Projekt stanovení hodnoty společnosti XY, a.s. s využitím výnosových metod oceňování

Bc. Barbora Chovančíková

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:	**Barbora Chovančíková**
Osobní číslo:	**M13897**
Studijní program:	**N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor:	**Finance**
Forma studia:	**prezenční**
Téma práce:	**Projekt stanovení hodnoty společnosti XY, a.s. s využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- **Na základě kritické literární rešerše definujte postup a metody stanovení hodnoty společnosti se zaměřením na výnosové metody.**

II. Praktická část

- **Proveďte analýzu vnitřního a vnějšího prostředí společnosti XY, a.s.**
- **Sestavte strategický finanční plán na základě předchozí analýzy prognózy vývoje trhu.**
- **Vypracujte projekt stanovení hodnoty společnosti XY, a.s. pomocí vybraných výnosových metod oceňování.**

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**

Rozsah příloh:

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. Principles of corporate finance. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, c2014, 1 sv., 889 s. ISBN 978-0-07-803476-3.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley and Sons, 2010, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.
MAŘÍK, Miloš et al. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **16. února 2015**

Termín odevzdání diplomové práce: **27. dubna 2015**

Ve Zlíně dne 16. února 2015

L.S.

UNIVERZITA TOMÁŠE BATI VE ZLÍNĚ
Fakulta managementu a ekonomiky

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka

Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA
BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

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

Prohlašuji,

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

Ve Zlíně 14.4.2015

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty společnosti XY, a.s. k 1. 1. 2014 s využitím vybraných výnosových metod oceňování. Práce je složena ze dvou celků, teoretické a praktické části. V teoretické části je provedena literární rešerše problematiky oceňování podniku s využitím tuzemské a zahraniční literatury. Součástí praktické části je část analytická, jež se zabývá hodnocením výnosového potenciálu a finančního zdraví společnosti, v rámci projektové části je sestaven strategický finanční plán a realizováno samotné ocenění společnosti vybranými výnosovými metodami. V závěru práce je výrok o výsledné hodnotě doplněn citlivostní analýzou.

Klíčová slova: hodnota podniku, oceňování, strategická analýza, finanční analýza, strategický finanční plán, náklady na kapitál, výnosové metody oceňování.

ABSTRACT

This master thesis deals with a value determination of company XY, a. s. at 1.1.2014 using yield-based valuation methods. This following paper consists of two parts, theoretical and practical. There is a literature review done on the topic of company valuation using domestic and foreign literature in the theoretical part. Analytical section, which deals with revenue potential as well as financial health of company, is part of the practical segment of this paper. This master thesis also contains a strategic financial plan as well as the company valuation itself done by selected yield-based valuation methods. To conclude this paper, there is a quote about the finale value complemented by a sensitivity analysis.

Keywords: company value, valuation, strategic analysis, financial analysis, strategic financial plan, capital costs, yield-based valuation methods.

Ráda bych na tomto místě vyjádřila poděkování všem, kteří byli nápomocni při psaní této diplomové práce. Především děkuji vedoucí mé diplomové práce Ing. Evě Kramné, Ph.D. za čas, odborné rady a připomínky při zpracování daného tématu. Současně děkuji vedení společnosti XY, a.s. za umožnění zpracování tématu a poskytnuté informace, bez nichž by práci nebylo možné realizovat. Zároveň patří velké díky mé rodině a přátelům.

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

OBSAH

ÚVOD **9**
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE **10**
I TEORETICKÁ ČÁST **11**
1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **12**
1.1 DEFINICE PODNIKU 12
1.2 HODNOTA PODNIKU 12
1.2.1 Tržní hodnota 14
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota 14
1.2.3 Objektivizovaná hodnota 15
1.2.4 Kolínská škola 15
1.3 DŮVODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU 16
1.4 PRÁVNÍ PŘEDPISY 17
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA **18**
2.1 FAKTOR ČASU 18
2.2 FAKTOR RIZIKA 18
2.2.1 Kategorizace rizika 18
2.3 DISKONTNÍ MÍRA 19
2.3.1 Diskontní míra a riziko 19
2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění 20
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **21**
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT 22
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA 23
3.2.1 Postup při zpracování strategické analýzy 23
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA 24
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ 24
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY 25
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁN 25
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **27**
4.1 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ 27
4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow 28
Vymezení peněžních toků 28
Základní tvary modelů DCF 29
4.1.2 Diskontní míra pro metody DCF 32
WACC 32
4.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů 33
4.1.4 Ekonomická přidaná hodnota 33
4.2 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ 35
4.3 CITLIVOSTNÍ ANALÝZA 36
II PRAKTICKÁ ČÁST **37**
5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S. **38**

5.1 PŘEDMĚT ČINNOSTI 38
5.2 ODVĚTVÍ 38
6 STRATEGICKÁ ANALÝZA 40
6.1 ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ 40
6.1.1 Politické prostředí 40
6.1.2 Ekonomické prostředí 41
6.1.3 Sociální prostředí 42
6.1.4 Technologické prostředí 42
6.2 SWOT ANALÝZA 43
6.3 RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNÓZA 43
6.3.1 Odhad velikosti relevantního trhu 44
6.3.2 Analýza atraktivity trhu 45
6.3.3 Prognóza vývoje trhu 48
6.4 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY 51
6.4.1 Stanovení tržního podílu XY, a.s. 52
6.4.2 Identifikace hlavních konkurentů a analýza jejich finančního zdraví 53
6.4.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti 54
6.5 ODVOZENÍ ZÁVĚRŮ K PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU A PROGNÓZY TRŽEB 55
6.6 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ STRATEGICKÉ ANALÝZY 58
FINANČNÍ ANALÝZA 59
6.7 HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA 59
6.7.1 Analýza majetkové a finanční struktury 59
6.7.2 Analýza výnosů, nákladů a výsledku hospodaření 61
6.8 ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ 63
6.9 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ 63
6.9.1 Analýza rentability 63
6.9.2 Analýza zadluženosti 64
6.9.3 Analýza likvidity 65
6.9.4 Analýza aktivity 65
6.9.5 Souhrnné ukazatele 66
6.10 ZHODNOCENÍ FINANČNÍ SITUACE SPOLEČNOSTI XY, A.S. 67
7 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI XY, A.S. 69
7.1 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN 69
7.1.1 Plán výkazu zisku a ztráty 69
7.1.2 Plán rozvahy 72
7.1.3 Finanční analýza plánu 73
7.2 VYČÍSLENÍ PROVOZNĚ NUTNÝCH AKTIV NOA/C A KPVH 75
7.3 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY 77
7.3.1 Náklady na cizí kapitál 77
7.3.2 Náklady na vlastní kapitál 78
Metody CAPM 78
Stavebnicové modely 82
7.3.3 Vážené průměrné náklady na kapitál 83
7.4 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD 84
7.4.1 Odhad tempa růstu „g“ 85

7.4.2 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků - DCF entity 85
7.4.3 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty – EVA entity 87
7.4.4 Ocenění metodo kapitalizovaných čistých výnosů 89
7.4.5 Shrnutí výsledků použitých výnosových metod oceňování 90
7.4.6 Citlivostní analýza 90
8 ZÁVĚR 92
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY 94
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK 97
SEZNAM OBRÁZKŮ 100
SEZNAM TABULEK 101
SEZNAM PŘÍLOH 103

ÚVOD

Oceňování podniku je odbornou obcí považováno za královskou disciplínu, která je syntézou poznatků z oblastí podnikové ekonomiky, daní, disciplín orientovaných na trh a samotných metod oceňování, a není tudíž jednoduché jej skutečně komplexně obsáhnout. Přesto či právě proto bude diplomová práce věnována tématu stanovení hodnoty společnosti, kterému musí nezbytně předcházet vymezení cíle a důvodu ocenění, a také subjektu, pro nějž je ocenění prováděno. Klíčovými faktory korektního ocenění jsou zejména relevantní vstupní data, individuální přístup oceňovatele a volba vhodné metody oceňování.

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti XY, a.s. k 1. 1. 2014 s využitím vybraných výnosových metod oceňování.

Práce bude rozdělena na dva celky, a to na teoretickou a praktickou část. V teoretické části bude provedena literární rešerše s využitím tuzemských i zahraničních zdrojů vedoucí k nastínění základních atributů ocenění jako je „podnik“, „hodnota“ a její kategorie, důvody oceňování či právní předpisy, které problematiku oceňování podniku upravují. Další části budou věnovány samotnému postupu a metodám vedoucím ke stanovení výsledné hodnoty společnosti.

Praktická část se bude skládat z části analytické a projektové. Úvodem analytické části bude charakteristika společnosti, a to zejména z pohledu předmětu činnosti a odvětví. V navazující strategické analýze bude provedena analýza makroprostředí i mikroprostředí, vymezen relevantní trh a vypracován odhad jeho budoucího vývoje. Dalším krokem bude analýza konkurenčního prostředí, jež identifikuje vnitřní potenciál a konkurenční sílu společnosti. Syntézou dosavadních poznatků a provedených analýz bude odvozena perspektivnost společnosti a její výnosový potenciál. Ve finanční analýze bude zhodnoceno finanční zdraví, výkonnost a možné rizika budoucího vývoje podniku

V projektové části bude prezentován samotný proces ocenění, kdy v prvním kroku bude nezbytné sestavit strategický finanční plán a vyčíslit provozně nutná aktiva a korigovaný provozní hospodářský výsledek. Následně bude pozornost věnována stanovení diskontní míry a odhadu budoucího tempa růstu „g“. Samotné ocenění bude provedeno metodami diskontovaného peněžního toku pro vlastníky i věřitele (DCF entity), ekonomické přidané hodnoty (EVA) a metodou kapitalizovaných čistých zisků. Výsledné ocenění bude doplněno o citlivostní analýzu.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti XY, a.s. k 1. 1. 2014 s využitím vybraných výnosových metod oceňování. V návaznosti na hlavní cíl je provedena dekompozice na cíle dílčí s popisem metod sloužících k dosažení daných cílů.

1. Vypracování teoretické části pomocí literární rešerše s využitím dostupné tuzemské i zahraniční literatury.
2. Zpracování analytické části, jejíž součástí bude strategická analýza, ve které v návaznosti na poznatky PEST analýzy, SWOT analýzy, analýzy relevantního trhu a konkurenční síly s využitím lineární regrese v programu MS Excel budou predikovány tržby, a finanční analýza, která si klade za cíl hodnocení finančního zdraví, perspektivnosti a případných rizik.
3. Sestavení finančního plánu s využitím poznatků ze strategické a finanční analýzy pomocí statistické metody lineární regrese pro predikci dílčích položek strategického finančního plánu s využitím programu MS Excel.
4. Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření a stanovení diskontní míry, v případě nákladů na vlastní kapitál s využitím programu EVALENT 3.7 a výpočet průměrných vážených nákladů vlastního kapitálu pomocí váženého průměru se stanovením vah dle vypovídající schopnosti vstupních dat jednotlivých metod.
5. Ocenění podniku XY, a.s. na základě potvrzené premisy „going concern“ výnosovými metodami EVA, DCF entity a paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů, které vycházejí z informací a dat získaných v předešlých kapitolách.
6. Analýza citlivosti změny výsledné hodnoty ocenění na změnu faktoru diskontní míry nebo tempa růstu „g“.

Pro ocenění bude využito dat z veřejně dostupných internetových zdrojů, informace budou dále čerpány z finančních výkazů společnosti, jež jsou řádně ověřeny auditorem, a z interních materiálů poskytnutých managementem společnosti

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Před samotným procesem ocenění podniku je třeba si uvědomit, co oceňujeme, tedy definovat předmět ocenění, a také co by mělo být jeho výsledkem. První část proto bude věnována pojmu podnik, hladinám ocenění a hodnotě podniku, včetně rozlišení základních kategorií hodnoty.

1.1 Definice podniku

Podnik je vymezován v literatuře různě, avšak pro potřeby ocenění je nejdůležitější definice uváděná v obchodním zákoníku, kde je v § 5 podnik definován jako:

„ … soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná …“ (Česko 1991, § 5 odst. 1)

Mařík et al. (2011a, s. 15-16) dodává, že definice není zcela optimální. Součástí podnikání je využívání závazků, které proto musíme brát v úvahu při oceňování, ale definice je opomíjí. Dále zmiňuje pojem „soubor“, která svádí k představě, že podnik, je „hromada věcí“ a nevystihuje tak jeho podstatu. Shodně s Kislingerovou (2011, s. 8-10) uvádí, že na podnik je třeba nahlížet jako na funkční celek. Autorka dále upřesňuje, že neoceňujeme společnost jako právní subjekt, ale jako komplex hmotného, nehmotného majetku a lidských činitelů. Při oceňování je nutné zohlednit všechny tyto složky.

1.2 Hodnota podniku

Kislingerová (2001, s. 11) a Mařík et al. (2011a, s. 21) definují **hodnotu** jako ekonomický pojem, který na rozdíl od ceny není skutečností, ale odhadem předpokládané ceny, která by měla být zaplacena za zboží či služby v určitém čase podle dané definice hodnoty. **Cenou** rozumíme částku požadovanou, nabízenou nebo placenou za zboží či služby. Hodnota podniku proto není totožná s cenou, rovnají se jen vzácně.

Mařík et al. (2011a, s. 16) tvrdí, že ocenění podniku může být prováděno na různých hladinách:

- **Brutto hodnota** – představuje celkovou hodnotu podniku (entity), řadí se zde hodnota jak pro věřitele, tak pro vlastníky.

- **Netto hodnota** – jedná se o ocenění podniku z pohledu vlastníků, oceňujeme tedy vlastní kapitál.

Tyto hladiny jsou také vymezeny v obchodním zákoníku, který označuje hodnotu brutto jako obchodní majetek a definuje jej v § 6, odst. 1 jako:

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek." (Česko, 1991, § 6, odst. 1)

Souhrnný pohled na majetek a závazky podniku pak vymezuje pojem obchodní jmění v § 6, odst. 2):

„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen „jmění"). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků." (Česko, 1991, § 6, odst. 2)

Mařík et al. (2011a, s. 16) spatřuje v těchto definicích problém v tom, že se částečně vracejí od pojetí podniku jako věci hromadné, k nesprávnému pojetí jako „hromady věcí".

Vymezení hodnoty netto můžeme najít v § 6, odst. 3) obchodního zákoníku, kde je čistý obchodní majetek definován jako:

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou." (Česko, 1991, § 6, odst. 3)

Hodnotu netto vymezuje také §6, odst. 4) obchodního zákoníku, kde je definován pojem vlastní kapitál:

„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv." (Česko, 1991, § 6, odst. 4)

Mařík et al. (2011a, s. 17) opět uvádí, že toto vymezení je poněkud sporné, protože jasně nevymezuje rozdíl mezi čistým obchodním majetkem a vlastním kapitálem.

Jiný náhled na pojem „hodnota" uvádí Damodaran (c2011, s. 4-5), hodnota je podle autora složena ze složky vnitřní (intrinsic), která je dána současnou hodnotou peněžních toků, které generuje za dobu své životnosti, a vnější (relative), která je určena trhem.

Rozlišujeme několik základních přístupů k ocenění podniku:

- tržní hodnota;
- subjektivní (investiční) hodnota;
- objektivizovaná hodnota;
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

1.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnotu lze z pohledu mezinárodních oceňovacích standardů definovat 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 samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (International Valuation Standard, 2005 s. 82; cit. dle Mařík et al. 2011a, s. 22)

Krabec (2009, s. 116) uvádí, že v současnosti bývá právě tato koncepce využívána nejčastěji. Upozorňuje, že tržní koncepci hodnocení podniku nelze ztotožňovat s metodami oceňování z tržních dat.

Mařík et al. (2011a, s. 25; 34) tvrdí, že tržní hodnota by měla být odhadem rovnovážné ceny, tj. ceny, ve které se nabídka rovná poptávce. Je však obtížné nalézt fungující trh, proto lze jen komplikovaně určit tržní hodnotu jako konkrétní číslo, reálně tedy chápeme tržní hodnotu spíše jako intervalový odhad.

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění nejčastěji při uvádění podniků na burzu nebo při prodeji, není-li znám konkrétní kupující a současný vlastník chce znát odhad hodnoty podniku pro případný prodej.

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ (International Valuation Standard 2, 2005, s. 94; cit. dle Mařík et al. 2011a, s. 26)

Podle Marka (2006, s. 522) tato hodnota může být definována jako užitná hodnota, tedy hodnota pro vlastníka a je dána prospěchem, jejž vlastník získává z držby určitého statku.

Mařík (2011a, s. 26; 34) charakterizuje investiční hodnotu jako hodnotu, která je dána subjektivními názory a konkrétními podmínkami účastníků transakce. Budoucí peněžní toky jsou odhadnuty výlučně z představ manažerů či investora oceňovaného podniku a diskontní míra je určena alternativními možnostmi investic subjektu, z jehož hlediska se podnik oceňuje.

Tento typ ocenění je vhodný zejména při prodeji a koupi podniku a při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy vlastník zvažuje, zda bude mít podnik vyšší hodnotu při pokračování v činnosti nebo je vyšší aktuální likvidační hodnota.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Mařík et al. (2011a, s. 27) vymezil podle německých oceňovacích standardů IDW S1 objektivizovanou hodnotu, jako hodnotu která *„představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“*

Krabec (2009, s. 112) uvádí, že hodnota je v tomto pojetí – pro účely ocenění – vlastností příslušného statku, protože je dosažitelná pro kohokoli.

Podle Mařík et al. (2011a, s. 28; 34) by objektivizovaná hodnota měla odpovídat na otázku, jakou hodnotu lze považovat za přijatelnou. Při výpočtu by mělo být postupováno podle určitých zásad a požadavků s využitím všeobecně uznávaných dat. Objektivizací chápeme postup založený na datech, která nejsou ovlivněna konkrétním investorem či znalcem. Tato hodnota je založena na zřejmých faktech a na současnosti, využívá se tedy zejména při poskytování úvěru a zjišťování současné reálné bonity podniku.

1.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola podle Mařík et al. (2011a, s. 30-32; 34) definuje základní funkce oceňování a zároveň i funkce oceňovatele.

- **Funkce poradenská** – smyslem je poskytnutí kupním stranám podklady a informace, zejména o maximální ceně – hraniční hodnotě pro kupujícího, a minimální ceně - hraniční hodnotě pro prodávajícího. Těmito hodnotami je vymezen prostor pro cenová jednání.
- **Funkce rozhodčí** – jedná se o výkon funkce nezávislého oceňovatele, který by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků a nalézt spravedlivou hodnotu.
- **Funkce argumentační** – oceňovatel hledá argumenty pro lepší pozici dané strany.
- **Funkce komunikační** – spočívá v poskytnutí podkladu pro komunikaci s veřejností, především s bankami a investory.
- **Funkce daňová** – smyslem je poskytnutí podkladů pro daňové účely.

Využívá se zejména při podnikových transformacích a prodeji podniku, převážně tam, kde je nutné vyvažovat zájmy zúčastněných stran.

1.3 Důvody oceňování podniku

Ocenění podniku lze podle Mařík et al. (2011a, s. 35-36) považovat za službu, kterou si může zákazník sjednat. Ocenění může sloužit různým cílům dle potřeb zákazníka. Důvody pro oceňování můžeme rozdělit na dvě kategorie:

1. Ocenění v případech, kdy dochází k vlastnickým změnám:
    - nákup a prodej podniku;
    - nepeněžitý vklad do obchodní společnosti;
    - ocenění v souvislosti s fúzí;
    - ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti, atd.

2. Ocenění v případech, kdy nedochází k vlastnickým změnám:
    - změna právní formy společnosti;
    - ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru;
    - ocenění v souvislosti se sanací podniku, atd.

Brealey, Myers, Allen (c2014, s. 484) uvádí další důvody pro ocenění. Definuje některé z komplikovanějších forem, zejména akvizice, kdy je kladen důraz na správné zjištění hodnoty podniku vzniklého spojením dvou společností, nebo ocenění společnosti, která se chce stát veřejně obchodovatelnou. Dalším příkladem je prodej jedné z divizí společnosti (správně stanovená hodnota je nezbytná pro vyjednávání s kupci).

1.4 Právní předpisy

Mařík et al. (2011a, s. 18-19) uvádí, že v České republice v současné době neexistuje zákon nebo předpis, které by byl závazný při oceňování podniku. Proto se oceňovatelé opírají zejména o ekonomickou teorii. Nabízí se přesto předpisy, které se uplatňují alespoň dílčím způsobem.

1. České předpisy
    a. Zákon o oceňování majetku č. 151/197 Sb. (závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o dani dědické, darovací a z převodu nemovitostí, atd. Obsahují však jen minimum informací pro oceňování podniku jako celku).
    b. Metodický pokyn České národní banky (určen pouze pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance).
    c. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (vymezuje základní pojmy důležité při oceňování).
2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy
    a. Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards)
    b. Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards)
    c. Tyto standardy obsahují zejména definici hodnoty a rámcové zásady, které by měly být dodržovány při oceňování. Jedná se pouze o soubor mezinárodně uznávaných doporučení.
3. Národní standardy vybraných zemí
    a. Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Proffesional Appraisal Practice) – české prostředí ovlivňují dlouhou tradicí oceňování podniku v USA.
    b. Německý standard IDW S1 vydávaný institutem německých auditorů - určen speciálně pro potřeby oceňování podniků.

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Faktory času a rizika můžeme považovat za základ pro oceňování podniku, do nějž se promítají zejména prostřednictvím diskontní míry.

2.1 Faktor času

Mařík et al. (2011a, s. 39) uvádí, že pro jednotlivé části majetku i pro podnik jako celek platí, že je třeba zohlednit hodnotu daného aktiva jako současnou hodnotu budoucích peněžních toků, které lze očekávat z držby aktiva.

Budoucí příjmy, které tvoří hodnotu podniku nebo majetku, nejsou rovnocenné, jejich výše závisí především na tom, kdy toto aktivum držitel získá. Jedná se o časovou hodnotu peněž. Obecně platí, že příjem získaný dnes je významnější než příjem získaný později, jelikož tyto prostředky je možné investovat a dosáhnout tak dalšího výnosu. Z důvodu významnosti času je třeba budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, neboli zjistit jejich současnou hodnotu.

2.2 Faktor rizika

Podle Marka (2009, s. 75) patří riziko k nejdůležitějším faktorům finančního rozhodování a lze jej obecně definovat jako nebezpečí, že se stávající výsledky budou lišit od očekávaných, a to jak pozitivně, tak negativně. Vzniká existencí nejistoty při přijímání finančních rozhodnutí podniku, což je způsobeno tím, že nelze spolehlivě určit budoucí výsledky. Ovlivňují jej zejména:

- faktory vnější (objektivní) - nevznikají rozhodnutím v podniku a patří zde například kolísání cen vstupů, živelné pohromy, politické události;
- faktory vnitřní (subjektivní) – vznikají důsledkem rozhodnutí v podniku, řadíme sem například dopady reorganizace podniku, spotřebitelské reakce na nový produkt či nespokojenost zaměstnanců s novými pracovními podmínkami.

2.2.1 Kategorizace rizika

Podle Maříka et al. (2011a, s. 40-47) a Kislingerové (2001, s. 104-125) mohou být rizika kategorizována následovně:

- riziko obchodní a finanční – zvažujeme v případě, že má být sestavena riziková přirážka v rámci diskontní míry dle jednotlivých dílčích rizik;

- riziko systematické a nesystematické – ve vztahu k účelu, kterému má dané ocenění a diskontní míra sloužit.

Obchodní riziko vychází z předpokladu kolísání čistých výnosů a lze jej rozčlenit na:

- prodejní riziko – dáno proměnlivostí prodeje, vyplývá z možností, že na základě vývoje trhu předpokládaný zisk nebude dosažen, či bude překročen;
- provozní riziko – ovlivněno rozsahem využívání hmotného investičního majetku. Je dáno podílem fixních a variabilních nákladů. Měříme jej pomocí provozní páky.

Finanční riziko se odvíjí od velikosti fixních finančních nákladů, které jsou tvořeny především nákladovými úroky, leasingovými splátkami atd. Za využití cizích zdrojů je placen úrok, který jako náklad ovlivňuje hospodářský výsledek. V souvislosti s využíváním cizích zdrojů vzniká tzv. úrokový daňový štít, jenž zvyšuje výnos pro akcionáře. Finanční riziko lze měřit prostřednictvím stupně finanční páky a dalších ukazatelů zachycujících likviditu a výši zadlužení.

Systematické (tržní) riziko je vyvoláno faktory, které ovlivňují celý kapitálový trh, nelze jej vyloučit ani dobře diverzifikovaným portfoliem. Tržní riziko se měří koeficientem β, který udává citlivost investice vůči trhu. Mezi faktory ovlivňující míru tržního rizika řadíme vývoj HDP, cenové hladiny nebo tržních úrokových měr.

Nesystematické (specifické) riziko je dáno faktory, které jsou specifické pro každý podnik. Patří zde například chyby ve vedení nebo uplatňování neověřených postupů. Celkové specifické riziko lze vyjádřit jako součin provozního a finančního rizika

2.3 Diskontní míra

Diskontní míru je možné charakterizovat jako nástroj, pomocí kterého lze promítnout do hodnoty podniku faktor času a rizika. Diskontní mírou rozumíme míru výnosnosti, kterou lze využít pro přepočet budoucích peněžních částek na současnou hodnotu, a také míru výnosnosti, kterou očekává investor při získání budoucích peněžních toků s ohledem na riziko.

2.3.1 Diskontní míra a riziko

Koupě podniku je investicí, se kterou je vždy spojeno určité riziko. Otázkou, jak toto riziko ocenit, se zabývá Mařík et al. (2011a, s. 49-50), který uvádí následující možnosti:

1. pracovat s rizikovou přirážkou k bezrizikové úrokové míře;

2. využít jistotní ekvivalent výnosů.

V prvním případě vycházíme z bezrizikové úrokové míry, která se dále upravuje o jistou úroveň míry rizika. Ve druhém případě je třeba vymezit z očekávané výnosové míry její bezrizikovou část a vyloučit riziko z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy jsou dále nahrazeny jejich jistotním ekvivalentem. Nezbytné je dodržet princip ekvivalence, což znamená, že kalkulovaná úroková míra by měla být zatížena takovým rizikem, které odpovídá riziku příjmů použitých pro výpočet ocenění.

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Volba postupu kalkulace diskontní míry by se podle Mařík a et al. (2011a, s. 51) měla odvíjet:

Dle kategorie hodnoty, která má být stanovena

- Tržní hodnota – kalkulace dle tržních dat a tomu odpovídajících metod.
- Investiční hodnota – kalkulace dle situace konkrétního investora, obzvláště z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu.
- Objektivizovaná hodnota – odhad diskontní míry co nejvíce podložen dostupnými daty, nebo dle zvyklostí jako součet výnosnosti desetiletých státních dluhopisů a rizikové přirážky.

Dle typu potencionálního investora, pro kterého je ocenění prováděno

- Veřejná společnost – akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu a investoři mohou tvořit portfolio cenných papírů, kalkulujeme jen se systematickým rizikem.
- Soukromá společnost – akcie nejsou obchodovány nebo se nejedná o akciovou společnost, investoři nemohou snížit riziko diverzifikací svých vlastnických podílů, kalkulujeme tedy se systematickým i specifickým rizikem.

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Mařík et al. (2011a, s. 53) tvrdí, že postup oceňování podniku je nutné modifikovat podle konkrétního účelu ocenění, kategorie hodnoty, která má být zjištěna, dostupných dat atd. Pro ocenění doporučuje použít následující postup:

1. Sběr vstupních dat,
2. Analýza dat
    a. Strategická analýza,
    b. finanční analýza,
    c. rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná,
    d. analýza a prognóza generátorů hodnoty,
    e. orientační ocenění,
3. Sestavení finančního plánu,
4. Ocenění
    a. Volba metody,
    b. ocenění dle zvolených metod,
    c. souhrnné ocenění.

V praxi mají tyto kroky různou podobu, hloubku a váhu v závislosti na konkrétní metodě použité při ocenění. Dle kategorie hodnoty by při tržním a objektivizovaném ocenění měly být tyto kroky zpracovány detailněji. Při subjektivním ocenění lze dílčí části nahradit požadavkem investora.

Kislingerová (2001, s. 25-26) shodně uvádí, že pro výběr modelu ocenění je nezbytné vymezení účelu ocenění, na jehož základě by měl odhadce při ocenění minimálně analyzovat vývoj mikro a makroprostředí podniku a provést finanční analýzu, případně posoudit podnikatelský záměr podniku. Důraz klade také na definování přesného data, ke kterému se ocenění vztahuje. Postup při ocenění podniku vymezuje v následujících krocích:

1. vymezení zadání práce,
2. vytvoření pracovního týmu,
3. plán práce,
4. sběr vnějších a vnitřních informací,
5. analýza dat,
6. výběr metod ve vazbě na cíl práce,
7. analýza ocenění,

8. syntéza výsledků,
9. závěr.

Podle Maříka et al. (2011, s. 57) třeba definovat, zda platí pro společnost předpoklad trvalého pokračování podniku, který nelze přijmout automaticky, ale je třeba jej prokazatelně doložit. Odpověď na otázku dlouhodobé perspektivy ovlivní zejména volbu oceňovací metody.

3.1 Sběr vstupních dat

Pro správné ocenění je potřeba souhrn příslušných vstupních dat, která Mařík et al. (2011, s. 54-56) rozděluje:

1. **Základní data o podniku** – identifikace podniku, název a právní forma, předmět podnikání, řídící struktura atd.
2. **Ekonomická data** – účetní výkazy posledních období, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány.
3. **Relevantní trh** – určení a vývoj trhu, ve kterém se podnik vyskytuje, segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu, faktory vývoje trhu.
4. **Konkurenční struktura relevantního trhu** – hlavní přímí konkurenti a jejich data, substituty výrobků nebo produktů podniku, bariéry vstupu do odvětví atd.
5. **Odbyt a marketing** – informace o struktuře odbytu z hlediska výrobků, odběratelů a územní struktury, hodnocení hlavních produktů a jejich srovnání s konkurencí, ceny a cenová politika ve srovnání s konkurencí, odbytové cesty, reklama a struktura výdajů atd.
6. **Výroba a dodavatelé** – řízení a certifikáty kvality, charakter výroby a úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku a investice, struktura dodávek a dodavatelů a závislost podniku na nich atd.
7. **Pracovníci** – struktura pracovníků, nároky provozu na jejich kvalifikaci, situace na trhu práce, fluktuace pracovníků, nálada na pracovišti, produktivita práce, personální náklady atd.

Marek (2006, s. 528) mezi důležité informační zdroje řadí také ekologickou situaci v souvislosti s činností podniku, analýzu smluvních závazků, jako jsou licenční, nájemní a leasingové smlouvy, platební morálku, vlastnická práva či rozmístění společnosti.

3.2 Strategická analýza

Podle Maříka et al. (2011a, s. 56) je hlavním úkolem strategické analýzy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který závisí na vnitřním a vnějším potenciálu. Vnějším potenciálem chápeme šance a rizika, která závisí na podnikatelském prostředí společnosti (odvětví, relevantní trh). Analýzou vnitřního potenciálu získáváme informace o silných a slabých stránkách, s důrazem na konkurenční výhody společnosti.

3.2.1 Postup při zpracování strategické analýzy

Mařík et al. (2011a, s. 58-95) navrhuje strategickou analýzu ve třech krocích:

1. vymezení relevantního trhu, jeho analýza a prognóza (analýzy makroprostředí);
2. analýza konkurence a mikroprostředí podniku;
3. prognóza tržeb oceňované společnosti.

Relevantní trh a jeho prognóza

Vymezení relevantního trhu by pro oceňovaný podnik mělo být výchozím krokem strategické analýzy. Je třeba se zaměřit na trh z hlediska věcného (produkt), z hlediska území, zákazníků a konkurence.

K základním údajům trhu patří:

- odhad velikosti trhu – na základě velikosti poptávky;
- vývoj trhu v čase – pomocí nejméně pětiletých časových řad;
- segmentace trhu.

Po vymezení relevantního trhu následuje analýza atraktivity trhu a hlavních faktorů ovlivňujících poptávku a možnosti prodeje, tj. růst a velikost trhu, přímá konkurence, citlivost trhu na konjunkturu.

Prognóza vývoje trhu, která navazuje na analýzu, se odvíjí od konkrétního typu ocenění. Součástí prognózy je analýza činitelů ovlivňujících trh, jako jsou faktory národohospodářské, faktory poptávky a faktory specifické.

Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

Jedná se o tu část strategické analýzy, jejímž cílem je odhad budoucího vývoje tržních podílů oceňované společnosti. Prvním krokem je stanovení dosavadních tržních podílů společnosti (na úrovni fyzických jednotek i v korunovém vyjádření, případně z odhadu pro-

dukce hlavních konkurentů) a identifikace hlavních konkurentů. Dalším krokem je analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti, jejíž výsledky se promítají do posouzení perspektivnosti podniku, dohadu vývoje tržního podílu a do diskontní míry (riziko podniku). Součástí této analýzy je také odhad fáze životního cyklu společnosti a definování faktorů, které mají vliv na tržní podíl. Mezi přímé faktory lze zařadit ceny, dostupnost, distribuce, image, a mezi faktory nepřímé kvalitu managementu, výdaje na výzkum a vývoj aj.

Prognóza tržeb oceňované společnosti

Predikci tržeb lze odhadnout z výsledků předchozích kroků, tj. z analýzy a prognózy relevantního trhu a z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti, nebo také z výsledků analýzy časových řad tržeb.

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza je podle Kislingerové (2011, s. 39) nezbytnou součástí oceňování společnosti. Poskytuje informace o finančním zdraví podniku k okamžiku ocenění a také určitý výhled do budoucnosti. Spolu s dalšími informacemi je finanční analýza podkladem pro odhalení možných rizik, především provozního a finančního, což je nezbytné pro správné stanovení diskontní míry.

Mařík et al. (2011a, s. 96-97) dále uvádí, že kromě posouzení finančního zdraví společnosti slouží finanční analýza jako základ pro sestavení finančního plánu, který je nezbytný při ocenění výnosovými metodami. Oceňovatel musí z finanční analýzy vyvodit závěry, které se dále promítnou do ocenění, měl by zejména doplnit předběžný výrok o perspektivnosti a informace pro stanovení rizika podniku.

Základním zdrojem pro sestavení finanční analýzy je dle Vochozky (2011, s. 14) účetní závěrka, která je tvořena rozvahou, výkazem zisku a ztráty, přehledem o peněžních tocích a přílohou. Dalším zdrojem jsou také výroční zprávy společnosti a oficiální ekonomické statistiky.

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Aktiva pro základní podnikání potřebuje společnost v určité struktuře a velikosti, včetně přiměřených rezerv, tyto aktiva Mařík et al. (2011a, s. 118-119) označuje jako provozně

nutná, všechna ostatní aktiva jsou neprovozní neboli nenutná. Zároveň by měly být vyčleněny také výnosy a náklady související s vyřazenými nenutnými aktivy.

Důvody pro rozčlenění majetku na provozně potřebná a nepotřebná:

- část majetku nemusí být využívána, a tudíž z něj neplynou žádné, nebo jen malé příjmy;
- aktiva nesouvisející s provozem jsou často zatížena odlišnou mírou rizika;
- provozně nepotřebný majetek je oceňován jinými metodami ocenění (výnosová, likvidační hodnota).

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pojem generátory hodnoty Mařík et al. (2011a, s. 125-126) vysvětluje jako soubor základních podnikohospodářských veličin, které vymezují hodnotu společnosti. Hodnota společnosti se odvíjí od schopnosti vytvářet budoucí volné peněžní toky, je tedy třeba se zaměřit na veličiny, které mají na hodnotu společnosti zásadní vliv. Mezi generátory hodnoty řadíme:

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

3.6 Sestavení finančního plán

Mařík et al. (2011a, s. 149) tvrdí, že sestavení kompletního finančního plánu by mělo být provedeno zejména při ocenění podniku výnosovými metodami. Finanční plán by se měl skládat z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků

Marinič (2008, s. 163) charakterizuje finanční plán jako výsledek dynamického procesu, který definuje úkoly finančního managementu. Komplexní finanční plán pomáhá mimo jiné k identifikaci rizik a jejich řízení pomocí přijatých opatření.

Pavelková a Knápková (2012, s. 210-211) uvádí, že finanční plány mají charakter strategických a operativních plánů. Promítají se v nich vize a cíle podniku a strategie k jejich dosažení. Plánováním získáme odhad budoucího vývoje podniku, který je ovlivněn zejména managementem a vnějšími podmínkami makroekonomického vývoje. Postup sestavení a realizace plánu provádíme v následujících krocích:

1. stanovení cílů,
2. identifikace možných průběhů činností,
3. tvorba dlouhodobého plánu,
4. implementace dlouhodobého plánu v podobě krátkodobých rozpočtů,
5. kontrola průběžných výsledků,
6. reakce na odchylky plánu.

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Pro stanovení hodnoty podniku existuje celá řada metod. Dle Dluhošové et al. (2011, s. 172) volba optimální metody zásadně ovlivňuje naplnění cíle oceňování. Výběr metody se liší podle účelu ocenění a závisí také na postoji oceňovatele. Rozlišujeme několik základních metod oceňování.

Ocenění na základě analýzy výnosů:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované (korigované).

Ocenění na základě analýzy trhu:

- ocenění na základě tržní kapitalizace,
- ocenění na základě srovnatelných podniků,
- ocenění na základě srovnatelných transakcí,
- ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu.

Ocenění na základě analýzy majetku:

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

4.1 Metody založené na analýze výnosů

Podle Kislingerové (2001, s. 145) můžeme ke stanovení tržní hodnoty podniku přistupovat jako ke každé investici, na jejímž konci očekáváme alokaci volného kapitálu. Shodně s Maříkem et al. (2011a, s. 163) a Dluhošovou et al. (2010, s. 172) uvádí, že výnosové metody jsou založeny na skutečnosti, že hodnota statku je dána současnou hodnotou budoucích peněžních toků neboli budoucím očekávaným užitkem pro jeho držitele. Očekávaným užitkem chápeme výnosy, které mohou mít podobu zisků, dividend, ekonomické přidané hodnoty (EVA) nebo volných peněžních toků (FCF).

Mařík et al. (2011a, s. 163-164) definuje obecná kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů, která platí pro všechny výnosové metody.

1. Kategorie hledané hodnoty – tržní, investiční, objektivizovaná;
2. Způsob kalkulace cen – ve stálých cenách (použijeme diskontní míru očištěnou o inflaci), v běžných cenách (kalkulujeme s nominální diskontní mírou);
3. Způsob kalkulace daní – žádné daně, daně na úrovni příjmů oceňované společnosti, daně na úrovni společnosti i na úrovni subjektu, pro nějž je ocenění prováděno.

4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Mařík et al. (2011a, s. 164-165) i Kislingerová (2001, s. 157) uvádějí, že metoda diskontovaného cash flow je základní a v praxi také nejvíce využívanou výnosovou metodou. Rozlišujeme čtyři techniky výpočtu výnosové hodnoty metodou DCF.

DCF entity – vychází z peněžních toků jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku. Od této hodnoty odečteme výši cizího kapitálu k datu ocenění. Výsledkem je hodnota vlastního kapitálu, neboli netto hodnota.

DCF equity – vychází z peněžních toků pouze pro vlastníky podniku, jejichž diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu.

Metoda APV - Koller, Goedhart a Wessels (c2010, s. 119) uvádí, že při aplikaci metody APV (adjusted present value) je nutné rozdělit výpočet do dvou částí. Nejprve stanovíme hodnotu podniku jako celku pomocí nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení a poté přičteme hodnotu daňových štítů, které vznikají z dluhového financování. Následně ještě upravíme odečtením o hodnotu cizího kapitálu.

DDM – dividendový diskontní model Dluhošová et al. (2010, s. 176) charakterizuje jako model, ve kterém je oceňován vlastní kapitál, neboť peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy. Jedná se o modifikaci modelu DCF, namísto FCF je použita dividenda, a proto je možné model využít pouze v podniku, který dosahuje zisk a stabilně vyplácí dividendy.

Podstatou těchto metod je zjištění hodnoty čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu.

VYMEZENÍ PENĚŽNÍCH TOKŮ

Pro metody DCF vždy vycházíme z volného peněžního toku. Kislingerová (2001, s. 160-161) uvádí, že při specifikaci peněžního toku rozlišujeme, pro koho je peněžní tok určen.

Volným peněžním tokem do podniku jako celku (FCFF) se rozumí tvorba peněžních prostředku pro vlastníky v podobě dividend a pro věřitele ve formě splátek úroků a úvěrů. Dluhošová et al. (2010, s. 27) uvádí, že FCFF představují peněžní toky, které podnik generuje z aktiv bez ohledu na to, pro koho jsou určeny.

Tab. 1 Zjištění volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)	
+	odpisy
+	ostatní náklady, které nejsou výdaji v běžném období
-	investice do upraveného pracovního kapitálu
-	investice do pořízení dlouhodobého majetku
=	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF)

In: Mařík et al. (2011a, s. 170), vlastní zpracování

Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE) Kislingerová (2001, s. 165) definuje jako volné peněžní toky, které ve společnosti zůstávají po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího provozu firmy. Jestliže poté platí FCFE > 0, znamená to, že firma generuje zdroje navíc. Dluhošová (2010, s. 27) dodává, že FCFE jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti.

Tab. 2 Zjištění volného peněžního toku pro vlastníky

Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele FCFF	
-	úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
-	splátky úročeného cizího kapitálu
+	nově přijatý úročený cizí kapitál
=	Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)

In:Mařík et al. (2011a, s. 205), vlastní zpracování

ZÁKLADNÍ TVARY MODELŮ DCF

Podle Vochozky, Mulače et al. (2012, s. 144) je nejjednodušším přístupem **stabilní model**, který předpokládá konstantní výši budoucích cash flow po celou dobu trvání podniku. Hodnota podniku je dána podílem cash flow v prvním roce a diskontní sazby.

Model s konstantním růstem je, jak uvádí Vochozka, Mulač et al. (2012, s. 145) obdobou výše zmíněného modelu, avšak předpokládá určitý trvalý růst, vyjádřený parametrem *g*.

$$H = \frac{FCF_1}{i - g}, \tag{4.1}$$

kde:

H = hodnota podniku,

FCF_1 = volný peněžní tok v prvním roce,

i = diskontní sazba,

g = tempo růstu do nekonečna.

Dvoufázový model je podle Mařík et al. (2011a, s. 178) v praxi využíván nejčastěji. Vychází z předpokladu rozdělení budoucího období na dvě fáze, kdy pro období první fáze je oceňovatel schopen prognózovat vývoj volného peněžního toku v jednotlivých letech. Druhá fáze, která navazuje na fázi první, pak trvá do nekonečna. Tato fáze se označuje jako pokračující hodnota. Hodnotu podniku (H_b) pomocí dvoufázové metody vypočítáme:

$$H_b = \sum_{t=1}^{T} FCF_t (1+i_k)^{-1} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}, \tag{4.2}$$

kde:

T = délka první fáze v letech,

PH = pokračující hodnota,

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů na vlastní kapitál při konkrétní míře zadlužení podniku.

Třífázový model definuje Mařík et al. (2011a, s. 200) jako model, ve kterém je třeba rozdělit budoucí vývoj podniku na tři části. První je fáze rychlého růstu, pro kterou sestavujeme kompletní finanční plány, ve druhé (přechodné) fázi se růst zpomaluje, FCF odhadujeme podle ročního tempa růstu a třetí část považujeme za období stability, počítáme jej jako perpetuitu. Výpočet hodnoty podniku lze definovat takto:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \cdot i_k}, \tag{4.3}$$

kde:

FCF = volný peněžní tok,

i_k = diskontní úroková míra,

$T1$ = počet let rychlého růstu,

$T2$ = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu,

H_n = hodnota netto (vlastního kapitálu).

Určení fáze prognózy

Nejdříve je třeba vymezit délku prognózovaného období, pro jejíž stanovení nelze určit jednoznačné pravidlo. Mařík et al. (2011a, s. 182) uvádí, že je třeba volit období, ve kterém firma dosáhne určité stability svých obchodů. Předpokladem pro pokračující hodnotu je stabilizace základních parametrů, jako je zisková marže, rentabilita nebo obrat kapitálu. Dalším předpokladem je konstantní růst podniku, stabilní míra investic a také stabilní výnosnost nových investic.

V případě pochybností autor doporučuje volit horizont pěti až sedmi let. Zdůrazňuje, že pokračující hodnota má významný vliv (až 80 %) na celkové výnosové ocenění podniku.

Techniky výpočtu pokračující hodnoty

Pro odhad délky první fáze je dle Maříka et al. (2011a, s. 183) nutné zvolit adekvátní postup, jelikož jak již bylo uvedeno výše, pokračující hodnota má rozhodující podíl na celkové hodnotě podniku a případné chyby by měly podstatný dopad na výslednou hodnotu.

V literatuře můžeme nalézt řadu způsobů, jak určit pokračující hodnotu, autoři rozlišují pokračující hodnotu s diskontovanými peněžními příjmy, kam řadí Gordonův a parametrický vzorec, a pokračující hodnotu, která je založena na jiných než výnosových metodách (likvidační, substanční hodnota, účetní hodnota atd.)

1. Gordonův vzorec

Mařík et al. (2011, s. 183) uvádí, že použitím této metody předpokládáme dobu trvání první fáze mezi 4 – 14 lety a pro druhou fázi stabilní a trvalý růst FCF. Pokračující hodnotu chápeme jako současnou hodnotu nekonečně rostoucí časové řady peněžních toků, kterou určíme podle vzorce, jehož podmínkou platnosti je $i_k > g$:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}, \tag{4.4}$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období,

i_k = průměrné náklady na kapitál,

g = předpokládané tempo růstu FCF ve druhé fázi.

2. Parametrický vzorec

Tento způsob výpočtu pokračující hodnoty je založen na faktorech tvorby hodnoty, za které Mařík et al. (2010, s. 186) považuje tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně a očekávanou rentabilitu nových (čistých) investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

$$PH = \frac{KPVH_{T+1}\left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}, \tag{4.5}$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření v prvním roce druhé fáze,

r_I = očekávaná rentabilita nových (čistých) investic.

4.1.2 Diskontní míra pro metody DCF

Volba způsobu stanovení diskontní míry závisí podle Mařík et al. (2011a, s. 206) především na zvolené variantě metody DCF. Stejně jako Kislingerová (2001, s. 160) uvádí, že pro metodu DCF entity a EVA stanovíme diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Při využití metody DCF equity a dividendového diskontního modelu použijeme diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

WACC

Brealey, Myers, Allen (c2014, s. 488) uvádí, že výpočet WACC je založen na současných vlastnostech podniku. Manažeři jej využívají pro diskontování budoucích cash flow, zejména při oceňovaní společnosti. Pokud se změní podnikatelské riziko a dluhový poměr podniku, je výpočet pouze přibližný.

Obecný vzorec pro výpočet WACC je:

$$WACC = n_{CK}(1-d)\frac{CK}{VK+CK} + n_{VK(Z)}\frac{VK}{VK+CK}, \tag{4.6}$$

kde:

n_{CK} = náklady na cizí kapitál,

d = sazba daně z příjmu,

CK = tržní hodnota cizího úročeného kapitálu,

$n_{VK(Z)}$ = náklady na vlastní kapitál,

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu.

Podle Mařík a et al. (2011a, s. 207) je nutné nejprve určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, dále stanovit náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál (pomocí stavebnicové metody, CAPM atd.) a následně dosadit do výše uvedené rovnice a vypočíst průměrné náklady na kapitál.

4.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Kislingerová (2001, s. 153) uvádí, že se jedná o oceňovací postup vypracovaný a využívaný v německy mluvících zemích. Autorka spatřuje tento model jako nejjednodušší způsob zjištění hodnoty podniku. Metoda je založena na minulé výkonnosti podniku, tedy na historické úrovni zisku. Základním předpokladem je odvození hodnoty podniku od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Pro uplatnění modelu je nezbytný předpoklad dlouhodobého trvání firmy a důvěrná znalost výsledků firmy v minulosti minimálně za období 3-5 let. Netto hodnota podniku je stanovena podílem trvale dosažitelného zisku a míry kapitalizace.

Petřík (2009, s. 365) tuto metodu řadí do metod reziduálních zisků (tzn. zisk, který zůstane v podniku po odečtení ceny kapitálu). Autor tuto metodu považuje za konzervativní a na finančním účetnictví založenou alternativu k již zmíněným DCF metodám. Metoda vychází z oficiálních a dostupných, auditory ověřených upravených účetních výsledků hospodaření.

Mařík et al. (2011a, s. 257-258) uvádí, že jsou rozlišovány dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. První varianta předpokládá určení čistého výnosu na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, a proto tuto metodu můžeme ztotožnit s metodou DCF equity. Druhá varianta, která byla zpracována institutem auditorů (IDW), odvozuje čistý výnos z upravených výsledků hospodaření.

4.1.4 Ekonomická přidaná hodnota

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA (Economic Value Added), podle Kislingerové (2001, s. 224) přestavuje průlom v pohledu na výkonnost a měření hodnoty podniku. Autorka ji vysvětluje jako odraz snahy investorů odhalit ty podniky, které zaručí růst jejich

bohatství. Mařík et al. (2011a, s. 282) ji chápe jako nástroj finanční analýzy, řízení a oceňování podniku, který překonal nedostatky dosud běžně užívaných ukazatelů. Základní princip spatřuje v ekonomickém zisku, kterého podnik dosahuje tehdy, jsou-li uhrazeny běžné náklady i náklady na kapitál, včetně nákladů na kapitál vlastní. Pavelková a Knápková (2012, s. 52) dodávají, že ukazatel EVA vyjadřuje, jak společnost přispěla svými aktivitami k růstu či poklesu hodnoty pro vlastníky.

Základní výpočet ekonomické přidané hodnoty uvádí Mařík et al. (2011, s. 284):

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC\,, \tag{4.7}$$

kde:

$NOPAT$ = net operating profit after taxes, tj. zisk z hlavního provozu podniku po zdanění,

C = capital, kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku, nahrazujeme čistými operativními aktivy (NOA),

$WACC$ = weighted average cost of capital, tj. průměrné vážené náklady na kapitál.

Mařík et al. (2011a, s. 286-289) uvádí, že pro výpočet ukazatele je třeba provést úpravy týkající se rozvahy, která je východiskem pro výpočet NOA. Úpravy spočívají ve vyčlenění neoperativních aktiv, snížení aktiv o neúročený cizí kapitál, vyloučení mimořádné položky a převedení účetních aktiv na „skutečná“ aktiva. Dále je nutné provést korekci výsledovky, což povede k určení NOPAT. Zásadou je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT, což znamená, že pro činnosti, které byly zařazeny do NOA je nutné vyčíslit náklady a výnosy ve výpočtu NOPAT a naopak.

Způsob ocenění podniku metodou EVA spatřuje Mařík et al. (2011b, s. 95) v součtu tržní přidané hodnoty (MVA) a hodnoty čistých operativních aktiv (NOA) k datu ocenění. Pod veličinou MVA si představuje současnou hodnotu budoucích ročních EVA diskontovaných k datu ocenění. Shodně jako u výše zmíněných metod ocenění DCF, i zde můžeme vycházet z několika variant, a to entity, equity a APV, přestože nejčastěji užívanou variantou je varianta entity. Podle následujícího vzorce zjistíme netto hodnotu podniku, vypočítáme ji pomocí dvoufázové metody, kdy druhá fáze bývá nejčastěji stanovena jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna, ale je možné počítat i s určitým tempem růstu.

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^{T}\left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}\right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0\,, \tag{4.8}$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto,

NOA_0 = čistá operativní aktiva k datu ocenění,

EVA_t = ekonomická přidaná hodnota v roce t, vypočítaná podle vzorce 4.7,

$WACC_i$ = průměrné vážené náklady na kapitál v roce i,

T = počet let první fáze,

$WACC$ = průměrné vážené náklady na kapitál,

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

A_0 = neoperační aktiva k datu ocenění.

4.2 Souhrnné ocenění

Souhrnné ocenění podle Mařika et al. (2011a, s. 423) spočívá ve využití více metod oceňování. Autor nedoporučuje užití průměru výsledků jednotlivých metod. Pro výslednou hodnotu je nutné zvážit specifika a charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu využitých vstupních dat. Po zohlednění jednotlivých aspektů je pro stanovení výsledné hodnoty vhodné přisoudit jednotlivým použitým metodám určitou váhu.

Závěry pro souhrnné ocenění shrnuje Mařík et al. (2011a, s. 426) v následujícím výčtu.

1. Pokud je výnosové ocenění nižší než likvidační hodnota, oceníme na úrovni likvidační hodnoty.
2. Pro perspektivní podnik se doporučuje stanovit výnosovou hodnotu jako základní kámen pro výsledné ocenění.
3. Výsledné ocenění by mělo být stanoveno na úrovni konkrétní metody podle situace a volby oceňovatele, výsledky ostatních by měly doplnit hodnotu zvolenou jako základní.
4. Pro jednotlivé metody je vhodné použít interval ocenění a doplnit o analýzu citlivosti.
5. Zohlednit hledanou kategorii hodnoty.

I pro výběr metod je rozhodující funkce a účel ocenění a v neposlední řadě zájmy klienta. Souhrnné ocenění je odvozeno z dílčích ocenění a významnou roli hraje také uvážení a zkušenosti oceňovatele.

4.3 Citlivostní analýza

Citlivostní analýza představuje dle Petříka (2009, s. 186) zobrazení stupně nejistoty spojeného s posuzovaným projektem. Pomocí citlivostní analýzy je definována citlivost určité oceňovací metody na změnu rizikových faktorů, jež významně ovlivňují výslednou hodnotu zjištěnou dle dané metody. Využití citlivostní analýzy spočívá v určení a ohodnocení hlavních rizikových faktorů a veličin, tedy zejména diskontní míry a tempa růstu „g“

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY, A.S.

Česká společnost XY, a.s. se sídlem ve Zlínském kraji byla založena v roce 1999. V současnosti zaujímá přední příčky mezi největšími českými výrobci masných výrobků, ale expanduje také do zahraničí, konkrétně na trhy Slovenska, Maďarska a Polska. Ke konci roku 2013 společnost zaměstnává téměř 800 pracovníků. Společnost je držitelem certifikátu IFS (International Food Standard). Tento certifikát sdružuje požadavky na systém řízení jakosti a na zdravotní nezávadnost potravin. Výrobky společnosti lze v současné době nalézt u řady obchodních řetězců, maloobchodních sítí, ale i na pultech specializovaných řeznictví. Výsledkem dlouhodobé orientace na vysokou kvalitu výrobků je nejen stoupající obliba produktů, ale také řada cen a ocenění.

Společnost se chová citlivě k životnímu prostředí, což dokazuje svojí environmentální politikou a vypracovanými environmentálními programy, jejichž cílem je neustálé zlepšování, prevence znečišťování a snižování energetické náročnosti. Důkazem toho je i plnění všech závazných podmínek vyplývajících z rozhodnutí o IPPC. Bezpečnost a ochrana zdraví zaměstnanců společnosti, stejně jako hygienické a ekologické podmínky při práci, jsou jednou z priorit všech aktivit společnosti. Snahou je vytvářet co nejlepší podmínky pro bezpečnou, zdraví neohrožující práci. Dokladem toho je opakované získání titulu „Bezpečný podnik“. (XY, a.s., 2013)

5.1 Předmět činnosti

Hlavním předmětem podnikání je výroba tepelně opracovaných a trvanlivých fermentovaných masných výrobků. Cílem společnosti je vyrábět bezpečné produkty, a proto se orientuje i na bezlepkové výrobky.

5.2 Odvětví

Hlavní činnost společnosti XY, a.s. dle Administrativního registru ekonomických subjektu (ARES, © 2013) řadíme do odvětví C - Zpracovatelský průmysl, konkrétně do CZ-NACE 10 – Výroba potravinářských výrobků, oddíl 10.1 - Zpracování a konzervování masa a masných výrobků.

Pozice potravinářských výrobků je v rámci zpracovatelského průmyslu významná, jedná se o tradiční odvětví. Z Panaroma 2013, jenž vydává Ministerstvo průmyslu a obchodu vyplývá, že potravinářský průmysl je stále klíčovým odvětvím, avšak s klesající tendencí

tržeb. Strategický charakter potravin při zabezpečování výživy obyvatelstva a význam potravinářského oddílu v národní ekonomice má ale i nadále své opodstatnění. (MPO, © 2005a, s. 40)

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Tato část bude věnována strategické analýze, která je považována za klíčovou fázi oceňovacího procesu a musí jí tedy být věnována dostatečná pozornost. Při postupu ocenění je třeba vycházet z účelu ocenění, kategorie zjišťované hodnoty a zvolených metod.

Cílem ocenění je stanovení hodnoty společnosti XY, a.s. pomocí vybraných výnosových metod oceňování pro interní potřeby managementu.

Podle definovaného cíle a účelu ocenění bude na základě strategické analýzy vymezen celkový výnosový potenciál, který je dán potenciálem vnějším a vnitřním.

6.1 Analýza makroprostředí

Nejdříve se zaměříme na vnější potenciál společnosti, který bude definován pomocí PEST analýzy zabývající se hlavními faktory, jenž na oceňovaný podnik působí.

6.1.1 Politické prostředí

Úroveň domácí legislativy má na rozvoj podnikání významný vliv. Jednoznačná, přehledná, srozumitelná a často se neměnící legislativa je možností, jak může stát zlepšovat podnikatelské prostředí. Časté změny zákonů zvyšují firemní náklady a možnost chyb. Česká republika se vyznačuje častými legislativními změnami, například sazba DPH se od roku 2008 změnila již po páté. Poslední změnou je novela zákona o dani z přidané hodnoty, kterou schválila poslanecká sněmovna dne 24. září 2014, ta zavádí druhou sníženou sazbu daně z přidané hodnoty ve výši 10 % První snížená sazba je nyní na úrovni 15 % a základní sazba je ve výši 21 %. Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob působí pozitivně, od roku 1999, kdy byla sazba daně 35 %, je snižována až na současných 19 %.

Rok 2013 v návaznosti na rok 2012 je také spojen s potravinovou legislativou. Výsledkem je novela zákona, kterým se mění zákon č. 110/1997 Sb., o potravinách a tabákových výrobcích, který poskytuje vysokou míru ochrany zdraví spotřebitele a usiluje o zamezení tomu, aby spotřebitel byl klamán. Novela odráží požadavky jak výrobců potravin a nápojů, tak zvyšuje informovanost spotřebitelů. Tato novela uvedeného zákona je úzce spojena s harmonizací s evropskými předpisy. Novela byla vyhlášena ve Sbírce zákonů jako zákon č. 139/2014 Sb. (MPO, © 2005a, s. 41)

6.1.2 Ekonomické prostředí

Zhodnocení makroekonomického vývoje vychází z analýz a predikcí Ministerstva financí České republiky, podle níž se v roce 2014 předpokládá zvýšení HDP o 2,4 %, pro rok 2015 instituce v průměru počítají s nepatrným zpomalením růstu na 2,3 %. V obou letech by měl být růst ekonomiky téměř výhradně tažen domácí poptávkou. Zanedbatelný příspěvek čistých vývozů k růstu HDP je dán nejen očekávaným slabým růstem v eurozóně (stěžejní obchodní partner ČR), ale též vyššími dovozy v důsledku růstu domácí poptávky.

Navzdory oslabení koruny vlivem devizových intervencí ČNB by se rok 2014 měl vyznačovat velmi nízkou inflací. Průměrná míra inflace by tak v roce 2014 mohla dosáhnout 0,5 %, v roce 2015 by se růst spotřebitelských cen mohl zrychlit na 1,4 %.

Pro predikci směnného kurzu koruny vůči euru musely být přijaty arbitrární předpoklady ohledně termínu, kdy ČNB upustí od používání mimořádného kurzového nástroje, a ústupové strategie. Na základě dostupných informací (zejména vyjádření ČNB, že používání kurzu jako nástroje měnové politiky neukončí dříve než v roce 2016) vycházíme z předpokladu stability kurzu na hladině 27,5 CZK/EUR pro období do konce 2. čtvrtletí 2016. Poté by měla koruna proti euru znovu začít mírně posilovat, a to cca o 0,5 % mezičtvrtletně.

Dlouhodobé úrokové sazby se vzhledem k velmi slabým inflačním tlakům i nízkým primárním úrokovým sazbám nadále pohybují na historických minimech. S ohledem na očekávaný vývoj krátkodobých úrokových sazeb, značnou poptávku po státních dluhopisech a předpokládanou trajektorii fiskální politiky přitom ani ve střednědobém horizontu nelze počítat s výraznějším růstem dlouhodobých sazeb.

Exportní výkonnost, jež indikuje změnu podílu objemu českého zboží na zahraničních trzích, by měla v roce 2014 vzrůst o 3,7 %, v roce 2015 by se její růst mohl zpomalit na 2,2 %. Větší cenová konkurenceschopnost českých exportérů daná slabším kurzem koruny by na exportní výkonnost měla působit příznivě.

Situace na trhu práce by se měla pozvolna zlepšovat. Růst zaměstnanosti by se v roce 2014 i 2015 mohl pohybovat okolo 0,5 %, zatímco míra nezaměstnanosti by měla pozvolna klesat – v roce 2014 by v průměru za celý rok měla dosáhnout 6,3 %, v roce 2015 pak 6,2 %.

Po poklesu v roce 2013 o 0,4 % by se letos objem mezd a platů měl zvýšit o 3,0 %, pro rok 2015 je predikován růst o 3,4 %.

Zahraniční situace

V současné době se situace na východní Ukrajině vyostřila a došlo k uvalení vzájemných sankcí ze strany EU i Ruska. Přímý dopad těchto sankcí na českou ekonomiku by měl být zanedbatelný (pravděpodobně nikoli více než 0,1 % HDP). Závažnější by ale mohly být nepřímé dopady spočívající v omezení obchodu s Ruskem u zboží nepodléhajícího sankcím a vedle toho stále existuje riziko stupňování konfliktu, což by mohlo vést ke spuštění dalšího kola sankcí s většími ekonomickými důsledky.

Dalším geopolitickým rizikem je probíhající válka na území Iráku a Sýrie, jež by mohla ovlivnit nejen ceny ropy, ale i např. bezpečnostní situaci v Evropě. Situace v problémových státech na periferii eurozóny se dále postupně uklidňuje. Pokles výnosů na trzích státních dluhopisů sice naznačuje zlepšení situace, ale důležité fundamentální faktory, např. zadlužení (nejen) vládního sektoru a kvalita aktiv bank, však zůstávají nepříznivé.

6.1.3 Sociální prostředí

Při analýze sociálního prostředí vycházíme z demografického vývoje, úrovně vzdělání či přístupu k práci a volnému času.

Zaměříme se zejména na analýzu demografického vývoje, která vychází z dat Ministerstva financí ČR. V polovině roku 2014 žilo v České republice celkem 10,516 mil, meziročně došlo k nárůstu populace o 0,1%. Obnovení přírůstku populace je především důsledkem vyšší imigrace. Zatím není možné s jistotou usoudit, zda je obnovení kladného salda migrace jednorázovou záležitostí, či zda se Česká republika znovu stává cílem migračních vln.

Co se týče věkové struktury, pravděpodobně díky migraci došlo ke zpomalení meziročního úbytku populace ve věku 15–64 let. Poklesu dominuje přirozený vývoj, kdy spodní hranici této věkové kategorie překračují početně velmi slabé ročníky narozené na přelomu tisíciletí, zatímco populačně silná generace narozená v období po skončení 2. světové války se postupně zařazuje mezi seniory.

6.1.4 Technologické prostředí

Na podporu rozvoje výroby potravinářských výrobků a nápojů byly určeny granty v rámci programu PRV (opatření přidávání hodnoty zemědělským a potravinářským produktům), národní podpory v rámci Dotačního programu 13 - Podpora zpracování zemědělských pro-

duktů a zvyšování konkurenceschopnosti potravinářského průmyslu, a výdaje SZIF na propagaci značky KLASA.

Z Centrální evidence projektů v oblasti vědy a výzkumu v podoboru Potravinářství, které je součástí oboru Zemědělství, vyplývá, že byly v roce 2013 vedeny 3 projekty se státní podporou ve výši 6 132,2 tis. Kč. To představuje podíl na státní podpoře 16,4 % a z celkové částky za všechny obory jen 1,0 %.

Společnost využívá různé dotační programy k nákupu nových technologií, které úzce souvisí se zkvalitňování produkce. Ve společnosti je implementován nový informační systém, který napomáhá optimalizaci firemních procesů a eliminaci chyb.

6.2 SWOT analýza

SWOT analýza je metoda, jejíž pomocí je možno identifikovat silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby spojené s činností společnosti, jejichž přehled je uveden v následující tabulce.

Tab. 3 SWOT analýza společnosti XY, a.s.

	Silné stránky	**Slabé stránky**
Vnitřní faktory	Vysoká kvalita výrobků Vysoká úroveň firmy Certifikované výrobky Export do zahraničí Mnohaleté zkušenosti a tradice v regionu	Vysoká zadluženost Nízká likvidita Marketing
	Příležitosti	**Hrozby**
Vnější faktory	Nové exportní příležitosti Posílení pozice na trhu Možnost vytlačení malých prodejců	Vysoká intenzita konkurence Nestabilita měnového kurzu Zvyšování cen vstupů (energie, suroviny) Platební neschopnost zákazníků Ztráta zákazníků

In: vlastní zpracování

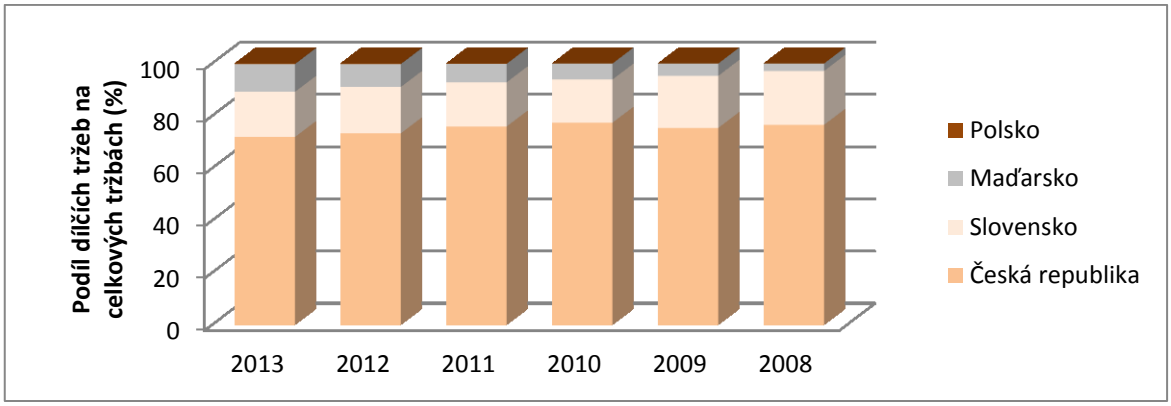
6.3 Relevantní trh a jeho prognóza

Jak již bylo uvedeno v kapitole 3.2.1, relevantní trh oceňované společnosti by měl být vymezen z hlediska věcného, teritoriálního a dále z hlediska zákazníků a konkurentů.

Věcné vymezení je zaměřeno na popis trhu z hlediska produktu. Hlavním předmětem podnikání společnosti je výroba tepelně opracovaných a trvanlivých fermentovaných masných výrobků. Tuto činnost řadíme, jak již bylo uvedeno v úvodu, do odvětví C - Zpracovatelsky průmysl, NACE 10.1 – Zpracování a konzervování masa a masných výrobků.

Z hlediska teritoriálního vymezujeme území, na kterém společnost působí. V následujícím grafu (Obr. 1) je znázorněn přehled podílů tržeb společnosti dle jednotlivých teritorií na celkových tržbách v letech 2008-2013. Je zřejmé, že nejvyšší podíl zaujímá trh český, dále slovenský, maďarský a nejmenší podílem disponuje trh Polska.

Obr. 1 Přehled vývoje podílů tržeb z hlavní činnosti na celkových tržbách



In: interní materiály společnosti, vlastní zpracování

Z hlediska zákaznické struktury se společnost zaměřuje na B2B trh, tedy na zákazníky korporátního charakteru (obchodní řetězce), v menší míře je zahrnut také B2C (orientace na koncového zákazníka) trh, který je realizován zejména prostřednictvím podnikových prodejen.

Z pohledu konkurence můžeme trh označit jako nasycený, vyskytuje se zde poměrně velké množství podniků (viz. Tab. 7) působících v odvětví NACE 10.1.

6.3.1 Odhad velikosti relevantního trhu

Na vymezení relevantního trhu navazuje odhad jeho velikosti, které může být provedeno mnoha způsoby. V našem případě budou využity statistiky o prodejích v daném odvětví. Vzhledem k tomu, že se společnost pohybuje na několika zahraničních trzích, budou tržby plynoucí z těchto trhů přepočteny průměrným kurzem ČNB, prognóza kurzů vychází z Makroekonomické predikce Ministerstva financí 2014.

Tab. 4 Vývoj a predikce průměrného kurzu CZK/EUR

	Skutečnost						Predikce			
Rok	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
CZK/EUR	24,96	26,45	25,26	24,59	25,14	25,98	27,5	27,5	27,4	26,9

In: MFCR (© 2005-2013), vlastní zpracování

Pro odhad českého relevantního trhu byla data převzata z Panorama 2013 a přepočtena kurzem dle Tab. 4 vzhledem k nekompletnosti dat Eurostatu, tržby na ostatních trzích jsou převzaty z Eurostatu.

Tab. 5 Vývoj relevantních trhů a jejich tempa růstu/poklesu

v mil. EUR, %	ČR	TR	Slovensko	TR	Maďarsko	TR	Polsko	TR
2008	2 208,63	-	703,20	-	2 645,30	-	11 799,70	
2009	2 047,36	-7,30	567,10	-19,35	2 350,20	-11,16	10 331,70	-12,44
2010	2 028,03	-0,94	690,70	21,80	2 410,50	2,57	11 168,90	8,10
2011	2 101,31	3,61	787,20	13,97	2 670,40	10,78	12 448,00	11,45
2012	2 099,20	-0,10	768,10	-2,43	2 741,50	2,66	14 055,10	12,91
2013	1 990,56	-5,18	746,10	-2,86	2 735,40	-0,22	14 369,70	2,24

In: Eurostat (2015a), MPO (© 2005a), vlastní zpracování

6.3.2 Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu následuje podrobnější kvalitativní hodnocení daného trhu pomocí analýzy atraktivity trhu, která přispívá k identifikaci šancí a rizik spojených s trhem NACE 10.1 a poskytuje podklady pro určení rizikové přirážky pro diskontní míru. Mařík et al. (2011a, s. 63) vymezuje hlavní faktory, které by měly být pro daný trh specificky upraveny. Uvedené faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje, jsou optimální pro analyzovaný trh NACE 10.1.

Růst trhu

Z následující tabulky (Tab. 6) je patrné, že všechny sledované relevantní trhy v minulosti procházely významnými změnami. V roce 2009 je zřejmý dopad krize, která nejvíce zasáhla slovenský trh, nejméně pak trh český, na kterém se však krize projevila se zpožděním i v roce 2010, kdy již na ostatních trzích došlo k oživení, které se projevilo zejména na trhu Slovenska, a to růstem o 21,8 %. V roce 2011 stejně jako v roce 2012 pokračuje rostoucí trend, který vykazují všechny relevantní trhy, kromě slovenského, na kterém můžeme vidět klesající tendenci i v roce 2013. Tento negativní trend se v roce 2013 projevil také na trhu českém a maďarském, naproti tomu polský trh od poklesu v roce 2008 vykazuje stálý růst, což podle Mařík et al. (2011, s. 63) znamená zpravidla i příležitost pro růst podniku. Rychlý růst trhu může snižovat intenzitu konkurence, oproti menšímu růstu trhu, kdy se podnik může prosadit pouze vytlačením jiného podniku z trhu. Přesto však růstové trhy přinášejí větší rizika, zejména udržení pozice na trhu je pro podnik investičně náročné.

Tab. 6 Tempo růstu/poklesu relevantních trhů

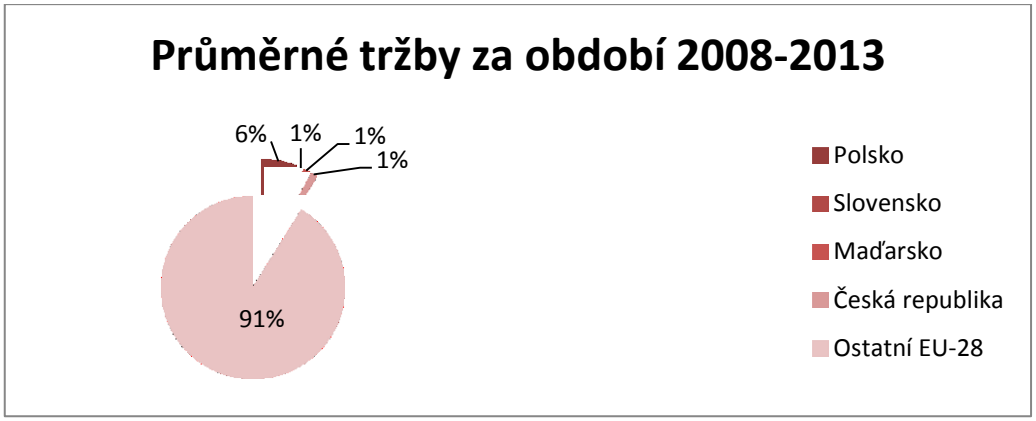
Rok	Česká republika	Slovensko	Maďarsko	Polsko
2009	-7,30	-19,35	-11,16	-12,44
2010	-0,94	21,80	2,57	8,10
2011	3,61	13,97	10,78	11,45
2012	-0,10	-2,43	2,66	12,91
2013	-5,18	-2,86	-0,22	2,24

In: Tab. 5

Velikost trhu

V grafu můžeme vidět, jak se podílejí průměrné tržby relevantního trhu na celkových průměrných tržbách v EU-28 v odvětví NACE 10.1. Relevantní trh zaujímá zhruba 9 % z celkového trhu EU, z tohoto pohledu jej lze považovat za relativně malý. Zúžíme-li však pohled na střední Evropu, relevantní trh XY, a.s. zaujímá téměř polovinu území a pokrývá celou oblast Visegrádské čtyřky. Z toho důvodu jej v konečném důsledku můžeme označit za poměrně velký.

Obr. 2 Průměrná velikost relevantního trhu za období 2008-2013



In: Eurostat (2015a), vlastní zpracování

Intenzita přímé konkurence

Společnost XY, a.s. se pohybuje v odvětví, ve kterém existuje velmi silná konkurence, což dokládá následující tabulka (Tab. 7). Je patrné, že v období krize (2008-2010) došlo na českém i slovenském trhu k nárůstu podniků, na Slovensku mezi lety 2009-2010 došlo dokonce k nárůstu o téměř 300%, následně pak evidujeme každoroční pokles subjektů na tomto trhu. Na českém trhu působí velké množství podniků, jejichž počet se každoročně zvyšuje, v roce 2013 dokonce o 23 % oproti předcházejícímu roku. Polský i maďarský trh se vyznačují značnou rozkolísaností. Mařík et al. (2011a, s. 64) uvádí, že čím silnější kon-

kurence, tím mají menší podniky nižší šanci pro přežití, a tím také menší možnost udržet v dlouhodobém horizontu rentabilitu nad náklady na kapitál.

Tab. 7 Počet podniků a jejich vývoj v čase v odvětví NACE 10.1

Rok	Česká republika		Slovensko		Maďarsko		Polsko	
2008	1 198	-	72	-	592	-	3 283	-
2009	1 240	3,51	89	23,61	575	-2,87	2 921	-11,03
2010	1 440	16,13	337	278,65	600	4,35	2 857	-2,19
2011	1 691	17,43	331	-1,78	616	2,67	2 692	-5,78
2012	1 718	1,60	303	-8,46	611	-0,81	2 787	3,53
2013	2 127	23,81	264	-12,87	600	-1,80	2 448	-12,16

In: MPO (© 2005a); Eurostat (2015a), vlastní zpracování

Průměrná rentabilita, substituce a bariéry vstupu do odvětví

Podle Mařík et al. (2011a, s. 64) umožňují atraktivní trhy dosáhnout dostatečné výnosnosti, což souvisí s bariérami vstupu do odvětví a možností substituce výrobků. Pro relevantní trhy vznikl problém se získáním dat o vývoji průměrné rentability. V případě českého trhu byla využita data z výkazů Finanční analýzy podnikové sféry 2009-2013, které evidují údaje za odvětví pouze na úrovni NACE 10 – Výroba potravinářských výrobků. Vzhledem k tomu, že český trh zaujímá v působnosti společnosti XY, a.s. více než 70 %, bude při hodnocení využito pouze těchto dat.

Z Tab. 8 je patrné, že odvětví dosahuje velmi dobrých výsledků rentability, která po poklesu v roce 2010 poměrně prudce vzrostla na hodnotu 24,78 % v roce 2012, v roce 2013 byl zaznamenán pokles na 18,27 %. Přestože je nutné vzít v úvahu nekompletnost analyzovaných dat, lze považovat trh za nadprůměrně rentabilní, což souvisí s většími bariérami vstupu a nižší možností substituce.

Tab. 8 Vývoj průměrné ROE v odvětví CZ-NACE 10

Položka v %	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita vlastního kapitálu	14,15	11,57	15,62	24,78	18,27

In: MPO (© 2005b), vlastní zpracování

Citlivost trhu na konjunkturu

Analýzou vývoje tržeb jednotlivých trhů v závislosti na růstu či poklesu HDP lze vyjádřit citlivost trhu na konjunkturu. Nejvyšší závislosti dosahuje polský relevantní trh, nejméně koreluje trh český, který v roce 2009 i 2013 klesá, přestože ekonomika vykazuje růstovou tendenci. Obecně můžeme trh označit za citlivý na konjukturu, což považujeme za faktor, jenž snižuje atraktivitu trhu.

Struktura a charakter zákazníků

Společnost XY, a.s. se pohybuje zejména na B2B trhu, mezi její partnery řadíme zejména obchodní řetězce jako je Albert, Billa, Makro, Globus, Lidl a další. Pozitivně je možno hodnotit fakt, že se na trhu nachází dostatečné množství korporátních zákazníků, negativně působí skutečnost, že se trhy vyznačují poměrně velkým počtem konkurentů, což je znázorněno v Tab. 7.

Zhodnocení analýzy atraktivity trhu

Tab. 9 Zhodnocení analýzy atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3						x		15
Velikost trhu	2					x			8
Intenzita konkurence	3			X					6
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	1					x			4
Možnost substituce	1		x						1
Citlivost na konjunkturu	1		x						1
Struktura zákazníků	2						x		10
Celkem	**15**								**51**

In: vlastní zpracování dle Mařika et al. (2011a, s. 66)

Maximální počet bodů: $15 \cdot 6 = 90$

Výsledné hodnocení: $(51/90) \cdot 100 = 56{,}7\ \%$

Dle zjištěných výsledků můžeme závěrem označit atraktivitu relevantního trhu za mírně nadprůměrnou.

6.3.3 Prognóza vývoje trhu

Data o vývoji HDP v běžných cenách bylo možné zjistit z několika zdrojů, jejichž výsledky se však lišily. Tato skutečnost je patrně způsobena odlišnou metodikou nebo použitým směnným kurzem. Abychom eliminovali tyto metodické rozdíly, byla většina dat čerpána ze stránek Eurostatu.

Česká republika

Jak již bylo zmíněno výše, všechna data o vývoji HDP v běžných cenách byla čerpána ze stránek Eurostatu, to platí i v případě českého trhu. Predikce vývoje HDP byla stanovena na základě odhadů Ministerstva průmyslu a obchodu, data byla dále přepočtena průměrnými kurzy predikovanými dle České národní banky, které jsou uvedeny v Tab. 4. Komplikace vznikly při určení vhodného trendu k proložení časové řady. Jednou z možností bylo sledovat závislost trhu na čase. Nicméně tato analýza, přestože vykazovala dobrou vzájemnou korelaci, je dle Maříka et al. (2011a, s. 72) vhodná zejména pro krátkodobé predikce. Složitější funkce polynomické nebo logaritmické analyzující korelaci mezi trhem a HDP, vykazovaly velmi dobré hodnoty, avšak predikované data zcela neodpovídala skutečnosti, kterou významně nadhodnocovaly nebo podhodnocovaly. Z tohoto důvodu bylo rozhodnuto o využití regresní závislosti vývoje relevantního trhu na vývoji HDP s využitím lineárního trendu, který vykazuje nižší hodnoty, avšak poskytuje relevantní a umírněnou predikci budoucího tempa růstu. Výsledné hodnoty jsou zobrazeny v následující tabulce (Tab. 10).

Tab. 10 Vývoj a prognóza českého relevantního trhu

	Rok	HDP b. c. v mil EUR	Relevantní trh v mil. EUR	Tempo růstu v %
Skutečnost	2008	160 961,50	2 208,63	-
	2009	148 357,40	2 047,36	-7,30
	2010	156 369,70	2 028,03	-0,94
	2011	163 579,10	2 101,31	3,61
	2012	160 947,80	2 099,20	-0,10
	2013	157 284,80	1 990,56	-5,18
Predikce	2014	141 226,22	1 961,58	-1,46
	2015	148 005,08	2 009,35	2,43
	2016	154 932,69	2 058,16	2,43
	2017	163 809,35	2 120,70	3,04
Tempo růstu tržeb 2008-2013				-2,06%
Tempo růstu tržeb 2014-2017				1,60%

In: Eurostat (2015b), MPO (© 2005a), vlastní zpracování

Slovensko

Při odhadu velikosti budoucího trhu předpokládáme minulou souvislost mezi vývojem ekonomiky a daného odvětví, která bude zachována i do budoucnosti. Pomocí programu MS Excel byla provedena regresní analýza závislosti na HDP opět s využitím lineárního trendu. Je zřejmý nárůst predikovaných tržeb v odvětví, což je způsobeno optimistickým

předpokladem růstu výkonu ekonomiky Slovenska, která je uveřejněna na stránkách Ministerstva financí Slovenské republiky. Vzhledem k důvěryhodnosti zdroje budeme tuto predikci považovat za relevantní, přestože je třeba vzít v úvahu fakt, že nastavené podmínky mohou platit spíše pro místní výrobce a producenty, nežli pro společnosti z jiných zemí působící na slovenském trhu.

Tab. 11 Vývoj a prognóza slovenského relevantního trhu

	Rok	HDP b. c. v mil. EUR	Relevantní trh v mil. EUR	Tempo růstu v %
Skutečnost	2008	65 679,00	703,20	-
	2009	63 798,90	567,10	-19,35
	2010	67 204,00	690,70	21,80
	2011	70 159,80	787,20	13,97
	2012	72 184,70	768,10	-2,43
	2013	73 593,20	746,10	-2,86
Prognóza	2014	75 138,66	817,86	9,62
	2015	77 317,68	854,63	4,50
	2016	79 946,48	898,98	5,19
	2017	82 664,66	944,85	5,10
Tempo růstu tržeb 2008-2013				1,19%
Tempo růstu tržeb 2013-2017				6,08%

In: Eurostat (2015b), MF SR (© 2012), vlastní zpracování

Maďarsko

Pro prognózu tržeb maďarského relevantního trhu, jejíž výsledky jsou prezentovány v Tab. 12, byly opět využity výsledky regresní analýzy pomocí lineární funkce. Časová řada se nevyznačovala optimálními hodnotami statistických charakteristik, avšak při využití složitějších funkcí (exponenciální, polynomické) byly predikované hodnoty významně nadhodnoceny či podhodnoceny, a to až o desítky procent.

Tab. 12 Vývoj a prognóza maďarského relevantního trhu

	Rok	HDP b. c. v mil. EUR	Relevantní trh v mil. EUR	Tempo růstu v %
Skutečnost	2008	107 150,10	2 645,30	-
	2009	93 371,70	2 350,20	-11,16
	2010	97 814,80	2 410,50	2,57
	2011	100 350,90	2 670,40	10,78
	2012	98 699,40	2 741,50	2,66

	2013	100 536,50	2 735,40	-0,22
Prognóza	2014	103 854,20	2 687,28	-1,76
	2015	106 346,71	2 743,70	2,10
	2016	108 367,29	2 789,43	1,67
	2017	110 751,37	2 843,39	1,93
Tempo růstu tržeb 2008-2013				0,67%
Tempo růstu tržeb 2013-2017				0,97%

In: Eurostat (2015b), Economy Watch (© 2015), European Commision (2015), vlastní zpracování

Polsko

V případě polského trhu dosahují statistické charakteristiky poměrně dobrých hodnot, což znamená, že tržby a HDP b. c. vykazují silnou vzájemnou korelaci, a proto byl i nyní využit lineární trend. Prognózu budoucích tržeb znázorňuje Tab. 13.

Tab. 13 Vývoj a prognóza polského relevantního trhu

	Rok	HDP b. c. v mil. EUR	Relevantní trh v mil. EUR	Tempo růstu v %
Skutečnost	2008	363 691,80	11 799,70	-
	2009	314 689,40	10 331,70	-12,44
	2010	359 816,00	11 168,90	8,10
	2011	377 028,10	12 448,00	11,45
	2012	386 143,30	14 055,10	12,91
	2013	395 962,40	14 369,70	2,24
Prognóza	2014	408 633,20	14 513,79	1,00
	2015	421 709,46	15 177,18	4,57
	2016	435 625,87	15 883,18	4,65
	2017	450 872,78	16 656,69	4,87
Tempo růstu tržeb 2008-2013				4,02%
Tempo růstu tržeb 2013-2017				3,76%

In: Eurostat (2015b), World Bank (© 2015), vlastní zpracování

6.4 Analýza konkurenční síly

V této části bude odhadnut vývoj budoucích tržních podílů oceňované společnosti v následujících krocích:

1. stanovení dosavadních tržních podílů,
2. identifikace konkurentů,
3. analýza vnitřního potenciálu,
4. prognóza tržních podílů.

6.4.1 Stanovení tržního podílu XY, a.s.

Tržní podíl společnosti v peněžním vyjádření určíme jako poměr tržeb XY, a.s. k celkovým tržbám na daném trhu. Tržby společnosti, původně vyjádřené v Kč, byly přepočteny průměrným kurzem CZK/EUR dle Tab. 4., tržby za odvětví NACE 10.1 byly získány ze stránek Eurostatu.

Jak můžeme vidět v následujících tabulkách (Tab. 14-17) tržní podíl společnosti na jednotlivých trzích má spíše růstovou tendenci. V případě trhu České republiky, který zaujímá největší podíl, je patrný stabilní růstový trend. Následuje trh slovenský, kde po kolísání mezi lety 2008-2010, evidujeme opět stabilní růst s mírným poklesem v roce 2013. Přesto, že na maďarském trhu má společnost tržní podíl menší než 1 %, je patrný jeho výrazný každoroční nárůst. Co se týče polského trhu, evidujeme zanedbatelný tržní podíl v řádu desetitisícin procent.

Česká republika

Tab. 14 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na českém trhu

v mil. EUR a %	Česká republika	Tržby XY, a.s.	Tržní podíl
2008	2 208,63	50,17	2,27
2009	2 047,36	49,75	2,43
2010	2 028,03	52,52	2,59
2011	2 101,31	57,53	2,74
2012	2 099,20	61,06	2,91
2013	1 990,56	57,72	2,90

In: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Slovensko

Tab. 15 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na slovenském trhu

v mil. EUR a %	Slovensko	Tržby XY, a.s.	Tržní podíl
2008	703,20	13,50	1,92
2009	567,10	13,11	2,31
2010	690,70	11,20	1,62
2011	787,20	12,79	1,62
2012	768,10	14,74	1,92
2013	746,10	13,84	1,85

In: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Maďarsko

Tab. 16 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na maďarském trhu

v mil. EUR a %	Maďarsko	Tržby XY, a.s.	Tržní podíl
2008	2 645,30	1,86	0,07
2009	2 350,20	3,10	0,13
2010	2 410,50	4,13	0,17
2011	2 670,40	5,34	0,20
2012	2 741,50	7,29	0,27
2013	2 735,40	8,51	0,31

In: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

Polsko

Tab. 17 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na polském trhu

v mil. EUR a %	Polsko	Tržby mil. EUR	Tržní podíl
2008	11 799,70	-	-
2009	10 331,70	-	-
2010	11 168,90	0,01	0,000108
2011	12 448,00	0,08	0,000665
2012	14 055,10	0,15	0,001090
2013	14 369,70	0,14	0,000976

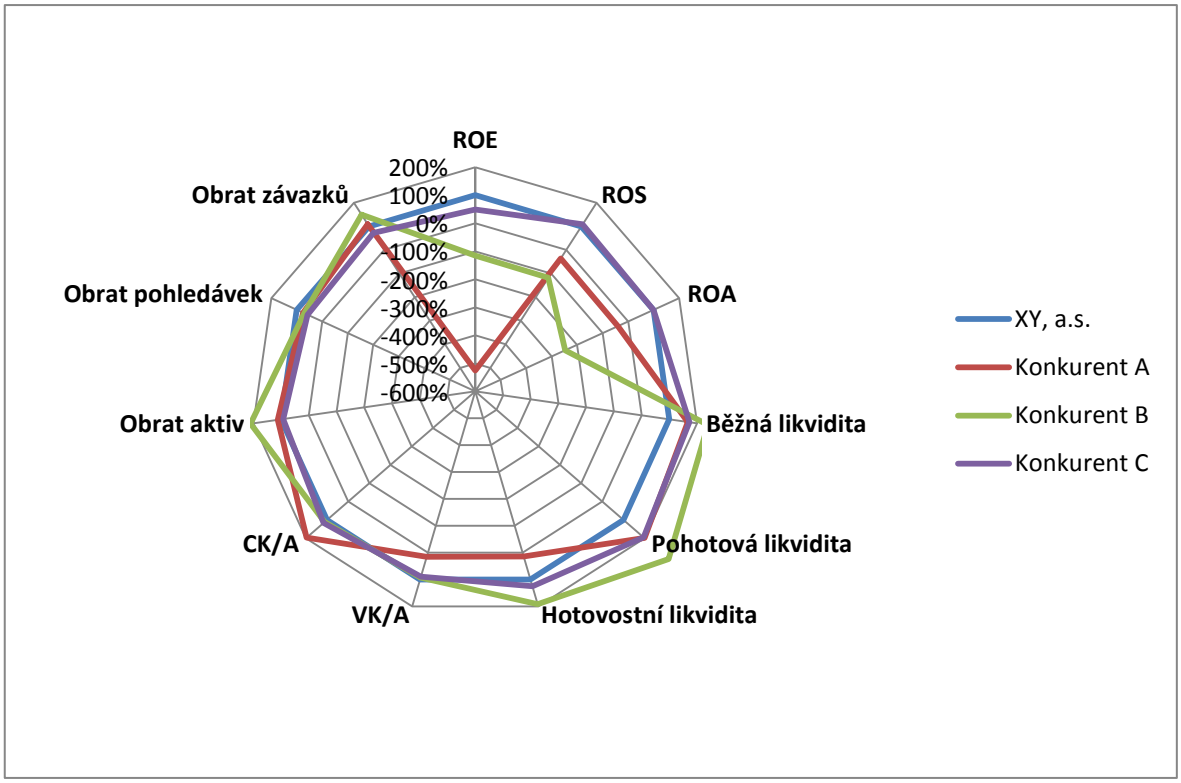
In: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

6.4.2 Identifikace hlavních konkurentů a analýza jejich finančního zdraví

Dalším krokem, který spočívá v identifikaci hlavních konkurentů a jejich finanční analýze, je shromáždění relevantních údajů zejména o hospodaření konkurenčních společností. Pro zhodnocení jejich finančního zdraví byla využita spider analýza, která pomocí paprskovitého grafu přehledně srovnává zvolené čtyři základní skupiny ukazatelů (rentabilita, likvidita, aktivita a zadluženost). Graf vyjadřuje hodnoty ukazatelů pro rok 2013 u analyzovaných společností v porovnání s oceňovanou společností XY a.s., která je výchozím bodem pro srovnání a představuje hodnotu 100%. Z toho plyne, že hodnoty, které se nacházejí nad touto kružnicí, přestavují oblasti, ve kterých jsou konkurenční společnosti lepší, naopak body pod hranicí 100% vyjadřují převahu společnosti XY, a.s.

Z grafu můžeme vidět, že ani jedna konkurenční společnost nijak výrazně nepřevyšuje ostatní v daných oblastech. Zejména co se týče rentability, společnost XY, a.s. vyniká nad svými hlavními konkurenty. Částečně zaostává v oblasti likvidity, kde v oblasti běžné a pohotové likvidity vykazuje horší výsledky. V případě ukazatelů zadluženosti se společnosti nijak výrazně neliší, stejně jako v oblasti aktivity.

Obr. 3 Spider analýza finanční situace konkurentů společnosti XY, a.s.



In: výroční zprávy konkurentů, vlastní zpracování

6.4.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti

Úkolem této analýzy by podle Maříka et al. (2011a, s. 77) mělo být posouzení vnitřních vývojových možností společnosti a zjištění, do jaké míry je schopna využít šance plynoucí z rozvoje trhu, čelit konkurenci a případným hrozbám.

Základní metodou je analýza hlavních faktorů, které ovlivňují tržní podíly společnosti. Tyto faktory dělíme na přímé (vnímané přímo zákazníkem) a nepřímé. Výsledkem je diagram konkurenční síly podniku, který bude také podkladem pro prognózu tržeb.

Tab. 18 Zhodnocení konkurenční síly podniku

	Kritérium	Váha	Hodnocení							Váha x Body
			Konkurence má převahu			Průměr			Podnik má převahu	
			0	1	2	3	4	5	6	
Přímé faktory	1. Cenová úroveň	3				x				9
	2. Šíře sortimentu	2				x				6
	3. Kvalita zboží	2					x			8
	4. Běžná dostupnost	2						X		10
	5. Intenzita reklamy	1		X						1

	6. Kvalita obsluhy	1				x				3
	7. Úroveň prodejen	1					x			4
	8. Účinnost reklamy	2			x					4
	9. Image firmy	1					x			4
Nepřímé faktory	10. Kvalita managementu	3						X		15
	11. Výkonný personál	2					x			8
	12. Výzkum a vývoj	1				x				3
	13. Logistika	2					x			8
	14. Majetek a investice	2						X		10
	15. Finanční situace	1			x					2
	Celkem	**26**								**95**

In: vlastní zpracování dle Mařík a et al. (2011a, s. 91)

Maximální počet bodů: $6 \cdot 26 = 156$

Hodnocení: $(95/156) \cdot 100 = 61$ %

Při hodnocení výsledků diagramu vycházíme z předpokladu, že pokud se pohybuje konkurenční síla podniku mezi 40-60 %, společnost si udrží svůj podíl na trhu, v případě že nabývá hodnoty vyšší než 60 %, bude tržní pozici získávat. Výsledkem této analýzy bude odhad možného vývoje tržního podílu, který by na základě předchozích závěrů měl v čase vykazovat mírně rostoucí tendenci.

6.5 Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb

Při hodnocení perspektivnosti podniku vycházíme z výsledků analýzy atraktivnosti trhu a konkurenční síly, kterou se podnik vyznačuje. Podle Mařík a et al. (2011a, s. 93) můžeme podnik, který se vyznačuje atraktivitou trhu na úrovni 57% a konkurenční silou 61 %, zařadit mezi podniky s přijatelnou až dobrou perspektivou.

Samotná prognóza vývoje tržeb vychází ze součinu růstu/poklesu tržního podílu a růstu trhu. Přepočtené tržby byly získány vynásobením tempa růstu tržeb s tržbami roku 2008 a dále až do roku 2017 (viz. Tab. 14, 15, 16, 17), čímž byla získána predikce tržeb pro roky 2014-2017. Vzhledem k tomu, že bylo dosud uvažováno s daty v mil. EUR, byly predikované tržby přepočteny prognózovaným průměrným ročním kurzem dle Tab. 4 a přepočteny na tisíce CZK. Pro každý analyzovaný trh byl dále proveden výpočet dosavadního průměrného tempa růstu skutečných tržeb v tisících CZK pro porovnání s tempem růstu prognózovaných tržeb.

Česká republika

Pro český trh byl stanoven růst tržního podílu meziročně o 2 %, a to na základě předchozí analýzy, ze které vyplynulo, že společnost si tržní podíl udrží a bude vykazovat rostoucí trend, a také dle zhodnocení dosavadního tempa růstu tržního podílu, kdy došlo mezi lety 2008-2013 k průměrnému růstu o 2,6 %. Přesto ale bude uvažováno s poněkud mírnějším růstem, vzhledem k už tak vysoké intenzitě konkurence a přesycenosti trhu, a také na základě prognózovaného poklesu celého trhu odvětví CZ-NACE 10.1.

Tab. 19 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro český trh

	Rok	Česká republika	TR trhu v %	Tržní podíl	TR tržeb v %	Tržby přepočtené v mil. EUR	Tržby v tis. Kč
Skutečnost	2008	2 208,63	-	2,27	-	50,17	1 251 264
	2009	2 047,36	-7,30	2,43	-0,83	49,75	1 315 655
	2010	2 028,03	-0,94	2,59	5,56	52,52	1 328 178
	2011	2 101,31	3,61	2,74	9,55	57,53	1 414 463
	2012	2 099,20	-0,10	2,91	6,13	61,06	1 535 114
	2013	1 990,56	-5,18	2,90	-5,47	57,72	1 499 181
Prognóza	2014	1 961,58	-1,46	2,96	0,51	58,02	1 595 432
	2015	2 009,35	2,43	3,02	4,48	60,62	1 666 966
	2016	2 058,16	2,43	3,08	4,48	63,33	1 741 609
	2017	2 120,70	3,04	3,14	5,10	66,56	1 790 488
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2008-2013					2,99		
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2014-2017					3,64		

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

Slovensko

Pro slovenský trh bylo stanoveno meziroční tempo růstu tržního podílu taktéž na úrovni 2 %, dosavadní průměrné tempo růstu tržního podílu bylo 1,88 %. Slovenský trh se vyznačuje mnohem menší intenzitou konkurence (viz Tab. 7) než český trh, a proto zde spatřujeme větší prostor pro růst. Ke značnému zvýšení tempa růstu mezi lety 2014-2017 přispívá ve velké míře optimistická predikce Ministerstva financí o vývoji ekonomiky, ale jak už bylo zmíněno dříve, vzhledem k důvěryhodnosti zdroje byla tato predikce zhodnocena jako relevantní.

Tab. 20 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro slovenský trh

	Rok	Slovensko	TR	Tržní podíl	TR tržeb v %	Tržby přepočtené v mil. EUR	Tržby v tis. Kč
Skutečnost	2008	703,20	-	1,92		13,50	336 613
	2009	567,10	-19,35	2,31	-2,84	13,11	346 771
	2010	690,70	21,80	1,62	-14,58	11,20	283 261
	2011	787,20	13,97	1,62	14,20	12,79	314 491
	2012	768,10	-2,43	1,92	15,20	14,74	370 506
	2013	746,10	-2,86	1,85	-6,10	13,84	359 402
Prognóza	2014	817,86	9,62	1,89	11,81	15,47	425 458
	2015	854,63	4,50	1,93	6,59	16,49	453 476
	2016	898,98	5,19	1,97	7,29	17,69	484 783
	2017	944,85	5,10	2,01	7,20	18,97	510 222
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2008-2013					1,18		
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2014-2017					8,22		

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

Maďarsko

Maďarský trh se vyznačuje velkým potenciálem, což se odráží i v průměrném tempu růstu tržeb, které bylo mezi roky 2008-2013 cca 36,5 %. Z tohoto důvodu bylo kalkulováno s vyšším meziročním tempem růstu tržního podílu než u předchozích dvou trhů. Meziroční změna byla stanovena ve výši 3,5 %, přesto je patrné mnohem umírněnější průměrné tempo růstu predikovaných tržeb, a to 4,5 %.

Tab. 21 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro maďarský trh

	Rok	Maďarsko	TR	Tržní podíl	TR tržeb v %	Tržby přepočtené v mil. EUR	Tržby v tis. Kč
Skutečnost	2008	2 645,30	-	0,07		1,86	46 336
	2009	2 350,20	-11,16	0,13	67,03	3,10	82 058
	2010	2 410,50	2,57	0,17	33,08	4,13	104 437
	2011	2 670,40	10,78	0,20	29,19	5,34	131 167
	2012	2 741,50	2,66	0,27	36,63	7,29	183 280
	2013	2 735,40	-0,22	0,31	16,75	8,51	221 052
Prognóza	2014	2 687,28	-1,76	0,32	1,68	8,65	237 970
	2015	2 743,70	2,10	0,33	5,67	9,14	251 469
	2016	2 789,43	1,67	0,34	5,23	9,62	263 646
	2017	2 843,39	1,93	0,36	5,50	10,15	273 077
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2008-2013					36,54		
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2014-2017					4,52		

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

Polsko

Na polském trhu společnost operuje až od roku 2010, což se odráží ve velmi nízkém tržním podílu, přesto však dochází k rozšiřování působnost, a to zejména mezi lety 2010-2011. Stejně jako v případě maďarského trhu, se i polský vyznačuje značným potenciálem, a proto bylo uvažováno s meziročním tempem růstu tržního podílu o 3 %.

Tab. 22 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro polský trh

	Rok	Polsko	TR	Tržní podíl	TR tržeb v %	Tržby přepočtené v mil. EUR	Tržby v tis. Kč
Skutečnost	2008	11 799,70	-	-			0
	2009	10 331,70	-12,44	-			0
	2010	11 168,90	8,10	0,000108	-	0,01206	305
	2011	12 448,00	11,45	0,000665	586,66	0,0828	2 036
	2012	14 055,10	12,91	0,001090	85,00	0,1532	3 852
	2013	14 369,70	2,24	0,000976	-8,50	0,1402	3 641
Prognóza	2014	14 513,79	1,00	0,001005	4,03	0,1458	4 010
	2015	15 177,18	4,57	0,001035	7,71	0,1571	4 319
	2016	15 883,18	4,65	0,001066	7,79	0,1693	4 639
	2017	16 656,69	4,87	0,001098	8,02	0,1829	4 919
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2008-2013					132,63		
Průměrné tempo růstu tržeb XY, a.s. 2014-2017					6,89		

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

6.6 Zhodnocení výsledků strategické analýzy

V závěru strategické analýzy se dostáváme ke zhodnocení výsledků analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu společnosti a k sumarizaci predikovaných tržeb z dílčích trhů.

Analýza makroekonomického prostředí neidentifikovala výrazné hrozby v oblasti daňové politiky státu či změn v sociální oblasti. Využitím analýzy SWOT byly odhaleny silné a slabé stránky podniku, na což navazovalo vymezení relevantního trhu a prognóza jeho budoucího vývoje. Všechny relevantní trhy vykazují v období plánu růstovou tendenci a atraktivita trhů byla zhodnocena jako mírně nadprůměrná.

Dále předpokládáme udržení tržního podílu na všech relevantních trzích a také jejich mírný růst, což bylo podloženo analýzou vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti.

Tab. 23 Přehled celkových predikovaných tržeb společnosti XY, a.s.

Položka (v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Celkové tržby	2 092 752	2 083 276	2 262 870	2 376 230	2 494 678

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza je dle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 26) neodmyslitelnou součástí finančního řízení. Výsledky finanční analýzy poskytují cenné informace jak pro vlastní potřebu podniku, tak pro subjekty, které jsou s ním spjaty.

Pro finanční analýzu jsou stěžejními výkazy rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz toků peněžní hotovosti. V následující části bude nejprve provedena horizontální a vertikální analýza a dále budou hodnoceny jednotlivé oblasti hospodaření, a to rentabilita, zadluženost, likvidita a aktivita mezi lety 2009-2013.

6.7 Horizontální a vertikální analýza

6.7.1 Analýza majetkové a finanční struktury

Tab. 24 Přehled vývoje vybraných rozvahových položek

	Položka (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva	**Dlouhodobý majetek**	**461 244**	**565 701**	**567 351**	**578 360**	**634 148**
	Dlouhodobý nehmotný majetek	9 447	11 774	11 717	12 664	14 212
	Dlouhodobý hmotný majetek	451 797	553 927	555 634	565 696	619 936
	Oběžná aktiva	**217 136**	**242 178**	**327 813**	**367 281**	**298990**
	Zásoby	53 149	72 417	71 620	79 441	84 705
	Dlouhodobé pohledávky	1 583	1 649	56 240	46 830	31 548
	Krátkodobé pohledávky	151 409	153 321	174 512	218 916	158 999
	Krátkodobý finanční majetek	10 995	14 791	25 441	22 094	23 738
	Časové rozlišení	**6 015**	**3 858**	**4 907**	**2 971**	**3 818**
Pasiva	**Vlastní kapitál**	**318 461**	**361 561**	**378 736**	**397 625**	**428 963**
	Základní kapitál	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000
	Kapitálové fondy	360	360	360	360	360
	RF, NF a ostatní fondy ze zisku	31 750	31 303	31 779	32 300	32 108
	VH minulých let	90 703	130 252	173 298	188 597	209 465
	VH běžného účetního období	45 648	49 646	23 299	26 368	37 030
	Cizí zdroje	**350 292**	**440 569**	**519 095**	**526 849**	**507 466**
	Rezervy	0	0	0	7 325	0
	Dlouhodobé závazky	23 119	33 107	35 959	37 160	42 513
	Krátkodobé závazky	202 173	244 670	231 964	240 176	211 239
	Bankovní úvěry a výpomoci	125 000	162 792	251 172	242 188	253 714
	Časové rozlišení	**15 642**	**9 607**	**2 240**	**24 138**	**527**
	Bilanční suma	**684 395**	**811 737**	**900 071**	**948 612**	**936 956**

In: Příloha PI

Na základě provedené horizontální analýzy bylo zjištěno, že celková hodnota aktiv, na kterou měla významný vliv nejenom světová hospodářská krize, ale v posledních letech také oživení světových ekonomik, skokově vzrostla mezi lety 2009–2010 o téměř 20 % a dále se projevovala stabilní růstovou tendencí až do roku 2013, kdy byl zaznamenán nepatrný pokles o 1 %, přestože hodnota dlouhodobého majetku vzrostla o více než 5 %. Toto kolísání je způsobeno změnami v oběžném majetku. Společnost čerpala ve sledovaných letech dotace na výstavbu nových výrobních budov, nákup, modernizaci a inovaci strojních zařízení. Dále pak na nákup nových technologií a modernizaci zpracování masných výrobků. Každoročně také dochází k nárůstu firemních prodejen, v dnešní době jich společnost provozuje 22. Podíl dlouhodobého majetku na bilanční sumě se pohybuje mezi 61–69 %. Dlouhodobý finanční majetek společnost neeviduje.

Oběžná aktiva společnosti vykazovaly mezi lety 2009–2012 rostoucí trend, v roce 2013 došlo ke snížení hodnoty, a to o téměř 19 %. Tento pokles je způsoben výrazným snížením hodnoty krátkodobých pohledávek, tj. pohledávek z obchodních vztahů o 27 %. Hodnota zásob skokově vzrostla mezi lety 2009-2010, z důvodu oživování ekonomiky a nárůstu produkce, způsobené přijatými dotacemi a rozšířením výroby. Tato skutečnost se promítla i v krátkodobých pohledávkách, které se díky rostoucímu zájmu odběratelů v důsledku zkvalitňování produkce s využitím moderních technologií zvýšily. Největší změna v oblasti pohledávek byla evidována mezi lety 2010-2011, kdy došlo k prudkému nárůstu dlouhodobých pohledávek, a to o 54 591 tis. Kč, což bylo způsobeno půjčkou společníkovi, na kterou společnost čerpala úvěr, půjčka je v průběhu dalších let postupně splácena. Díky této skutečnosti společnost navýšila i hodnotu krátkodobého finančního majetku s ohledem na zachování likvidnosti, což se projeví zejména v ukazatelích rentability, jelikož tato půjčka společnosti nepřinesla žádné pozitivní ekonomické efekty vztahující se k podnikové aktivitě.

Finanční struktura firmy je tvořena z větší části cizími zdroji. Podíl cizích zdrojů k vlastním kolísá kolem 55% a vzhledem k tomu, že společnost kromě roku 2012 nevykazuje rezervy, jsou tyto cizí zdroje tvořeny zejména krátkodobými závazky a bankovními úvěry. Pozitivně lze hodnotit rostoucí trend položky vlastního kapitálu, která mezi lety 2009-2013 vzrostla o 35 %. Výsledek hospodaření měl mezi lety 2009-2011 negativní trend a došlo k jeho poklesu téměř o polovinu, poté nastalo oživení a v roce 2013 vzrostl meziročně o 40 %, což lze hodnotit velmi pozitivně. Z cizích zdrojů upřednostňuje firma krátkodobé závazky, dlouhodobé závazky dosahují naproti tomu jen minimální výše, ovšem je třeba

brát v potaz jejich rostoucí trend. Dlouhodobé bankovní úvěry firma využívá od roku 2011. Výše krátkodobých bankovních úvěrů od roku 2009 vzrostla, společnosti díky těmto krátkodobým půjčkám financuje projekty, na které bude čerpat v budoucnu dotace.

6.7.2 Analýza výnosů, nákladů a výsledku hospodaření

Další část horizontální a vertikální analýzy bude věnována výkazu zisku a ztráty, přehled nejdůležitějších položek je prezentován v následující tabulce.

Tab. 25 Přehled vývoje vybraných položek VZZ

Položka (v tis. Kč)	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Výnosy	1 841 242	1 809 113	1 942 072	2 204 487	2 175 015
Náklady	1 795 594	1 759 467	1 918 746	2 178 119	2 137 985
EAT (čistý zisk)	**45 648**	**49 646**	**23 299**	**26 368**	**37 030**
Daň	11 726	13 584	7 643	8 262	10 730
EBT (VH před zdaněním)	**57 374**	**63 230**	**30 942**	**34 630**	**47 760**
Nákladové úroky	4 246	2 409	3 225	3 871	2 866
EBIT (VH před úroky a zdaněním)	**61 620**	**65 639**	**34 167**	**38 501**	**50 626**
Odpisy	37 960	39 035	45 508	46 979	46 569
EBITDA	**99 580**	**104 674**	**79 675**	**85 480**	**97 195**

In: Příloha PII

Významnou část výnosů představují tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, které se na celkových výnosech podílejí stabilně cca 84 %. Konstantním růstem se vyznačuje položka tržeb za výrobky, jejíž podíl na celkových nákladech je 16 %. Ve všech sledovaných letech společnost eviduje nárůst celkových výnosů, což lze hodnotit velmi pozitivně. Mírný pokles byl zaznamenán v roce 2013, což je způsobeno poklesem tržeb za vlastní výrobky a služby a také ve výrazné negativní změně stavu zásob vlastní činnosti, tj. došlo ke spotřebě nebo prodeji významné části počáteční zásoby. Ostatní položky jsou spíše zanedbatelné, tvoří zhruba 1 % celkových výnosů a jejich podíl ani výše se významně nemění.

Struktura nákladů je u analyzované firmy poměrně stabilní. Jedná se výrobní podnik, tudíž se nezabývá příliš obchodní činností, a tak v jeho nákladech převažuje výkonová spotřeba. Ve všech analyzovaných letech tvoří více jak 70 % nákladů a postupně se zvyšuje, ovšem téměř ve stejné míře jako tržby. Na samotné výkonové spotřebě, která shodně s vývojem tržeb za vlastní výrobky a služby zaznamenala v roce 2013 pokles, se v rozhodující míře podílí spotřeba materiálu a energie, v menší míře služby. Další významnou částí nákladů jsou náklady osobní, které kolísají v průběhu let kolem 250 000 tis. Kč, a jejich podíl na celkových nákladech se od roku 2012 snížil ze 14 % na 12 %. Ve srovnání s celkovými

náklady je položka ostatních provozních a ostatních finančních nákladů zanedbatelná, podílí se pouze 1 % na celkové sumě nákladů. Nákladové úroky jsou minimální a tvoří kolem 0,20 % celkových nákladů v celém analyzovaném období.

Výpočet EBITDA z čistého zisku (EAT) je založen na postupném načítání daně, nákladových úroků a odpisů. Z přehledu je patrná významná změna mezi lety 2010-2011, kdy se hodnota čistého zisku snížila o více než 50 %, na čemž se podílelo chybné přecenění zásob, v dalších letech je již patrný rostoucí trend. Výsledek hospodaření je dán jako rozdíl hodnoty výnosů a nákladů. V roce 2011, kdy došlo k největšímu propadu, se výnosy zvýšily o 7 %, avšak náklady vzrostly o více než 9 % oproti roku 2010. Pokud se však blíže podíváme na strukturu jednotlivých položek, vidíme, že se daň se v tomto období snížila o více než 40 % vlivem nižší daňové základny, nákladové úroky vzrostly o 33 % a odpisy o více než 16 %, což dává výsledný pokles EBITDA o 23 %. V dalším roce již opět dochází k růstu EBIT i EBITDA, přestože díky stále vyšším investicím do dlouhodobého majetku roste hodnota odpisů a se stále se zvyšujícím zapojením cizích zdrojů se navyšuje i položka nákladových úroků až do roku 2013, kdy došlo k poklesu jejich hodnoty o 26 %.

Tab. 26 Přehled vývoje vybraných položek CF

Položka (v tis. Kč)	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Počáteční stav peněžních prostředků	7 374	10 995	14 791	25 441	22 094
CF z provozní činnosti	86 724	116 709	-23 678	70 820	97 676
CF z investiční činnosti	-59 356	-144 160	-47 928	-57 705	-101 866
CF z finanční činnosti	-23 747	31 247	82 256	-16 452	5 834
Čisté zvýšení/ snížení peněžních prostředků	3 621	3 796	10 650	-3 347	1 644
Stav peněžních prostředků na konci období	10 995	14 791	25 441	22 094	23 738

In: Příloha PIII

V tabulce Tab. 26 je znázorněn zkrácený vývoj CF v analyzovaných letech, rozdělený na provozní, finanční, investiční činnost. S výjimkou roku 2011 dosahovalo CF z provozní činnosti vždy kladných hodnot. Nejvyšší provozní CF bylo vykázáno v roce 2010 a v tom samém období bylo i CF z investiční činnosti na nejnižší úrovni. Podnik investuje velké částky do výrobního zařízení, což vyjadřují právě tak nízké hodnoty CF z investiční činnosti. CF z finanční činnosti bylo kladné v letech 2010-2011 a v roce 2013. V roce 2012 se snížily dlouhodobé bankovní úvěry, což způsobilo záporné hodnoty CF z finanční činnosti. Ve sledovaném období docházelo, kromě poklesu v roce 2012, k nárůstu finančních prostředků.

6.8 Analýza rozdílových ukazatelů

Čistý pracovní kapitál (ČPK) vyjadřuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji. Z krátkodobých zdrojů využívá firma krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé závazky. Ve společnosti převažují krátkodobé cizí zdroje nad oběžnými aktivy, a proto je čistý pracovní kapitál každoročně výrazně záporný. Tato skutečnost může zapříčinit problémy s likviditou a neschopnost podniku krýt neočekávané závazky. Ze záporného ČPK lze vyvodit, že část trvale přítomného oběžného majetku a část dlouhodobého majetku byla financována krátkodobými cizími zdroji. Z této skutečnosti plyne, že společnost volila agresivní strategii financování.

Tab. 27 Přehled vývoje ČPK společnosti XY, a.s.

Položka (v tis. Kč)	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Oběžná aktiva	217 136	242 178	327 813	367 281	298 990
Krátkodobé závazky	202 173	244 670	231 964	240 176	211 239
Krátkodobé bankovní úvěry	125 000	162 792	200 484	205 984	231 994
ČPK	**-110 037**	**-165 284**	**-104 635**	**-78 879**	**-144 243**

In: vlastní zpracování dle výkazů společnosti

6.9 Analýza poměrových ukazatelů

Mezi základní nástroje finanční analýzy řadíme poměrové ukazatele, které umožňují rychlou orientaci v základních finančních charakteristikách společnosti a v jejich dosavadním vývoji.

6.9.1 Analýza rentability

Rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje nebo dosahovat zisku pomocí investovaného kapitálu. Výsledek jednotlivých ukazatelů rentability by se měl pohybovat přinejmenším několik procent nad průměrem dlouhodobých úročených vkladů, např. nad sazbou dlouhodobých dluhopisů emitovaných ČNB, což analyzovaná společnost splňuje, přestože výsledky rentability tržeb se pohybují na hranici. Rentabilita aktiv i vlastního kapitálu dosahuje v prvních dvou sledovaných letech vyšších hodnot, než vykazuje odvětví. Avšak v roce 2011 dochází k prudkému snížení hodnot rentabilit o více než 50 %, což souvisí s poklesem zisku a nárůstem hodnoty aktiv, zejména v souvislosti s půjčkou společníkovi, která se projevila v položce dlouhodobé pohledávky a dlouhodobé úvěry, jelikož na pokrytí této půjčky byla společnost nucena čerpat úvěr. V dalších letech je opět patrná růstová tendence všech ukazatelů rentability, což lze hodnotit uspokojivě.

Tab. 28 Přehled vývoje rentability společnosti XY, a.s. a odvětví

Položka (v %)	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Rentabilita aktiv	9,00	8,09	3,80	4,06	5,40
Rentabilita vlastního kapitálu	14,33	13,73	6,15	6,63	8,63
Rentabilita tržeb	3,53	3,82	1,83	1,84	2,43
Odvětví					
Rentabilita aktiv	9,93	7,33	8,75	18,23	13,25
Rentabilita vlastního kapitálu	14,15	11,57	15,62	24,78	18,27
Rentabilita tržeb	5,97	5,08	5,94	5,18	4,17

In: vlastní zpracování dle výkazů společnosti a MPO (© 2005b)

6.9.2 Analýza zadluženosti

Základním ukazatelem zadluženosti je celková zadluženost, jejíž hodnoty by se měly pohybovat, dle doporučení v odborných publikacích, mezi 30-60 %. Společnost, stejně jako odvětví, se v doporučeném intervalu pohybuje, přestože vykazuje ve všech letech vyšší hodnoty zadluženosti než odvětví. Celková zadluženost měla do roku 2011 vzestupnou tendenci, což bylo způsobeno nárůstem cizích zdrojů z důvodu financování projektů, na které bude společnost v budoucnu čerpat dotace, v dalších letech hodnoty mírně klesají. Cizí zdroje jsou ve větší míře zastoupeny krátkodobými závazky, kterými tak společnost kompenzuje nedostatečnou likviditu.

Zadluženost vlastního kapitálu vykazuje hodnoty, které jsou v každém analyzovaném roce vyšší než 1, což svědčí o preferencích podniku upřednostňovat cizí zdroje před vlastními. Ukazatel úrokového krytí vypovídá o tom, jak je firma schopna vypořádat úroky svým výsledkem hospodaření, neboli kolikrát je zisk vyšší než placené úroky. Ukazatel se významně skokově změnil mezi lety 2009-2010, kdy společnost dosahovala velmi vysoké hodnoty EBIT oproti ostatním letům. Avšak je možno říci, že v každém roce jsou jeho hodnoty dostatečně vysoké, aby byli uspokojeni nejenom věřitelé, ale i společníci a akcionáři.

Tab. 29 Přehled vývoje ukazatelů zadluženosti společnosti XY, a.s. a odvětví

Položka	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Celková zadluženost	0,51	0,54	0,58	0,56	0,54
Míra zadluženosti	1,10	1,22	1,37	1,32	1,18
Úrokové krytí	14,51	27,25	10,59	9,95	17,66
Odvětví					
Celková zadluženost	0,49	0,52	0,50	0,50	0,47

In: vlastní zpracování dle výkazů společnosti a MPO (© 2005b)

6.9.3 Analýza likvidity

Ukazatelé likvidity vyjadřují schopnost podniku hradit své závazky. Již v části věnující se čistému pracovnímu kapitálu, bylo naznačeno, že by společnost mohla mít problémy s likviditou, což lze potvrdit. Ani jeden ze základních ukazatelů likvidity nedosahuje doporučených hodnot, které jsou uváděny v odborné literatuře. Pokud by ve všech analyzovaných letech společnost proměnila všechny svá oběžná aktiva na finanční prostředky, ani potom by nebyla schopna uhradit své krátkodobé závazky. Kladně bylo možné hodnotit růstovou tendenci ukazatelů až do roku 2012, avšak rok 2013 přinesl pokles běžné i pohotové likvidity, hotovostní zůstala na stejné úrovni.

Ani jeden ze sledovaných ukazatelů na rozdíl od odvětví nedosahuje doporučených hodnot, přesto i odvětví se u každého z ukazatelů pohybuje těsně nad dolní hranicí. Z výsledků likvidit lze usoudit, že v podniku není příliš mnoho pohledávek, zásob a podnik se snaží nedržet zbytečně finanční prostředky, které by mohl využít efektivněji. Na druhou stranu mohou být výsledky zkreslené způsobem financování, jelikož firma upřednostňuje krátkodobé cizí zdroje, zejména krátkodobé bankovní úvěry.

Tab. 30 Přehled vývoje likvidity společnosti XY, a.s. a odvětví

Položka	2009	2010	2011	2012	2013	Doporučené hodnoty
Běžná likvidita	0,66	0,59	0,76	0,82	0,67	**1,5-2,5**
Pohotová likvidita	0,50	0,41	0,46	0,54	0,41	**1-1,5**
Hotovostní	0,03	0,04	0,06	0,05	0,05	**0,2-0,5**
Odvětví						
Běžná likvidita	1,44	1,37	1,42	2,18	1,73	-
Pohotová likvidita	1,01	0,94	0,94	1,51	1,18	-
Hotovostní likvidita	0,15	0,14	0,13	0,36	0,19	-

In: vlastní zpracování dle výkazů společnosti a MPO (© 2005b)

6.9.4 Analýza aktivity

Díky ukazatelům aktivity změříme schopnost podniku využívat vložené prostředky. Při výpočtu obratu aktiv byly do výpočtu zahrnuty hodnoty tržeb za prodej zboží a prodej vlastních výrobků. V případě obratu aktiv dosahuje podnik velmi dobrých výsledků, vzhledem k tomu, že se nejen pohybuje nad doporučenou hodnotou 1, dokonce ve všech analyzovaných letech převyšuje hodnotu 2. Lze tedy konstatovat, že společnost využívá svůj majetek efektivně.

Dobu obratu závazků a pohledávek lze nejlépe vyhodnotit pomocí jejich vzájemného srovnání. V celém sledovaném období převyšuje doba obratu závazků dobu obratu pohledávek, což znamená, že vzniká významný časový nesoulad od vzniku pohledávky do doby jejího inkasa a od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Pohledávky a částečně i provoz společnosti jsou tak financovány z dodavatelských úvěrů. Tento způsob financování může způsobit problémy s likviditou, což bylo potvrzeno nízkými hodnotami v analýze likvidity. Pohledávky byly nejpozději uhrazeny v roce 2012 za 46 dnů. Faktury jsou vystavovány většinou na dobu 30 dnů, společnost se tak potýká i s pohledávkami po lhůtě splatnosti. Pro srovnání, odvětví vykazuje ve většině sledovaných ukazatelů horší výsledky, pouze v případě doby obratu závazků se společnost pohybuje pod odvětvovým průměrem.

Tab. 31 Přehled vývoje ukazatelů aktivity společnosti XY, a.s. a odvětví

Položka	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Obrat aktiv	2,55	2,11	2,07	2,21	2,22
Obrat pohledávek	11,40	11,07	8,07	7,88	10,93
Obrat závazků	7,38	6,02	6,10	6,31	6,11
Doba obratu zásob (dny)	10,97	15,19	13,85	13,67	14,64
Doba obratu pohledávek (dny)	31,57	32,51	44,61	45,71	32,93
Doba obratu závazků (dny)	67,52	85,47	83,60	76,75	76,59
Odvětví					
Obrat aktiv	1,67	1,48	1,52	1,34	1,32
Obrat pohledávek	5,62	5,08	4,72	5,04	5,28
Obrat závazků	7,38	6,02	6,10	6,31	6,11
Doba obratu pohledávek (dny)	64,08	70,86	76,33	71,36	68,23
Doba obratu závazků (dny)	48,79	59,84	59,03	57,08	58,93

In: vlastní zpracování dle výkazů společnosti a MPO (© 2005b)

6.9.5 Souhrnné ukazatele

Nejdříve byl využit Altmanův model, který varuje před případným ohrožením finančního zdraví firmy, tedy bankrotem. Jestliže je výsledná hodnota vyšší než 2,99, podnik je finančně stabilní, při Z v rozmezí 1,81-2,99 je v nevyhraněné finanční situaci a při výsledku nižším než 1,81 hrozí podniku bankrot. Analyzovaná společnost, pro kterou byly použity váhy pro společnosti neobchodované na veřejných trzích, prokazuje ve všech letech více než uspokojivou finanční situaci.

Index IN05 se používá k hodnocení finančního zdraví, platí, že pokud je IN05 > 1,6, podnik tvoří hodnotu, je-li < 0,9, podnik hodnotu netvoří a v intervalu 0,9-1,6 se nachází v šedé zóně. Společnost v letech 2009 a 2010 hodnotu tvořila, ale mezi lety 2011-2012

propadla do šedé zóny. Na tuto situaci měl největší vliv pokles EBIT. Od roku 2013 je patrný významný nárůst ukazatele, tzn., že podnik opět hodnotu tvoří.

Tab. 32 Přehled výsledů vývoje souhrnných ukazatelů

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Z-skóre	3,202	2,696	2,569	2,754	2,821
IN05	1,988	2,327	1,472	1,507	2,021

In: vlastní zpracování dle výkazů společnosti

Pro doplnění byl dále proveden Kralickův Quicktest, z jehož výsledků lze zhodnotit bonitu podniku. Jedná se o retrospektivní analýzu. Firma se ani v jednom analyzovaném období nedostala do zóny bonity, nad hodnotu 3. Na druhou stranu se této hodnotě přibližovala v roce 2010 a 2012 a v žádném období se nenacházela v oblasti, která značí potíže v oblasti finančního hospodaření.

6.10 Zhodnocení finanční situace společnosti XY, a.s.

Dle výše zjištěných skutečností bude nyní provedeno zhodnocení výsledků společnosti mezi lety 2009-2013. Společnost XY, a.s. můžeme považovat za stabilní podnik s neustále se rozšiřujícím majetkovou strukturou, která je kryta z větší části cizími zdroji. Podíl cizích zdrojů, které jsou tvořeny zejména krátkodobými závazky a úvěry, kolísá kolem 55%.

Analýza výnosů odhalila neustále rostoucí trend v položce tržeb za prodej vlastních výrobků a zboží. V nákladech došlo v průběhu analyzovaných let k výrazné změně ve výkonové spotřebě a v nákladech na prodané zboží, které rostou úměrně zvyšujícím se výkonům společnosti.

Společnost XY, a.s. ve všech sledovaných letech vykazovala kladný hospodářský výsledek, který dosahoval nejvyšší hodnoty v roce 2010 a na který v dalším roce navazoval propad, jenž představoval také nejnižší výsledek v celém sledovaném období, což bylo způsobeno obecně špatným rokem, ve kterém zaznamenalo pokles celé odvětví zpracování a konzervování masa a masných výrobků, a v menší míře se zde promítlo i špatné přecenění zásob.

Rentabilita se v analyzovaném období významně neodlišuje od výsledků odvětví, zejména v prvních dvou letech vykazuje společnost lepší hodnoty, které v důsledku zvýšení hodnoty aktiv v oblasti dlouhodobých pohledávek za společníkem klesly po roce 2010 o více než polovinu, v dalších letech je půjčka postupně splácena a také hodnoty rentability zaznamenávají mírný růst.

Výsledky analýzy zadluženosti potvrdily preference společnosti upřednostňovat cizí zdroje před vlastními. Cizí zdroje představují zejména krátkodobé závazky, jejichž využíváním společnost kompenzuje nedostatečnou likviditu. Z výsledků můžeme označit společnost za podkapitalizovanou, neboť musí krýt část dlouhodobého majetku z krátkodobých zdrojů, což opět potvrzuje předpoklad možných problémů v oblasti úhrady závazků. Upřednostňování cizích zdrojů před vlastními se zpětně promítlo ve výsledcích ROE, které vykazuje stabilně vysoké hodnoty.

Silnou stránkou společnosti jsou ukazatele aktivity, jejichž výsledky jsou mnohem lepší, nežli vykazuje odvětví. Doba obratu pohledávek je vždy větší než doba obratu závazků a společnost tak může financovat pohledávky z dodavatelských úvěrů, což se promítá ve velmi nízkých hodnotách ukazatelů likvidity.

Souhrnné ukazatele se rozcházejí v hodnocení finančního zdraví, podle Altmanova modelu a indexu IN05 můžeme zhodnotit bonitu podniku jako dobrou, naopak podle Kralickova Quicktestu se podnik nachází pod zónou bonity.

Závěrem finanční analýzy bychom společnosti doporučili zaměřit se na oblast řízení likvidity, aby nemusela čelit platební neschopnosti. Bylo by také vhodné sledovat trend vývoje ukazatelů zadluženosti, které neustále rostou, avšak je zřejmé určité zkreslení hodnot díky již několikrát zmiňované půjčce společníkovi, na kterou společnost čerpala dlouhodobý úvěr, a také v důsledku financování investičních záměrů z dotací.

7 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI XY, A.S.

Nyní se dostáváme k projektové části kontinuálně navazující na analytickou část, která se zabývala strategickou analýzou, jež nastínila obraz o potenciálním vývoji podniku, a v návaznosti také finanční analýzou, která podala obraz o finančním zdraví společnosti XY, a.s. Na základě těchto analýz byl stanoven předpoklad „going concern“, který je nezbytný pro užití výnosových oceňovacích metod, a zařazení podniku do skupiny s přijatelnou až dobrou perspektivou.

Projektová část se bude zabývat splněním cíle diplomové práce, a to stanovením hodnoty společnosti XY, a.s. k 1. 1. 2014 s využitím vybraných výnosových metod oceňování. Výsledné ocenění bude sloužit pro interní potřeby managementu. Projekt bude probíhat v následujících krocích.

- Sestavení strategického finančního plánu.
- Vyčíslení provozně nutných aktiv NOA/C a korigovaného provozního výsledku hospodaření.
- Stanovení diskontní míry na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál.
- Stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod oceňování.

7.1 Strategický finanční plán

Strategický finanční plán bude tvořen pro období 2014-2017 na základě výsledků strategické a finanční analýzy a s ohledem na požadavky vedení společnosti. Bude vypracován plán zisků a ztráty, rozvaha a cash flow, jejichž kompletní podoba je obsažena v Příloze PIV-PVI. V závěru podkapitoly bude provedena finanční analýza plánu a zhodnocení finančního zdraví společnosti. Položky, které společnost neevidovala v minulosti, nebudou uvažovány ani v období plánu a ve výkazech tudíž nebudou vůbec obsaženy.

7.1.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Výnosy

Predikce budoucích tržeb vychází z výsledků strategické analýzy, ve které byl podrobně rozebrán postup zjištění hodnoty celkových tržeb. Ty budou v plánu rozděleny dle poměru roku 2013, kde 84 % připadá na tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a 16 % náleží tržbám za prodej zboží.

Položka Aktivace byla rozplánována na základě minulého vývoje, a to pomocí průměrného podílu na tržbách. Pro období plánu bylo toto průměrné tempo růstu vynásobeno tržbami daného roku.

Konstantní hodnota položky Tržby z prodeje materiálu vychází z průměru mezi lety 2009-2013, jelikož nelze s jistotou predikovat její budoucí vývojové tendence, ani zde není možné určit minulou souvislost s vývojem celkových tržeb. Z pohledu managementu podniku můžeme považovat tuto položku spíše za nahodilou.

Položky Ostatní provozní výnosy stejně jako Výnosové úroky a Ostatní finanční výnosy budou opět plánovány pomocí průměrného podílu na tržbách, jelikož extrapolace časové řady, přestože vykazovala velmi dobré statistické výsledky, významně nadhodnocovala budoucí vývoj zmíněných položek.

Tab. 33 Prognóza výnosových položek

Položka (v tis. Kč)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Tržby za prodej zboží	339 498	362 059	380 197	399 148	412 593
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 743 778	1 900 811	1 996 033	2 095 529	2 166 114
Aktivace	70 060	77 692	81 584	85 650	88 535
Tržby z prodeje materiálu	7 404	3 493	3 400	3 400	3 400
Ostatní provozní výnosy	8 543	7 342	7 710	8 094	8 367
Výnosové úroky	781	679	713	748	774
Ostatní finanční výnosy	9 405	14 525	15 252	16 012	16 552

In: vlastní zpracování na základě údajů společnosti a zjištěných dat

Náklady

Při plánování nákladů na prodané zboží jsme vycházeli z průměrného podílu obchodní marže, jež je dána jako rozdíl tržeb a nákladů na prodané zboží, na tržbách. Samotná predikce nákladů na prodané zboží byla definována rozdílem mezi tržbami za zboží a obchodní marží.

Výkonová spotřeba, která tvoří nejvýznamnější část nákladů, se skládá z položek Spotřeba materiálu a energie a Služby. Spotřeba materiálu a energie byla stanovena pomocí extrapolace časové řady s využitím lineárního trendu, jelikož byla prokázána významná závislost na vývoji tržeb. Po konzultaci s vedením společnosti byla provedena korekce predikovaných hodnot, vzhledem k tomu, že management neočekává prudké změny v této nákladové položce a kalkuluje s poklesem cen energií. Naproti tomu Služby vykazovaly nízkou závislost na vývoji tržeb, a proto bude jejich výše určena podle průměrného tempa růstu.

Součástí Osobních nákladů jsou zejména Mzdové náklady, které byly predikovány na základě průměrného podílu na tržbách. Možnost predikovat tuto položku extrapolací časové řady s využitím různých typů trendových funkcí byla vyloučena, jelikož nadhodnocovala, či podhodnocovala budoucí vývoj této položky, u které společnost kalkuluje se stálým meziročním nárůstem. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění byly jednoduše získány součinem mzdových nákladů a koeficientu 0,34. Odměny členům orgánů společnosti budou plánovány ve výši posledního známého roku a Sociální náklady byly stanoveny na základě průměru minulých let s předpokládaným mírným růstem v období plánu.

V případě položky Daně a poplatky bylo při plánování opět využito průměrného podílu na tržbách.

Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku vycházejí z plánu investic, který byl sestaven s využitím koeficientů náročnosti růstu tržeb na investice a růst dlouhodobého majetku, a dále na základě odhadů výše rozšiřovacích investic managementem podniku.

Ostatní provozní náklady i Ostatní finanční náklady byly plánovány, vzhledem k významné výši obou položky, a to pomocí průměrného podílu na tržbách.

Nákladové úroky jsou dány součinem průměrné úrokové sazby a plánované výše bankovních úvěrů.

Součinem výsledků hospodaření a sazby daně z příjmů právnických osob, která bude uvažována v konstantní výši 19 % po celou dobu plánu, získáme hodnoty položky Daň z příjmů za běžnou činnost.

Tab. 34 Prognóza nákladových položek

Položka (v tis. Kč)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Náklady vynaložené na prodané zboží	265 732	280 635	294 693	309 383	319 804
Výkonová spotřeba	1 513 243	1 685 767	1 771 591	1 852 270	1 909 011
Spotřeba materiálu a energie	*1 305 961*	*1 476 812*	*1 560 949*	*1 639 928*	*1 694 956*
Služby	*207 282*	*208 955*	*210 642*	*212 342*	*214 055*
Osobní náklady	267 737	272 394	286 021	300 260	305 001
Mzdové náklady	*185 177*	*192 981*	*202 648*	*212 750*	*215 916*
Odměny členům orgánů společnosti	*372*	*372*	*372*	*372*	*372*
Náklady na SZP	*61 074*	*65 614*	*68 900*	*72 335*	*73 411*
Sociální náklady	*21 114*	*13 428*	*14 100*	*14 803*	*15 302*
Daně a poplatky	2 353	2 556	11 881	12 473	12 894
Odpisy DHM a DNM	46 569	44 619	10228	11330	12369
Ostatní provozní náklady	14184	18468	12981	12666	14228
Nákladové úroky	2 866	3 487	3281	3314	3347

Ostatní finanční náklady	16 428	13 577	11 881	12 473	12 894
Daň z příjmů za běžnou činnost	10730	9085	10 228	11 330	12 369

In: vlastní zpracování na základě údajů společnosti a zjištěných dat

7.1.2 Plán rozvahy

Součástí dlouhodobého majetku společnosti je pouze majetek hmotný a nehmotný, jehož výše byla naplánována v součinnosti s managementem podniku, který očekává pokračování v nastaveném trendu každoročního zvyšování hodnoty majetku, a to zejména dlouhodobého hmotného.

Zásoby, které představují nezanedbatelnou část oběžného majetku, jsou predikovány na základě analýzy dob obratu jednotlivých majetkových složek zásob, jejichž budoucí hodnoty byly stanoveny na základě konzultací s vedením společnosti. To předpokládá růst hodnoty zásob, mimo jiné z důvodu rozšiřování výroby a zvyšování prodeje, kterou nastiňuje již výše provedená strategická analýza, podle které společnost může očekávat růst tržních podílů a tedy i rozšiřování produkce.

V položce Dlouhodobé pohledávky je zastoupena dlouhodobá půjčka společníkovi. Společnost předpokládá její postupné splacení v prvních dvou letech plánu.

Krátkodobé pohledávky jsou naplánovány dle minulých dob obratu, kdy v letech plánu očekáváme jejich postupný nárůst, který souvisí se zvyšujícím se odbytem a platební morálkou odběratelů, což znamená, že společnost nepředpokládá v budoucnosti zkrácení doby inkasa.

Krátkodobý finanční majetek je převzat z výkazu cash flow a ostatní přechodné účty plánujeme v konstantní výši roku 2013.

Tab. 35 Prognóza položek aktiv

Položka (v tis. Kč)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Dlouhodobý majetek	634 148	642 963	675 047	720 999	763 380
Dlouhodobý nehmotný majetek	14 212	15 479	16 071	16 217	17 243
Dlouhodobý hmotný majetek	619 936	627 484	658 975	704 782	746 136
Oběžná aktiva	298 990	318 605	341 168	364 932	383 785
Zásoby	84 705	89 087	95 006	100 371	108 212
Dlouhodobé pohledávky	31 548	19 000	9 000	0	0
Krátkodobé pohledávky	158 999	189 515	222 706	250 230	269 761
Krátkodobý finanční majetek	23 738	21 003	14 456	14 331	5 812

Ostatní přechodné účty	7 987	7 987	7 987	7 987	7 987
Aktiva	**941 125**	**969 555**	**1 024 202**	**1 093 918**	**1 155 152**

In: vlastní zpracování na základě údajů společnosti a zjištěných dat

Výše vlastního kapitálu bude ovlivněna zejména výsledkem hospodaření minulých let, který je snížen o každoroční vyplacené dividendy ve výši 5 000 tis. Kč, výsledek hospodaření běžného účetního období bude převzat z výkazu zisků a ztrát. Ostatní složky vlastního kapitálu budou ponechány ve výši roku 2013.

Součástí cizích zdrojů byly dlouhodobé závazky, které však v období plánu uvažovány nebudou. Výše krátkodobých závazků je plánována dle doby obratu vycházející z minulého období, a to přibližně ve stálé výši 76 dní. Položka bankovní úvěry a výpomoci je složena z dlouhodobých bankovních úvěrů, které společnost plánuje splatit v plné výši ke konci roku 2014, a krátkodobých bankovních úvěru, které byly stejně jako krátkodobé závazky predikovány pomocí doby obratu závazků.

Ostatní pasiva budou stejně jako aktiva plánovány v konstantní výši na úrovni roku 2013.

Tab. 36 Prognóza položek pasiv

Položka (v tis. Kč)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Vlastní kapitál	428 963	462 694	506 296	554 598	607 330
Základní kapitál	*150 000*	*150 000*	*150 000*	*150 000*	*150 000*
Kapitálové fondy	*360*	*360*	*360*	*360*	*360*
Fondy ze zisku	*32 108*	*32 108*	*32 108*	*32 108*	*32 108*
VH minulých let	*209 465*	*241 495*	*280 226*	*323 828*	*372 130*
VH běžného účetního období	*37 030*	*38 731*	*43 602*	*48 302*	*52 732*
Cizí zdroje	507 466	496 413	507 457	528 872	537 374
Dlouhodobé závazky	*42 513*	*0*	*0*	*0*	*0*
Krátkodobé závazky	*211 239*	*242 403*	*268 457*	*287 481*	*293 570*
Bankovní úvěry a výpomoci	*253 714*	*254 010*	*239 000*	*241 390*	*243 804*
Ostatní pasiva	10 448	10 448	10 448	10 448	10 448
Pasiva celkem	**936 956**	**969 555**	**1 024 202**	**1 093 918**	**1 155 152**

In: vlastní zpracování na základě údajů společnosti a zjištěných dat

7.1.3 Finanční analýza plánu

Současně se sestavením strategických plánů je třeba provést finanční analýzu poměrových ukazatelů, která je nezbytná pro posouzení budoucího finančního zdraví společnosti a také pro potvrzení nekonečného trvání podniku.

Ukazatele rentability dosahují poměrně dobrých hodnot, pozitivní je zejména jejich každoroční růst.

Co se týče ukazatelů likvidity, jejich hodnoty jsou stále velmi nízké, obzvláště hodnoty hotovostní likvidity v posledních letech mírně klesají, avšak společnost nepředpokládá a ani si neklade za cíl nárůst těchto ukazatelů. Předpokladem z minulosti je zachování nezbytně nutné výše likvidity i pro období plánu, jelikož společnost ve velké míře využívá především kontokorentních a také dodavatelských úvěrů.

Vývoj ukazatelů zadluženosti můžeme opět hodnotit kladně. Je patrný každoroční pokles jak celkové zadluženosti, tak i míry zadluženosti, která je dána poměrem cizího k vlastnímu kapitálu. Ze skutečnosti, že hodnota ukazatele je v posledních letech menší než 1, vyplývá, že ve společnosti dochází k navyšování vlastních zdrojů nad cizími.

Doby obratu jednotlivých položek čistého pracovního kapitálu byly plánovány pro sestavení rozvahy a v návaznosti také pro sestavení výkazu cash flow. Vývoj doby obratu zásob i pohledávek disponuje růstovým trendem, naopak doba obratu závazků vykazuje konstantní a spíše klesající tendenci, což má také vliv na stabilně záporné hodnoty čistého pracovního kapitálu.

Tab. 37 Finanční analýza plánu

	2013	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Rentabilita (v %)					
ROE	8,63	8,37	8,61	8,71	8,68
ROA	5,40	5,29	5,57	5,74	5,91
ROS	2,43	2,27	2,40	2,52	2,65
Likvidita					
Běžná likvidita	0,67	0,67	0,67	0,69	0,71
Pohotová likvidita	0,48	0,48	0,49	0,50	0,51
Hotovostní	0,05	0,04	0,03	0,03	0,01
Zadluženost					
Celková zadluženost	0,54	0,51	0,49	0,48	0,46
Míra zadluženosti	1,18	1,07	1,00	0,95	0,88
Úrokové krytí	17,66	14,71	17,40	18,99	20,45
Aktivita					
Doba obratu zásob	14,64	14,17	15,11	15,97	17,22
Doba obratu pohledávek	32,93	30,15	33,74	36,11	37,66
Doba obratu závazků	76,59	76,21	76,88	76,32	75,02
ČPK (v tis. Kč)	-144 243	-160 432	-166 289	-163 939	-153 589

In: vlastní zpracování na základě údajů společnosti a zjištěný

7.2 Vyčíslení provozně nutných aktiv NOA/C a KPVH

Vzhledem k tomu, že účetní pohled ne vždy odpovídá potřebám hodnocení hospodářské situace, je třeba provést konverzi účetního modelu na ekonomický s využitím postupů, jež uvádí Mařík et al. (2011b, s. 74-95). Nejdříve se zaměříme na majetkovou část rozvahy, do které byla v položce dlouhodobý hmotný majetek zahrnuta hodnota leasingu snížená o odpisy, které byly stanoveny dle odpisového plánu vycházejícího ze stavu roku 2013. Součástí provozně nutných aktiv je také upravený pracovní kapitál, který se skládá z hodnoty oběžných aktiv, ze kterých byly vyčleněny dlouhodobé pohledávky, jejichž celá výše je tvořena pohledávkou za společníkem, a nesouvisí s hlavní činností společnosti. Dále je třeba se zaměřit na hodnotu krátkodobého finančního majetku, jehož maximální výše by se měla pohybovat na úrovni doporučené hodnoty pro hotovostní likviditu, tedy 0,3-0,5. Společnost se ve všech letech plánu pohybuje pod doporučenou hranicí, proto bude krátkodobý finanční majetek ponechán na své stávající úrovni, avšak snížený o výši leasingových plateb. Výsledná hodnota čistých operativních aktiv je dána součtem dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu.

Tab. 38 Úprava majetkové části rozvahy – výpočet NOA

Položka (v tis. Kč)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Dlouhodobý majetek	**629 839**	**646 612**	**677 966**	**723 188**	**764 840**
Dlouhodobý nehmotný majetek	14 212	15 479	16 071	16 217	17 243
Dlouhodobý hmotný majetek	615 627	631 133	661 895	706 971	747 596
Pozemky	*20 998*	*20 998*	*20 998*	*20 998*	*20 998*
Stavby	*336 575*	*345 383*	*353 564*	*361 116*	*368 040*
Samostatné movité věci aj.	*253 675*	*261 103*	*284 414*	*322 668*	*357 098*
Leasing	*4 379*	*3 649*	*2 919*	*2 190*	*1 460*
Upravený pracovní kapitál	**52 344**	**55 508**	**64 125**	**79 972**	**95 596**
Oběžná aktiva snížená o platby za leasing	*266 044*	*300 372*	*335 042*	*369 915*	*391 627*
Ostatní přechodné účty	*7 987*	*7 987*	*7 987*	*7 987*	*7 987*
Krátkodobé závazky	*211 239*	*242 403*	*268 457*	*287 481*	*293 570*
Ostatní pasiva	*10 448*	*10 448*	*10 448*	*10 448*	*10 448*
NOA	**682 183**	**702 120**	**742 091**	**803 161**	**860 436**

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Z pohledu finanční struktury je nutné doplnit zdroje financování a zajistit konzistenci s vykazováním aktiv. Nejdříve se zaměříme na cizí zdroje, které bylo třeba doplnit o závazky plynoucí z leasingu, jenž byly získány vytvořením splátkového kalendáře a umořovacího plánu dle poslední známé hodnoty leasingu, která předpokládá splacení dvou třetin leasingových položek v roce 2016 a ostatní v roce 2017. Přestože je pravděpodobné, že

společnost bude nahrazovat již splacený majetek novým opět s využitím finančního leasingu, budeme vycházet ze stávající situace a tyto předpoklady nebudou do plánů zahrnuty. Pasiva jsou dále snížena o položky, které nenesou náklad, a to zejména krátkodobé závazky a ostatní přechodné účty. Současně byla také vyloučena hodnota dlouhodobých bankovních úvěrů, jelikož tento bankovní úvěr byl čerpán z důvodu pokrytí půjčky společníkovi, jenž nesouvisí s běžnou činností, a zároveň byly také pohledávky za tímto společníkem vyloučeny v majetkové části rozvahy. Vyrovnávací položkou jsou Ekvivalenty VK, která zajišťuje rovnost mezi hodnotou čistých operativních aktiv a provozně nutným investovaným kapitálem.

Tab. 39 Úprava finanční části rozvahy – výpočet C

Položka (v tis. Kč)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Vlastní kapitál	**445 810**	**462 305**	**501 161**	**561 151**	**616 632**
Základní kapitál	*150 000*	*150 000*	*150 000*	*150 000*	*150 000*
Kapitálové fondy	*360*	*360*	*360*	*360*	*360*
Fondy ze zisku	*32 108*	*32 108*	*32 108*	*32 108*	*32 108*
Výsledek hospodaření minulých let	*209 465*	*241 495*	*280 226*	*323 828*	*372 130*
Výsledek hospodaření běžného účetního období	*37 030*	*38 731*	*43 602*	*48 302*	*52 732*
Ekvivalenty VK	*16 847*	*-390*	*-5 135*	*6 553*	*9 302*
Cizí zdroje	**236 373**	**239 815**	**240 929**	**242 009**	**243 804**
Bankovní úvěry a výpomoci	231 994	236 634	239 000	241 390	243 804
Dlouhodobé bankovní úvěry	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
Krátkodobé bankovní úvěry	*231 994*	*236 634*	*239 000*	*241 390*	*243 804*
Leasingový závazek	4 379	3 182	1 929	619	0
Provozně nutný investovaný kapitál	**682 183**	**702 120**	**742 091**	**803 161**	**860 436**

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Korigovaný provozní výsledek hospodaření vychází z provozního výsledku hospodaření, jenž byl převzat z plánovaného výkazu zisků a ztráty. Do KPVH jsou započteny pouze výnosy a náklady, jež se vyskytují pravidelně a přímo souvisí s provozním majetkem společnosti. Zejména položka Odpisy je navýšena o hodnotu odpisů z leasingu, v položce Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu byly zcela vyloučeny tržby z prodeje dlouhodobého majetku již ve fázi plánování, jelikož tyto tržby nesouvisí s hlavní činnosti společnosti. Položky ostatní provozní výnosy a náklady byly zachovány, jelikož jsou zde obsaženy zejména kurzové ztráty a zisky, jež se pravidelně vyskytovaly v minulosti, a proto budou uvažovány i v období plánu.

Tab. 40 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření

Položka (v tis. Kč)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
+ Výkony	**1 809 384**	**1 980 290**	**2 084 352**	**2 185 917**	**2 254 817**
- Výkonová spotřeba	**1 513 243**	**1 685 767**	**1 771 591**	**1 852 270**	**1 909 011**
Přidaná hodnota	**369 907**	**375 947**	**398 265**	**423 412**	**438 595**
- Osobní náklady	267 737	272 394	286 021	300 260	305 001
- Daně a poplatky	2 353	2 556	2 684	2 818	2 913
- Odpisy DNM a DHM	47 299	45 349	49 959	54 569	59 179
+ Tržby z prodeje materiálu	7 404	3493	3400	3400	3400
+ Ostatní provozní výnosy	2 031	5 602	7 196	8 013	8 543
- Ostatní provozní náklady	14 184	18 468	12 981	12 666	14 228
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	**47 769**	**46 275**	**57 216**	**64 513**	**69 217**

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

7.3 Stanovení diskontní míry

Na vymezení NOA/C a korigovaného provozního zisku kontinuálně navazuje přiřazení nákladů jednotlivým druhům kapitálu, jež budou využity v konečné fázi ocenění. Pro vyčíslení nákladů na vlastní kapitál budeme vycházet z několika různých metod, kterým budou přiřazeny váhy dle vypovídající schopnosti. Náklady na vlastní kapitál budou následně využity k ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Výsledkem stanovení diskontní míry bude vymezení vážených průměrných nákladů na kapitál WACC, jenž budou aplikovány při ocenění metodou DCF entity a EVA. Při výpočtu nákladů bude využito postupů uvedených v publikaci Pavelková a Knápková (2005, s. 163-167) a Mařík et al. (2011a, s. 206-256)

7.3.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady kapitálu, jenž podnik získá dluhovým financováním, jsou vyjádřeny v podobě úroku, který je třeba zaplatit. Společnost využívá jak bankovní úvěry, tak leasing, jehož náklady budou vyčísleny v Tab. 41. Při výpočtu nákladů na leasing byla využita metoda založená na tržních datech, která vychází z ratingu podle Damodarana, který je stanoven dle výše EBIT/Nákladové úroky. Takto zjištěnou rizikovou přirážku přičteme k bezrizikové úrokové míře, která je stanovena Ministerstvem průmyslu a obchodu, a zohledníme působení daňového štítu ve výši 19 %.

Tab. 41 Výpočet nákladů na leasing

Položka	**Hodnota**
Bezriziková úroková míra	2,26
Rating	AAA
Riziková přirážka	0,4
Náklady na leasing	2,66
Daňový štít	19%
Náklady na leasing	**2,15**

In: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti, MPO (© 2005b), Damodaran (2015)

Úrokovou míru bankovních úvěrů získáme z výkazu zisků a ztráty, a to podílem nákladových úroků a bankovních úvěrů. Při výpočtu bylo využito jak stavu bankovních úvěrů ke konci roku jednotlivých let, tak průměrného stavu bankovních úvěrů, což znamená součet počátečního a konečného stavu děleno dvěma. Výsledky obou alternativ se lišily pouze o setiny procent, a proto s ohledem na vyšší vypovídající schopnost o podnikové aktivitě, budou využity výsledky alternativy kalkulující s průměrným stavem úplatných cizích zdrojů. Vzhledem k tomu, že úroky jsou nákladovou položkou snižující základ daně, je třeba zohlednit působení daňového štítu, hodnoty v Tab. 42 jsou tedy již očištěny o daň z příjmů právnických osob ve výši 19 %.

Tab. 42 Výpočet nákladů na cizí kapitál

Položka cizího kapitálu	**n_{CK}**	**Tržní hodnota**	**Součin**
Leasing	2,15%	4 379	94
Bankovní úvěry	1,07%	253 714	2 721
Součet		258 093	2 815
Průměrné náklady cizího kapitálu			**1,09%**

In: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti

7.3.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů, které je odvozeno dle alternativního výnosu kapitálu s ohledem na určitou míru rizika. Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál je nutné zohlednit více metod, z nichž pak pomocí váženého aritmetického průměru budou vyčísleny celkové náklady na vlastní kapitál.

METODY CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv řadíme k základním modelům při stanovení nákladů na vlastní kapitál. Pro jeho sestavení je nutné znát hodnoty bezrizikové úrokové míry, koeficientu beta a rizikové prémie.

$$n_{VK} = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f), \tag{8.1}$$

kde:

n_{VK} = náklady na vlastní kapitál;

r_f = bezriziková úroková míra;

β = koeficient rizikovosti podniku k průměrné rizikovosti trhu;

r_m = průměrná výnosnost kapitálového trhu;

$r_m - r_f$ = riziková prémie.

Bezriziková úroková míra, která představuje výnos desetiletých státních dluhopisů, vychází ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu, které pro rok 2013 uvádí hodnotu 2,31 %.

Riziková prémie vyjadřující výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia je dána rozdílem předpokládané výnosnosti kapitálového trhu a bezrizikové úrokové míry. Hodnoty rizikové prémie vychází z ratingu pro Českou republiku, výsledky jsou uváděny na webových stránkách prof. Damodarana.

Koeficient β udává citlivost investice vůči trhu a měří systematické, neboli tržní riziko. Vyčíslení koeficientu je možné několika způsoby.

CAPM s využitím odhadu β koeficientu metodou analogie

Nejdříve bude provedeno pomocí metody analogie, která vychází z nezadluženého koeficientu β podobných podniků, jenž byl převzat z webových stránek prof. Damodarana. Vliv zadlužení, neboli zohlednění odlišné kapitálové struktury je vyjádřeno vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot \left[1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK}\right], \tag{8.2}$$

kde:

β_Z = koeficient reflektující vliv zadlužení;

β_N = nezadlužený koeficient β

d = sazba daně;

CK = cizí kapitál vycházející z upravené kapitálové struktury;

VK = vlastní kapitál dle upravené kapitálové struktury.

Tab. 43 CAPM dle odhadu β koeficientu metodou analogie

Položka	**Hodnota**
r_f	2,26
Beta nezadlužená	0,85
Riziková prémie	6,05
CZ upravené	236 373
VK upravený	445 810
Beta zadlužená	1,22
Nvk	**9,61**

In: vlastní zpracování dle interních materiálů společnosti, MPO (© 2005b), Damodaran (2015)

V Tab. 43 je nastíněn postup zjištění nákladů na vlastní kapitál metodou analogie, tedy přepočtu nezadluženého na zadlužený koeficient β a jeho následná aplikace do rovnice s hodnotou bezrizikové úrokové míry a rizikové prémie. Výsledná výše nákladů na vlastní kapitál činí 9,61 %.

CAPM s využitím β koeficientu na základě odhadu obchodního a finančního rizika

Pomocí této metody budou vymezeny základní faktory, a to obchodní a finanční riziko, ovlivňující výši β koeficientu konkrétní společnosti.

Systematické riziko můžeme dle Maříka et al. (2011a, s. 231) rozdělit do pěti skupin, kdy hodnota 3 bude přiřazena společnostem s průměrnou výší rizika, což znamená, že přirážka za obchodní riziko by v tomto případě byla nulová. Společnosti XY, a.s. byla na základě provedené strategické a finanční analýzy přiřazena hodnota 2, což značí menší než průměrné riziko, vzhledem k tomu, že bylo prokázáno, že odbyt společnosti není příliš závislý na hospodářském cyklu, společnost řadíme mezi větší podniky a její produkce je dostatečně diverzifikovaná.

Finanční riziko vzniká důsledkem zadlužení společnosti, korekce je prováděna dle podílu cizích a vlastních zdrojů společnosti, který evidujeme na úrovni cca 74 %.

Prémie za specifické riziko by se měla pro Českou republiku pohybovat dle prof. Maříka mezi 3-5 %. Pro společnost XY, a.s. bylo na základě provedené strategické analýzy a finanční analýzy kalkulováno s hodnotou 3 %.

Tab. 44 CAPM na základě odhadu obchodního a finančního rizika

Položka	**Jednotka**	**Hodnota**
Bezriziková výnosová míra	%	2,26
Riziková prémie	%	6,05
Prémie za specifické riziko	%	3,00

Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	třída	2,00
Korekce na základě obchodního rizika	korekce	-0,25
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	poměr	0,35
Poměr cizího a vlastního kapitálu ve 2. fázi	poměr	0,34
Korekce na základě finančního rizika pro 1. fázi	korekce	-0,03
Korekce na základě finančního rizika pro 2. fázi	korekce	-0,03
Koeficient beta pro 1. fázi	koef.	0,72
Koeficient beta pro 2. fázi	koef.	0,72
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	**%**	**9,63**
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	**%**	**9,63**

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

Výsledné náklady vlastního kapitálu ve výši 9,63 % jsou dány součtem bezrizikové úrokové míry, prémie za specifické riziko a součinem rizikové prémie a koeficientu β.

CAPM s využitím expertního stanovení koeficientu β

Tato metoda vychází z odhadu koeficientu β na základě posouzení 8 rizikových faktorů, jejichž slovní a bodové hodnocení je prezentováno v následující tabulce (Tab. 45)

Tab. 45 Expertní stanovení koeficientu β

Faktor	**Body**	**Hodnocení**
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1,0	Vyvíjí se s cyklem
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	1,0	Převaha podniku
Vyjednávací síla vůči odběratelům	1,0	Síly jsou vyrovnané
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1,0	Průměrný
Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)	1,0	40 - 80%
Velikost podniku	0,5	Velká
Diverzifikace územní	0,5	Střední
Diverzifikace výrobková	1,0	Značná
Odhad koeficientu β	**0,88**	

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

Tab. 46 CAPM s využitím expertního stanovení β koeficientu

Položka	**Hodnota**
Bezriziková výnosová míra	2,26
Riziková prémie	6,05
Odhad koeficientu β	0,88
Náklady vlastního kapitálu	**7,55**

In: vlastní zpracování dle MPO (© 2005b), Damodaran (2015)

Koeficient β byl odhadnut pomocí ohodnocení rizik, a to ve výši 0,88. Dosazením do rovnice spolu s bezrizikovou výnosovou mírou a rizikovou prémií byly získány náklady na vlastní kapitál ve výši 7,55 %.

STAVEBNICOVÉ MODELY

Stavebnicové modely stanovení nákladů na vlastní kapitál neodvozují celkovou rizikovou přirážku z kapitálových trhů, ale jsou sestavovány na principu součtu několika rizikových přirážek.

Stavebnicový model INFA (MPO)

Model INFA dle metodiky MPO je sestaven na principu načítání jednotlivých přirážek za určitá rizika k bezrizikové úrokové míře. Důležitým předpokladem pro sestavení je fakt, že tento model nepracuje s upravenými výkazy (rozdělenými na provozně nutná a nenutná aktiva), nýbrž s daty účetními.

Tab. 47 Výpočet nákladů na kapitál pomocí modelu INFA

Položka	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Bezriziková výnosová míra	2,26	2,26	2,26	2,26	2,26
Riziková prémie za likviditu akcií	3,93	3,82	3,68	3,53	3,37
Prémie za podnikatelské riziko	0	0	0	0	0
Prémie za riziko z finanční nestability	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Prémie za riziko z finanční struktury	0	0	0	0	0
Riziková prémie celkem	13,93	13,82	13,68	13,53	13,37
Náklady vlastního kapitálu	**16,19**	**16,08**	**15,94**	**15,79**	**15,63**

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

Výsledkem stavebnicového modelu INFA jsou náklady na vlastní kapitál, jejichž průměrná výše nabývá hodnoty 15,93 %.

Komplexní stavebnicové metody M&M a G&H

Využití komplexních stavebnicových metod je další možností ke zjištění nákladů na vlastní kapitál. Podstatou obou metod je podchycení a ohodnocení všech dílčích rizik, která by měla být promítnuta do diskontní míry. Vzhledem ke zdlouhavosti výpočtu bylo využito programu EVALENT 3.7. Vstupní data pro výpočet nákladů na vlastní kapitál jsou uvedeny spolu s rizikovými prémiemi a výslednými náklady na kapitál v následující tabulce. Ohodnocení jednotlivých rizikových faktorů je obsahem Přílohy VII-VIII.

Tab. 48 Náklady na VK dle komplexní stavebnicové metody M&M a G&H

Položka	**Hodnota**
Bezriziková výnosová míra (r_f)	2,26
Horní mez rizikové prémie (násobek r_f)	3
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4
Riziková prémie stanovená KSM I (M&M)	2,80

Náklady vlastního kapitálu M&M	**5,06**
Riziková prémie stanovená KSM II (Garnett & Hill)	2,47
Náklady vlastního kapitálu G&H	**4,73**

In: vlastní zpracování dle zjištěných dat

Vážené průměrné náklady na vlastní kapitál

Obsahem následující tabulky je shrnutí výsledků jednotlivých dílčích metod stanovení nákladů na vlastní kapitál, kterým byla přiřazena váha dle vypovídající schopnosti a použitých vstupních dat.

Tab. 49 Výpočet nákladů na vlastní kapitál váženým průměrem

Metoda (v %)		**Váha**	**Hodnota**
CAPM	β metodou analogie	2	9,61
	β dle obchodního a finančního rizika	3	9,63
	Expertní stanovení β	3	7,55
Stavebnicové modely	INFA	2	15,93
	M&M	1	5,06
	Garnett & Hill	1	4,73
Náklady na vlastní kapitál			**9,37**

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Pro metodu CAPM byla v případě zjištění β metodou analogie přiřazena váha 2, vzhledem k tomu, že úpravou koeficientu β_N na β_Z byla zohledněna situace společnosti pomocí kapitálové struktury. Modelům s určením β dle obchodního a finančního rizika a s expertním stanovením β byla přiřazena váha nejvyšší, jelikož dostatečně zohledňují konkrétní podmínky a specifika oceňované společnosti a vychází nejen z poznatků strategické a finanční analýzy, ale také z finančního plánu. Modelu INFA byla přiřazena váha 2 z důvodu přílišné obecnosti a nezohlednění konkrétní situace ve společnosti. V případě modelu prof. Mařík a doc. Maříkové a Garnett & Hill bylo rozhodnuto pro váhu 1, díky příliš optimistickým výsledkům, jež evidentně podhodnocují skutečnou výši nákladů na vlastní kapitál. Výsledné náklady na vlastní kapitál činí 9,37 %

7.3.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál vychází ze vzorce:

$$WACC = n_{CK} \cdot (1-d) \cdot \frac{CZ}{C} + n_{VK} \cdot \frac{VK}{C}, \tag{8.3}$$

kde:

$WACC$ = vážené průměrné náklady na kapitál;

n_{CK} = náklady na cizí kapitál;

d = sazba daně;

CZ = cizí zdroje;

VK = vlastní zdroje;

C = celkový kapitál;

n_{VK} = náklady na vlastní kapitál.

Při výpočtu průměrných nákladů celkového kapitálu byl z předchozího vzorce vyňat násobitel *(1-d)*, jelikož byl zohledněn již při samotném výpočtu nákladů na cizí kapitál. Vahami jsou zde podíly příslušného upraveného kapitálu na celkové upravené kapitálové struktuře. Výsledná hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál je 6,47 %.

Tab. 50 Výpočet průměrných nákladů na kapitál

Položka (v %)	**Hodnota**
Náklady na cizí kapitál	1,09
Náklady na vlastní kapitál	9,37
CK/C – upravené	31,74
VK/C - upravené	68,26
WACC	**6,74**

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

7.4 Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných výnosových metod

Závěrem projektu je samotné stanovení hodnoty společnosti, které bude vymezeno ve dvou fázích. První fáze bude vztažena na období plánu, tedy pro roky 2014-2017, druhá fáze bude určena diskontovanou pokračující hodnotou k datu ocenění, která bude vyčíslena Parametrickým i Gordonovým vzorcem. Postup při oceňování společnosti XY, a.s. bude probíhat v následujících krocích.

- Odhad tempa růstu „g“.
- Ocenění metodou DCF entity.
- Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty.
- Ocenění metodou kapitalizovaných čistých zisků.
- Shrnutí výsledků použitých výnosových metod oceňování.

- Citlivostní analýza.

Metoda ocenění dle konceptu EVA byla zvolena na základě požadavků managementu společnosti, kterým byl důraz na představení jedné z možností využití tohoto konceptu, jelikož společnost uvažuje o zavedení nástroje EVA zejména do řízení podniku a jako doplňkový nástroj finanční analýzy. Ocenění metodou DCF entity, které na rozdíl od EVA pracuje na bázi volných peněžních toků, bylo využito na základě svého doplňkového a kontrolního charakteru. Poslední metodou je metoda KČV, která byla uplatněna především z důvodu vyčíslení dolního limitu výnosového ocenění.

7.4.1 Odhad tempa růstu „g“

Při odhadu tempa růstu je možné postupovat několika způsoby. Vzhledem k tomu, že se tempo růstu bude vztahovat k celkovému výstupu podniku, tedy k celkovým tržbám, je možné jej určit pomocí predikovaného vývoje HDP ve stálých cenách upraveného o inflaci, které vychází dle dat Ministerstva průmyslu a obchodu ČR ve výši 3,9 (2,4 HDP a 1,5 inflace).

Další možností, která vychází z výsledků strategické analýzy, je vymezení tempa růstu dle průměrného tempa růstu celkových tržeb, které bylo vztaženo na celé období, tedy jak minulé, tak období plánu. Výsledné tempo růstu touto metodou vychází ve výši 5 %, nicméně průměrné tempo růstu na primárním trhu společnosti XY, a.s. je 3,6 % pro období plánu.

Vzhledem k tomu, že zvolené tempo růstu by mělo být v souladu s vnitřními možnostmi podniku a z důvodu dodržení zásady opatrnosti, byl finální odhad tempa růstu stanoven na úrovni 3,9 %.

7.4.2 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků - DCF entity

Východiskem metody DCF entity jsou volné peněžní toky, jež jsou k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům. Při výpočtu volných peněžních toků (FCFF) vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření, jenž byl vymezen v kapitole 7.2, KPVH snížený o daň dále upravujeme o výši odpisů, které byly převzaty z plánovaného výkazu zisků a ztrát a také o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku, které byly stanoveny jako změna výše provozně nutného DM za daný rok navýšena o odpisy daného roku. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu zjistíme opět jako změnu výše mezi dvěma po sobě jdoucími lety. Investice do provozně nutného DM stejně jako do provozně nutného pracovního kapitálu snižují volné cash flow, a proto budou dosazeny se znaménkem minus.

Tab. 51 Výpočet hodnoty první fáze dle DCF entity

Položka (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	**46 275**	**57 216**	**64 513**	**69 217**
Upravená daň	8 792	10 871	12 257	13 151
Korigovaný provozní VH po dani	37 483	46 345	52 255	56 066
Odpisy	45 349	49 959	54 569	59 179
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-62 122	-81 313	-99 791	-100 830
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-3 164	-8 617	-15 848	-15 624
FCFF	**17 546**	**6 374**	**-8 815**	**-1 209**
Odúročitel pro diskontní míru:	0,9368	0,8777	0,8223	0,7703
Diskontované FCFF k 1. 1. 2014	**16 438**	**5 595**	**-7 248**	**-932**
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2014	**13 853**			

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Parametrický vzorec

Pro vyčíslení pokračující hodnoty s využitím parametrického vzorce, jenž je založen na faktorech tvorby hodnoty, je nutné zjistit korigovaný výsledek hospodaření pro rok 2018, investice netto v roce 2018, míru investic a také rentabilitu investic. Tempo růstu bylo vymezeno v kapitole 7.4.1 ve výši 3,9 %.

$$KPVH_{2018} = KPVH_{2017} \cdot (1+g) = 56\,066 \cdot (1+0{,}039) = 58\,253\ tis.\ Kč$$

$$I_{netto_{2018}} = K_{2017} \cdot g = 860\,436 \cdot 0{,}039 = 33\,557\ tis.\ Kč$$

$$m_I = \frac{I_{netto_{2018}}}{KPVH_{2018}} = \frac{33\,557}{58\,252} = 57{,}61\%$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0{,}039}{0{,}5761} = 6{,}77\ \%$$

Po vymezení všech veličin nezbytných pro výpočet je možné dosadit do vzorce a vyčíslit pokračující hodnotu pomocí parametrického vzorce.

$$PH = \frac{KPVH_{2018} \cdot (1 - \frac{g}{r_I})}{i_K - g} = \frac{58\,252 \cdot \left(1 - \frac{0{,}039}{0{,}0677}\right)}{0{,}0674 - 0{,}039} = 869\ 209\ tis.\ Kč$$

Gordonův vzorec

Při výpočtu pokračující hodnoty pomocí Gordonova vzorce předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku ve druhé fázi. Pokračující hodnota je stanovena jako současná hodnota peněžních toků druhé fáze.

$$FCFF_{2018} = KPVH_{2018} - I_{netto_{2018}} = 58\,252 - 33\,557 = 24\,696\ tis.\ Kč$$

$$PH = \frac{FCFF_{2018}}{i_K - g} = \frac{24\,696}{0{,}0674 - 0{,}039} = 869\,209\ tis.\ Kč$$

Výsledná pokračující hodnota vychází shodně ve výši 869 209 tis. Kč.

V následující tabulce je shrnut postup výpočtu výsledné hodnoty vlastního kapitálu dle DCF entity. Současná hodnota 2. fáze je dána diskontováním pokračující hodnoty, součtem se současnou hodnotou 1. fáze získáme provozní hodnotu brutto. Od této hodnoty je odečten úročený cizí kapitál k datu ocenění a přičten neprovozní majetek k datu ocenění, jenž představuje vyčleněné dlouhodobé pohledávky nevztahující se k hlavní činnosti podniku.

Tab. 52 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu dle DCF entity

Položka (v tis. Kč)	**Hodnota**
Současná hodnota 1. fáze	13 853
Současná hodnota 2. fáze	669 571
Provozní hodnota brutto	**683 424**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	236 373
Provozní hodnota netto	**447 051**
Neprovozní majetek k datu ocenění	31 548
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	**478 599**

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2014 dle DCF entity činí 478 599 tis. Kč.

7.4.3 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty – EVA entity

Při výpočtu ekonomické přidané hodnoty pracujeme s NOA, které byly vymezeny v kapitole 7.2, stejně jako NOPAT, jenž odpovídá korigovanému provoznímu výsledku po dani. Diskontní míra je stanovena na úrovni WACC, jelikož se zabýváme výpočtem ekonomické přidané hodnoty EVA entity. Kumulací diskontovaných EVA k 1. 1. 2014 získáme hodnotu první fáze.

Tab. 53 Výpočet hodnoty první fáze dle EVA

Položka k 31. 12. (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
NOPAT	37 483	46 345	52 255	56 066
NOA	702 120	742 091	803 161	860 436
WACC x NOA $_{t-1}$	45 987	47 331	50 026	54 142
EVA	**-8 504**	**-986**	**2 230**	**1 924**
Odúročitel 6,74 %	0,9368	0,8777	0,8223	0,7703
Diskontovaná EVA	**-7 967**	**-865**	**1 834**	**1 482**
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 204	**-5 517**			

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Výpočet hodnoty druhé fáze vychází z Gordonova vzorce, avšak nejdříve je nutné stanovit výši čistého operativního zisku po zdanění pro rok 2018 a ekonomické přidané hodnoty taktéž pro rok 2018. Dosazením do vzorce dostáváme pokračující hodnotu.

$$NOPAT_{2018} = NOPAT_{2017} \cdot (1+g) = 56\,066 \cdot (1+0{,}039) = 58\,253\ tis.\ Kč$$

$$EVA_{2018} = NOPAT_{2018} - (NOA_{2017} \cdot WACC) = 58\,253 - (860\,436 \cdot 0{,}0674) = 249\ tis.\ Kč$$

$$PH = \frac{EVA_{2018}}{WACC - g} = \frac{249}{0{,}0674 - 0{,}039} = 8\,773\ tis.\ Kč$$

V následující tabulce je shrnut výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí ekonomické přidané hodnoty na úrovni entity.

Tab. 54 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu dle EVA

Položka (v tis. Kč)	**Hodnota**
Současná hodnota 1. fáze	-5 517
Současná hodnota 2. fáze	6 758
MVA	**1 241**
NOA k datu ocenění	682 183
Provozní hodnota brutto	**683 424**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	236 373
Provozní hodnota netto	**447 051**
Neprovozní majetek k datu ocenění	31 548
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	**478 599**

In: vlastní zpracování na základě zjištěných dat

Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody ekonomické přidané hodnoty ve výši 478 599 tis. Kč se shoduje s výsledkem dle DCF entity, což je způsobeno tím, že v obou metodách byl použit stejný zisk, stejný investovaný kapitál i diskontní míra na úrovni WACC. Avšak oproti metodě DCF entity lze z výsledků metody EVA dle Maříka et al.

(2011a, s. 302) vyvodit závěr, že provozní hodnoty brutto je asi 682 mil. Kč v podniku již vytvořeno a téměř 1 241 mil. Kč je tvořeno přidanou hodnotou vztahující se k budoucnosti.

7.4.4 Ocenění metodo kapitalizovaných čistých výnosů

Poslední metodou, která bude využita pro stanovení hodnoty společnosti XY, a.s. je metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda vychází z minulé výkonnosti společnosti. Pomocí určitých úprav bude provedena konverze výsledku hospodaření převzatého z výkazů zisků a ztrát společnosti XY, a.s. na trvale odnímatelný čistý výnos. Postup výpočtu je zobrazen v následující tabulce.

Tab. 55 Postup úprav VH z BČ pro paušální metodu

Položka (v tis. Kč)	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Výsledek hospodaření před zdaněním	**57 374**	**63 230**	**30 942**	**34 630**	**47 760**
(+) Odpisy	37 960	39 035	45 508	46 979	46 569
(-) Finanční výnosy	-15 978	-8 826	-16 256	-14 566	-17 209
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-7 383	-698	-115	-359	-712
(+) Zůstatková cena prodaného DM	7 238	1 366	1 885	76	221
Upravený VH před odpisy	**79 211**	**94 107**	**61 964**	**66 760**	**76 629**
Cenový index řetězový	*1,010*	*1,015*	*1,019*	*1,033*	*1,014*
Cenový index bazický vztažený k roku 2013	*0,923*	*0,937*	*0,955*	*0,986*	*1,000*
Upravený VH o inflaci	85 815	100 446	64 905	67 695	76 629
Váhy	1	2	3	4	5
Upravený VH o inflaci x váhy	85 815	200 893	194 715	270 779	383 145

In: vlastní zpracování dle výkazů společnosti a ČSÚ (2015)

Podílem součtu vážených upravených výsledků hospodaření a celkovou hodnotou vah získáme výši trvale odnímatelného čistého výnosu, který bude dále snížen o odpisy ve výši posledního roku a daň. Dále je třeba stanovit kalkulovanou úrokovou míru, a to na úrovni nákladů na vlastní kapitál, avšak vzhledem k tomu, že tato metoda pracuje s daty ve stálých cenách, je třeba diskontní míru upravit o odhad dlouhodobé inflace. Provozní výnosovou hodnotu získáme podle vzorce pro věčnou rentu, což znamená podílem trvale odnímatelného čistého výnosu a kalkulované úrokové míry. Přičtením neprovozního majetku ve výši dlouhodobých pohledávek získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

Tab. 56 Hodnota vlastního kapitálu dle paušální metody KČV

Položka (v tis. Kč)	**Hodnota**
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	75 690
(-) Odpisy	46 569
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	**29 121**

Daň	5 533
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	**23 588**
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	**7,37%**
Výnosová hodnota provozní	**320 118**
Neprovozní majetek k datu ocenění	31 548
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	**351 666**

In: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2014 zjištěná paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů činí 351 666 tis. Kč.

7.4.5 Shrnutí výsledků použitých výnosových metod oceňování

Pro stanovení hodnoty podniku XY, a.s. bylo využito několika výnosových oceňovacích metod. Nyní nastává fáze, kdy je třeba vyvodit z jednotlivých výsledků výsledek souhrnný. Metoda DCF a EVA entity budou hlavním východiskem pro stanovení výsledné hodnoty. Mařík et al. (2011a, s. 425) nedoporučuje užití metody EVA a DCF a současně jejich variant (equity, entity, APV), vzhledem k tomu, že by zmíněné varianty obou metod měly poskytovat spíše kontrolní funkci. Na základě tohoto předpokladu také byly v této práci uvedeny pouze výsledky jedné z variant obou metod, a to entity.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je vhodná tehdy, jestliže nelze využít metodu DCF, zejména proto, že odráží pouze současný výnosový potenciál. Paušální metoda je využívána v případě, kdy lze jen stěží odhadnout budoucí vývoj, avšak společně s výsledky metody DCF poskytuje doplňkovou informaci o dolní hranici výnosového ocenění.

Vzhledem k těmto předpokladům bude vhodné zvolit výsledné ocenění na úrovni konkrétní metody, tedy v našem případě DCF entity (EVA) a výsledky další metody (KČV) budou zdola ohraničovat zvolenou základní metodu.

Výsledná hodnota je stanovena na úrovni výsledků metod DCF entity a EVA, tedy 478 599 tis. Kč. Dolním limitem výnosového ocenění je výsledek paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů ve výši 351 666 tis. Kč. Rozdíl 126 933 tis. Kč mezi výsledky je považován za ocenění budoucích růstových příležitostí společnosti.

7.4.6 Citlivostní analýza

Závěrem samotného ocenění je vhodné provést analýzu citlivosti, která poskytuje pohled na změnu výsledného ocenění, pokud se změní vstupní parametr tempo růstu „g“ nebo

diskontní míra o 1 % bod. Pro zjednodušení budeme pracovat s předpokladem, že se zvolené vstupní parametry nebudou měnit současně a budeme tedy vycházet vždy jen ze změny jednoho. Výsledky jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tab. 57 Citlivostní analýza výsledků ocenění

v tis. Kč a v %	**Tempo růstu g**			**Diskontní míra**		
	-1	**původní**	**1**	**-1**	**původní**	**1**
DCF entity EVA	465 596	478 599	505 727	881 929	478 599	286 130
Změna	-2,72		5,67	84,27		-40,22
KČV	351 666	351 666	351 666	401 932	351 666	313 413
Změna	0		0	14,29		-10,88

In: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky je patrné, že citlivost výsledné hodnoty na změnu diskontní míry o 1 % je několikanásobně vyšší než na změnu tempa růstu „g“, proto je třeba klást důraz zejména na volbu správné diskontní míry, jelikož její výše má rozhodující vliv na výslednou hodnotu společnosti.

8 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu společnosti XY, a.s. k 1. 1. 2014 s využitím vybraných výnosových metod oceňování.

Ke splnění zadaného cíle bylo třeba provést literární rešerši problematiky týkající se oceňování podniku s důrazem na výnosové metody oceňování. S využitím nabytých teoretických poznatků byla v praktické části realizována nejprve strategická analýza, v rámci které byla společnost zařazena do odvětví C, kategorie CZ-NACE 10 oddíl 10.1 - Zpracování a konzervování masa a masných výrobků. V návaznosti byla provedena analýza PEST a SWOT a zejména analýza a prognóza relevantního trhu. V rámci analýzy atraktivity byl trh ohodnocen 57 % a je tedy považován za mírně nadprůměrný. Součástí analýzy konkurenční síly bylo stanovení dosavadních tržních podílů společnosti XY, a.s., identifikace a analýza finančního zdraví hlavních konkurentů a analýza vnitřního potenciálu, která odhalila předpoklad dalšího růstu tržního podílu společnosti. Závěrem byla predikce tržeb společnosti na základě provedených analýz a zjištěných údajů. Finanční analýza, jež byla sestavena pro období 2009-2013, odhalila slabší místa v oblasti zadluženosti, jelikož společnost výrazně preferuje cizí zdroje před vlastními, a také v oblasti likvidity, neboť se podnik snaží nedržet zbytečně finanční prostředky, které by mohl využít efektivněji a k financování využívá kontokorentních a dodavatelských úvěrů. Výsledkem analytické části bylo zařazení společnosti do skupiny podniků s přijatelnou perspektivou a potvrzení předpokladu nekonečného trvání „going concern“ nutného pro užití výnosových metod.

V rámci projektové části byl sestaven strategický finanční plán pro období 2014-2017, vymezena provozně nutná aktiva a korigovaný provozní výsledek hospodaření. Samotnému stanovení hodnoty společnosti XY, a.s. přecházelo vymezení diskontní míry jak na úrovni nákladů na cizí, tak i na vlastní kapitál, a určení tempa růstu „g“. Pro ocenění bylo využito metody EVA a DCF entity a paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Hodnota společnosti XY, a.s. byla stanovena na úrovni jednotného výsledku dle metody EVA a DCF entity a dolní hranice výnosového ocenění byla odhadnuta metodou kapitalizovaných čistých výnosů. V samotném závěru byla práce doplněna o citlivostní analýzu, jež zkoumala vliv změny faktoru tempa růstu „g“ a diskontní míry na výslednou hodnotu ocenění.

Hodnota společnosti XY, a.s. k 1. 1. 2014 byla stanovena pomocí výnosových metod oceňování na úrovni 478 599 tis. Kč. Cíl diplomové práce byl splněn. Jelikož ocenění bylo

uskutečněno pro interní potřeby managementu, věřím, že výsledky práce i závěry dílčích analýz poskytnou vedení společnosti XY, a.s. prospěšné informace.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, c2014. Principles of corporate finance: measuring and managing the value of companies. 11th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 1 v. 889 s. Wiley finance series. ISBN 00-780-3476-0.

DAMODARAN, Aswath, c2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. Hoboken, N.J.:John Wiley, , xvii, 230 p. ISBN 978-111-8004-777.

DLUHOŠOVÁ, Dana et al., 2010. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

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

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, c2010. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley, xvii, 811 s. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-42465-0.

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

MARINIČ, Pavel, 2008. Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.

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

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

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

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, ISBN 80-861-3163-7.

PETŘÍK, Tomáš, 2009. Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ et al., 2012. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 570 s. ISBN 9788024743721.

Internetové zdroje

ADMINISTRATIVNÍ REGISTR EKONOMICKÝCH SUBJEKTŮ (ARES), 2013. © *Ministerstvo financí ČR*. [online]. [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: http://wwwinfo.mfcr.cz/ares/ares_es.html.cz

ČESKO, 1991. Zákon č. 513/1991 ze dne 5. listopadu 2004 Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. Částka 98, s. 2474-2565 [cit. 2015-04-03]. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=513/1991&

ČESKO, 2012. Zákon č. 89/2004 ze dne 22. března 2012 Občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky* [online]. Částka 33, s. 1026-1367 [cit. 2015-04-03]. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=89/2012&

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD (ČSÚ), 2015. Inflace – druhy, definice, tabulky. [online]. [cit. 2015-03-15]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

DAMODARAN, Aswalth. *Damodaran online,* 2015. [online]. [cit. 2015-03-08]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

EUROPEAN COMMISSION. Economic forecasts, 2015. [online]. [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2015_winter_forecast_en.htm

ECONOMY WATCH, 2015. © *Economy Watch: Follow The Money* [online]. [cit. 2015-02-23]. Dostupné z:http://www.economywatch.com/economic-statistics/

EUROSTAT, 2015a. *Annual detailed enterprise statistics for industry (NACE Rev. 2, B-E) (sbs_na_ind_r2*. Eurostat: Your key to European statistics [online]. [cit. 2015-02-19]. Dostupné z:http://ec.europa.eu/eurostat/data/database

EUROSTAT, 2015b. *Annual national accounts (nama_10)*. Eurostat: Your key to European statistics [online]. [cit. 2015-02-19]. Dostupné z:http://ec.europa.eu/eurostat/data/database

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR (MFČR), 2005-2013. Makroekonomická predikce. © *Ministerstvo financí České republiky* [online]. [cit. 2015-02-23]. Dostupné z:http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR (MFSR), 2012. 35. zasadanie výboru pre makroekonomické prognózy (február 2015). © *Ministerstvo financií Slovenskej republiky* [online]. [cit. 2015-02-23]. Dostupné z:http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=10080

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO), 2005a. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2013. © *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: http://www.mpo.cz/dokument154179.html

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU (MPO), 2005b. Finanční analýza podnikové sféry 2008-2013. © *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. [cit. 2015-02-20]. Dostupné z: http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238

THE WORLD BANK, 2015. Global economic prospects. © *The World Bank Group* [online]. [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects/data

Ostatní zdroje

Interní materiály a Výroční zprávy společnosti XY, a.s. za období 2008-2013.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

β	Koeficient rizikovosti podniku k průměrné rizikovosti trhu
A	Aktiva
APV	Adjusted present value
ARES	Administrativní registr ekonomických subjektů
a.s.	Akciová společnost
b. c.	Běžné ceny
C	Kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CK	Úročený cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
CZK	Česká koruna
d	Sazba daně z příjmu
DCF	Diskontované peněžní toky
DDM	Dividendový diskontní model
DM	Dlouhodobý majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EAT	Čistý zisk po zdanění
EBIT	Zisk před úroky a daněmi
EBITDA	Zisk před úroky, daněmi a odpisy
EBT	Zisk před zdaněním

EU	Evropská unie
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
g	Tempo růstu
H	Hodnota podniku
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Diskontní míra
MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
MF SR	Ministerstvo financí Slovenské republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NACE	Klasifikace ekonomických činností
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Zisk z hlavního provozu podniku po zdanění
n_{CK}	Náklady na cizí kapitál
n_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
r_f	Bezriziková úroková míra
r_I	Rentabilita investic
r_m	Průměrná výnosnost kapitálového trhu

ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SZIF	Státní zemědělský intervenční fond
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
T	Délka první fáze v letech
Tab.	Tabulka
VH	Výsledek hospodaření
VK	Hodnota vlastního kapitálu
VZZ	Výkaz zisků a ztrát
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1 Přehled vývoje podílů tržeb z hlavní činnosti na celkových tržbách 44
Obr. 2 Průměrná velikost relevantního trhu za období 2008-2013..... 46
Obr. 3 Spider analýza finanční situace konkurentů společnosti XY, a.s. 54

SEZNAM TABULEK

Tab. 1 Zjištění volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele 29
Tab. 2 Zjištění volného peněžního toku pro vlastníky 29
Tab. 3 SWOT analýza společnosti XY, a.s. 43
Tab. 4 Vývoj a predikce průměrného kurzu CZK/EUR 44
Tab. 5 Vývoj relevantních trhů a jejich tempa růstu/poklesu 45
Tab. 6 Tempo růstu/poklesu relevantních trhů 46
Tab. 7 Počet podniků a jejich vývoj v čase v odvětví NACE 10.1 47
Tab. 8 Vývoj průměrné ROE v odvětví CZ-NACE 10 47
Tab. 9 Zhodnocení analýzy atraktivity trhu 48
Tab. 10 Vývoj a prognóza českého relevantního trhu 49
Tab. 11 Vývoj a prognóza slovenského relevantního trhu 50
Tab. 12 Vývoj a prognóza maďarského relevantního trhu 50
Tab. 13 Vývoj a prognóza polského relevantního trhu 51
Tab. 14 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na českém trhu 52
Tab. 15 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na slovenském trhu 52
Tab. 16 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na maďarském trhu 53
Tab. 17 Vývoj tržního podílu XY, a.s. na polském trhu 53
Tab. 18 Zhodnocení konkurenční síly podniku 54
Tab. 19 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro český trh 56
Tab. 20 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro slovenský trh 57
Tab. 21 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro maďarský trh 57
Tab. 22 Prognóza tržeb podniku XY, a.s. pro polský trh 58
Tab. 23 Přehled celkových predikovaných tržeb společnosti XY, a.s. 58
Tab. 24 Přehled vývoje vybraných rozvahových položek 59
Tab. 25 Přehled vývoje vybraných položek VZZ 61
Tab. 26 Přehled vývoje vybraných položek CF 62
Tab. 27 Přehled vývoje ČPK společnosti XY, a.s. 63
Tab. 28 Přehled vývoje rentability společnosti XY, a.s. a odvětví 64
Tab. 29 Přehled vývoje ukazatelů zadluženosti společnosti XY, a.s. a odvětví 64
Tab. 30 Přehled vývoje likvidity společnosti XY, a.s. a odvětví 65
Tab. 31 Přehled vývoje ukazatelů aktivity společnosti XY, a.s. a odvětví 66
Tab. 32 Přehled výsledů vývoje souhrnných ukazatelů 67

Tab. 33 Prognóza výnosových položek 70
Tab. 34 Prognóza nákladových položek 71
Tab. 35 Prognóza položek aktiv 72
Tab. 36 Prognóza položek pasiv 73
Tab. 37 Finanční analýza plánu 74
Tab. 38 Úprava majetkové části rozvahy – výpočet NOA 75
Tab. 39 Úprava finanční části rozvahy – výpočet C 76
Tab. 40 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření 77
Tab. 41 Výpočet nákladů na leasing 78
Tab. 42 Výpočet nákladů na cizí kapitál 78
Tab. 43 CAPM dle odhadu β koeficientu metodou analogie 80
Tab. 44 CAPM na základě odhadu obchodního a finančního rizika 80
Tab. 45 Expertní stanovení koeficientu β 81
Tab. 46 CAPM s využitím expertního stanovení β koeficientu 81
Tab. 47 Výpočet nákladů na kapitál pomocí modelu INFA 82
Tab. 48 Náklady na VK dle komplexní stavebnicové metody M&M a G&H 82
Tab. 49 Výpočet nákladů na vlastní kapitál váženým průměrem 83
Tab. 50 Výpočet průměrných nákladů na kapitál 84
Tab. 51 Výpočet hodnoty první fáze dle DCF entity 86
Tab. 52 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu dle DCF entity 87
Tab. 53 Výpočet hodnoty první fáze dle EVA 88
Tab. 54 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu dle EVA 88
Tab. 55 Postup úprav VH z BČ pro paušální metodu 89
Tab. 56 Hodnota vlastního kapitálu dle paušální metody KČV 89
Tab. 57 Citlivostní analýza výsledků ocenění 91

SEZNAM PŘÍLOH

P I: Rozvaha 2009-2013

P II: Výkaz zisků a ztráty 2009-2013

P III: Výkaz peněžních toků 2009-2013

P IV: Plánovaná rozvaha 2014-2017

P V: Plánovaný výkaz zisků a ztrát 2014-2017

P VI: Plánovaný výkaz peněžních toků 2014-2017

P VII: Ohodnocení rizikových faktorů pro metodu M&M

P VIII Ohodnocení rizikových faktorů pro metodu G&H

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA 2009-2013

Položka (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý majetek	**461 244**	**565 701**	**567 351**	**578 360**	**634 148**
Dlouhodobý nehmotný majetek	9 447	11 774	11 717	12 664	14 212
Dlouhodobý hmotný majetek	451 797	553 927	555 634	565 696	619 936
Pozemky	*19 817*	*21 323*	*21 013*	*21 000*	*20 998*
Stavby	*215 717*	*262 351*	*279 750*	*282 683*	*336 575*
Samostatné movité věci aj.	*143 664*	*187 810*	*197 659*	*189 392*	*253 675*
Nedokončený DHM	*8 041*	*24 723*	*7 253*	*25 120*	*4 211*
Poskytnuté zálohy na DHM	*325*	*624*	*0*	*4 679*	*4 477*
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	*64 233*	*57 096*	*49 959*	*42 822*	*35 685*
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	**217 136**	**242 178**	**327 813**	**367 281**	**298 990**
Zásoby	**53 149**	**72 417**	**71 620**	**79 441**	**84 705**
Materiál	*18 620*	*23 405*	*26 415*	*24 284*	*34 250*
Nedokončená výroba a polotovary	*10 762*	*18 037*	*14 667*	*24 490*	*23 048*
Výrobky	*21 041*	*27 754*	*26 303*	*25 953*	*22 941*
Zboží	*2 647*	*3 142*	*4 156*	*4 702*	*4 454*
Dlouhodobé pohledávky	**1 583**	**1 649**	**56 240**	**46 830**	**31 548**
Pohledávky za společníky, čl. družstva a za účastníky sdružení	*0*	*0*	*54 590*	*44 836*	*29 555*
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	*1 583*	*1 649*	*1 650*	*1 994*	*1 993*
Krátkodobé pohledávky	**151 409**	**153 321**	**174 512**	**218 916**	**158 999**
Pohledávky z obchodních vztahů	*146 288*	*142 611*	*157 452*	*208 506*	*152 050*
Stát - daňové pohledávky	*104*	*2 864*	*6 500*	*4*	*20*
Krátkodobé poskytnuté zálohy	*2 463*	*2 523*	*2 629*	*2 758*	*1 974*
Jiné pohledávky	*367*	*578*	*693*	*293*	*786*
Krátkodobý finanční majetek	**10 995**	**14 791**	**25 441**	**22 094**	**23 738**
Peníze	*4 195*	*4 812*	*6 675*	*5 680*	*5 124*
Účty v bankách	*6 800*	*9 979*	*18 766*	*16 414*	*18 614*
Ostatní přechodné účty	**8 202**	**8 603**	**12 145**	**10 326**	**7 987**
Aktiva = Pasiva celkem	**684 395**	**811 737**	**900 071**	**948 612**	**936 956**
Vlastní kapitál	**318 461**	**361 561**	**378 736**	**397 625**	**428 963**
Základní kapitál	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000
Kapitálové fondy	360	360	360	360	360
Fondy ze zisku	31 750	31 303	31 779	32 300	32 108
Výsledek hospodaření minulých let	**90 703**	**130 252**	**173 298**	**188 597**	**209 465**
Nerozdělený zisk minulých let	*90 703*	*130 252*	*173 298*	*188 597*	*209 465*
Neuhrazená ztráta minulých let	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*
VH běžného účetního období	**45648**	**49 646**	**23 299**	**26 368**	**37 030**
Cizí zdroje	**350 292**	**440 569**	**519 095**	**526 849**	**507 466**
Rezervy	0	0	0	7 325	0
Ostatní rezervy	*0*	*0*	*0*	*7 325*	*0*
Dlouhodobé závazky	**23 119**	**33 107**	**35 959**	**37 160**	**42 513**

Jiné závazky	*0*	*2 897*	*0*	*0*	
Odložený daňový závazek	*23 119*	*30 210*	*35 959*	*37 160*	*42 513*
Krátkodobé závazky	**202 173**	**244 670**	**231 964**	**240 176**	**211 239**
Závazky z obchodních vztahů	*166 565*	*208 081*	*190 409*	*204 557*	*168 225*
Závazky ke společníkům, čl. družstva a k účastníkům sdružení	*3 877*	*1 214*	*3 051*	*2 938*	*2 403*
Závazky k zaměstnancům	*163*	*221*	*335*	*308*	*277*
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	*5 910*	*7 547*	*7 317*	*6 754*	*7 561*
Stát - daňové závazky a dotace	*4 472*	*3 889*	*2 875*	*5 268*	*7 365*
Krátkodobé přijaté zálohy	*116*	*132*	*675*	*67*	*60*
Dohadné účty pasivní	*3 004*	*9 716*	*11 034*	*7 621*	*9 921*
Jiné závazky	*18 066*	*13 870*	*16 268*	*12 663*	*15 427*
Bankovní úvěry a výpomoci	**125 000**	**162 792**	**251 172**	**242 188**	**253 714**
Bankovní úvěry dlouhodobé			*50 688*	*36 204*	*21 720*
Krátkodobé bankovní úvěry	*125 000*	*162 792*	*200 484*	*205 984*	*231 994*
Ostatní pasiva	**15 642**	**9 607**	**2 240**	**24 138**	**10 448**

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2009-2013

Tržby za prodej zboží	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Tržby za prodej zboží	242 606	250 518	295 314	326 883	339 498
Náklady vynaložené na prodané zboží	187 435	192 774	228 636	253 829	265 732
Obchodní marže	**55 171**	**57 744**	**66 678**	**73 054**	**73 766**
Výkony	**1 569 475**	**1 541 264**	**1 627 876**	**1 847 503**	**1 809 384**
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 501 878	1 465 675	1 566 843	1 765 869	1 743 778
Změna stavu zásob vlastní činnosti	11 242	13 988	-4 821	9 490	-4 454
Aktivace	56 355	61 601	65 854	72 144	70 060
Výkonová spotřeba	**1 263 426**	**1 239 702**	**1 339 645**	**1 573 486**	**1 513 243**
Spotřeba materiálu a energie	1 062 545	1 039 599	1 132 706	1 370 149	1 305 961
Služby	200 881	200 103	206 939	203 337	207 282
Přidaná hodnota	**361 220**	**359 306**	**354 909**	**347 071**	**369 907**
Osobní náklady	252 795	246 881	260 213	250 865	267 737
Mzdové náklady	190 243	180 854	182 618	178 473	185 177
Mzdy podíl na tržbách	*0,109*	*0,105*	*0,098*	*0,085*	*0,089*
Odměny členům orgánů společnosti a druž-stva	372	372	372	361	372
Náklady na sociální zabezpečení a zdravot. poj.	57 878	60 853	61 333	60 025	61 074
Sociální náklady	4 302	4 802	15 890	12 006	21 114
Daně a poplatky	1 654	1 339	1 366	1 687	2 353
Odpisy DNM a DHM	37 960	39 035	45 508	46 979	46 569
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	9 595	1 440	3 145	6 146	7 404
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	7 383	698	115	359	712
Tržby z prodeje materiálu	2 212	742	2 030	5 787	6 692
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	8 551	1 984	3 848	5 595	5 578
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	7 238	1 366	1 885	76	221
Prodaný materiál	1 313	618	1 963	5 519	5 357
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příš-tích období	-2 354	-5 532	-165	7 248	-7 479
Ostatní provozní výnosy	2 031	5 602	7 196	8 013	8 543
Ostatní provozní náklady	14 184	18 468	12 981	12 666	14 228
Provozní výsledek hospodaření	**60 056**	**64 173**	**41 472**	**36 190**	**56 868**
Výnosové úroky	7	3	410	935	781
Nákladové úroky	4 246	2 409	3 225	3 871	2 866
Ostatní finanční výnosy	17 528	10 286	8 131	15 007	9 405
Ostatní finanční náklady	15 971	8 823	15 846	13 631	16 428
Finanční výsledek hospodaření	**-2 682**	**-943**	**-10 530**	**-1 560**	**-9 108**
Daň z příjmů za běžnou činnost	11 726	13 584	7 643	8 262	10 730
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	45 648	49 646	23 299	26 368	37 030
Výsledek hospodaření za účetní období	**45 648**	**49 646**	**23 299**	**26 368**	**37 030**
Výsledek hospodaření před zdaněním	57 374	63 230	30 942	34 630	47 760

PŘÍLOHA PIII: VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ 2009-2013

Položka (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Počáteční stav peněžních prostředků a ekvivalentů na počátku účetního období	**7 374**	**10 995**	**14 791**	**25 441**	**22 094**
Peněžní doky z provozní činnosti					
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	**57 374**	**63 230**	**30 942**	**34 630**	**47 760**
Úprava o nepeněžní operace	39 700	36 577	48 928	56 880	40 684
Odpisy stálých aktiv - zničení, fyzická likvidace, poškození, dary	37 960	39 035	45 508	46 979	46 569
Změna stavu opravných položek a rezerv	-2 354	-5 532	-165	7 248	-7 479
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-145	668	770	-283	-491
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky (mimo kapitalizovaných)	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	**97 074**	**99 807**	**79 870**	**91 510**	**88 444**
Úpravy oběžných aktiv	**2 788**	**25 802**	**-92 396**	**-13 560**	**15 759**
Změna stavu pohledávek	31 642	5 711	-70 222	-32 981	74 506
Změna stavu krátkodobých závazků, běžných úvěrů a výpomocí	-19 996	39 359	-22 971	27 242	-53 483
Změna stavu zásob	-8 858	-19 268	797	-7 821	-5 264
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	**99 862**	**125 609**	**-12 526**	**77 950**	**10 4203**
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných úroků	-4 246	-2 409	-3 225	-3 871	-2 866
Přijaté úroky	7	3	410	935	781
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a za doměrky daně minulého období	-8 899	-6 494	-8 337	-4 194	-4 442
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	**86 724**	**116 709**	**-23 678**	**70 820**	**97 676**
Peněžní toky z investiční činnosti					
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-66 739	-144 858	-49 043	-58 064	-102 578
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	**-59 356**	**-144 160**	**-47 928**	**-57 705**	**-101 866**
Peněžní toky z finanční činnosti					
Dopady změn dlouhodobých (příp. krát.) závazků spadajících do finanční činnosti	-18 300	37 792	88 380	-8 984	11 526
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-5 447	-6 545	-6 124	-7 478	-5 692
Přímé platby na vrub fondů	-447	-945	-524	-478	-692
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku vč. srážkové daně	-5 000	-5 600	-5 600	-7 000	-5 000
Peněžní toky z finanční činnosti	**-23 747**	**31 247**	**82 256**	**-16 452**	**5 834**
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	**3 621**	**3 796**	**10 650**	**-3 347**	1 644
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	**10 995**	**14 791**	**25 441**	**22 094**	**23 738**

PŘÍLOHA P IV: PLÁNOVANÁ ROZVAHA 2014-2017

Položka (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý majetek	**642 963**	**675 047**	**720 999**	**763 380**
Dlouhodobý nehmotný majetek	15 479	16 071	16 217	17 243
Dlouhodobý hmotný majetek	627 484	658 975	704 782	746 136
Pozemky	20 998	20 998	20 998	20 998
Stavby	345 383	353 564	361 116	368 040
Samostatné movité věci aj.	261 103	284 414	322 668	357 098
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	**318 605**	**341 168**	**364 932**	**383 785**
Zásoby	**89 087**	**95 006**	**100 371**	**108 212**
Materiál	38 326	43 691	48 497	55 772
Nedokončená výroba a polotovary	23 048	23 278	23 511	23 746
Výrobky	23 170	23 402	23 636	23 872
Zboží	4 543	4 634	4 727	4 821
Dlouhodobé pohledávky	**19 000**	**9 000**	**0**	**0**
Pohledávky za společníky	19 000	9 000	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	**189 515**	**222 706**	**250 230**	**269 761**
Krátkodobý finanční majetek	**21 003**	**14 456**	**14 331**	**5 812**
Ostatní přechodné účty	**7 987**	**7 987**	**7 987**	**7 987**
Aktiva celkem	**969 555**	**1 024 202**	**1 093 918**	**1 155 152**

Vlastní kapitál	**462 694**	**506 296**	**554 598**	**607330**
Základní kapitál	150 000	150 000	150 000	150 000
Kapitálové fondy	360	360	360	360
Fondy ze zisku	32 108	32 108	32 108	32 108
Výsledek hospodaření minulých let	**241 495**	**280 226**	**323 828**	**372 130**
Nerozdělený zisk minulých let	246 495	285 226	328 828	377 130
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období	**38 731**	**43 602**	**48 302**	**52 732**
Cizí zdroje	**496 413**	**507 457**	**528 872**	**537374**
Dlouhodobé závazky	**0**	**0**	**0**	**0**
Krátkodobé závazky	**242 403**	**268 457**	**287 481**	**293 570**
Bankovní úvěry a výpomoci	**254 010**	**239 000**	**241 390**	**243 804**
Bankovní úvěry dlouhodobé	17 376	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	236 634	239 000	241 390	243 804
Ostatní pasiva	**10 448**	**10 448**	**10 448**	**10 448**
Pasiva celkem	**969 555**	**1 024 202**	**1 093 918**	**1 155 152**

PŘÍLOHA P V: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2014-2017

Položka (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Tržby za prodej zboží	362 059	380 197	399 148	412 593
Náklady vynaložené na prodané zboží	280 635	294 693	309 383	319 804
Obchodní marže	**81 424**	**85 503**	**89 765**	**92 789**
Výkony	**1 980 290**	**2 084 352**	**2 185 917**	**2 254 817**
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 900 811	1 996 033	2 095 529	2 166 114
Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 788	6 735	4 737	168
Aktivace	77 692	81 584	85 650	88 535
Výkonová spotřeba	**1 685 767**	**1 771 591**	**1 852 270**	**1 909 011**
Spotřeba materiálu a energie	1 476 812	1 560 949	1 639 928	1 694 956
Služby	208 955	210 642	212 342	214 055
Přidaná hodnota	**375 947**	**398 265**	**423 412**	**438 595**
Osobní náklady	272 394	286 021	300 260	305 001
Mzdové náklady	192 981	202 648	212 750	215 916
Odměny členům orgánů společnosti	372	372	372	372
Náklady na SZP	65 614	68 900	72 335	73 411
Sociální náklady	13 428	14 100	14 803	15 302
Daně a poplatky	2 556	2 684	2 818	2 913
Odpisy dlouhodobého DNM a DHM	44 619	49 229	53 839	58 449
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3493	3400	3400	3400
Ostatní provozní výnosy	5 602	7 196	8 013	8 543
Ostatní provozní náklady	18 468	12 981	12 666	14 228
Provozní výsledek hospodaření	**49 678**	**53 027**	**58 659**	**64 016**
Výnosové úroky	679	713	748	774
Nákladové úroky	3 487	3 281	3 314	3 347
Ostatní finanční výnosy	14 525	15 252	16 012	16 552
Ostatní finanční náklady	13 577	11 881	12 473	12 894
Finanční výsledek hospodaření	**-1 861**	**803**	**973**	**1 085**
Daň z příjmů za běžnou činnost	9 085	10 228	11 330	12 369
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	38 731	43 602	48 302	52 732
Výsledek hospodaření za účetní období	**38 731**	**43 602**	**48 302**	**52 732**
Výsledek hospodaření před zdaněním	47 817	53 830	59 632	65 101

PŘÍLOHA P VI: PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ 2014-2017

Položka (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017
Počáteční stav peněžních prostředků a ekvivalentů na počátku účetní období	**23 738**	**21 003**	**14 456**	**14 331**
Peněžní doky z provozní činnosti				
Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	**38 731**	**43 602**	**48 302**	**52 732**
Úprava o nepeněžní operace	44 619	49 229	53 839	58 449
Odpisy stálých aktiv - zničení, fyzická likvidace, poškození, dary	44 619	49 229	53 839	58 449
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami	**83 350**	**92 831**	**102 141**	**111 181**
Úpravy oběžných aktiv	**11 460**	**-689**	**-2 475**	**-18 870**
Změna stavu pohledávek	-19 961	-23 190	-18 524	-19 531
Změna stavu krátkodobých závazků, BÚ a výpomocí	35 804	28 420	21 415	8 502
Změna stavu zásob	-4 382	-5 919	-5 366	-7 841
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	**94 811**	**92 142**	**99 665**	**92 311**
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-9 085	-10 228	-11 330	-12 369
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	**85 726**	**81 915**	**88 335**	**79 942**
Peněžní toky z investiční činnosti				
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-83 461	-83 461	-83 461	-83 461
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	**-83 461**	**-83 461**	**-83 461**	**-83 461**
Peněžní toky z finanční činnosti				
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně srážkové daně	-5 000	-5 000	-5 000	-5 000
Peněžní toky z finanční činnosti	**-5 000**	**-5 000**	**-5 000**	**-5 000**
Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostředků	-2 735	-6 546	-126	-8 519
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	**21 003**	**14 456**	**14 331**	**5 812**

PŘÍLOHA P VII: OHODNOCENÍ RIZIKOVÝCH FAKTORŮ PRO METODU M&M

						Stupeň rizika			
				riziko	stupeň	nízký	přiměřený	zvýšený	vysoký
1. Rizika na úrovni oboru									
	1.1 Dynamika oboru			nízké	1	■			
	1.2 Závislost oboru na hospodářském cyklu			přiměřené	2	■	■		
	1.3 Potenciál inovací v oboru			přiměřené	2	■	■		
	1.4 Určování trendů v oboru			přiměřené	2	■	■		
	0			-	0				
2. Rizika na úrovni trhu									
	2.1 Kapacita trhu, možnost expanze			zvýšené	3	■	■	■	
	2.2 Rizika dosažení tržeb			přiměřené	2	■	■		
	2.3 Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy			přiměřené	2	■	■		
	0			-	0				
3. Rizika z konkurence									
	3.1 Intenzita konkurence			vysoké	4	■	■	■	■
	3.2 Konkurenceschopnost výrobků			nízké	1	■			
	3.3 Cenová politika			nízké	1	■			
	3.4 Kvalita, řízení kvality			přiměřené	2	■	■		
	3.5 Výzkum a vývoj			přiměřené	2	■	■		
	3.6 Reklama a propagace			zvýšené	3	■	■	■	
	3.7 Distribuce a servis			nízké	1	■			
	0			-	0				
4. Managament									
	4.1 Vize, strategie			zvýšené	3	■	■	■	
	4.2 Klíčové osobnosti			přiměřené	2	■	■		
	4.3 Organizační struktura			nízké	1	■			
	0			-	0				
5. Výrobní proces									
	5.1 Struktura výrobků - hodnocení pouze z pohledu výrobních rizi			nízké	1	■			
	5.2 Technologické možnosti výroby			nízké	1	■			
	5.3 Pracovní síla			přiměřené	2	■	■		
	5.4 Dodavatelé			přiměřené	2	■	■		
	0			-	0				
6. Specifické faktory ziskových marží (přidané hodn.)									
	6.1 Úroveň fixních nákladů			přiměřené	2	■	■		
	6.2 Postavení podniku vůči odběratelům			přiměřené	2	■	■		
	6.3 Postavení podniku vůči dodavatelům			přiměřené	2	■	■		
	6.4 Bariéry vstupu do odvětví			zvýšené	3	■	■	■	
	0			-	0				
7. Faktory rizika financování									
	7.1 Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál			vysoké	4	■	■	■	■
	7.2 Krytí úroků - EBIT / placené úroky			nízké	1	■			
	7.3 Krytí splátek úvěrů z provozního cash flow (EBDIT / splátky c			zvýšené	3	■	■	■	
	7.4 Podíl čistého pracovního kapitálu (PK) na oběžných aktivech			vysoké	4	■	■	■	■
	7.5 Běžná a rychlá likvidita			vysoké	4	■	■	■	■
	7.6 Průměrná doba inkasa pohledávek			zvýšené	3	■	■	■	
	7.7 Průměrná doba držení zásob			přiměřené	2	■	■		
	0			-	0				

PŘÍLOHA P VIII: OHODNOCENÍ RIZIKOVÝCH FAKTORŮ PRO METODU G&H

						Stupeň rizika			
				riziko	stupeň	nízký	přiměřený	zvýšený	vysoký
1. Riziko trhu									
	1.1 Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy			přiměřené	2				
	1.2 Provedený průzkum trhu, připomínky zákazníků			přiměřené	2				
	1.3 Rizika dosažení tržeb			přiměřené	2				
	1.4 Kapacita trhu, možnost expanze			zvýšené	3				
	1.5 Ostatní rizika trhu			přiměřené	2				
	1.6 Identifikace zákazníka, hlavní odběratelé			nízké	1				
	1.7 Odbytový plán			přiměřené	2				
	1.8 Riziko konkurence			vysoké	4				
	1.9 Faktory konkurenční schopnosti			nízké	1				
	1.10 Cenová politika			nízké	1				
	1.11 Reklama a propagace			přiměřené	2				
	1.12 Distribuce a servis			nízké	1				
	0			-	0				
2. Výrobní rizika									
	2.1 Technologické možnosti výroby			nízké	1				
	2.2 Materiál, polotovary, suroviny, dodavatelé			přiměřené	2				
	2.3 Struktura výrobků			nízké	1				
	2.4 Kvalita, řízení kvality			přiměřené	2				
	2.5 Výzkum a vývoj (rizika zaostání)			přiměřené	2				
	2.6 Pracovní síla			přiměřené	2				
	0			-	0				
3. Rizika oboru									
	3.1 Rizika oboru			přiměřené	2				
	3.2 Závislost na odběratelích			zvýšené	3				
	3.3 Sezonní vlivy			nízké	1				
	3.4 Trendy v oboru			přiměřené	2				
	0			-	0				
4. Rizika managementu, vlastníků									
	4.1 Strategie, cíle, image firmy			zvýšené	3				
	4.2 Klíčové osobnosti			přiměřené	2				
	4.3 Vlastníci společnosti			přiměřené	2				
	4.4 Management			nízké	1				
	4.5 Organizační struktura			nízké	1				
	4.6 Ekonomické a finanční informace pro řízení			nízké	1				
	0			-	0				
5. Finanční rizika									
	5.1 Běžná a rychlá likvidita			vysoké	4				
	5.2 Průměrná doba inkasa pohledávek			zvýšené	3				
	5.3 Průměrná doba držení zásob			přiměřené	2				
	5.4 Průměrná doba splatnosti závazků dodavatelům			zvýšené	3				
	5.5 Krytí úroků			nízké	1				
	5.6 Krytí splátek úvěrů z provozního cash flow			zvýšené	3				
	5.7 Poměr cizí / vlastní kapitál			vysoké	4				
	5.8 Zisk po zdanění / Vlastní kapitál (ROE)			nízké	1				
	0			-	0				