. 2009 – 2014 (PASIVA)

Položka pasiv rozvahy		2009	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM		21 255	24 916	22 251	19 417	22 899	22 041
A.	Vlastní kapitál	4 616	7 316	7 533	7 543	7 615	7 750
A.I.	Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
A.I.1.	Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
A.III.	Rezervní ostatní fondy ze zisku	895	878	839	750	799	799
A.III.1.	Zákonnný rezervní fond	650	650	650	650	650	650
2.	Statutární a ostatní fondy	245	228	189	100	149	149
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	2 796	3 621	6 337	6 594	6 644	6 716
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	2 796	3 621	6 337	6 594	6 644	6 716
A.V.	Výsledek hospodaření běž.úč.období	825	2 717	257	99	72	135
B.	Cizí zdroje	16 639	17 584	14 671	11 746	15 284	14 291
B.II.	Dlouhodobé závazky	2 657	2 454	2 211	1 631	1 488	1 488
4.	Závazky ke společníkům	1 862	1 862	1 622	1 042	899	899
9.	Jiné závazky	795	592	589	589	589	589
B.III.	Krátkodobé závazky	7 958	9 158	7 412	5 491	7 888	7 509
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	6 421	6 915	6 469	5 015	5 284	6 389
5.	Závazky k zaměstnancům	229	367	377	286	347	366
6.	Závazky ze soc.zab.a zdrav.poj.	344	521	211	166	197	201
7.	Stát - daňové závazky a dotace	544	1 355	242		251	516
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	420			2	1 851	
10.	Dohadné účty pasivní			107	20	5	36
11.	Jiné závazky			6	2	3	1
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	6 024	5 972	5 048	4 624	5 908	5 297
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	3 295	2 370	2 124	2 175	2 598	1 993
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	2 729	3 602	2 924	2 449	3 310	3 304
C.I.	Časové rozlišení			47	128		-3
C.I.1.	Časové rozlišení			47	128		-3

PŘÍLOHA P III: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY XY S.R.O. 2009 – 2014

Výkaz zisku a ztráty		2009	2010	2011	2012	2013	2014
I.	Tržby za prodej zboží	44	65	132	188	1 082	3 098
A.	Náklady vynaložené na prod. zboží	45	65	94	165	1 040	2 974
Obchodní marže		-1	0	38	23	42	124
II.	Výkony	23 199	38 569	47 313	30 862	30 907	27 168
II.1.	Tržby za prodej vl.výrobků a služeb	23 212	38 632	47 438	30 435	31 140	27 100
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-13	-63	-125	427	-233	68
B.	Výkonová spotřeba	18 998	26 495	34 831	22 024	23 786	19 843
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	15 737	24 218	31 318	20 351	22 208	18 154
B.2.	Služby	3 261	2 277	3 513	1 673	1 578	1 689
Přidaná hodnota		4 200	12 074	12 520	8 861	7 163	7 449
C.	Osobní náklady	4 036	6 587	8 976	6 948	6 822	6 820
C.1.	Mzdové náklady	3 044	4 840	5 777	4 223	4 169	4 211
C.2.	Odměny členům orgánů spol.			776	810	805	748
C.3.	Náklady na soc.zabezp.a zdrav.poj.	883	1 535	2 132	1 641	1 586	1 612
C.4.	Sociální náklady	109	212	291	274	262	249
D.	Daně a poplatky	135	23	60	48	32	15
E.	Odpisy dlouhodobého majetku	1 477	1 707	1 454	1 371	124	330
III.	Tržby z prodeje dl.majetku a mat.	4 248	192	168	435	882	1 130
III.1.	Tržby z prodeje dl.majetku	4 012		49	1		
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	236	192	119	434	882	1 130
F.	Zůstat. cena prodaného maj.a mat.	1 149	188	119	421	836	1 121
F.1.	Zůstat. cena prodaného dl.majetku	967					
2.	Prodaný materiál	182	188	119	421	836	1 121
G.	Změna stavu rezerv a OP	-422	-422	-422	-412	-310	-282
IV.	Ostatní provozní výnosy	54	89	70	63	133	63
H.	Ostatní provozní náklady	273	484	1 481	405	280	155
Provozní výsledek hospodaření		1 854	3 788	1 090	578	394	483
X.	Výnosové úroky	2	24	49	48	31	0
N.	Nákladové úroky	591	502	347	301	243	132
XI.	Ostatní finanční výnosy	198	317	118	70	471	18
O.	Ostatní finanční náklady	574	279	273	212	519	119
Finanční výsledek hospodaření		-965	-440	-453	-395	-260	-233
G.	Daň z příjmu za běžnou činnost	64	632	380	84	62	115
	Výsledek hospodaření za běžnou činn	825	2 716	257	99	72	135
	Výsledek hospodaření za úč.období	825	2 716	257	99	72	135
	Výsledek hospodaření před zdaněním	889	3 348	637	183	134	250

PŘÍLOHA P IV: ROZVAHA 2009-2014 – HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

v tis. Kč	Absolutní změna					Procentní změna				
	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014
AKTIVA CELKEM	3 661	-2 665	-2 834	3 482	-858	-12%	15%	-15%	15%	-4%
Dlouhodobý majetek	-1 169	-539	-856	1 557	321	-4%	-9%	-7%	12%	2%
DNM + DHM	-1 169	-539	-856	1 557	321	-4%	-9%	-7%	12%	2%
DFM	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%
Oběžná aktiva	4 691	-2 155	-1 984	1 896	-1 159	68%	-19%	-21%	25%	-12%
Zásoby	41	-393	423	-46	-259	-26%	2%	22%	-2%	-14%
Dlouhodobé pohledávky	1 007	44	-259	53	-619	9997%	4%	-25%	7%	-74%
Krátkodobé pohledávky	3 572	-1 985	-2 199	-296	-196	71%	-23%	-33%	-4%	-3%
Krátkodobý fin. majetek	71	179	51	-14	-85	60%	144%	17%	-4%	-25%
Časové rozlišení	139	27	-6	29	-20	39%	838%	23%	51%	-36%
PASIVA CELKEM	3 661	-2 665	-2 834	3 482	-858	-12%	15%	-15%	15%	-4%
Vlastní kapitál	2 700	217	10	72	135	3%	37%	0%	1%	2%
Základní kapitál	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%
Nerozdělený zisk + fondy	-17	-39	-89	49	72	-5%	-19%	-12%	6%	1%
VH běžného období	1 892	-2 459	-158	-27	63	-89%	70%	-160%	-38%	88%
Cizí zdroje	945	-2 913	-2 925	3 538	-993	-20%	5%	-25%	23%	-6%
Rezervy	0	0	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobé závazky	-203	-239	-580	-143	0	-11%	-83%	-36%	-10%	0%
Krátkodobé závazky	1 200	-1 750	-1 921	2 397	-379	-24%	13%	-35%	30%	-5%
Bankovní úvěry	-52	-924	-424	1 284	-611	-18%	-1%	-9%	22%	-10%
Časové rozlišení	16	31	81	-128	-3	66%	100%	63%	-100%	-300%

PŘÍLOHA P V: ROZVAHA 2009 - 2014 - VERTIKÁLNÍ ANALÝZA

v tis. Kč	2009		2010		2011		2012		2013		2014	
AKTIVA CELKEM	21 255	100%	24 916	100%	22 251	100%	19 417	100%	22 899	100%	22 041	100%
Dlouhodobý majetek	14 465	68%	13 296	53%	12 757	57%	11 901	61%	13 458	59%	13 779	63%
DNM	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
DHM	14 465	68%	13 296	53%	12 757	57%	11 901	61%	13 458	59%	13 779	63%
DFM	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%		0%	0	0%
Oběžná aktiva	6 937	33%	11 628	47%	9 473	43%	7 489	39%	9 385	41%	8 226	41%
Zásoby	1 847	9%	1 888	8%	1 495	7%	1 918	10%	1 872	8%	1 613	7%
Dlouhodobé pohledávky	-10	0%	997	4%	0	0%	782	4%	835	4%	216	1%
Krátkodobé pohledávky	5 047	24%	8 619	35%	7 675	35%	4 435	23%	6 338	28%	6 142	28%
Krátkodobý fin. majetek	53	0%	124	0%	303	1%	354	2%	77	0%	255	1%
Časové rozlišení	-147	-1%	-8	0%	21	0%	27	0%	56	0%	36	0%
PASIVA CELKEM	21 255	100%	24 915	100%	22 251	100%	19 417	100%	22 899	100%	22 041	100%
Vlastní kapitál	4 616	21%	7 315	29%	7 533	34%	7 543	40%	7 615	33%	7 750	36%
Základní kapitál	100	0%	100	0%	100	1%	100	1%	100	1%	100	0%
Kapitálové fondy	895	4%	228	1%	189	1%	100	1%	799	3%	799	3%
Zákonný rezervní fond	650	3%	650	2%	650	3%	650	3%	650	3%	650	3%
VH minulých let	2 796	13%	3 621	15%	6 337	28%	6 594	34%	6 644	29%	6 716	30%
VH běžného období	825	4%	2716	11%	257	1%	99	1%	72	0%	135	0%
Cizí zdroje	16 639	79%	17 584	71%	14 671	66%	11 746	59%	15 284	67%	14 291	65%
Rezervy	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Dlouhodobé závazky	2 657	13%	2 450	10%	2211	10%	1631	9%	1488	6%	1488	7%
Krátkodobé závazky	7 958	37%	9 162	37%	7 412	33%	5 015	26%	7 888	34%	7 509	34%
Bankovní úvěry	6024	28%	5 972	24%	5 048	23%	4 624	24%	5 908	26%	5 297	24%
Bankovní úvěry dlouh.	3295	16%	2 370	10%	2 124	10%	2 175	11%	2 598	11%	1 993	9%
Bankovní úvěry krátk.	2729	13%	3602	3%	2924	13%	2449	13%	3310	15%	3304	15%
Časové rozlišení	0	0%	16	0%	47	0%	128	1%	0	0%	-3	0%

PŘÍLOHA P VI: VZZ 2009 – 2014 - VERTIKÁLNÍ ANALÝZA

VÝNOSY CELKEM	27 700	1	39 191	1	47 756	1	31 501	1	32 466	1
Obchodní marže	-1	0	0	0	38	0	23	0	42	0
Tržby za prodej vl. výr.a sl.	23 212	1	38 632	1	47 438	1	30 435	1	31 140	1
Změna stavu zásob	-13	0	-63	0	-125	0	427	0	-233	0
Tržby z prodeje DM a materiálu	4 248	0	192	0	168	0	435	0	882	0
Ostatní provozní výnosy	54	0	89	0	70	0	63	0	133	0
Výnosové úroky	2	0	24	0	49	0	48	0	31	0
Ostatní finanční výnosy	198	0	317	0	118	0	70	0	471	0
NÁKLADY CELKEM	26 811	1	35 843	1	47 119	1	31 318	1	32 332	1
Výkonová spotřeba	18 998	1	26 495	1	34 831	1	22 024	1	23 786	1
Osobní náklady	4 036	0	6 587	0	8 976	0	6 948	0	6 822	0
Daně a poplatky	135	0	23	0	60	0	48	0	32	0
Odpisy dl.nehm.a hmot.maj.	1 477	0	1 707	0	1 454	0	1 371	0	124	0
Zůst. cena prod. DM a mat.	1 149	0	188	0	119	0	421	0	836	0
Změna stavu rezerv a OP	-422	0	-422	0	-422	0	-412	0	-310	0
Ostatní provozní náklady	273	0	484	0	1 481	0	405	0	280	0
Nákladové úroky	591	0	502	0	347	0	301	0	243	0
Ostatní finanční náklady	574	0	279	0	273	0	212	0	519	0

PŘÍLOHA P VII: VZZ 2009 - 2014 - HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

	Absolutní změna (tis. Kč)				Procentní změna (%)			
	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
VÝNOSY CELKEM	11491	8565	-16255	965	41%	22%	-34%	3%
Obchodní marže	1	38	-15	19	100%	3700%	-39%	83%
Tržby za prodej vl. výr.a sl.	15 420	8 806	-17 003	705	66%	23%	-36%	2%
Změna stavu zásob	-50	-62	552	-660	-385%	-98%	442%	-155%
Tržby z prodeje DM a materiálu	-4056	-24	267	447	-96%	-13%	159%	103%
Ostatní provozní výnosy	35	-19	-7	70	65%	-21%	-10%	111%
Výnosové úroky	22	25	-1	-17	1100%	104%	-2%	-35%
Ostatní finanční výnosy	119	-199	-48	401	60%	-63%	-41	573%
NÁKLADY CELKEM	9 032	11 276	-15 801	1 014	34%	31%	-34%	3%
Výkonová spotřeba	7 497	8 336	-12 807	1 762	39%	31%	-37%	8%
Osobní náklady	2 551	2 389	-2 028	-126	63%	36%	-23%	-2%
Daně a poplatky	-112	37	-12	-16	-83%	161%	-20%	-33%
Odpisy dl.nehm.a hmot.maj.	230	-253	-83	-1247	16%	-15%	-6%	-90%
Zůst. cena prod. DM a mat.	-961	-69	302	415	-84%	-37%	254%	99%
Změna stavu rezerv a OP	0	0	10	102	0%	0%	-2%	25%
Ostatní provozní náklady	211	997	-1076	-125	77%	206%	-73%	-31%
Nákladové úroky	-89	-155	-46	-58	-15%	-31%	-13%	-19%
Ostatní finanční náklady	-295	-6	-61	307	-51%	-2%	-22%	145%

PŘÍLOHA P VIII: VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ 2009 – 2014

(tis. Kč)		2009	2010	2011	2012	2013	2014
P.	**Stav pen.prostř. a pen. ekvival. na začátku úč.ob**	100	52	124	302	354	339
(A)	Pen. toky z hl. výdělečné činnosti (provozní čin.)						
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné čin. před zdaněním	890	3 349	637	183	134	135
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	-2 412	868	1 689	580	-387	370
A.1.1	Odpisy stálých aktiv a umořování OP k nabyt.maj.	633	868	1 738	581	-387	370
A.1.2	Změna stavu opravných položek a rezerv						
A.1.3	Zisk(ztráta) z prodeje stálých aktiv	-3 045		-49	-1		
A.1.4	Výnosy z dividend a podílů na zisku						
A.1.5	Vyúčt.nákl. úroky s vyj.kap.úroků a výnos.úroky	589					
A.1.6	Ostatní nepeněžní operace						
A.*	Čistý pen.tok z provoz.čin.př.zdan., změnou PK	-1 522	4 217	2 326	763	-253	505
A.2.	Změny stavu nepen.položek prac.kapitálu	2 760	-3 249	625	1 888	576	-58
A.2.1	Změny stavu pohl.z prov.č., přech.účtů aktiv	4 890	-4 573	1 940	2 943	-2 197	-315
A.2.2	Změna stavu kr.záv.z prov.č., pasiv.ČR a DÚ pasivn	-2 465	1 364	-1 707	-631	2 726	516
A.2.3	Změna stavu zásob	335	-40	392	-424	47	-259
A.2.4	Změna stavu kr.fin.maj. Nespadajících do pen.pros.						
A.**	Čistý pen.tok z provoz.činnosti před zdaněním	1 238	968	2 951	2 651	323	447
A.3.	Výdaje z plateb úroků	-591	-502	-347	-301	-243	-132
A.4.	Přijaté úroky	2	24	49	48	31	
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-64	-116	-821	-666	-151	
A.6.	Příjmy a výdaje z mimořádné činnosti						
A.***	Čistý pen.tok z prov.čin. před zd. a mim.pol.	585	374	1 832	1 732	-40	315
(B)	Peněžní toky z investiční činnosti						
B.1.	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-30	-47	-301	-94	-973	212
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	4 146		49	1		
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	-633		-240	-580	-143	
B.4.	Ostatní toky v investiční činnosti						
B.***	Čistý pen.tok vztahující se k investiční činnosti	3 483	-47	-492	-673	-1 116	212
(C)	Peněžní toky z finanční činnosti						
C.1.	Dopady změn dl.záv.,kr.záv. spadající do fin.čin.	-4 116	-255	-1 162	-1 007	1 141	-611
C.2.	Dopady změn VK na pen.prost.a nepen.ekvival.	0	0	0	0	0	0
C.2.1	Zvýš.pen.pr.a pen.ekv.z titulu zvýš.ZK, RF						
C.2.2	Vyplacení podílu na vl.kapitálu společníků						
C.2.3	Další vklady pen.prostř. společníků a akcionářů						
C.2.4	Úhrady ztráty společníků						
C.2.5	Přímá platba na vrub fondů						
C.2.6	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku						
C.3.	Ostatní změny v oblasti financování						
C.***	Čistý peněžní tok vztahující se k fin.činnosti	-4 116	-255	-1 162	-1 007	1 141	-611
F.	Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků	-48	72	178	52	-15	-84
R.	Stav peněžních prostředků a pen.ekv.na konci obd.	52	124	302	354	339	255

PŘÍLOHA P IX: BOSTONSKÁ MATICE PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU

Konkurenční síla				
	Velká	**3** Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	XY **2** Podniky s dobrou perspektivou	**1** Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	**6** Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	**5** Podniky s přijatelnou perspektivou	**4** Podniky s dobrou perspektivitou
	Malá	**9** Podniky téměř bez pespektivity	**8** Podniky s malou perspektivou	**7** Podniky s omezenou perspektivitou

PŘÍLOHA P X: VÝSLEDKY REGRESNÍ ANALÝZY LOGARITMICKÉ FUNKCE HDP V B.C.

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,726654
Hodnota spolehlivosti R	0,528025
Nastavená hod. spolehl. R	0,410032
Chyba stř.hod.	18153,52
Pozorování	6

ANOVA

	Rozdíl	*SS*	*MS*	*F*	*Významnost F*
Regrese	1	1474748628	1,475E+09	4,47503	0,1018654
Rezidua	4	1318201704	329550426		
Celkem	5	2792950331			

	Koeficienty	*Chyba stř. hodn.*	*t Stat*	*Hodnota P*	*Dolní 95%*	*Horní 95%*	*Dolní 95,0%*	*Horní 95,0%*
Hranice	-4813306	2374698,03	-2,026913	0,11261	-11406524	1779913	-11406524	1779913
Soubor X 1	330852,5	156399,875	2,1154271	0,10187	-103383,1	765088,2	-103383,1	765088

PŘÍLOHA P XI: PLÁN DLOUHODOBÉHO MAJETKU, INVESTIC A ODPISŮ

Plán investičního majetku			2015	2016	2017	2018	Inv.
STAVBY	původní	Odpisy	237	237	237	237	
		Zůstatková hodnota	9 095	8 858	8 621	8 384	
	Nové	Investice netto	500	-137	-137	-137	89
		Investice brutto	737	121	140	158	
		Pořizovací hodnota k 31.12.	737	858	998	1 156	
		Odpisy 1/30 z pořiz.hodnoty k 1.1.		21	40	58	
	Celkem	Odpisy	237	258	277	295	
		Zůstatková hodnota	9 832	9 695	9 579	9 482	
SMV	původní	Odpisy	491	258	270	98	
		Zůstatková hodnota	726	368	98	0	
	Nové	Investice netto	-491	1 000	1 000	500	2 009
		Investice brutto	0	1 258	1 354	765	
		Pořizovací hodnota k 31.12.	0	1 258	2 612	3 377	
		Odpisy 1/6 z pořiz.hodnoty k 1.1.	0	0	84	167	
	Celkem	Odpisy	491	258	354	265	
		Zůstatková hodnota	489	1 626	1 877	2 112	
Pozemky		Zůstatková hodnota	391	391	391	450	59

PŘÍLOHA P XII: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

(tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	163	188	182	203
Náklady vynaložené na prodané zboží	120	142	131	150
Obchodní marže	43	46	51	53
Výkony	32 883	35 053	36 560	38 066
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	32 883	35 053	36 560	38 066
Změna stavu zásob vlastní činnosti				
Výkonová spotřeba	22 737	24 452	25 167	26 345
Spotřeba materiálu a energie	20 353	21 815	22 530	23 708
Služby	2 384	2 637	2 637	2 637
Přidaná hodnota	10 189	10 647	11 444	11 774
Osobní náklady	8 221	8 760	9 022	9 440
Mzdové náklady	5 130	5 525	5 639	6 018
Odměny členům orgánů společnosti	810	810	810	810
Náklady na sociální zabezp.a zdrav.poj.	2 021	2 155	2 293	2 322
Sociální náklady	260	270	280	290
Daně a poplatky	9	63	66	69
Odpisy dlouhodobého majetku	728	258	631	560
Tržby z prodej dl.majetku a materiálu	900	954	992	1 032
Tržby z prodeje dl.majetku	0	0	0	0
Tržby z prodeje materiálu	900	954	992	1 032
Zůstatková cena prodaného maj.a mat.	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného dl.majetku	0	0	0	0
Prodaný materiál	900	950	950	950
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	109	116	121	126
Ostatní provozní náklady	200	250	250	200
Provozní výsledek hospodaření	1 140	1 436	1 638	1 713
Výnosové úroky	50	50	50	50
Nákladové úroky	100	240	200	150
Ostatní finanční výnosy				
Ostatní finanční náklady				
Finanční výsledek hospodaření	-50	-190	-150	-100
Daň z příjmu za běžnou činnost	207	237	283	307
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	883	1 009	1 205	1 306
Výsledek hospodaření za úč.období	883	1 009	1 205	1 306
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 090	1 246	1 488	1 613

PŘÍLOHA P XIII: PLÁNOVANÁ ROZVAHA - AKTIVA

Položka aktiv rozvahy		2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM		21 786	23 491	24 249	25 226
B.	Dlouhodobý majetek provozně nutný (netto)	10 712	11 712	11 847	12 044
	Dlouhodobý majetek provozně nenutný (netto)	2 809	2 809	2 809	2 809
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek				
B.I.3.	Software				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek provozně nutný	10 712	11 712	11 847	12 044
	Dlouhodobý hmotný majetek provozně nenutný	2 809	2 809	2 809	2 809
B.II.1	Pozemky provozně nutné	391	391	391	450
	Pozemky provozně nenutné	738	738	738	738
2.	Stavby provozně nutné	9 832	9 695	9 579	9 482
	Stavby provozně nenutné	2 071	2 071	2 071	2 071
3.	Samostatné movité věci	489	1 626	1 877	2 112
7.	Nedokončený DHM				
8.	Poskytnuté zálohy na DHM				
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku				
C.	Oběžná aktiva	8 225	8 930	9 553	10 333
C.I.	Zásoby	1 726	1 998	2 038	2 213
C.I.1.	Materiál	1 126	1 398	1 438	1 563
2.	Nedokončená výroba a polotovary				
3.	Výrobky	500	500	500	500
5.	Zboží	100	100	100	150
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů				
7.	Jiné pohledávky				
C.III.	Krátkodobé pohledávky	6 306	6 720	7 300	7 891
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	6 506	7 020	7 300	7 891
6.	Stát - daňové pohledávky				
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy				
9.	Jiné pohledávky				
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	193	212	215	229
C.IV.1	Peníze	50	50	50	50
2.	Účty v bankách	143	162	165	179
D.I.	Časové rozlišení	40	40	40	40
D.I.1.	Náklady příštích období	40	40	40	40
3.	Příjmy příštích období				

PŘÍLOHA P XIV: PLÁNOVANÁ ROZVAHA – PASIVA

Položka pasiv rozvahy		2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM		21 786	23 491	24 249	25 226
A.	Vlastní kapitál	8 634	9 643	10 848	12 154
A.I.	Základní kapitál	100	100	100	100
A.I.1.	Základní kapitál	100	100	100	100
A.III.	Rezervní ostatní fondy ze zisku	800	800	800	800
A.III.1.	Zákonnný rezervní fond	650	650	650	650
2.	Statutární a ostatní fondy	150	150	150	150
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	6 851	7 734	8 743	9 948
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	6 851	7 734	8 743	9 948
A.V.	Výsledek hospodaření běž.úč.období	883	1 009	1 205	1 306
B.	Cizí zdroje	13 152	13 848	13 401	13 072
B.II.	Dlouhodobé závazky	1 100	600	200	0
4.	Závazky ke společníkům	900	400	200	
9.	Jiné závazky	200	200		
B.III.	Krátkodobé závazky	7 026	7 557	8 160	8 743
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	6 456	6 920	7 510	7 879
5.	Závazky k zaměstnancům	300	350	350	570
6.	Závazky ze soc.zab.a zdrav.poj.	170	187	190	194
7.	Stát - daňové závazky a dotace	100	100	110	100
8.	Krátkodobé přijaté zálohy				
10.	Dohadné účty pasivní				
11.	Jiné závazky				
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci provozně nutné	3 977	4 743	4 297	3 818
	Bankovní úvěry a výpomoci provozně nenutné	1 049	948	744	511
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé provozně nutné	873	1 743	1 997	2 118
	Bankovní úvěry dlouhodobé provozně nenutné	1 049	948	744	511
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	3 104	3 000	2 300	1 700
C.I.	Časové rozlišení	0	0	0	0
C.I.1.	Časové rozlišení	0	0	0	0

PŘÍLOHA P XV: PLÁNOVANÉ CASH FLOW

Peněžní tok z provozu (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Stav peněžních prostředků na počátku období	255	208	227	230
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	85	676	231	336
Daň z korigovaného provozní výsledku hospodaření	16	128	44	64
Korigovaný provozní VH po zdanění	69	548	187	272
Úpravy o nepeněžní operace	728	258	631	560
Odpisy DHM provozně nutného	728	258	631	560
Úpravy OA provozně nutných	-275	-527	-656	-306
Změna stavu pohledávek	77	-414	-529	-289
Změna stavu krátkodobých závazků	-383	17	15	75
Změna stavu zásob	31	-130	-142	-92
CF z provozní činnosti celkem	554	535	250	654
Investiční činnost (tis. Kč)				
Nabytí DHM provozně nutného	-500	-600	-600	-600
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-500	-600	-600	-600
CF z provozního majetku celkem	54	-65	-350	54
Finanční činnost (tis. Kč)				
Změna stavu dlouhodobých závazků	-388	0	300	0
Změna dlouhodobých úvěrů provozně nutných	406	185	257	79
Změna dlouhodobých úvěrů provozně nenutných	-119	-101	-204	-119
CF z fin. činnosti celkem	-101	84	353	-40
Peněžní tok celkem	**-47**	**19**	**3**	**14**
Stav peněžních prostředků na konci období	208	227	230	244

PŘÍLOHA P XVI: POMOCNÉVÝPOČTY DCF ENTITY

31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Výpočet upraveného PK:						
Provozně potřebný finanční majetek	225	193	212	215	229	
Krátkodobé pohledávky	6 142	6 306	6 720	7 300	7 891	
Zásoby	1 613	1 726	1 998	2 038	2 213	
ČR aktivní	36	40	40	40	40	
Krátkodobé závazky	7 509	7 026	7 557	8 160	8 743	
ČR pasivní	-3	0	0	0	0	
Upravený pracovní kapitál	510	1 239	1 413	1 433	1 630	
Provozně nutný investovaný kapitál:						
Dlouhodobý majetek	10 886	10 745	11 059	11 528	11 267	
Upravený pracovní kapitál	510	1 239	1 413	1 433	1 630	
Investovaný kapitál celkem	**11 396**	**11 984**	**12 472**	**12 961**	**12 897**	**13 428**
Korigovaný provozní VH	613	1 090	1 246	1 488	1 613	
Upravená daň	15	207	237	283	307	
Korigovaný prov. VH po upravené dani	**598**	**883**	**1 009**	**1 205**	**1 306**	**1 360**

Pokračující hodnota

Tempo růstu	4,12%
Míra investic netto do DM a PK	39,04%
Rentabilita investic netto	10,55%

FCFF 2019	*829 tis. Kč*
Parametrický vzorec	22 772 tis. Kč
Gordonův vzorec	22 772 tis. Kč

Současná hodnota 2. fáze	16 205 tis. Kč

PŘÍLOHA P XVII: POMOCNÉ VÝPOČTY EVA ENTITY

VÝNOSOVÉ OCENĚNÍ - METODA EVA / MVA

Vstupní veličiny

WACC	7,76%

31. 12.	2014	2015	2016	2014	2018	2019	
NOPAT	598	883	1 009	1 205	1 306	1 360	
NOA k 31. 12.	11 396	11 984	12 472	12 961	12 897	13 428	
WACC x NOA t-1		884	930	968	1 006	1 001	
EVA		**-1**	**79**	**237**	**300**	**359**	
Odúročitel pro diskontní míru:	*7,76%*	0,9279	0,8558	0,7837	0,7116		
Diskontovaná EVA		**-1**	**68**	**186**	**213**		**466**

Pokračující hodnota

Tempo růstu	4,12%	
Míra investic netto	39,04%	
Pokračující hodnota	9 863	tis. Kč

Výnosové ocenění k 1. 1. 2015

Současná hodnota 1. fáze	466	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	6 819	tis. Kč
MVA	**7 285**	tis. Kč
NOA k datu ocenění	11 396	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	**18 681**	**tis. Kč**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	13 722	tis. Kč
Provozní hodnota netto	**4 959**	**tis. Kč**
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 809	tis. Kč
Výsledná hodnota VK podle EVA	**7 768**	**tis. Kč**

PŘÍLOHA P XVIII: POMOCNÉ VÝPOČTY - METODA KČV

VÝNOSOVÉ OCENĚNÍ - METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ
Paušální metoda

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Součet
VH před zdaněním	**889**	**3 348**	**637**	**183**	**134**	**250**	
(+) odpisy	1 477	1 707	1 454	1 371	124	330	
(-) Finanční výnosy	2	24	49	48	31	0	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	4 248	192	168	435	882	1 130	
(+) Zůst.cena prodaného DM	1 149	188	119	421	836	1 121	
Upravený VH před odpisy	**7 765**	**5 459**	**2 427**	**2 458**	**2 007**	**2 831**	
Cenový index (CI) řetězový	*1,1*	*1,5*	*1,9*	*3,3*	*1,4*	*1,5*	
CI bazický vztažený k roku 2014	*0,051*	*0,076*	*0,144*	*0,345*	*0,667*	*1,000*	
UVH upravený o inflaci	**393**	**415**	**350**	**848**	**1 338**	**2 831**	
Váhy	1	2	3	4	5	6	**21**
UVH upravený o inflaci x váhy	393	829	1 051	3 390	6 690	16 986	**29 339**

Trvale odním. čistý výnos před odpisy	1 397
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	980
Trvale odním. čistý výnos před daní	**417**
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	1 067
Daň (19 %)	203
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	**214**

Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,00%
Kalkulavaná úroková míra (nVK bez inflace)	**12,84%**

Výnosová hodnota provozní	**1 667**
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 809
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	**4 476**

PŘÍLOHA P XIX: VZZ – PŘEDBĚŽNÝ STAV K 31. 3. 2015

VZZ - stav k 31.3.2015 (tis. Kč)	2015
Obchodní marže	12
Výkony	10 452
Výkonová spotřeba	7 264
Přidaná hodnota	3 200
Osobní náklady	1 991
Daně a poplatky	3
Odpisy dlouhodobého majetku	182
Tržby z prodej dl.majetku a materiálu	0
Prodaný materiál	0
Zůstatková cena prodaného maj.a mat.	0
Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti	0
Ostatní provozní výnosy	0
Ostatní provozní náklady	30
Provozní výsledek hospodaření	994
Výnosové úroky	1
Nákladové úroky	34
Finanční výsledek hospodaření	-33
Výsledek hospodaření před zdaněním	961
Výsledek hospodaření za běžnou činnost po zdanění	883