

Projekt stanovení hodnoty společnosti VITAR, s.r.o. vybranými výnosovými metodami oceňování

Bc. Václav Kenša

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: **Václav Kenša**
Osobní číslo: **M13314**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty společnosti VITAR, s.r.o.
vybranými výnosovými metodami oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- **Zpracujte teoretické poznatky k problematice oceňování podniku.**

II. Praktická část

- **Provedte analýzu vnitřního a vnějšího prostředí podniku.**
- **Sestavte strategický finanční plán na základě předchozí analýzy.**
- **S využitím vybraných výnosových metod oceňování stanovte hodnotu podniku.**

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

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. 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. Přemysl Pálka, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **16. února 2015**
Termín odevzdání diplomové práce: **27. dubna 2015**

Ve Zlíně dne 16. února 2015

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



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 27.4.2015



.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práce je zaměřená na stanovení hodnoty společnosti VITAR, s.r.o. vybranými výnosovými metodami. Práce je rozdělena na dvě hlavní části, teoretickou a praktickou. Teoretická část popisuje teoretické poznatky týkající se problematiky oceňování podniku. Praktická část se skládá z analytického a projektového oddílu. Analytický oddíl je zaměřen na analýzu vnějšího, vnitřního a tržního prostředí podniku. V rámci projektového oddílu je provedeno stanovení hodnoty společnosti s využitím strategického finančního plánu, stanovením diskontní míry a vymezením nutného provozního kapitálu.

Klíčová slova: hodnota, oceňování, diskontní míra, strategický finanční plán, volný peněžní tok, výnosové metody

ABSTRACT

Thesis deals with determination value of the company VITAR, s.r.o. by using selected yield methods. The thesis is divided into two main parts, theoretical and practical. The theoretical part describes theoretical importance relating valuation. Practical part consists of analytical and project section. The analytical section deals with analysis of external, internal and market environment. In the project section is determined value of the company by using strategic financial plan, determination of discount rate and definition of net operating capital.

Keywords: value, valuation, discount rate, strategic financial plan, free cash flow, yield methods

Na tomto místě bych rád poděkoval panu Ing. Přemyslu Pálkovi, jako vedoucímu mé diplomové práce, za cenné rady a připomínky. Také bych chtěl poděkovat celé společnosti VITAR, s.r.o. za možnost spolupráce. Jmenovitě poté paní finanční ředitelce Petře Brodecké za důležité poznatky o společnosti, ale především za ochotu a vstřícnost. V neposlední řadě bych rád poděkoval svým přátelům a rodině, protože bez nich bych nebyl tam kde jsem, a tím kým jsem.

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 PROBLEMATIKA OCEŇOVÁNÍ	13
1.1 VYMEZENÍ PODNIKU.....	13
1.2 OCEŇOVÁNÍ A LEGISLATIVA.....	14
1.3 DEFINICE HODNOTY.....	15
1.4 KATEGORIE HODNOTY.....	16
1.4.1 Tržní hodnota.....	16
1.4.2 Investiční hodnota.....	17
1.4.3 Objektivizovaná hodnota.....	17
1.4.4 Kolínská škola.....	18
2 FAKTOR RIZIKA A ČASU	19
2.1 ČAS.....	19
2.2 RIZIKO.....	19
2.2.1 Klasifikace rizika.....	20
2.2.2 Systematické riziko a nesystematické riziko.....	20
2.2.3 Obchodní riziko a finanční riziko.....	21
2.3 STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL.....	21
2.3.1 Stanovení nákladů na cizí kapitál.....	21
2.3.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál.....	22
2.3.3 Stanovení nákladů na celkový kapitál.....	22
2.3.4 Diskontní míra a míra kapitalizace.....	23
2.3.5 Vztah diskontní míry s kategorií hodnoty.....	23
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU	24
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	25
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	26
3.2.1 Makroekonomická analýza.....	26
3.2.2 Mikroekonomická analýza.....	27
3.2.3 Tržní prostředí.....	27
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	28
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV.....	28
3.5 ANALÝZA GENERÁTORŮ HODNOTY.....	29
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	29
4 VÝNOSOVÉ METODY OCENĚNÍ	30
4.1 METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ.....	31
4.1.1 Úprava investovaného kapitálu.....	31
4.1.2 Metoda DCF entity.....	31
4.1.3 Metoda DCF equity.....	32
4.1.4 Metoda APV.....	33
4.1.5 Technika propočtu hodnoty.....	34
4.1.6 Určení pokračující hodnoty.....	35

4.2	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	36
4.2.1	Analytická metoda	36
4.2.2	Paušální metoda	37
4.3	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	37
5	NOVÉ TRENDY V OCEŇOVÁNÍ.....	39
II	PRAKTICKÁ ČÁST	40
6	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI.....	41
6.1	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	41
6.2	STRATEGIE SPOLEČNOSTI	42
7	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	43
7.1	MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA.....	43
7.1.1	Politické prostředí	43
7.1.2	Ekonomické prostředí	44
7.1.3	Sociální faktory	46
7.1.4	Technologické faktory	47
7.1.5	Základní surovina.....	48
7.2	MIKROEKONOMICKÁ ANALÝZA	49
7.2.1	Identifikace produktů	49
7.2.2	Identifikace konkurentů	49
7.2.3	Potenciální konkurenti	51
7.2.4	Nové substituční produkty	52
7.2.5	Vliv odběratelů.....	52
7.2.6	Vliv dodavatelů	52
7.2.7	Konkurenční výhoda společnosti	53
7.3	TRŽNÍ PROSTŘEDÍ	54
7.3.1	Vymezení relevantního trhu	54
7.3.2	Citlivost trhu na hospodářský cyklus	55
7.3.3	Analýza atraktivnosti trhu	56
7.3.4	Vývoj trhu a predikce tržeb	57
7.4	ZÁVĚRY KE STRATEGICKÉ ANALÝZE	58
8	FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI.....	59
8.1	ANALÝZA ROZVAHY	59
8.1.1	Analýza aktiv	59
8.1.2	Analýza pasiv	60
8.2	ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT	61
8.2.1	Analýza výnosů	62
8.2.2	Analýza nákladů	62
8.3	ZLATÉ BILANČNÍ PRAVIDLO.....	63
8.4	POMĚROVÉ UKAZATELE	64
8.4.1	Ukazatele zadluženosti.....	64
8.4.2	Ukazatele aktivity.....	65
8.4.3	Ukazatele likvidity	66
8.4.4	Ukazatele rentability	67
8.5	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	68
8.5.1	Spider analýza	68

8.5.2	Altmanovo Z-skóre	69
8.6	ZÁVĚRY K FINANČNÍ ANALÝZE.....	69
9	SWOT ANALÝZA	71
10	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....	72
10.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT	72
10.2	PLÁN ROZVAHY	75
10.2.1	Plán aktiv.....	75
10.2.2	Plán pasiv	79
10.3	PLÁN PENĚŽNÍCH TOKŮ	80
10.4	ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	81
11	POUŽITÍ VÝNOSOVÝCH METOD PRO POTŘEBY OCENĚNÍ.....	83
11.1	STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL	83
11.1.1	Stanovení nákladů na cizí kapitál.....	83
11.1.2	Stanovení nákladů na vlastní kapitál.....	83
11.1.3	Stanovení nákladů na celkový kapitál.....	88
11.2	VYMEZENÍ MAJETKU	89
11.3	POUŽITÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD	90
11.3.1	Metoda DCF entity.....	90
11.3.2	Metoda DCF entity s vyladěnou kapitálovou strukturou	93
11.3.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty	95
11.4	ANALÝZA CITLIVOSTI.....	96
	ZÁVĚR	97
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	99
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	103
	SEZNAM OBRÁZKŮ	105
	SEZNAM TABULEK.....	106
	SEZNAM PŘÍLOH.....	108

ÚVOD

Hodnota a vytváření hodnot jsou věci, které by měl mít na paměti každý člověk. Lidé po celém světě mají odlišné priority a názory, proto se i jejich hodnoty v životě liší. Vytváření hodnot je v dnešní době velmi skloňované téma, a to jak na úrovni mezilidských vztahů, tak v rámci podnikové ekonomie v souvislosti s primárním cílem podnikání. Vlastníci podniků a investoři po celém světě mají primární zájem na růstu svých prvotních investic v podobě jejich rostoucí hodnoty.

Tato diplomová práce je zaměřená na stanovení hodnoty společnosti VITAR, s.r.o. k datu 1. ledna 2015 pro interní potřeby managementu společnosti. Tento podnik patří mezi ryze české rodinné podniky zabývající se výrobou doplňků stravy. Vlastníci této společnosti také usilují o to, aby jejich podnik tvořil hodnoty, a zároveň tak mohl zvyšovat svou vlastní vnitřní hodnotu. Tato charakteristika silně koresponduje s hlavním mottem společnosti: „*Pomáháme vést lidem zdravější život.*“ Nástrojem ke stanovení hodnoty společnosti byly využity vybrané výnosové metody vycházející ze strategického finančního plánu.

Diplomová práce se skládá ze dvou hlavních částí, teoretické a praktické. V teoretické části jsou zpracovány teoretické poznatky zabývající se problematikou oceňování podniku, které vychází ze studia dostupných zdrojů jak tuzemských, tak zahraničních. Praktická část se skládá ze dvou hlavních oddílů. První oddíl je analytický. Tento oddíl se zaměřuje na charakteristiku společnosti VITAR, s.r.o., provedení strategické analýzy zaměřené na vnější, vnitřní a tržní prostředí včetně predikce růstu tržeb v budoucích čtyřech letech. Dále se za pomoci finanční analýzy zaměřuje na finanční zdraví podniku tak, aby bylo zřejmé, že podnik je schopen generovat volné peněžní prostředky, které představují základ pro výnosové metody ocenění. Závěrem analytického oddílu jsou shrnuty výsledky strategické a finanční analýzy pomocí SWOT analýzy.

Druhý oddíl praktické části se označuje jako projektový (řešící). Obsahem tohoto oddílu je sestavení strategického finančního plánu na následující čtyři roky s využitím predikovaných tržeb zjištěných pomocí strategické analýzy, ve kterém jsou také promítnuty budoucí záměry a strategie společnosti. V dalších částech projektového oddílu je určena diskontní míra a vymezen provozně nutný investovaný kapitál. Na základě předchozích propočtů jsou následně aplikovány vybrané výnosové metody, které determinují výslednou hodnotu společnosti VITAR, s.r.o.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Primárním cílem diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti VITAR, s.r.o. vybranými výnosovými metodami. Diplomová práce se skládá ze dvou částí, teoretické a praktické. Cílem teoretické části je zpracování teoretických poznatků zabývajících se problematikou oceňování. K tomu byly využity literární zdroje jak tuzemské, tak zahraniční.

Praktická část se skládá ze dvou oddílů, analytického a projektového. V analytickém oddílu je obsažena charakteristika společnosti na základě veřejných údajů o společnosti z domovských stránek. Dále je zde strategická analýza složená z vnějšího, vnitřního a tržního prostředí. Pro vnější prostředí byla využita PEST analýza, vnitřní prostředí bylo hodnoceno na základě Porterových pěti sil. Tržní prostředí bylo určeno dle interních informací společnosti a aktuálních informací dle periodika Panorama zpracovatelského průmyslu, které je zveřejňováno Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. V souvislosti s tržním prostředím je zde obsažena predikce tržeb na základě vývoje relevantního trhu dle regresní analýzy. Po strategické analýze následuje finanční analýza. Finanční analýza zhodnocuje podnik za posledních pět let existence s využitím základních účetních výkazů. Finanční analýza je tvořena vertikální a horizontální analýzou účetních výkazů, základními skupinami poměrových ukazatelů a dvěma souhrnnými ukazateli. Poslední část analytického oddílu je tvořena SWOT analýzou, která shrnuje výsledky strategické a finanční analýzy.

Projektový oddíl je zaměřen na sestavení strategického finančního plánu a výpočtu hodnoty společnosti. Strategický finanční plán byl sestaven na základě predikovaných tržeb zjištěných ze strategické analýzy, údajů z minulých let, ale především ze strategie a záměrů společnosti, zjištěných z osobních konzultací. V rámci výpočtu hodnoty byly vybrány dvě základní metody, metoda DCF entity a metoda založená na ukazateli ekonomické přidané hodnoty. Nejprve je určena diskontní míra pomocí vážených nákladů na vlastní a cizí kapitál. Poté je vymezen investovaný kapitál na majetek provozně nutný a provozně nutný pracovní kapitál. První hodnota DCF entity vychází z WACC pro jednotlivé fáze. Diskontní míra je následně upravena dle vyladění kapitálové struktury a výpočet je proveden opětovně. Tato nově zjištěná diskontní míra je použita i pro výpočet pomocí ukazatele EVA. Výsledky jsou totožné z důvodu stejného vymezení korigovaného provozního zisku hospodaření, provozně nutného investovaného kapitálu a stanovení jednotné diskontní míry dle vyladění kapitálové struktury.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 PROBLEMATIKA OCEŇOVÁNÍ

Podstatou oceňování podniku je stanovení hodnoty podniku. Znalost účetní hodnoty podniku je již dávno překonána a do popředí se dostává hodnota tržní. V podmínkách České republiky je určování hodnoty podniků spojeno s přílivem zahraničního kapitálu spolu s transformací české ekonomiky, vlastnických vztahů a vlnou privatizací z devadesátých let. Naproti tomu ve vyspělých západních zemích, jako jsou USA nebo Německo, je problematika oceňování velmi vyspělá a na vysoké úrovni. Základním pojmem oceňování podniku je podnik. (Kislingerová, 2001, s. 1-2)

1.1 Vymezení podniku

Podnik lze definovat vícero způsoby. Podle Maříka (2011a, s.15) je podnik aktivum, které se liší svými specifickými vlastnostmi, protože je velmi málo likvidní, což souvisí s malou účinností trhů. Obchodní zákoník definuje podnik v § 5 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 ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ (ČESKO, 1991, § 5, odst. 1)

Tato definice podniku nemusí nutně odpovídat ekonomické skutečnosti. Je zde zdůrazněn vlastnický vztah, avšak je pominuta zdrojová podstata podniku. Definice totiž předpokládá, že veškeré majetkové hodnoty, které podnikatel při svých aktivitách využívá, sám vlastní. Je zde zcela pominut vliv dluhů nebo závazků. Podnikatel však musí tyto majetkové hodnoty splácet. (Vomáčková, 2002, s. 20)

Cisko a Štofková (2013, s. 20) definují podnik jako jednotku ekonomického rozhodování a řadí jej mezi základní subjekt tržní ekonomiky, který má typické znaky a vlastnosti a jeho postavení vyplývá ze vzájemného působení na okolí. Podniková aktivita je orientována na cíl, který představuje zdroj podnikatelské strategie.

Jiní autoři jdou i dál a nebojí se přirovnávat podnik k živému organismu. Girstlová (2011, s. 9) vychází z poznatků, že podnik je integrovaný systém, který je podstatný pouze jako celek. Jednotlivé součásti podniku jsou pouze sekundární části. Tyto součásti se musí vzájemně podmiňovat a ovlivňovat tak, aby celek fungoval co nejlépe. Podobné souvislosti, lze pozorovat v přírodě, proto je zde patrná paralela podniku s živým organismem.

I přes ztotožnění se z výše uvedenými definicemi podniku je zcela jisté, že oceňovatel musí při svém postupu chápat jednotlivé součásti podniku v širších souvislostech. Ať už se jedná o jednotlivé skupiny majetku, zdroje krytí finančních potřeb, ale i schopnosti a dovednosti pracovníků a managementu v podobě lidského kapitálu a osobních složek podnikání. (Mařík, 2011a, s. 15-16)

1.2 Oceňování a legislativa

V České republice neexistuje jednotný zákon, který by upravoval problematiku oceňování podniku. Ve světě se lze setkat s výraznou vlnou standardizace díky globálnímu prostředí. Tato standardizace výrazným způsobem ovlivňuje národní zvyklosti a regulace problematiky oceňování. Pravidla světové standardizace jsou však velmi endogenní a mají spontánní povahu. Konkrétní cíle, účely nebo záměry mohou být jen stěží identifikovány. Pravidla a standardizace v oceňování by měly sloužit k tomu, aby se uživatelé mohli lépe zorientovat v komplexním hospodářském mechanismu, a díky tomu lépe pochopili lokální specifika. (Krabec, 2009, s. 166)

Mařík (2011a, s. 18) zdůrazňuje, že oceňování podniku by se mělo opírat o ekonomickou teorii a realitu. Zároveň dělí jednotlivé právní předpisy do následujících skupin:

1. České předpisy:

- a) Zákon o oceňování majetku č.151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí – zákon je závazný pouze při oceňování majetku za účelem konkurzu a vyrovnání. Problematiku oceňování jako celku pomíjí, protože se zabývá spíše dílčím oceňováním majetkových položek.
- b) Metodický pokyn ČNB – tento pokyn je určen pro oceňování podniků za účelem znaleckých posudků předkládajících se ČNB. Jedná se především o posudky týkající se cen akcií při nabídkách na odkoupení minoritních podílů.

2. Nadnárodní předpisy

Mezi tyto standardy patří Mezinárodní oceňovací standardy (IVS) a Evropské oceňovací standardy (EVS). Oba standardy obsahují definice hodnoty a ucelené zásady oceňování. Nejedná se o závazné předpisy, ale o soubor mezinárodních doporučení, zásad a přístupů.

3. Národní standardy zemí

Mezi národní standardy zemí patří Americké oceňovací standardy US PAP a Německý standard IDW S1. Americký standard je pro evropské země inspirativní, protože oceňování má v USA dlouhodobou tradici a rozvinutější podmínky. Naproti tomu německý standard je přímo pro potřeby oceňování podniku a jako jediný obsahuje i řadu inspirativních příkladů.

Výše uvedené standardy jsou pravidelně doplňovány a aktualizovány, proto je potřeba při jejich aplikaci vycházet z aktuálních předpisů a standardů. (Mařík, 2011a, s. 18-19)

1.3 Definice hodnoty

Hodnota slouží jako měřítko tržní ekonomiky. Lidé po celém světě transformují své úspory do investic ať už v podobě akcií, dluhopisů, finančních derivátů, termínovaných vkladů nebo jiných forem aktiv. Tomuto jevu dochází proto, že v budoucnu očekávají růst hodnoty právě těchto aktiv. Hodnota jim napomáhá jako měřítko výkonnosti těchto investic. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010, s. 3)

Profesor Damodaran (c2011, s. 4-5) poukazuje na fakt, že hodnota jako taková je ve své podstatě velmi obtížně definovatelná, a to z prostého důvodu. Hodnota může být jak vnitřní, tak relativní. Vnitřní hodnota vychází z předpokladu aktiva, které v budoucnu přinese očekávaný výnos (příjem). Avšak co jeden investor může vidět jako nesmírně cenné a hodnotné, jiný by tuto investici nikdy neuskutečnil. A to z důvodu odlišných potřeb investorů. Příkladem může být hodnota nemovitosti v centru města pro rodinu, která chce žít na venkově. Hodnota je proto velmi subjektivní. Tato vlastnost je uplatňována právě při oceňování.

Mařík (2011a, s. 20) člení hodnotu jak na užitnou, tak na hodnotu směnou. Užitná hodnota je daná charakterem konkrétního aktiva. Stejně jako hodnota relativní je založena na specifických potřebách, které jsou neomezené. Pokud se dané aktivum nachází v omezeném množství a splňuje požadavky užité hodnoty, lze jej samovolně směňovat za jiné aktiva, hovoříme o směnné hodnotě. Pokud jsou předmětem směny peníze, dostáváme se do kategorie tržní ceny.

1.4 Kategorie hodnoty

Kategorie hodnoty jsou založeny na určitých bázích, které se snaží odpovídat na předem stanovené otázky. Mezi tyto otázky patří:

- a) Kolik peněz je ochoten zaplatit běžný zájemce, který vstupuje na trh?
- b) Jakou hodnotu má podnik pro konkrétního investora?
- c) Jaká hodnota je považována za nespornou?

Existují čtyři základní typy hodnot, ze kterých se vychází při oceňování podniku. Tržní hodnota (objektivní), investiční hodnota (subjektivní), objektivizovaná hodnota a hodnota založená na principu Kolínské školy. Každá z těchto jednotlivých kategorií se liší svými specifikami. (Mařík, 2011a, s. 21-22)

1.4.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota je odvozena od ochoty běžného zájemce trhu zaplatit konkrétní cenu. Tato hodnota je označována jako objektivní, protože vychází z ceny, která byla stanovena jako průřez nabídky a poptávky daného aktiva. To s sebou přináší určité podmínky:

- Ochotný kupující, který je ke koupi motivován bez nátlaku. Kupující není ochoten koupit za jakoukoli sumu, ale za takovou částku, která není vyšší než by trh požadoval.
- Ochotný prodávající, který prodává za účelem dosažení co nejlepší ceny, avšak tržně reálné. Zároveň není nucen prodat narychlo nebo pod cenou z důvodu finanční tísně.
- Pevně stanovené datum z důvodu proměnlivosti tržního prostředí a okolních vlivů. Delší časový horizont bych mohl hrát ve prospěch jak kupujícího, tak prodávajícího a naopak.
- Majetek by měl být rovněž vystaven náležitému marketingu tak, aby bylo možné srovnávat více nabídek od potenciálních zájemců, a tím co nejlépe dosáhnout tržní hodnoty. (Mařík, 2011a, s. 23)

Aby byla tržní hodnota aplikovatelná musí existovat dostatečně fungující trh. Často je tržní hodnota velmi úzce spjata s burzou cenných papírů a kapitálovými trhy. (Kislingerová, 2001, s. 14)

1.4.2 Investiční hodnota

Investiční hodnota je označována jako subjektivní. Teorie této hodnoty není vázána k trhu jako celku, ale k určitému konkrétnímu investorovi. Investor vystupuje v roli potenciálního kupujícího, a proto teorie investiční hodnoty odpovídá na otázku, jakou hodnotu má podnik právě pro tohoto investora. Do hodnoty by měly být zahrnuty budoucí užitky, které investor v budoucnu očekává.

Investiční hodnota má dvě základní podmínky:

- 1) Budoucí peněžní toky jsou odhadovány pouze a výhradně dle představ daného investora.
- 2) Diskontní míra, vyjadřující míru rizika, je stanovena na základě nejlepších alternativních příležitostí, které jsou investorovi k dispozici.

Subjektivní hodnota je hodnocena z jednoho úhlu pohledu, neexistuje zde protipól. Oproti subjektivní hodnotě vystupuje hodnota objektivizovaná. (Mařík, 2011a, s. 26-27)

1.4.3 Objektivizovaná hodnota

Zastánci této hodnoty argumentují faktem, že hodnota není objektivní. Zároveň poukazují na fakt, že subjektivní teorie hodnoty má řadu nedostatků, proto se v německy mluvících zemích objevil termín jako je objektivizovaná hodnota. Tato teorie hodnoty si klade za cíl určit takovou hodnotu, která by byla považována za co nejrealističtější a nevyvratitelnou. (Mařík, 2011a, s. 27)

Aby hodnota splnila tuto funkci musí být dodrženy jednotlivé zásady:

- Udržení substance – z podniku lze vybrat pouze tolik peněz, aby nebyla ohrožena majetková podstata (substance)
- Volný zisk – oceňuje se na základě volného vyprodukovaného zisku
- Nepotřebný majetek – pro účel ocenění se využije pouze provozně nutný majetek sloužící k hlavní činnosti, ostatní druhy majetku se dopočítají zvlášť
- Změny v podniku – předpoklad neměnnosti podniku, ocenit podnik jak „stojí a leží“
- Metoda – musí být jasná a zřetelná, pokud použije metodu jiný znalec, musí se dopracovat ke stejným výsledkům (Mařík, 1998, s. 16)

1.4.4 Kolínská škola

Kolínská škola vychází z problematiky tržního ocenění v podmínkách kontinentální Evropy. Jednak je zde příliš malý počet obdobných transakcí, nedostatek transparentnosti, ale v neposlední řadě je zde nejistota zda hodnota odpovídá předpokladu pokračující hodnoty podniku nebo se jedná pouze o synergii.

Je postavena na subjektivním oceněním, protože za adekvátní tržní hodnotu považuje tu, která vychází z kapitálového trhu, kde se obchodují pouze některé akciové společnosti. Při koupi a prodeji podniku se pak jedná o subjektivní hodnotu jak z pohledu prodávajícího, tak kupujícího. Hodnota postavená na základě Kolínské školy plní řadu funkcí:

- a) Poradenskou
- b) Rozhodčí
- c) Argumentační
- d) Komunikační
- e) Daňovou

Mezi nejdůležitější funkce patří především funkce poradenská, rozhodčí a argumentační. Tyto funkce jsou vzájemně propojeny a jsou postaveny tak, aby vzájemně vyvažovaly cenu mezi kupujícím a prodávajícím s důrazem na výhodnost dané transakce pro obě skupiny. Předmětem těchto funkcí jsou pojmy jako maximální cena, minimální cena nebo hraniční hodnota. (Mařík, 2011a, s. 30-31)

2 FAKTOR RIZIKA A ČASU

Faktory jako je čas nebo riziko hrají při oceňování podniku velmi významnou roli. Mohou to být právě tyto dva faktory, které rozhodnou o tom, zda kupující transakci uzavře či nikoli.

2.1 ČAS

Faktor času se využívá při přepočtu hodnoty budoucích příjmů na hodnotu současnou, a to jak pro jednotlivé oddělené majetkové položky, tak pro podnik jako funkční celek. Čas, jako jeden z faktorů, ovlivňuje investiční rozhodování, protože příjem, který investor obdrží dnes má vyšší hodnotu než tentýž příjem získaný v budoucnu. Je to z důvodu toho, že dřívější příjem lze opětovně investovat (reinvestovat) a díky tomu dosáhnout vyššího výnosu.

Podstatné je také brát v úvahu inflaci, která v delším časovém horizontu působí proti investorovi, snižuje jeho reálnou kupní sílu. V obou případech se projevuje tzv. časová hodnota peněz. Peněžní částky, které investor očekává, mohou mít více podob. Mohou to být jednorázové částky, řada stejně vysokých částek (anuita) nebo nekonečná řada stejně vysokých částek (perpetuita – věčná anuita). (Mařík, 2011a, s. 39)

2.2 RIZIKO

Podobně jako faktor času je významný, ně-li významnější, faktor rizika. Dávno předtím, než začali vznikat ekonomické teorie zabývající se vzájemným vztahem propojenosti rizika a výnosnosti, snažili se lidé při svých obchodech eliminovat riziko. Východisko spočívalo v tom, že za stejnou investici při vyšší míře rizika byla požadována vyšší výnosnost jako určitý stupeň kompenzace. (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 285)

Kislingerová (2001, s. 104) definuje riziko jako určitou míru nejistoty, díky které investor nedosáhne očekávaného výnosu. Tato situace může být způsobena řadou faktorů, ať už se jedná o faktory makroprostředí nebo faktory mikroprostředí podniku. Všechny tyto faktory musí být při kvantifikaci rizika zohledněny. Investor musí důkladně stanovit, analyzovat a změřit míru rizika, která souvisí s danou investicí. Na základě této analýzy, pak musí rizikovost investice promítnout do očekávaného výnosu. Odhadnutá míra rizika slouží jako důležitý pilíř pro budoucí ocenění podniku. Její špatný odhad může vést ke značnému zkreslení.

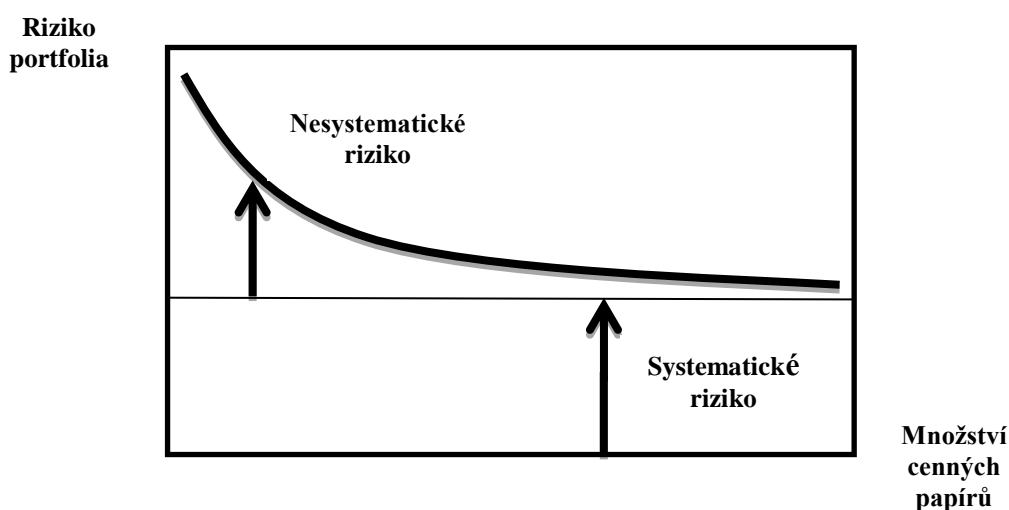
2.2.1 Klasifikace rizika

Existuje celá řada členění rizik, které mohou mít dopad na nepravděpodobnost očekávaného výnosu. Níže uvedené skupiny rizik patří mezi základní členění, které uvádí takřka všechny světové literární publikace zabývající se členěním rizik v rámci podnikových financí.

2.2.2 Systematické riziko a nesystematické riziko

Systematické riziko se často označuje jako riziko tržní, protože úzce souvisí s ekonomickým prostředím, ve kterém podniky působí. Zároveň systematické riziko působí na všechny účastníky trhu nevyjímaje. Avšak každý podnik může být na tento druh rizika jinak citlivý. Tržní riziko souvisí například s výkonností ekonomiky, která je dána růstem hrubého domácího produktu. Dále pak mírou inflace, stupněm zapojení podniku do mezinárodního obchodu, přístupem a rozvinutostí kapitálového trhu nebo dlouhodobými úrokovými sazbami. (Kislingerová, 2001, s. 110)

Oproti tomu nesystematické riziko je riziko specifické (jedinečné), které může nastat jen v určitých případech. Nejedná se o riziko tržní, protože nesouvisí s ekonomickým prostředím, ale je jedinečné pro každý podnik. V praxi se může jednat například o pochybení zaměstnanců, přes nedostatečnou flexibilitu managementu přizpůsobit se novým trendům, až po výpadky ve výrobě vlivem poruchovosti strojních zařízení. Ve vztahu k investování na kapitálovém trhu může investor potlačit nesystematické riziko, na rozdíl od rizika tržního, vytvořením portfolia. (Kislingerová, 2001, s. 109-110)



Obr. 1. Vztah systematického a nesystematického rizika

In: Brealey, Myers a Allen (c2014, s. 174), vlastní zpracování

2.2.3 Obchodní riziko a finanční riziko

Obchodní riziko souvisí s proměnlivostí čistých výnosů, které mohou v podniku nastat. Obchodní riziko se dále člení na riziko prodejní a riziko provozní. Riziko prodejní je dáno poklesem tržeb, což může být zapříčiněno variabilitou poptávky, diverzifikací podnikových aktivit nebo intenzitou konkurence. Provozní riziko úzce souvisí s provozní pákou podniku. Provozní páka má přímý vliv na výši fixních nákladů. Čím více fixních aktiv podnik využívá, tím vyšších výnosů může dosahovat. To s sebou však nese vyšší fixní náklady k úhradě. (Mařík, 2011a, s. 41-42)

Finanční riziko vychází ze způsobu financování podniku a stupněm zapojení cizích zdrojů. Čím větší množství cizích zdrojů podnik využívá, tím větší musí platit náklady spojené s cizími zdroji jako jsou nákladové úroky a leasingové platby. Ty představují pravidelné fixní náklady podniku. Aby tyto náklady potažmo výdaje byly hrazeny včas musí být podnik rentabilní a dokázat přeměnit své výnosy na příjmy. Finanční riziko proto vyplývá ze schopnosti podniku dostát svým závazkům. (Kislingerová, 2001, s. 123)

2.3 Stanovení nákladů na kapitál

Náklady na kapitál představují náklady vynaložené na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Jedná se o náklady na vlastní kapitál a cizí kapitál. Obě skupiny jsou různé a v čase se liší. Náklady na kapitál velmi úzce souvisí s rizikem. Stanovení nákladů na kapitál je důležité právě proto, že v sobě obsahují výše uvedené faktory času a rizika. Náklady na kapitál lze chápat jak z pohledu investora, tak z pohledu podniku. Z pohledu investora představují náklady na kapitál požadavek na jeho výnosnost. Z pohledu podniku se jedná o cenu, kterou za kapitál platí pro rozvoj své činnosti. (Dluhošová, 2010, s. 115)

2.3.1 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Stanovení nákladů na cizí kapitál je poměrně jednodušší než stanovení nákladů na kapitál vlastní. Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 165) se náklady na cizí kapitál určí jako vážený průměr úrokových sazeb placených z využívání cizího kapitálu. V praxi se jedná o náklady spojené s bankovními úvěry, leasingem nebo dluhopisy v případě, že je podnik emituje.

2.3.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Vlastní kapitál se na první pohled může jevit jako druh kapitálu, který je zdarma, protože nesouvisí s žádnými fixními platbami. Vlastní kapitál musí být chápán z pohledu investora, který očekává zhodnocení vloženého kapitálu. Výnos, který investor očekává, musí být určen dle alternativní investice. Tedy investice do jiného aktiva při stejné míře rizikovosti. Pro určení nákladů na vlastní kapitál existuje řada modelů. Mezi nejpoužívanější z nich patří model oceňování kapitálových aktiv CAPM, stavebnicové metody, dividendové metody nebo model arbitrážního ocenění. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 168-173)

2.3.3 Stanovení nákladů na celkový kapitál

Stanovení nákladů na celkový kapitál představuje sloučení výše uvedených nákladů na vlastní a cizí kapitál. Podle Dluhošové (2010, s. 116) se náklady na celkový kapitál v české literatuře označují jako průměrné náklady kapitálu. Již z názvu je patrná metodika výpočtu.

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

kde:

$WACC$ – průměrné vážené náklady na kapitál

N_{VK} – náklady na vlastní kapitál

N_{CK} – náklady na cizí úročený kapitál

$\frac{VK}{K}$ – poměr nákladů vlastního kapitálu na celkovém kapitálu

$\frac{CK}{K}$ – poměr nákladů cizího úročeného kapitálu na celkovém kapitálu

Náklady na cizí kapitál jsou poníženy o vliv daňového štítu, který plyne z využívání cizího kapitálu. (Dluhošová, 2010, s. 116)

Mařík (2011a, s. 47-48) uvádí vzájemný vztah mezi pojmy náklady na kapitál a diskontní mírou, která řeší stejný problém jako náklady na kapitál. Podle něj se diskontní míra používá v anglosaské literatuře, naproti tomu se lze setkat s pojmem kalkulovaná úroková míra, která se užívá v německy mluvících zemích. Oba pojmy lze používat jako synonyma.

2.3.4 Diskontní míra a míra kapitalizace

Mimo klasickou diskontní míru (kalkulovanou úrokovou míru) existuje pojem míra kapitalizace. Diskontní míra se využívá pokud jsou k dispozici jednotlivé peněžní toky. Míra kapitalizace vychází z nekonečné řady peněžních toků, které zohledňují očekávané tempo růstu. Jejich vzájemný vztah lze vyjádřit pomocí rovnice:

$$\text{Míra kapitalizace} = \text{Diskontní míra} - \text{Očekávané tempo růstu}$$

Diskontní míra a míra kapitalizace by se rovnaly za předpokladu očekávání nekonečné řady výnosů (věčná renta) bez jakéhokoli tempa růstu. (Mařík, 2011a, s. 49)

2.3.5 Vztah diskontní míry s kategorií hodnoty

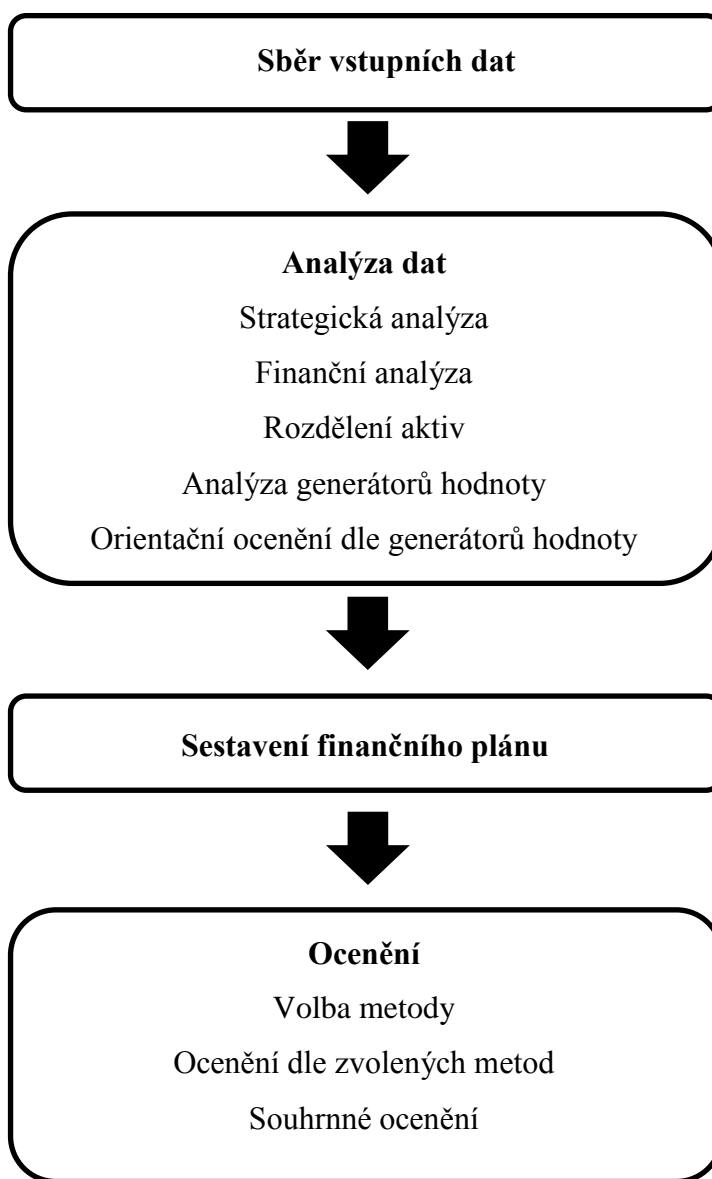
Diskontní míru lze kalkulovat více způsoby s přihlédnutím na okolní faktory a preference investorů. Kalkulace diskontní míry by měla záviset na kategorii hodnoty, kterou oceňovatel počítá. Kategorie hodnoty a diskontní míra:

- a) Tržní hodnota – tržní hodnota vychází z tržního prostředí, proto i diskontní míra by měla zahrnovat tržní data.
- b) Subjektivní hodnota – tato hodnota vychází čistě z investorova očekávání, proto i diskontní míra je subjektivní. Využívají se náklady na kapitál z alternativní možnosti investice.
- c) Objektivizovaná hodnota – diskontní míra musí být opřena o nezpochybnitelná data uznávaná širokou veřejností. Obvykle se využívají bezrizikové úrokové míry spolu s rizikovými přírůžkami.

V praxi se nejvíce zjišťuje tržní hodnota, proto i diskontní míra bývá založena na tržních vlivech. K tomu se využívají data z akciových a kapitálových trhů. Využít lze model oceňování kapitálových aktiv (metoda CAPM) nebo odvodit diskontní míru z předchozích transakcí s podobnými podniky. (Mařík, 2011a, s. 51)

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Oceňování podniku není exaktní věda, proto tak neexistuje přesně stanovený návod, jak při oceňování postupovat v jednotlivých krocích. Vochozka a Mulač (2012, s. 126) zdůrazňují existenci velkého množství účelů, přístupů a oceňovacích metod, které lze v souvislosti s oceňováním podniku použít. Dále také uvádí, že lze nastínit obrazný rámec, pomocí něhož lze postup ocenění strukturovat pomocí jednotlivých kroků tak, aby výsledný výrok o hodnotě byl co nejpřesnější a postihoval všechny důležité faktory, které do budoucna mohou mít vliv na jeho hodnotu.



Obr. 2. Postup při ocenění podniku

In: Mařík (2011a, s. 53), vlastní zpracování

Výše uvedený obrázek prezentuje obecný rámec, který se obvykle při oceňování podniku používá. V následujících kapitolách budou jednotlivé kroky toho postupu podrobněji rozbrány.

3.1 Sběr vstupních dat

Na úvod je nejdůležitější posbírat co největší množství relevantních a kvalitních údajů týkajících se jak podniku, tak vnějších vlivů. Tyto údaje lze rozdělit na sedm základních skupin:

- 1) Základní údaje o podniku – je důležité identifikovat podnik z hlediska právní formy, určit předmět podnikání a majetkové podíly.
- 2) Ekonomická data – základ tvoří účetní výkazy spolu s výročními zprávami a zprávami auditorů. Dobrou vypovídající schopnost mohou mít také podnikové plány, pokud jsou dobře sestaveny a k dispozici.
- 3) Relevantní trh – určení trhu ve kterém podnik působí, jeho segmentace, atraktivnost včetně tendence jeho vývoje.
- 4) Konkurence – vymezení hlavních konkurentů, možnosti substituce výrobků sledovaného podniku, bariéry vstupu na trh, potenciální konkurenci, ale také určení pozice sledovaného podniku v rámci dodavatelsko-odběratelských vztahů.
- 5) Odbyt a marketing – zahrnují informace o výrobcích a jejich prodejnosti, jejich cenová politika a trhy pro ně určené včetně distribučních cest a způsobech podpory prodejnosti.
- 6) Výroba a dodavatelé – údaje o výrobním prostředí musí zahrnovat především charakter výroby, řízení kvality, jakosti a efektivnosti s důrazem na snižování režijních nákladů a maximálním využíváním volných kapacit. Údaje o dodavatelích by měly reflektovat skutečnosti jako jsou termíny a pružnost dodávek v souvislosti s náklady na skladování.
- 7) Pracovníci – základní údaje o počtu a struktuře pracovníků musí být doplněny informacemi o produktivitě a fluktuaci tak, aby byla odhadnuta závislost podniku na klíčových pracovnících. (Mařík, 2011a, s. 54-56)

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je alfou omegou celého postupu při oceňování podniku. Jejím hlavním účelem je určit výnosový potenciál sledovaného podniku, tedy jestli je podnik schopen do budoucna generovat výnosy. Strategická analýza má tři klíčové části, zjišťuje se:

- 1) Budoucí perspektiva podniku
- 2) Vývoj tržeb podniku
- 3) Rizika spojená s podnikem

Podstata strategické analýzy spočívá v důsledné analýze vnějšího prostředí, které přináší příležitosti, ale i hrozby. Naopak v analýze vnitřního prostředí podniku se musí identifikovat silné a slabé stránky tak, aby příležitosti byly co nejlépe využity a hrozby eliminovány. (Mařík, 2011a, s. 56-57)

3.2.1 Makroekonomická analýza

Analýza makroprostředí slouží především k odhalení vnějších okolních vlivů, které mají a do budoucna mohou mít vliv na podnik. Hadraba (2004, s. 61) uvádí výčet vhodných metod k ohodnocení vnějšího prostředí. Mezi tyto metody patří například matice příležitostí a hrozeb, benchmarking, poziční mapy nebo PEST analýza. Posledně jmenovaná PEST analýza je velmi oblíbená a často využívaná jak v marketingu, tak při oceňování podniku.

Tato metoda zkoumá politické, ekonomické faktory, sociální a technologické vlivy. Politické faktory se týkají stability politické situace zemí, ve kterých společnost působí, národních a mezinárodních legislativ, ale také daňové politiky a zahraničního obchodu. Mezi nejčastější ekonomické faktory patří tempo růstu HDP, míra inflace, měnový kurz nebo dlouhodobé úrokové sazby. Sociální vlivy ukazují například demografické trendy, mobilitu obyvatelstva a životní úroveň. Technologické faktory ukazují vývoj technologií, které by mohly ovlivnit obor podnikání, ve kterém podnik působí. Především pak ve smyslu zvýšení efektivity produkce a snížení režijních nákladů. (Hadraba, 2004, s. 67-69)

Kotler (1995, s.147-164) vychází z původní PEST analýzy, avšak přikládá větší důraz na sociální faktory. Tyto faktory dále člení na jednotlivé skupiny jako jsou demografické, kulturní a přírodní prostředí.

3.2.2 Mikroekonomická analýza

Mikroanalýza na rozdíl od makroanalýzy je zaměřena na podnik jako celek a snaží se rozklíčovat jeho jednotlivé součásti. Ideálním nástrojem může být hodnocení Porterových pěti sil. Tyll (2014, s. 20) popisuje Porterův model pěti sil jako nástroj spojující pět faktorů, které svým charakterem mají zásadní vliv jak na odvětví, tak na sledovaný podnik. Tyto nástroje slouží k analýze stávající konkurence a odhalení konkurenční výhody ať už v nižší nákladovosti nebo diferenciaci produktu. Analýza potenciální konkurence spočívá ve vymezení bariér vstupu na relevantní trh. Nutné je také určit možnosti substitutů produkce sledovaného podniku. Poslední dvě části se zabývají vazbami na úrovni dodavatelsko-odběratelských vztahů.

Porterovu analýzu je nutno doplnit i o faktory vlastních konkurenčních sil, které může podnik přímo ovlivňovat. Tyto faktory rozvádí Mařík (2011a, s. 89-91), mezi které řadí například kvalitu a cenovou úroveň produktů, distribuční cesty, podporu prodeje, celkovou image společnosti, investice do majetku, výzkumu a vývoje, ale v neposlední řadě také dostatečně flexibilní management včetně dobře školeného personálu.

Spojovacím můstkem mezi mikro a makro prostředím může být SWOT analýza. Boučková (2003, s. 17) uvádí, že SWOT analýza slouží k podrobné identifikaci vnitřních silných a slabých stránek a vnějších příležitostí a ohrožení. Díky těmto vlastnostem je analýza vhodná k sumarizaci životně důležitých silných stránek a výrazných slabin ve vzájemných souvislostech se zajímavými příležitostmi a smrtícími hrozbami.

3.2.3 Tržní prostředí

Analýza tržního prostředí vychází především z určení relevantního trhu. Relevantní trh je trh, na kterém podnik operuje. Jeho velikost je determinována velikostí poptávky. Důležité je zhodnocení jeho atraktivity. Ideálním případem je rostoucí trh s malou intenzitou konkurence. Klíčové faktory pro hodnocení atraktivity mohou být například velikost a růst trhu, jeho citlivost na hospodářský cyklus, průměrná rentabilita v odvětví, bariéry vstupu včetně ostatních vlivů. Vymezení trhu není jednoduchá záležitost, často podniky operují na více trzích, které jsou odlišné jak územně, tak intenzitou poptávky. V těchto případech se využívá odhadů nebo se relevantní trh vztáhne k jednomu hlavnímu trhu. Analýza trhu je důležitá pro odhad budoucího tempa růstu tržeb. (Mařík, 2011a, s. 59-66)

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza si klade za cíl odhalit finanční situaci a zdraví podniku pomocí sledování řady ukazatelů. Zdrojem finanční analýzy podle Kislingerové a Hnilici (2008, s. 1) jsou základní účetní výkazy jako je rozvaha, výkaz zisku a ztrát, výkaz cash flow a příloha. Rozvaha zachycuje majetkovou stránku podniku, ale i zdroje, ze kterých je majetek pořízován. Výkaz zisku a ztrát ukazuje zdali podnik dosahuje zisku a jaké položky se na tom nejvíce podílejí. Výkaz cash flow zaznamenává finanční toky na provozní, finanční a investiční činnost. Příloha pak doplní zbylé skutečnosti jako jsou počty pracovníků, použité účetní metody. Někdy obsahuje i informace o poskytovaných úvěrech, popřípadě majetku pořízeného leasingovým způsobem.

V rámci finanční analýzy se především testuje schopnost podniku dostát svým závazkům, být dostatečně likvidní, při přiměřené míře zadluženosti, která neohrožuje finanční zdraví podniku. Podnik by také měl poskytovat dostatečnou míru rentability tak, aby dokázal uspokojovat vlastníky a věřitele. Měl by se snažit využívat své silné stránky a příležitosti tak, aby tvořil hodnotu. Finanční analýza by měla plynule navázat na strategickou analýzu. Výsledky by se neměly výrazně lišit.

3.4 Rozdělení aktiv

Rozdělení aktiv podniku vychází z předpokladu, že každý podnik by měl mít pouze jedno podnikatelské zaměření. K tomu využívá jednotlivé druhy majetku. Ten se označuje jako majetek provozně nutný. Pokud se v podniku nachází majetek, který neslouží k této činnosti, majetek provozně nepotřebný, měl by být vyloučen a oceněn zvlášť. V případě, že má podnik více hlavních podnikatelských aktivit, oceňuje se každá podnikatelská jednotka zvlášť. Obdobným způsobem musí být upraveny výnosy a náklady, které souvisely s majetkem provozně nepotřebným.

Na tomto vyčlenění se shoduje celá široká veřejnost, jak tuzemská, tak zahraniční, zabývající se problematikou ocenění podniku z důvodů existence řady faktorů. Některé druhy majetku mohou být zařazeny do rozvahy podniku aniž by generovaly příjmy. Držba těchto aktiv může být spojená s jinými riziky, než s aktivy provozně nutnými s ohledem na jiné metody ocenění tohoto majetku. (Mařík, 2011a, s. 118-119)

3.5 Analýza generátorů hodnoty

Růst výkonnosti podniku, který se projeví na jeho rostoucí hodnotě, je závislý na vrcholném, ale i středním managementu, který musí efektivně řídit podnik jako celek. Management každého podniku musí znát a sledovat jednotlivé faktory, pomocí kterých lze hodnotu podniku aktivně ovlivňovat. Jedná se o tzv. generátory hodnoty, neboli klíčové ukazatele. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 106)

Generátory hodnoty lze podle Maříka (2011a, s. 125-126) rozdělit na:

- Tržby a jejich růst
- Marže korigovaného provozního zisku
- Investice v podobě čistého pracovního kapitálu
- Investice v podobě dlouhodobého provozně nutného majetku
- Diskontní míra (kalkulovaná úroková míra)
- Způsob financování vycházející především z využití cizího kapitálu
- Doba předpokladu trvání existence podniku

Z uvedeného výčtu lze vidět, že existuje široké spektrum generátorů hodnoty. V praxi však nedochází k využívání všech typů generátorů hodnoty, avšak kvalitní management by si měl udržovat jistou míru balance mezi jednotlivými ukazateli.

3.6 Sestavení finančního plánu

V koncepci finančního řízení má finanční plán důležité postavení jak z hlediska operativního, tak z hlediska strategického. Je důležité, aby finanční plán obsahoval dlouhodobé podnikové cíle managementu a vize majitelů podniku. Plánování pomáhá managementu společnosti odhadovat budoucí vývoj podniku. Musí proto také do plánu zahrnovat jednotlivé faktory vnějšího, vnitřního a tržního prostředí podniku. Při plánování je nezbytná znalost nejen výchozí a minulé finanční situace podniku, ale také znalost možných dopadů na finanční situaci podniku. Finanční plán napomáhá odhalovat, ale především minimalizovat případná rizika budoucího vývoje podniku. Při jeho sestavení se sestavují jednotlivé základní účetní výkazy. Mezi tyto výkazy patří plán rozvahy, plán výkazu zisku a ztrát a plán výkazu peněžních toků. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 210-213)

4 VÝNOSOVÉ METODY OCENĚNÍ

I přes existenci velkého množství metod ocenění je závěr teoretické části diplomové práce věnován výnosovým metodám. Některé z nich pak byly použity v projektovém oddílu diplomové práce.

Podstata výnosových metod vychází z předpokladu budoucího užitku z hodnoty drženého statku. Na úrovni podniku je tento užitek reprezentován například očekávaným ziskem, výplatou dividend nebo peněžním tokem. Důležitou roli mimo specifikace užitku hrají náklady na kapitál a časový horizont. (Dluhošová, 2010, s. 175)

Výnosové metody mohou vycházet z kategorie hodnoty, způsobu kalkulace cen nebo kalkulace daní. Kategorie hodnoty byly zmíněny v předchozích kapitolách. V případě tržní hodnoty se jedná o výnosy požadované trhem, které jsou následně diskontovány diskontní mírou, které rovněž vychází z trhu. Při investičním ocenění jsou výnosy určeny na základě konkrétního investora a diskontovány náklady na kapitál. U objektivizovaného ocenění se vychází z výnosů, které lze dosáhnout jen s vysokou pravděpodobností. Jedná se o výnosy, které jsou nesporné a dosažitelné za předpokladu stávajícího managementu společnosti a zachování stejného způsobu financování. (Mařík, 2011a, s. 163-164)

Při kalkulaci daní lze kalkulovat buď s nulovým zdaněním, zdaněním na úrovni oceňovaného podniku nebo jak se zdaněním na úrovni oceňovaného podniku, tak na úrovni subjektu, pro kterého je ocenění určeno. Kalkulace zdanění na úrovni podniku i subjektu patří mezi nejpřesnější. Z hlediska kalkulace cen, lze výnosy oceňovat ve stálých cenách nebo běžných cenách. Při ocenění ve stálých cenách musí být diskontní míra očištěna o míru inflace, kterou lze označit jako reálnou míru. Pokud jsou výnosy kalkulovány v běžných cenách, diskontní míra zahrnuje faktor inflace, jedná se o nominální míru.

Mezi nejpoužívanější výnosové metody patří metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), metoda kapitalizovaných čistých výnosů nebo metoda založená na principu ekonomické přidané hodnoty (EVA). Mezi výnosové metody se řadí i kombinované (korigované) výnosové metody kombinující v sobě jak metody výnosové, tak metody majetkové. (Mařík, 2011a, s. 163-164)

4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků patří mezi základní výnosové metody, zároveň se jedná o metody nejpoužívanější. Jsou založeny na budoucích peněžních tocích. V případě růstu těchto peněžních toků, se bude zvyšovat i hodnota sledovaného podniku. Při využití těchto metod nezáleží pouze na výši peněžního toku, ale také na správném stanovení diskontní míry, kterou jsou výnosy diskontovány. V souvislosti s těmito faktory lze rozlišit čtyři základní techniky:

- 1) Metoda „entity“ – hodnota podniku jako celku jak pro vlastníky, tak pro věřitele
- 2) Metoda „equity“ – hodnota vlastního kapitálu, pouze pro vlastníky podniku
- 3) Metoda DDM – hodnota vlastního kapitálu s využitím dividendového výnosu
- 4) Metoda APV – upravená současná hodnota

Jednotlivé metody se liší jak peněžními toky, tak kalkulovanou úrokovou mírou (diskontní míra), kterou jsou diskontovány. (Dluhošová, 2010, s. 175-177)

4.1.1 Úprava investovaného kapitálu

Tato podkapitola velmi úzce souvisí s kapitolou rozdělení majetku. Investice do kapitálu, který se používá při výpočtu metody diskontovaných peněžních toků musí projít nutnými úpravami. Je nutno upravit jak náklady na kapitál, tak vymežit aktiva na provozně nutná a nepotřebná. Z hlediska kapitálové struktury hraje roli kapitál, který nese náklad. Jedná se o vlastní kapitál, úročený cizí kapitál a charakter rezerv. Z hlediska majetkové struktury je třeba upravit čistý pracovní kapitál a vymežit aktiva na provozně nutná a provozně nepotřebná. (Mařík, 2011a, s. 166-169)

4.1.2 Metoda DCF entity

Východiskem metody DCF entity je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele. Představuje tak souhrn veškerých peněžních toků podniku, které lze získat s využitím dostupných provozně nutných aktiv. Peněžní tok metodou entity neurčuje pro koho přesně bude tok určen. Význam tohoto peněžního toku spočívá v tom, že do budoucna, může sloužit k dalšímu rozvoji podniku v podobě investic nebo může být vyplacen jeho akcionářům a věřitelům. Právě díky této vlastnosti patří tento model mezi nejpoužívanější metody ocenění podniku ve světě. (Kislingerová, 2001, s. 160-162)

Tab. 1. Výpočet metodou DCF entity

Korigovaný provozní výsledek před zdaněním
- Upravená daň z příjmu
= Korigovaný výsledek hospodaření po zdanění
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené ve VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozní činnosti
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutný)
- Investice do pořízení DM (provozně nutný)
Volný peněžní tok (FCFF)

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

Výhody a nevýhody metody DCF entity

Tato metoda patří mezi nejpoužívanější metody ocenění podniku jak v České republice, tak v zahraničí. To znamená, že při jejím použití je velmi srozumitelná pro jiné oceňovatele. Velmi vhodná je pro ocenění aktiv podniku bez ohledu na způsob financování. Pomocí metody DCF entity se oceňuje investovaný kapitál. Důležitou roli hraje metoda také při oceňování části podniku, například divize, pro kterou nelze přesně alokovat cizí kapitál. Hlavní nevýhoda spočívá ve struktuře kapitálu, kterou je potřeba vyladit, aby odpovídala výslednému ocenění. (Mařík, 2011b, s. 21)

4.1.3 Metoda DCF equity

Tato metoda je stejně jako předchozí metoda entity založena na volném peněžním toku. I přesto, že obě metody kalkulují hodnotu vlastního kapitálu na základě volných peněžních toků, se metody liší. Jednak ve vyčíslení peněžních toků, ale také ve stanovení nákladů na kapitál. Na rozdíl od předchozí metody je hodnota vlastního kapitálu počítána přímo, proto se jako diskontní míra používá pouze hodnota nákladů na vlastní kapitál. Metoda může být chápána i ve vztahu k dividendové politice. (Petřík, 2009, s. 362-363)

Tab. 2. Výpočet metodou DCF equity

Volný peněžní tok na úrovni entity
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
FCFE

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

Výhody a nevýhody metody DCF equity

Hlavní výhoda této metody spočívá v tom, že kalkuluje změnu zadlužení podniku a úroky spojené s tímto zadlužením. Díky tomu vlastníci kapitálu mohou přímo vidět jednotlivé peněžní toky a hodnotu v průběhu celého výpočtu. Metoda se velmi často používá u zjišťování hodnoty bank nebo jiných finančních institucí, v jejichž kapitálových strukturách hraje úročený cizí kapitál významnou roli. Nevýhoda této metody je dána nutností znalosti finanční politiky podniku. I při precizním propočtu nákladů na vlastní kapitál je nutné vyladit kapitálovou strukturu. (Mařík, 2011b, s. 23)

4.1.4 Metoda APV

Podle Brealey, Myerse a Allena (2014, s. 590) je hlavní myšlenkou této metody princip "rozděl a panuj". Zároveň dodávají, že tato metoda nezachycuje vliv daní a faktorů v souvislosti s vlivem financování a stanovením diskontní sazby. Metoda počítá zvláště výnosovou hodnotu podniku na úrovni nulového zadlužení pomocí diskontovaných nákladů na vlastní kapitál při nulovém zadlužení. K této hodnotě pak připočítává hodnotu daňového štítu, který je dán výší úročeného cizího kapitálu a aktuální daňovou sazbou.

Mařík (2011b, s. 23-26) dodává, že tato metoda je velmi málo obvyklá. V praxi se podle něj vyskytuje velmi zřídka, a to jak v České republice, tak v zahraničí. Výhoda spočívá v tom, že při využití této metody nehrozí zkreslení pomocí špatně odhadnuté kapitálové struktury, proto také není potřeba upravovat kapitálovou strukturu.

4.1.5 Technika propočtu hodnoty

Dle Maříka (2011a, s.177) technika propočtu znamená přetvoření veškerých vstupních údajů týkajících se peněžních toků ve výsledný odhad hodnoty podniku. Propočet probíhá ve dvou krocích:

1) Určení celkové hodnoty

Celková hodnota představuje výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tuto hodnotu podnikového kapitálu lze chápat z pohledu aktiv jako součet upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobých aktiv. Z pohledu pasiv se pak jedná o součet vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu. Této hodnoty lze docílit diskontováním peněžních toků, které byly vyprodukovány pouze výnosy spojenými s hlavní podnikatelskou činností, bez ohledu na investice do majetku, které není provozně nutný.

2) Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Celková hodnota podniku je snížena o hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. Přijetí nového úročeného cizího kapitálu se do výpočtu nepromítá. Na závěr je přičtena hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění. Hodnota podniku je dána vztahem:

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

kde:

$FCFF_t$ – volný peněžní tok v roce t

i_k – diskontní míra

n – počet let předpokládané existence podniku

Tato metoda se používá k jednorázovému výpočtu. Někdy se také označuje jako jednofázová metoda. Při existenci podniku se však nepředpokládá s jeho jednorázovou existencí. Proto musí být použity jiné metody výpočtu. Nabízí se dvoufázová metoda nebo metoda založená na odhadu průměrných temp růstu. (Mařík, 2011a, s. 177-178)

Dvoufázová metoda

Mařík (2011a, s. 178) uvádí, že se v praxi jedná o velmi rozšířenou metodu. Podle něj metoda vychází ze dvou fází. První fáze je založena na prognóze volného peněžního toku pro jednotlivé roky strategického finančního plánu. Druhá fáze pak představuje pokračující hodnotu. Někdy se označuje jako reziduální (zbytková).

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

kde:

T – délka první fáze v letech

PH – pokračující hodnota

i_k – diskontní míra

4.1.6 Určení pokračující hodnoty

K určení pokračující hodnoty podniku lze využít dvou základních vzorců. První z nich je Gordonův vzorec, druhý pak parametrický vzorec.

Gordonův vzorec

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

kde:

T – poslední rok prognózovaného období

i_k – diskontní míra

g – předpokládané tempo růstu peněžního toku do nekonečna

Parametrický vzorec

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{i_k - g}$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ – korigovaný VH v prvním roce, následujícím po posledním roku prognózy

g/r_i – podíl zisku čistým investicím (Mařík, 2011a, s. 183-186)

4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda byla vypracována v německy mluvících zemích a lze zde najít souvislosti mezi objektivizovanou hodnotou. Petřík (2009, s. 365) tvrdí, že se jedná o metodu, která je založena reziduálních ziscích. Reziduální zisk je rozdíl upraveného zisku a hodnoty kapitálu. Využití reziduálního zisku se také používá v souvislosti s moderním konceptem založeným na ekonomické přidané hodnotě. Podle Petříka je tato hodnota spíše konzervativní alternativou k výnosovým metodám založeným na volném peněžním toku, protože se opírá o finanční účetnictví. Mařík (2011a, s. 257) dodává, že se jedná o metodu netto, neboli metodu equity, protože se počítá s hodnotou pouze pro vlastníky.

Postup se pak podle něj při metodě kapitalizovaných čistých výnosů výrazným způsobem neliší od postupu u jiných výnosových metod:

- 1) Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
- 2) Prognóza budoucích výnosů včetně finančních potřeb
- 3) Odhad diskontní míry
- 4) Vlastní výpočet

Existují dvě metody výpočtu kapitalizovaných čistých výnosů. Metoda analytická a metoda paušální. (Mařík, 2011a, s. 263)

4.2.1 Analytická metoda

Metoda analytická je založena na prognóze budoucích výsledků hospodaření, které jsou upraveny o vliv financování. Existuje určitá analogie mezi metodou založenou na volných peněžních tocích, avšak samostatný výnos podniku nevychází z jednotlivých peněžních toků, ale je kalkulován dle upravených budoucích výsledků hospodaření. Při použití objektivizované hodnoty podniku je velmi důležité vycházet z řady odnímatelných čistých výnosů. Jedná se o skutečné výnosy, které by měly být co nejméně ovlivněny účetní politikou a měly by být rozděleny takovým způsobem, aby nebyl ohrožen výnosový potenciál podniku. (Mařík, 2011a, s. 270)

4.2.2 Paušální metoda

Tato metoda se podle Maříka (2011a, s. 271-272) využívá u podniků s obtížně predikovatelnou budoucností, proto se především vychází z minulých dat. Paušální metodu podle něj lze charakterizovat jednotlivými vlastnostmi:

- Základ je tvořen výnosovým potenciálem, který je určen k datu ocenění.
- Budoucí růstové možnosti podniku nejsou brány v úvahu.
- Důležitý je dosavadní potenciál, který bude v budoucnu udržován pomocí konstantní výše poměru investic k odpisům.
- Klíčový je odhad trvale odnímatelného výnosu. Ten musí být rozdělen pouze takovým způsobem, aby nebyla narušena majetková podstata podniku.
- Metoda je shodná s metodou přímé kapitalizace využívané v anglosaských zemích.
- Výnosový potenciál je odhadnut z minulých let (3-5).
- Aby metoda byla objektivní, stanovuje se z těchto období vážený aritmetický průměr. Platí, že čím starší rok, tím nižší váha.

4.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Podle Pavelkové a Knápkové (2012, s. 52) patří ekonomická přidaná hodnota mezi moderní ukazatel výkonnosti podniku. Jedná se podle nich o ekonomický zisk, který podnik dosáhl s využitím pouze provozně nutných aktiv a zároveň byl schopen uhradit veškeré náklady na kapitál, které souvisí s provozně nutným majetkem, ale také s náklady obětované příležitosti. Pokud společnost tvoří ekonomickou přidanou hodnotu, jedná se o podnik, který na trhu vůči konkurenci uplatňuje konkurenční výhodu.

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde:

NOPAT – zisk z hlavní činnosti podniku po zdanění

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál s vlivem daňového štítu

C – kapitál sloužící k hlavní činnosti

Ukazatel lze zvyšovat za předpokladu růstu čistých zisků z hlavní provozní činnosti, snížením nákladů na kapitál nebo snížením kapitálu jako celku. Poslední způsob je spíše matematický, protože v praxi je problematický. Muselo by docházet k poklesu investic, což je nežádoucí. Tento ukazatel výkonnosti může být využit více způsoby. Lze podle něj měřit výkonnost, hodnotit investiční projekty, odměňovat pomocí něj manažery a pracovníky nebo právě oceňovat podniky. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 53)

Metoda je založena na součtu výše investovaného kapitálu a současné hodnotě přírůstku ukazatele EVA. Neoperativní aktiva jsou oceněna zvlášť a připočteny, hodnota úročených dluhů se odečítá. K určení pokračující hodnoty lze využít dvoufázovou metodu. Diskontní míra se stanovuje na úrovni WACC. Za dodržení určitých podmínek se lze dopracovat k totožným výsledkům pomocí DCF a EVA. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 223)

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

kde:

H_n – hodnota vlastního kapitálu (netto)

EVA_t – EVA v roce t

NOA_0 – hodnota čistých operativních aktiv k datu ocenění

NOA_{t-1} – hodnota čistých operativních aktiv ke konci předchozího roku (počátek roku t)

T – počet let, kdy je očekávána tvorba EVA

$WACC$ – průměrné vážené náklady na kapitál s vlivem daňového štítu

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 – neoperační aktiva k datu ocenění (Pavelková a Knápková, 2012, s. 223)

5 NOVÉ TRENDY V OCEŇOVÁNÍ

Jak bylo zmíněno v předchozích textech, oceňování podniku je v západních zemích poměrně dlouho užívaná disciplína. Tato disciplína se musí neustále přizpůsobovat aktuální měnící se ekonomické situaci. V současné době lze pozorovat několik aktuálních trendů, které se v posledních letech v souvislosti s oceňováním podniku objevily. Mezi tyto trendy patří například hodnocení synergických efektů, oceňování malých a středních podniků nebo oceňování flexibility.

Hodnocení synergických efektů

Synergický efekt vychází ze spojování podniků. Důvodem pro spojování podniků může být zvýšení konkurenční výhody. Pojem synergie je ve světě podnikových financí dlouhodobě známý pojem. Jeho vliv však v průběhu finanční krize stoupl na významu. Problém při oceňování synergických efektů nastává v tom, že každý podnik má svou strategii. Při synergii však dochází ke změně strategického hlediska. Oceňovatel musí proto důkladně zohlednit veškeré faktory, které s sebou synergie přináší. (Koleňáková, 2012)

Oceňování malých a středních podniků

Dalším významným prvkem je růst hodnocení malých a středních podniků. Ve světě nepůsobí pouze velké společnosti obchodované na kapitálových trzích. V zájmu investorů se stále častěji objevují menší společnosti, které však svými záměry mohou představovat velké zhodnocení vložených investic. Tato problematika je velmi úzce spjata s venture kapitálem. Tato situace s sebou bude přinášet větší soustředění problematiky oceňování právě na tyto skupiny podniků. (Trh firem, © 2004-2015)

Oceňování flexibility

Posledním hodně zmiňovaným trendem v souvislosti s oceňováním podniku je oceňování a hodnocení flexibility. Nejedná se o novou metodu, ale její význam se stále více zdůrazňuje. Lze najít analogii v souvislosti s oceňováním reálných opcí. Flexibilita podniku je dána například nevyužitou kapacitou strojů, patentem nebo rychlou změnou výrobního portfolia. Hodnotu flexibility je třeba oceňovat zvlášť a její hodnotu připočítat k hodnotě podniku podle zvolené metody ocenění. (Scholleová, 2007)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI

Obchodní firma:	VITAR, s.r.o.
Datum vzniku:	9. října 1990
Sídlo:	třída T. Bati 385, Louky, 763 02 Zlín
Úhrn aktiv:	163 272 tis. Kč
Základní kapitál:	38 500 tis. Kč
Počet zaměstnanců:	150
Předmět podnikání:	Výroba potravinových doplňků stravy

6.1 Charakteristika společnosti

Společnost VITAR, s.r.o. vznikla dnem 9. 10. 1990 zápisem do obchodního rejstříku. Společnost VITAR, s.r.o. je vlastněna panem Ing. Vladimírem Poláškem a paní Janou Poláškovou. Výrobní program společnosti se především zaměřuje na vlastní vývoj a výrobu doplňků stravy tak, aby zákazníci odebírali ty nejkvalitnější produkty a přípravky. Tyto produkty jsou vyvíjeny v souladu s nejnovějšími trendy v oboru. Kvalita produktů plně koresponduje s řadou certifikátů, které společnost vlastní, jelikož jsou zárukou vysoké kvality všech fází výrobních a logistických procesů. Mezi tyto certifikáty patří ISO 9001:2001 a ISO 14001:2001, HACCP, BRC a IFS.

Společnost také provádí výrobu privátních značek a smluvní výrobu jak pro tuzemské, tak zahraniční obchodní partnery. Veškerá výroba i vývoj je soustředěna v České republice. Mezi hlavní značky tvořící portfolio produktů patří například Vitar, Energit, Revital a MaxiVita. Od roku 2011 také společnost produkuje v rámci licenčního ujednání celosvětově známé ovocné nápoje Capri-Sonne určené pro děti. Společnost VITAR, s.r.o. vlastní vývojové centrum a laboratoře včetně legislativního oddělení, které díky pružné organizaci výroby patří mezi její největší přednost. Významnou část tržeb realizuje společnost prostřednictvím svých zahraničních dceřiných společností, jako jsou VITAR Slovakia (na Slovensku), a VITAR Vietnam (ve Vietnamu). Společnost působí především na českém trhu, ale také v Evropě, Asii i Americe. (Profil firmy, © 2012)

6.2 Strategie společnosti

Hlavním strategickým cílem společnosti je pomáhat vést lidem zdravější život. Z této věty je patrné, že orientací společnosti je spokojený zákazník.

Dílčí strategické kroky:

- Spokojený zákazník z užívání produktů společnosti VITAR
- Vlastní výroba kvalitních zdravotně nezávadných produktů
- Využívání know-how a zdrojů, díky kterým společnost patří k inovátorům v oboru
- Udávání trendů v oboru z hlediska složení a užívání doplňků stravy
- Používání kvalitních surovin a obalových materiálů dle platné legislativy
- Pravidelný rozvoj společnosti z hlediska investic za účelem zvýšení kvality
- Rozvoj společnosti na úrovni lidských zdrojů
- Systémový přístup k činnostem a měření vlastních laboratoří
- Dodržování zákonů a etiky
- Prevence v oblasti znečišťování prostředí

Mimo uvedený výčet dílčích strategií společnost uplatňuje etický kodex ve vztahu k vlastním zaměstnancům, společníkům, dodavatelům, odběratelům, právním orgánům, konkurenci, životnímu prostředí, ale i k široké veřejnosti. (Strategie společnosti VITAR, s.r.o., © 2012)

7 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Účelem strategické analýzy je odhadnout vnější a vnitřní potenciál podniku, vymežit relativní trh a vymežit konkurenty. Na základě těchto údajů lze odhadnout budoucí tržby a tržní podíl. Strategická analýza je zaměřena na analýzu makroprostředí, mikroprostředí a tržního prostředí.

7.1 Makroekonomická analýza

V rámci makroekonomické analýzy byla využita PEST analýza, která posuzuje politické, ekonomické prostředí, sociální a technické/technologické vlivy okolního prostředí na konkrétní společnost.

7.1.1 Politické prostředí

Od ledna 2014 má Česká republika novou vládu v čele s premiérem Bohuslavem Sobotkou, která byla jmenována prezidentem Milošem Zemanem. Senátní a zastupitelské volby v říjnu 2014 prokázaly svými výsledky, že vláda má důvěru většiny občanů země. Proto lze předpokládat, že složení partají koalice se nebude měnit. Vládu lze charakterizovat jako středově levicovou.

Pro podnikatelské subjekty jsou na prvním místě důležité stabilní politické, legislativní a daňové prostředí. Právě korporátní daně mají velký vliv na podnik, protože jsou chápány jako náklady. Vládní koalice se ve svém prohlášení shodla, že zachová daň z příjmu právnických osob na stejné úrovni, tedy 19%. Od roku 2015 vstoupila v platnost třetí snížená sazba daně z přidané hodnoty, společnosti VITAR se tato změna nikterak nedotkne. Zhruba 90% produktů VITARu podléhá snížené sazbě 15%, která se v minulosti zvyšovala, což mělo vliv na cenotvorbu jejich produktů. (Vláda ČR, © 2009-2015)

Dalším důležitým faktorem je zahraniční politika. Česká republika je členem Evropské unie, kde jsou stabilní obchodně politické vztahy. V rámci transatlantických vztahů má EU s USA velmi pevné vztahy. V říjnu roku 2014 navštívil prezident Miloš Zeman Čínu, kde prohlásil, že by rád „restartoval“ vzájemné politicko-hospodářské vztahy. Čínský trh je, i navzdory klesajícímu tempu růstu čínského HDP, pro české podniky stále velmi atraktivní. Problémovým, avšak velkým trhem je Rusko, na které byly uvaleny sankce v důsledku ukrajinské krize v roce 2014. Vývoj v Rusku lze stěží predikovat.

7.1.2 Ekonomické prostředí

Ekonomické prostředí má na každý podnik rozhodující vliv. Je důležité mít představu o vývoji tuzemské a globální ekonomiky, v důsledku propojenosti trhů a vzájemných makroekonomických vztahů. Umět nastínit přesný scénář vývoje je takřka nemožné, ale již dnes je možné sledovat určité trendy. Následující tabulka ukazuje jednotlivé makroekonomické ukazatele.

Tab. 3. Vybrané makroekonomické ukazatele

Makroekonomický ukazatel	Období					Odhad	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Růst HDP (v %)	2.3	2.0	0.8	-0.7	2.4	2.7	2.5
Inflace (v %)	1.5	1.9	3.3	1.4	0.4	0.3	1.4
Kurz CZK/EUR	25.3	24.6	25.1	26	27.5	27.7	27.6
Dl. úrokové sazby (v %)	3.7	3.7	2.8	2.1	1.6	1.0	1.6
Nezaměstnanost (v %)	7.3	6.7	7.0	7.0	6.1	5.7	5.6

In: MFČR (© 2015)

Za nejdůležitější makroekonomický ukazatel lze považovat růst HDP, protože pokud poroste domácí produkt, budou se zvyšovat příjmy jak firem, tak občanů a díky tomu může dojít ke zvýšení poptávky po produkci podniků. Podle dat ministerstva financí by se růst HDP v následujících třech letech měl pohybovat v průměru 2.3%. I přes tuto velmi optimistickou predikci lze vidět problémy v Evropě, zpomalující tempo růstu HDP evropských států, potenciální odchod Řecka s Eurozóny nebo zpomalují tempo růstu čínské ekonomiky. Nejvíce by se měla na tvorbě HDP podílet rostoucí spotřeba domácností, ale také růst zahraničního obchodu, který bude způsoben snižující se hodnotou české koruny.

Další podstatný vliv bude mít na společnost míra inflace. Ta je důležitá k plánování a cenotvorbě. Inflace za rok 2014 dosáhla velmi nízké hodnoty 0.4%. Zejména díky nízké ceně ropy, která působila protiinflačně. V roce 2015 by mělo podle ministerstva financí docházet k dalšímu poklesu inflační hladiny. Česká národní banka dokonce hovoří o desinflaci v roce 2015, jen proto, aby mohla bezdůvodně oslabovat korunu a znehodnocovat lidem vlastní úspory. Jestli v Česku dojde k desinflaci jisté není, avšak je velmi pravděpodobné, že inflace nepřekročí inflační cíl 2%. (Makroekonomická predikce – leden 2015, © 2015)

Česká republika má zatím pořád vlastní měnu. Pokud se společnost, jako je VITAR, účastní zahraničních vztahů, je nutné vést valutovou pokladnu a devizový účet. Velké množství pohledávek a závazků vzniká v zahraničních měnách, tato situace s sebou nese rizika. Na vývoji kurzu se dá profitovat, ale i ztrácet značnou část peněžních prostředků. Česká národní banka udělala velmi diskutabilní krok, a sice že intervenovala na devizových trzích tak, aby oslabil korunu. Zároveň prohlásila, že bude i nadále udržovat kurz okolo 27 CZK/EUR do roku 2016. V posledních prohlášení nevyvrátila spekulace a potvrdila, že je možné kurz koruny poslat dolů například na 28-30 CZK/EUR. V průběhu roku 2016 by měla být obměněna majoritní část bankovní rady ČNB. Prezident Zeman ve svých prohlášení uvádí, že v žádném případě nejmenuje takové členy rady, kteří by nadále podporovali politiku znehodnocování koruny. (ČNB, © 2003-2015)

Intervence ČNB se přímo dotkla společnosti VITAR. Společnost nakupuje část surovin od zahraničních dodavatelů, kterým platí v eurech, díky intervenci ceny základních surovin rostly. Problém byl v tom, že společnost nemohla promítnout toto zvýšení do cen svých konečných produktů, protože už měla nasmlouvané ceny se svými odběrateli, kteří nechtěli brát pád koruny vůči euru jako argument a oponovali, že pokles koruny je pouze dočasný.

Dlouhodobé úrokové sazby se pohybují na svých minimech, proto pro podniky bankovní úvěry představují poměrně levný způsob financování svých potřeb. Jejich výše závisí do určité míry od marže obchodní bank, ale hlavně od nastavení základních úrokových sazeb, které stanovuje ČNB. Řada ekonomů upozorňuje, že by pro ozdravení ekonomiky bylo vhodné postupně tyto sazby zvyšovat, jak se to plánuje například v USA. Vládní autority se však bojí toho, že by tato situace zdražila podnikům cizí zdroje financování, což by mohlo vést k rostoucí nezaměstnanosti. ČNB je nezávislá instituce, avšak z předchozích kroků, nikdy nešla proti vládě, proto lze očekávat, že z její strany nedojde k prudkému růstu základních úrokových sazeb. (ČNB, © 2003-2015)

Nezaměstnanost by v následujících letech měla klesat. Odhad ministerstva financí počítá s tím, že by měla nezaměstnanost oscilovat okolo hranice 6.5-5.5%. 5% je v podmínkách české ekonomiky považováno za přirozenou míru nezaměstnanosti. Snížení nezaměstnanosti úzce souvisí s rostoucím výstupem ekonomiky v podobě HDP. I když je ukazatel klesající nezaměstnanosti považován za pozitivní prvek, lze na něj nahlížet i z opačné strany. Pokud bude nezaměstnanost klesat, bude stoupat požadavek na zvyšování mezd, tedy růst mzdových nákladů, jako základní vstup do podniku. To může také zvyšovat fluktuaci klíčových zaměstnanců (odborníků), které si mohou podniky vzájemně přetahovat.

V oblasti Tišnova (Jihomoravský kraj), kde má společnost výrobní závod dosahuje průměrná mzda 24 329 Kč hrubého příjmu měsíčně. Na druhou stranu, na zvyšování mezd není nic špatného, pokud je adekvátně podložen zvyšující se efektivitou práce. (Makroekonomická predikce – leden 2015, © 2015)

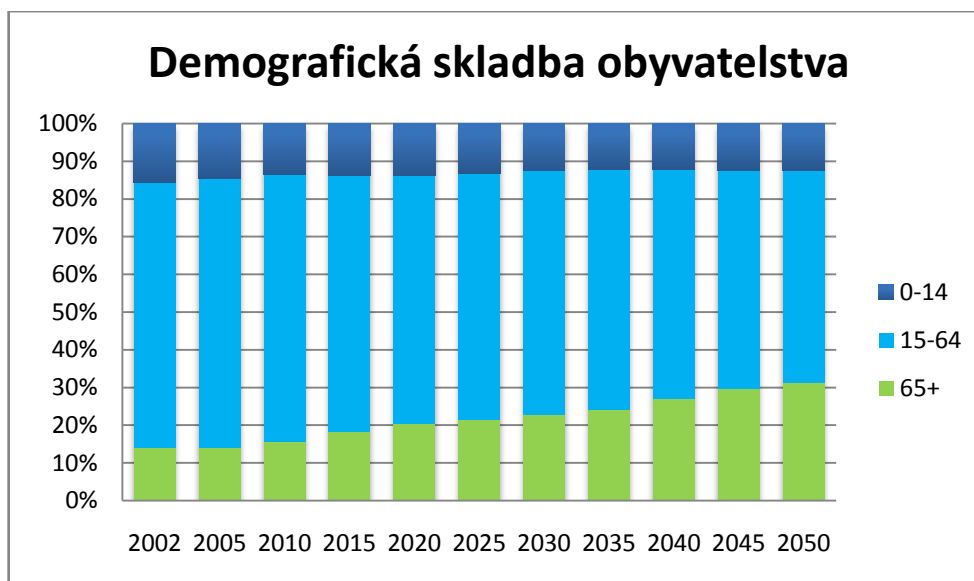
7.1.3 Sociální faktory

V poslední době se objevila celá řada sociálních faktorů, které mají a do budoucna mohou mít pozitivní vliv na rostoucí poptávku VITARu. Jako významný faktor lze uvést stále více se zvyšující zájem o sportovní aktivity. Tyto aktivity jsou vyvolané zejména snahou obyvatel o zdravý životní styl na straně jedné, ale i bojem s obezitou na straně druhé. Ke zdravému životnímu stylu a sportu, je velmi důležitá kvalitní strava, založená na dostatečném množství vitamínů, minerálů a stopových prvků. Všechny tyto nároky splňují produkty společnosti VITAR. Pro řadu lidí je taky jednodušší použít doplněk stravy s pocitem, že podporují svůj zdravý život, než aby začali sportovat nebo se komplexně zaměřili na stravu jako celek.

Další trend, který se objevil, je rostoucí zájem po domácích produktech, jak je tomu již dlouhou dobu v zahraničí. Český spotřebitel se začal zajímat o původ zboží tam, kde v minulosti byla na prvním místě nízká cena. Tento pozitivní trend byl patrně způsoben mediálním tlakem, který dlouhou dobu upozorňoval na nekvalitní dovážené potraviny hojně prodávané v českých supermarketech.

Dalším faktorem ve prospěch růstu poptávky po doplňcích stravy je fakt, že si lidé v ČR začali uvědomovat prevenci předcházení onemocnění. Bohužel ne z důvodů zdravotních, ale spíše ekonomických. Většina lidí přechází onemocnění jak z obavy ztráty pracovního místa, tak především z důvodu, že nemocenská je hrazena až po uplynutí tří dnů. Tento výpadek si hodně lidí ve svých příjmech nemůže nebo nechce dovolit. Moudřejší z nich nepodceňují prevenci, avšak většina z nich začne problém řešit až už je pozdě. Podstatné je, že obě tyto skupiny řeší tento problém doplňky stravy v podobě vitamínů nebo přípravků proti chřipkám, které nabízí společnost VITAR. VITAR lze označit za ryze českou rodinou, ale i etickou společnost, která mimo své podnikatelské aktivity působí v oblasti služeb pro veřejnost. Kromě finanční podpory nadace Kapky naděje, VITAR zabezpečuje i rozvoz obědů pro seniory.

Posledním faktorem může být demografický vývoj obyvatelstva. Obyvatelstvo stárne, a proto řada firem v budoucnu bude muset cílit právě na tento segment. Staří lidé trpí řadou nemocí a chorob, kterým lze v některých případech předcházet právě konzumací vitamínů, minerálů nebo kloubních přípravků. Následující tabulka ukazuje stárnutí populace a pokles aktivního obyvatelstva, který je způsoben nižší porodností a zkvalitňující se zdravotní péčí. (Svobodová, 2005)



Graf 1. Demografická skladba obyvatelstva

In: Svobodová (2005), vlastní zpracování

7.1.4 Technologické faktory

Oblast výroby vitamínů a doplňků stravy lze charakterizovat jako technologicky náročné odvětví výroby. Aby podnik neustále rostl a prosperoval, musí sledovat nejnovější trendy v oblasti technologií. Společnost VITAR investuje značnou část peněžních prostředků do vývoje a výzkumu, což není v českém podnikatelském prostředí úplně běžná záležitost. Výzkum a vývoj je prováděn vlastním vývojovým a výzkumným centrem a řadou laboratoří. Produkty jako jsou doplňky stravy se označují jako suplementy. Suplementy jsou tvořeny především biologicky aktivními látkami. Tyto látky se vyskytují v různých formách v přírodě. Účelem suplementů spočívá v obsahu vyšších hodnot biologicky aktivních látek tak, aby organismus mohl být suplementován. Suplementy se vyrábí ve formách pevných (tablety, kapsle), tekutých (výtažky, sirupy) a sypkých (nápoje v prášku).

Jednotlivé formy suplementů se liší chemickými reakcemi, pomocí nichž jsou vyráběny. Každá použitá chemická reakce souvisí s jinou technologií a nákladovostí výroby. Mimo běžně užívané chemické reakce k získávání biologicky aktivních látek jako například sušení, extrakce nebo destilace se objevují i nové metody, například lyofilizace. Lyofilizace spočívá v sušení vlhkých materiálů pomocí vakuového vymrazování. Na rozdíl od klasického sušení nedochází ke znehodnocení výchozí suroviny, která je citlivá na vyšší teploty. (Potraviny dneška, © 2015)

7.1.5 Základní surovina

Hlavní suroviny tvořící produkty společnosti VITAR tvoří cukr a sorbitol. Sorbitol je umělý cukr získaný z glukózy. Jeho cena je závislá na ceně cukru. Cukr je komodita, která se obchoduje na komoditních trzích, jehož cena je určena nabídkou a poptávkou po cukru. Cukr za poslední dobu zaznamenal velký pokles, což bylo dáno velkou nadprodukcí, ale také vyprazdňováním státních zásob, jako například v Indii. Cena cukru se v současnosti pohybuje okolo 13 dolarů za 100 jednotek liber (váhové množství). Ceny by měly i nadále klesat. Problém spočívá v tom, že cukr se obchoduje v dolarech, proto v důsledku klesající koruny setrvá patrně cena v přepočtu na české koruny na stávající úrovni. (Price chart for Sugar #11, © 2015)



Graf 2. Vývoj ceny cukru v letech 2010-2015

In: Price chart for Sugar #11 (© 2015)

7.2 Mikroekonomická analýza

K mikroanalýze byla využita Porterova technika pěti sil, která hodnotí stávající i potenciální konkurenční vlivy a dodavatelsko-odběratelské vztahy. Tato metoda byla doplněna o identifikace produktů společnosti a hodnotící tabulku konkurenčních výhod.

7.2.1 Identifikace produktů

Společnost vyrábí široký sortiment množství produktů pro své zákazníky. Jedná se o produkty doplňků stravy, které slouží buď k předcházení určitých běžných chorob nebo právě jejich léčení. Vlastní výrobu jako takovou lze považovat za konkurenční výhodu, protože většina konkurence si své produkty a směsi nechává vyrábět, což se odráží v její flexibilitě, kvalitě, ale i chuti jednotlivých produktů. Produkty VITARu jsou řazeny pod jednotlivé patentované značky společnosti. Mezi tyto značky patří například VITAR, Energit, Revital, HOMEA a MaxiVita. Každá značka je určena pro jiný typ zákazníka a jiný trh. Mezi významné produkty patří ovocné vitamíny v plechových krabičkách značky Energit. I když tyto produkty v podílu na celkových tržbách mají spíše klesající tendenci, jejich hlavní vliv spočívá v tom, že to bývají právě tyto produkty, které pomáhají k identifikaci společnosti. Mezi další produkty patří vitamínové a minerálové doplňky v šumivých tabletách, v blistrech a v sypkých směsích. Dále jsou to například doplňky ke zkvalitnění vlasů a nehtů nebo bylinné sirupy. Dalším velmi významným produktem jsou ovocné šťávy Capri-Sonne, které vyrábí společnost na základě získané licence. Tyto produkty mimo to, že se velmi dobře prodávají, také pomáhají společnosti eliminovat sezónní výkyvy v prodeji, například v letních měsících. V posledních letech také stoupl význam prodeje repelentů a přípravků proti vším, které společnost nakupuje a následně prodává jako zboží.

7.2.2 Identifikace konkurentů

Společnost VITAR působí v konkurenčním prostředí v rámci výroby potravinářských výrobků. Portfolio produktů zasahuje do mnoha sfér zpracovatelského průmyslu, proto se v rámci jednotlivých produktů a značek mohou objevovat různí konkurenti, kteří v konečném součtu tvoří velký počet. I přes velký počet konkurentů dokáže podnik na každém trhu uplatnit konkurenční výhodu. Velká část tržeb společnosti je realizována prostřednictvím retailového trhu. Tento trh je reprezentován především obchodními řetězci a drogeriemi. Trh je zásoben produkty značek MaxiVita, Energit a Vitar.

Na trhu lze najít velké množství konkurentů společnosti. Problém také spočívá v tom, že řada obchodních řetězců prodává vlastní výrobky doplňků stravy. Tyto produkty v žádném případě nemohou konkurovat kvalitou. Na druhou stranu jejich prodejní ceny jsou nižší než společnosti VITAR. Na tomto trhu se lze setkat například se značkami, jako jsou zahraniční produkty Hass, Krüger, Schneekoppe. Mezi tuzemské produkty pak patří Vitalx, Liftea, Medicol nebo Naturline zastoupeny společností Walmark.

Další část tržeb je zabezpečována prodejem jednotlivých produktů soukromými lékárnami. Na tomto trhu se projevuje velký vliv osobního doporučení jak ze strany lékařů, tak lékárníků. Pro prodej v lékárnách jsou určeny převážně produkty značky Revital. Tyto produkty se vyznačují vyšší kvalitou a jsou určeny pro specifické zdravotní potřeby, čemuž odpovídá i cena ve srovnání s produkty určenými pro obchodní řetězce. Na tomto trhu se lze setkat s velkým množstvím produktů převážně od zahraničních korporací. Mimo společnosti podnikající v oblasti doplňků stravy se zde vyskytují i nadnárodní farmaceutické společnosti. Produkty jsou velmi podobné z hlediska uspokojení potřeb zákazníků. Jejich hlavní výhoda spočívá v silném finančním zázemí, které se projevuje v časté inovaci produktů, ale především v oblasti propagace a podpory prodeje, protože značná část finančních prostředků je investována do reklamy. Konkurenční výhoda společnosti VITAR ve srovnání s těmito produkty spočívá v nižší ceně.

Walmark

Společnost Walmark patří na českém trhu asi mezi největší konkurenci společnosti VITAR. Walmark působí jak v oblasti retailového trhu, tak v oblasti lékáren. Walmark je holdingová společnost se sídlem v Třinci a devíti pobočkami soustředěnými ve východní Evropě a obratem dosahujícím 100 mil Eur. Její velikost se projevuje především ve finančním zázemí v podobě propagace. V oblasti kvality zde není významný rozdíl ve srovnání s produkty společnosti VITAR. Asi nejznámější produkt společnosti Walmark jsou vitamíny Marťáci určené pro děti. VITAR koupil práva na obrázky rodiny Simpsonových, kterými označil veškeré produkty vitamínů určené pro děti tak, aby mohl lépe konkurovat těmto výrobkům. (Historie společnosti, © 2009-2010)

Green-Swan Pharmaceuticals

Jedná se o českou farmaceutickou společnost, která vznikla v roce 1998 se sídlem v Praze. V porovnání s ostatními konkurenty se jedná spíše o menší společnost, která je však v úhrnu své celkové hodnoty aktiv a pasiv asi dvakrát větší než společnost VITAR. Její produkty se vyskytují pod značkou GS. Mezi nejznámější z nich patří kloubní přípravek GS Condro. Veškeré produkty této společnosti mají vysokou cenu ve srovnání s produkty společnosti VITAR. (O nás, © 2014)

Cemio Switzerland AG

Cemio Switzerland AG je švýcarská investiční a marketingová skupina, která svými aktivitami působí v oblasti zdravotnictví a farmacie v oblasti střední Evropy. Jedná se společnost, která si nechává vyrábět své produkty u jiných firem, převážně ve Švýcarsku. Ty následně prodává prostřednictvím lékáren. Na českém trhu v poslední době nejvíce propagují produkt Cemio KAMZÍK. (O nás, © 2009)

Abtei

Abtei je německá společnost, která v posledních dvou letech zkoušela proniknout na český trh. Z počátku se objevila na retailovém trhu a později v lékárnách. V obchodních řetězcích však firma byla nucena stáhnout část svých produktů, protože se dobře neprodávaly z důvodu vyšší ceny. Některé produkty ve svých názvech obsahují německé výrazy, což se také odrazilo ve snížené poptávce na českém trhu. V lékárnách jsou produkty k dostání, ale jejich tržní vliv není velký. (O Abtei, © 2013)

7.2.3 Potenciální konkurenti

Odvětví podnikání, ve kterém působí společnost VITAR je velmi atraktivní. To může znamenat potenciální zájem vstupu nových konkurentů do odvětví. Na druhou stranu zde však existuje řada překážek, které mohou odradit vstup novým konkurentům. Jedná se například o vysoké vstupní náklady, které jsou spojené s pořízením know how v podobě tvorby receptur potřebných k výrobě potravinových doplňků. Aby společnost byla úspěšná, měla by získat nějakou certifikaci zaručující kvalitu, jedná se o certifikaci ISO. Produkty musejí být zdravotně nezávadné a v souladu s potravinářskou politikou ČR, tato situace s sebou přináší další administrativní náklady. V neposlední řadě retailový trh, který je reprezentován obchodními řetězci, má přesně nastavená smluvní pravidla. Podobně je tomu i na úrovni lékáren, kde působí silní hráči.

7.2.4 Nové substituční produkty

Je velmi těžké určit přímo konkrétní substituční produkt, protože doplněk stravy je substitut sám o sobě. Lze uvést například ovoce nebo zeleninu. Na druhou stranu pokud chce někdo doplňovat potřebné látky vitamínů a minerálů je pro něj lepší zvolit doplněk stravy tak, aby pokryl celé spektrum této potřeby. Důležitý faktor je také ten, že ceny ovoce i zeleniny stále rostou a řada dovážených produktů stále nedosahuje takové kvality, jako je tomu v zahraničí.

7.2.5 Vliv odběratelů

Jak bylo zmíněno v předchozím textu, VITAR spolupracuje se dvěma skupinami odběratelů, v oblasti retailu a v lékárnách. Obě skupiny lze považovat za významné, protože díky nim lze velmi dobře profitovat. Na druhou stranu tato situace s sebou nese i nevýhody. Obchodní řetězce mají přesně nastavená pravidla a většinou to bývají právě oni, kdo diktuje podmínky, zejména pak v oblasti cenové, což se může projevat v nižší marži, ale také ve vratkách neprodaného zboží. S produkty společnosti VITAR se lze setkat takřka ve všech obchodních řetězcích v ČR. Pouze Billa odebírá jen produkty Capri-Sonne, v oblasti potravinových doplňků zde není zastoupen žádný produkt. Lidl prodává doplňky stravy jen v určitých obdobích, kdy se jednorázově navezou produkty VITARu a dle prodaného množství dojde k úhradě. V ostatních obchodních řetězcích jako jsou například Albert, Makro, Tesco, atd. lze nakupovat veškeré produkty určené pro tento trh bez omezení. Mezi odběratele z oblasti drogerií patří tři obchodní partneři. DM, Teta a Rossman. Odběratelé ze strany lékáren jsou zastoupeny velkou skupinou malých a velkých soukromých lékáren. Mezi větší společnosti patří například Dr. Max nebo Moje lékárna.

7.2.6 Vliv dodavatelů

Společnost spolupracuje s celou řadou dodavatelů jak v oblasti odběru základních surovin pro výrobu, tak v oblasti obalových materiálů pro své produkty. Díky dlouholeté tradici si společnost byla schopna vytvořit kvalitní a stabilní dodavatelské vztahy. Dodavatelé v oblasti základních surovin jsou zastoupeny především zahraničními společnostmi. Naopak dodavatelé obalových materiálů jsou reprezentovány především zástupci z řad českých podniků. V rámci těchto vztahů má VITAR velmi dobré postavení, díky němuž může překračovat i splatnost dodavatelských faktur o déle než 90 dnů. Dokáže tak využívat obchodního úvěru.

7.2.7 Konkurenční výhoda společnosti

Konkurenční výhoda společnosti je odhadnuta na základě tabulky hodnotící jednotlivá kritéria.

Tab. 4. Hodnotící tabulka kritérií konkurenčních výhod

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení						Body	Váha	
			Převaha konkurence		Průměr			Převaha podniku		×	
			0	1	2	3	4	5		6	Body
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků	3					x			4	12
	2. Technická úroveň výrobků	2					x			4	8
	3. Cenová úroveň	3						x		5	15
	4. Intenzita reklamy	2			x					2	4
	5. Výhody místa	1					x			4	4
	6. Výhody distribuce	1				x				3	3
	7. Image firmy	1					x			4	4
	8. Servis a služby	1						x		5	5
Nepřímé faktory	9. Kvalita managementu	3						x		5	15
	10. Výkonný personál	1					x			4	4
	11. Výzkum a vývoj	1						x		5	5
	12. Majetek a investice	2				x				3	6
	13. Finanční situace	1				x				3	3
Celkem		22								51	88

In: Mařík (2011, s. 89-90), vlastní zpracování

Hodnocení: 66.67%

Společnost VITAR dosáhla v tomto hodnocení 66.67%, což je lehce nadprůměrem. Společnost produkuje kvalitní výrobky s dobrými technickými parametry. Oproti konkurenci dokáže své produkty prodávat za nižší ceny. Intenzita reklamy není příliš vysoká, jedná se spíše o slabinu společnosti. Společnost si tento nedostatek uvědomuje a hodlá ho v budoucnu napravit. Produkty, které jsou umístovány v obchodních řetězcích jsou na dobře viditelných místech, přímo dostupné jednotlivým zákazníkům. Naopak v lékárnách zákazník produkt často nevidí. Distribuce produktů se od ostatních konkurentů neliší. Image společnosti je velmi dobrá, což souvisí s dlouholetou tradicí.

Management společnosti je tvořen jak zkušenými zaměstnanci, tak přímo vlastníky společnosti, protože se jedná o rodinný podnik. Díky tomu management společnosti velmi dobře

zná podnikové prostředí, proto dokáže být dostatečně pružný tak, aby rychle reagoval na měnící se trendy. Zároveň umí dobře řídit a motivovat kvalifikované pracovníky. Společnost vlastní výzkumné středisko a laboratoře, které umožňují inovovat produkty. Společnost i přes charakter rodinné firmy má dobré finanční zázemí, což se projevuje v investicích do podnikového majetku.

7.3 Tržní prostředí

V rámci tržního prostředí je vymezen relevantní trh, následuje atraktivnost trhu, na základě kterého je odvozen vývoj trhu. Na budoucím vývoji trhu je postavena predikce tržeb společnosti VITAR, včetně určení tržního podílu.

7.3.1 Vymezení relevantního trhu

Vymezení relevantního trhu pro společnost VITAR není jednoduché. Jednak působí jak na tuzemském, tak na zahraničních trzích po celém světě. Hlavní část tržeb je zabezpečována českým trhem, proto také vše bude vztaženo právě k tomuto trhu. Činnost podniku také zasahuje do více odvětví. Jedná se o kombinaci výroby potravinářských produktů, avšak některé produkty spadají do kategorie farmaceutického průmyslu. Pokud se omezíme na český trh a klasifikaci CZ – NACE lze vyvodit tyto závěry.

Společnost VITAR podniká ve výrobě a prodeji doplňků stravy. Tento předmět činnosti dle klasifikace CZ – NACE lze zařadit do sekce C – Zpracovatelský průmysl, oddíl 10 Výroba potravinářských výrobků, skupina 10.89 Výroba ostatních potravinářských výrobků j. n. Tento oddíl patří mezi tradiční oddíly zpracovatelského průmyslu. Oddíl zasahuje do jiných ekonomických odvětví, například využívá zemědělskou produkci, potravinářské strojírenství nebo výrobu obalů.

Toto odvětví podléhá také řadě kontrol a nařízení. Především musí splňovat požadavky na zdravotní nezávadnost, ale také na informovanost spotřebitele. Vše musí být v zájmu potravinářské politiky České republiky. Následující tabulka ukazuje vývoj tržeb ve skupině Výroba ostatních potravinářských výrobků. Včetně počtu podniků působících ve stejném oboru podnikání. (Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2013, 2014, s. 30-32)

Tab. 5. Údaje relevantního trhu

Období	Počet podniků	Tržby odvětví (v tis. Kč)
2009	1 198	43 694 932
2010	1 716	43 329 083
2011	1 442	44 734 712
2012	2 041	48 705 997
2013	1 360	45 202 128
Průměr	1 339	43 099 222

In: MPO (2014), vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že vývoj tržeb kromě roku 2013 má rostoucí charakter, což nasvědčuje o rostoucím charakteru odvětví v rámci ukazatele tržeb. U počtu podniků nelze určit jasný trend. Docházelo zde jak k velkému nárůstu, tak následně k výraznému poklesu. Ten byl způsoben především nárůstem a poklesem malých pivovarů, které do této sekce rovněž zapadají. Důležitou roli v rámci výroby potravinářských produktů hrají statní programy na podporu tohoto odvětví. Jedná se například o dotační podpory a marketingové propagace značky KLASA. I přesto, že objem poskytnutých prostředků v roce 2013 klesl o takřka 10%, na tržbách se to zásadním způsobem neprojevalo. (Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2013, 2014, s. 30-32)

7.3.2 Citlivost trhu na hospodářský cyklus

Následující tabulka porovná HDP v běžných cenách a tempo růstu HDP ve stálých cenách s tržbami v odvětví.

Tab. 6. Srovnání HDP a tržeb

Období	HDP (b. c.)	Růst HDP (v %)	Tržby odvětví (v tis. Kč)	Růst tržeb odvětví (v %)	Tržby VITAR (v tis. Kč)
2006	3 510 590	6.9	37 937 928	-	166 611
2007	3 835 015	5.5	38 860 269	2.43	190 763
2008	4 012 148	2.7	42 328 729	8.93	211 016
2009	3 924 649	-4.8	43 694 932	3.23	187 681
2010	3 950 607	2.3	43 329 083	-0.84	208 837
2011	4 019 714	2.0	44 734 712	3.24	262 847
2012	4 048 121	-0.8	48 705 997	8.88	255 170
2013	4 086 354	-0.7	45 202 128	-7.19	259 628
2014	4 266 556	2.4	48 827 623	8.02	293 666

In: MPO (2014), vlastní zpracování

V rámci korelační analýzy byla prokázána 70% závislost tržeb odvětví na HDP, proto lze konstatovat, že odvětví je cyklické. V následujících letech ministerstvo financí predikuje růst HDP v průměru 2.3%. Z toho lze vyvodit, že v následujících letech trh poroste.

7.3.3 Analýza atraktivnosti trhu

Atraktivnost trhu, na kterém společnost působí je odhadnuta na základě tabulky hodnotící jednotlivá kritéria.

Tab. 7. Hodnotící tabulka kritérií atraktivnosti trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení						Body	Váha	
		Negativní		Průměr			Pozitivní		×	
		0	1	2	3	4	5		6	Body
1. Růst trhu	3					x			4	12
2. Velikost trhu	2				x				3	6
3. Intenzita konkurence	3				x				3	9
4. Průměrná rentabilita	2				x				3	6
5. Bariéry vstupu	1					x			4	4
6. Možnosti substituce	1						x		5	5
7. Citlivost na konjunkturu	1					x			4	4
8. Struktura zákazníků	2				x				3	6
9. Vlivy prostředí	1				x				3	3
Celkem	16								32	55

In: Mařík (2011, s. 66), vlastní zpracování

Hodnocení: 57.29 %

Atraktivnost trhu dosahuje hodnoty 57.29%, což se pohybuje lehce nadprůměrem. I přesto, že se jedná o poměrně tradiční sektor jak v rámci zpracovatelského průmyslu, ale i národního hospodářství, jeho vliv by měl v následujících letech růst. Jedná se o sociologické faktory zmíněné v PEST analýze. Konkrétně o faktor zájmu českých spotřebitelů o české značky a produkty, zvýšení sportujícího obyvatelstva a zvýšení starší populace. Velikost trhu oproti ostatním sektorům není příliš velká, avšak působí zde konkurence.

Bariéry vstupu jsou zastoupeny náklady na vybudování technologie k výrobě doplňků stravy. Možnosti substituce jsou malé. Odvětví je citlivé na hospodářský cyklus, to je hodnoceno pozitivně, protože má docházet k růstu HDP. Zákazníci, v podobě lékáren a obchodních řetězců, jsou stabilní a silní partneři. V odvětví nedochází k výraznějším vlivům prostředí.

7.3.4 Vývoj trhu a predikce tržeb

Periodikum panorama zpracovatelského průmyslu uvádí, že by v následujících letech měl trh v oblasti výroby potravinářských výrobků i nadále růst v rámci ukazatele tržeb. Tento argument lze potvrdit statistickými výsledky. Následující tabulka ukazuje vývoj tržeb v odvětví.

Tab. 8. Predikce vývoje trhu a budoucích tržeb

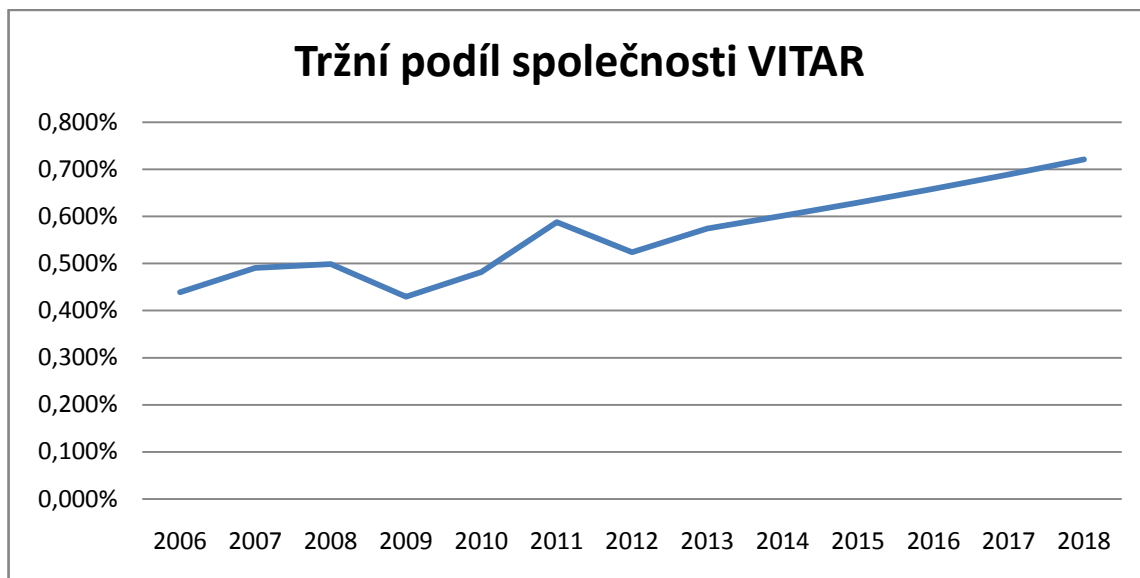
Období	Tržby odvětví (v tis. Kč)	Růst tržeb odvětví (v %)	Tržby VITAR (v tis. Kč)	Růst tržeb VITAR (v %)	Průměrné tempo růstu tržeb VITAR (v %)	Tržní podíl VITAR (v %)
2006	37 937 928	-	166 611	-	7.9	0.439
2007	38 860 269	2.43	190 763	14.5		0.491
2008	42 328 729	8.93	211 016	10.6		0.499
2009	43 694 932	3.23	187 681	-11.1		0.430
2010	43 329 083	-0.84	208 837	11.3		0.482
2011	44 734 712	3.24	262 847	25.9		0.588
2012	48 705 997	8.88	255 170	-2.9		0.524
2013	45 202 128	-7.19	259 628	1.7		0.574
2014	48 827 623	8.02	293 666	13.1		0.601
2015	50 100 600	2.61	315 304	7.4	7.3	0.629
2016	51 373 578	2.54	338 317	7.3		0.659
2017	52 646 556	2.48	362 788	7.2		0.689
2018	53 919 534	2.42	388 801	7.2		0.721

In: MPO (2014), vlastní zpracování

$$\text{Regresní rovnice } y = 37\,370\,821.8928571 + 1\,272\,977.85714286 * t$$

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{index růstu trhu} * \text{index změny tržního podílu}) - 1$$

Predikce tržeb odvětví byla stanovena na základě regresní analýzy z výše uvedené regresní rovnice s mírou korelace na časovém období **89%**. Regresní analýza se skládala z 8 pozorování. Tempo růstu tržeb společnosti VITAR bylo vypočítáno dle druhého vzorce, přičemž tržní podíl pro následující 4 roky byl stanoven na základě průměrného růstu tržního podílu, který každoročně rostl o **4.64%**. Průměrné tempo růstu tržeb společnosti se v letech 2006-2014 pohybovalo v průměru okolo 7.9%. Největší nárůst zaznamenala společnost za rok 2014. Průměrné tempo růstu tržeb na základě předchozích propočtů by mělo dosahovat 7.3%.



Graf 3. Tržní podíl společnosti VITAR

In: MPO (2014), vlastní zpracování

Z výše uvedeného grafu je patrný rostoucí trend tržního podílu společnosti VITAR. Mimo roky 2009 a 2012 tržní podíl společnosti pravidelně rostl, proto by měl růst i následujících čtyřech letech. Celková predikce tržeb i tržního podílu byla konstatována s vedením podniku a je považována jako nejvíce realistická.

7.4 Závěry ke strategické analýze

Veškeré údaje zjištěné z makroprostředí hovoří o růstu odvětví. Zejména pak rostoucí tempo HDP, na kterém je odvětví přímo závislé, ale také sociální faktory v podobě stárnoucího obyvatelstva nebo sílící zájem o zdravý životní styl. Z analýzy mikroprostředí vyplývá, že společnost je schopna dosahovat jistých konkurenčních výhod v nižších cenách za srovnatelnou kvalitu. Tyto výhody se každoročně projevovaly v rostoucím tržním podílu.

V rámci vymezení relevantního trhu byly tržby vztaženy k českému trhu, který je pro společnost klíčový, protože zde realizuje nejvíce tržeb. V následujících letech by se měly u společnosti dále objevit faktory jako jsou zlepšení marketingové komunikace a zavedení štihlé výroby. Tyto faktory se zásadním způsobem budou podílet na dalším zvýšení konkurenčních výhod a následného růstu tržního podílu, což se v budoucnu projeví na rostoucích tržbách, vzhledem k rostoucímu odvětví.

8 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI

Účelem finanční analýzy je posoudit finanční zdraví společnosti a její schopnost být likvidní, umět dostát svým závazkům a dokázat uspokojit vlastníky kapitálu. Tyto vlastnosti jsou zkoumány pomocí řady následujících ukazatelů. Finanční analýza vychází z posledních pěti let existence podniku, 2009-2014. Za rok 2014 je vycházeno z předběžných výkazů uvedených v přílohách P I a P II. Do těchto výkazů byly dopočítány odpisy, upraven hospodářský výsledek, vyměřena daň a zároveň snížen krátkodobý finanční majetek o výši vyměřené daně.

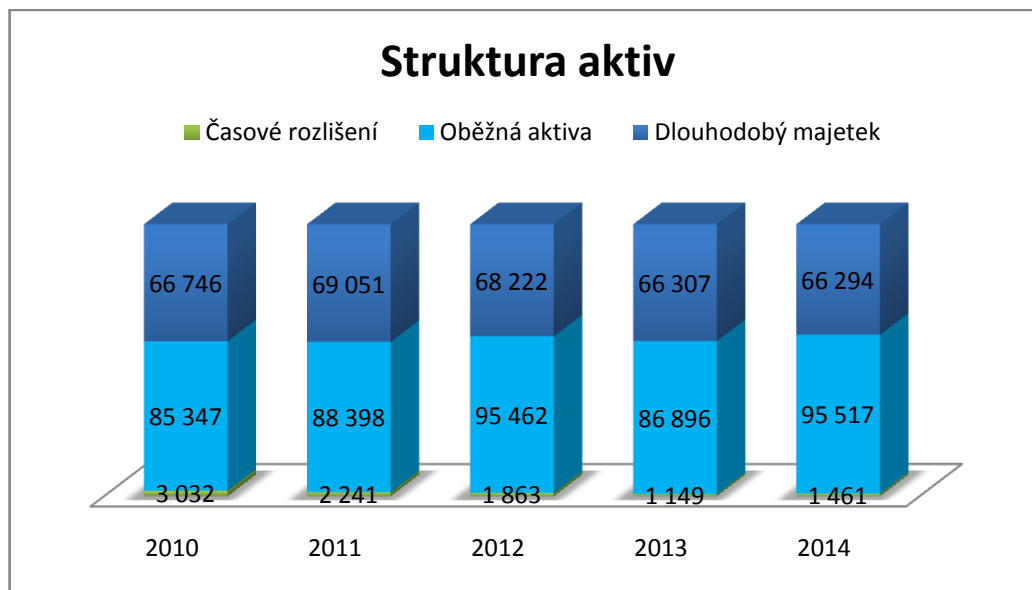
8.1 Analýza rozvahy

Analýza rozvahy shrnuje výsledky vertikální a horizontální analýzy aktiv a pasiv, které jsou uvedeny v přílohách P III a P IV.

8.1.1 Analýza aktiv

Hodnota aktiv ve společnosti kromě roku 2013 rostla, protože společnost pravidelně investuje. V roce 2013 poklesla hodnota aktiv vlivem opravných položek na materiál a krátkodobých pohledávek ve výši téměř 6 milionů. Dlouhodobý majetek se podílí průměrně 43% na hodnotě celkových aktiv. Hlavní podíl na dlouhodobém majetku tvoří dlouhodobý majetek hmotný, který je dán především výrobní a administrativní budovou, ale také stroji a technologickými zařízeními. Malá část dlouhodobého majetku je tvořena dlouhodobým majetkem finančním. Ten je zastoupen podíly v dceřiných společnostech, které společnost vlastní. Dlouhodobý majetek nehmotný je tvořen především softwarem.

Největší podíl na celkových aktivech jako celku má oběžný majetek, který v průměru dosahuje 56%. Největší část oběžných aktiv společnosti tvoří krátkodobé pohledávky a zásoby v podobě materiálu. Vysoké hodnoty obou položek dokazují výrobní charakter podniku. Zbylá část oběžného majetku je tvořena krátkodobým finančním majetkem, který se pohybuje okolo 3% celkové hodnoty bilanční sumy. Dlouhodobé pohledávky tvoří nevýznamnou část oběžných aktiv. Časové rozlišení se pohybuje průměrně okolo 1% a je tvořeno náklady příštího období v podobě leasingových splátek.



Graf 4. Struktura aktiv v letech 2010-2014 (v tis. Kč)

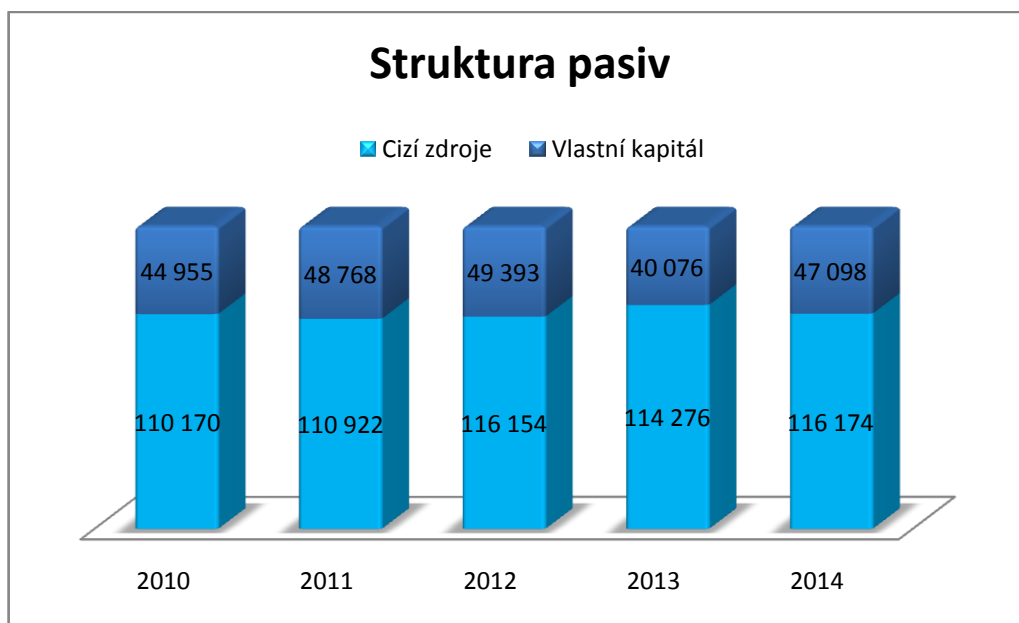
In: Příloha P I, vlastní zpracování

8.1.2 Analýza pasiv

Podobně jako rostla celková aktiva musela růst i celková pasiva tak, aby byla zajištěna bilanční kontinuita. Nejvíce se na celkových pasivech podílí cizí zdroje, v průměru okolo 70% celkových pasiv. Největší část cizích zdrojů je tvořena krátkodobými závazky, které zároveň tvoří největší část celkových pasiv, průměrně 44% a mají rostoucí trend. Krátkodobé závazky v podobě závazků z obchodních vztahů představují pro společnost levný způsob financování. V rámci krátkodobých závazků společnost také účtuje leasing, který dosahuje hodnoty 16 082 000 Kč. Další významná část celkových pasiv, zhruba 20%, je tvořena bankovními úvěry, zejména krátkodobými. Krátkodobé úvěry kromě roku 2012 pravidelně klesaly. Společnost v minulosti čerpala jak jeden dlouhodobý úvěr, tak více krátkodobých úvěrů. Ty však byly sloučeny do jednoho krátkodobého úvěru. Dlouhodobé závazky nedosahují vysokých hodnot, průměrně tvoří 6.5% celkových pasiv. Rezervy byly tvořeny pouze v letech 2011-2013, jednalo se o rezervy na reklamaci zboží.

Hodnota vlastního kapitálu dosahuje průměrně 30%. Největší podíl na vlastním kapitálu má základní kapitál ve výši 38.5 milionů, jehož absolutní hodnota se nemění, ale v rámci celkových pasiv se pohybuje v průměru okolo 24%. Kapitálové fondy se významně neměnily. Jejich podíl činí v průměru 7.5%. Nejvíce se na nich podílí ostatní kapitálové fondy. V rámci rezervního fondu, nedělitelného fondu a ostatních fondů docházelo k nepatrným změnám. Jejich podíl na celkových pasivech je zanedbatelný.

Výsledek hospodaření minulých let zaznamenal v posledních pěti letech pokles až k hodnotě -13 416 000 Kč. Společnost v letech 2010 a 2013 byla ztrátová. Zejména rok 2013, kde byla ztráta způsobena vysokou hodnotou opravných položek k materiálu a krátkodobým pohledávkám. Výsledek hospodaření běžného účetního období bude podrobněji rozebrán v analýze výnosů a nákladů.



Graf 5. Struktura pasiv v letech 2010-2014 (v tis. Kč)

In: Příloha P I, vlastní zpracování

8.2 Analýza výkazu zisku a ztrát

Analýza výkazu zisku a ztrát shrnuje výsledky vertikální a horizontální analýzy výnosů a nákladů, které jsou uvedeny v přílohách P V a P VI.

Tab. 9. Vybrané ukazatele VZZ v letech 2010-2014 (v tis. Kč)

Ukazatel (v tis. Kč)	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výnosy celkem	242 883	266 807	270 822	270 027	304 776
Provozní náklady celkem	242 734	262 035	267 896	277 481	293 159
Provozní výsledek hospod.	149	4 772	2 926	-7 454	11 617
Finanční výnosy celkem	1 825	2 560	1 648	1 712	355
Finanční náklady celkem	4 330	4 470	3 549	4 005	3 550
Finanční výsledek hospod.	-2 505	-1 910	-1 901	-2 293	-3 195
Daň z příjmu za běž. činnost	0	38	419	0	1 600
Výsledek hospod. za běž. čin.	-2 356	2 824	606	-9 747	6 822

In: Příloha P II, vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky jsou patrné jednotlivé struktury zisku společnosti VITAR. Společnost v rámci své provozní činnosti kromě roku 2013 vždy dosahovala zisku. Ztráta v roce 2013 byla převážně způsobena tvorbou opravných položek, ale i mírnějším poklesem tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Finanční výsledek hospodaření je každoročně záporný proto, protože se nejedná o hlavní podnikatelskou činnost společnosti. Hlavní podíl na této ztrátě tvoří ostatní finanční náklady a nákladové úroky.

V rámci výsledku hospodaření z běžné činnosti dosahuje společnost zisku. Tato položka dosahovala ztráty v letech 2010 a 2013. V roce 2010 se na ztrátě podílely převážně dopady důsledků hospodářské krize, kdy společnost nebyla schopna z provozní činnosti pokrýt ztrátu z finanční činnosti. V roce 2013 se na ztrátě nejvíce podílela vysoká hodnota opravných položek spolu s nižším odbytem produktů společnosti. V posledních pěti letech společnost neúčtovala žádné položky tykající se výsledku hospodaření z mimořádné činnosti.

8.2.1 Analýza výnosů

Společnost účtuje výnosy za své produkty ve dvou skupinách. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb tvoří více než 88% celkového podílu na celkových tržbách společnosti. Avšak tento podíl každoročně klesá díky prodeji repelentů a přípravků proti vším, které si společnost nechává vyrábět na zakázku u svých smluvních partnerů a následně účtuje v položce tržeb za prodej zboží. Tržby za prodej zboží se za posledních pět let téměř ztrojnásobily.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu se na celkových výnosech podílejí jen nepatrně. To značí, že výnosy nejsou uměle navyšovány pomocí této položky. Ostatní provozní výnosy se podílely na celkových výnosech v letech 2010, 15%. Od toho roku klesly na úroveň 3%, což bylo způsobeno změnou účetních metod. Ostatní finanční úroky, tržby z prodeje cenných papírů a podílů a výnosové úroky představují zanedbatelné částky.

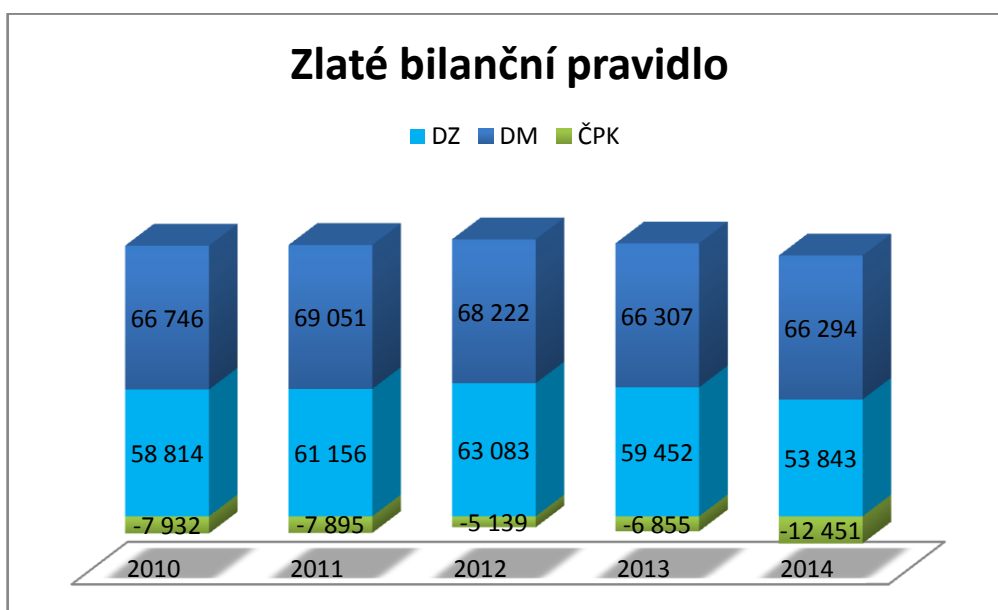
8.2.2 Analýza nákladů

Nejvíce se na celkových nákladech, v průměru 60%, podílí výkonová spotřeba. Další významnou pravidelně rostoucí položku tvoří osobní náklady. Růst osobních nákladů je především způsoben rostoucím počtem zaměstnanců a částečně zvyšováním mezd. V průměru se na celkových nákladech podílí téměř 20%. Každoročně se zvyšují i náklady na prodané zboží, které se během pěti let zdvojnásobily. Podstatný je fakt, že růst těchto nákladů byl menší než růst výnosů za prodej zboží, což se projevuje v rostoucí obchodní marži.

Ostatní provozní náklady se podílí v průměru 7% na celkových nákladech, ale jejich podíl každoročně klesá. Naopak náklady spojené s odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku vykazují rostoucí trend, který souvisí s růstem aktiv v položce dlouhodobého majetku a pravidelnými investicemi společnosti. Odpisy se podílejí v průměru 2.5% na celkových nákladech. Ostatní skupiny nákladů představují pouze zlomek na celkových nákladech. V roce 2013 byl velký nárůst opravných položek v absolutní výši 5 846 000 Kč, který způsobil velkou ztrátu. Jinak hodnota opravných položek a rezerv dosahovala nepatrných hodnot.

8.3 Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo vychází z předpokladu, že dlouhodobý majetek v podniku by měl být pokryt dlouhodobými zdroji. Naopak majetek oběžný by měl být pokryt krátkodobými zdroji. Čistý pracovní kapitál slouží jako položka vyrovnávající tento nesoulad.



Graf 6. Zlaté bilanční pravidlo v letech 2010-2014 (v tis. Kč)

In: Příloha P I, vlastní zpracování

Krátkodobé zdroje podniku se každoročně zvyšovaly, především díky růstu krátkodobých závazků z obchodních vztahů. Krátkodobé zdroje rostly i navzdory klesajícím krátkodobým úvěrům. Tyto krátkodobé zdroje kryjí i část dlouhodobého majetku. Díky tomu vzniká záporný čistý pracovní kapitál. Jedná se o agresivnější přístup k financování podniku. Tvorba čistého pracovního kapitálu (kladného) je doporučována pro bezpečnostní důvody.

8.4 Poměrové ukazatele

Mezi poměrové ukazatele byly zařazeny ukazatele zadluženosti, aktivity, likvidity a rentability.

8.4.1 Ukazatele zadluženosti

Analýza zadluženosti je zaměřená na vlastní a cizí zdroje podniku, stupeň finanční páky a ukazatel úrokového krytí.

Tab. 10. Ukazatele zadluženosti v letech 2010-2014

Ukazatel	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
Zadluženost (v %)	71.02	69.46	70.16	74.04	71.15
Koeficient samofinancování (v %)	28.98	30.54	29.84	25.96	28.85
Míra zadluženosti vlastního kapitálu	2.45	2.27	2.35	2.85	2.47
Míra finanční samostatnosti	0.41	0.44	0.43	0.35	0.41
Finanční páka	3.45	3.27	3.35	3.85	3.47
Úrokové krytí	-0.65	2.78	1.79	-6.06	6.56

In: Příloha P I, Příloha P II, vlastní zpracování

Zadluženost podniku dosahuje v průměru 70% oproti 30% koeficientu samofinancování. V literatuře je doporučován spíše poměr 40% cizích zdrojů na 60% vlastních zdrojů. Tyto hodnoty nelze považovat za vysoké s ohledem na praxi v porovnání s ostatními podniky působícími v České republice, ale je třeba zdůraznit, že se jedná o vyšší rizikovost společnosti. Kvůli vyšší zadluženosti a převaze cizího kapitálu podnik efektivně využívá finanční páku. Finanční páka, v případě že je podnik ziskový, zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Finanční páka dosahuje v průměru hodnoty 3.35.

Úrokové krytí kromě roku 2013 vykazuje jasný rostoucí trend. Tento ukazatel používají ratingové modely tak, aby byly schopny poznat jak dokáže společnost splácet náklady spojené s cizím kapitálem. Ukazatel by měl překračovat hodnotu 3. V roce 2014 podnik dosáhl hodnoty 6.56, což znamená, že ze svého zisku byl schopen 6.56 krát uhradit své nákladové úroky. Růst toho ukazatele také souvisí s poklesem nákladových úroků, protože společnost pravidelně splácí svůj revolvingový úvěr, proto jeho celková hodnota klesá.

8.4.2 Ukazatele aktivity

Aktivita spočívá ve schopnosti podniku efektivně využívat svůj majetek. Mezi ukazatele aktivity patří obratovost a doba obratu. Vyjádření doby obratu je lepší než obratovosti, protože vychází ve dnech, je proto mnohem více uchopitelnější a srozumitelnější. Důležitým předpokladem je, aby doba obratu dosahovala u aktivních položek nízkých hodnot a klesala.

V případě krátkodobých závazků nelze jednoznačně určit jestli je výhodný růst nebo pokles této pasivní položky. Pokud položka klesá může to znamenat, že společnost zlepšila svou platební schopnost vůči dodavatelům nebo naopak ztratila převahu nad svými dodavateli, a je nucena platit dříve. Naopak pokud položka roste znamená to, že společnost dokáže uplatnit svou převahu a využívat obchodního úvěru, a nebo jednoduše nedodrží platební kázeň.

Tab. 11. Ukazatele doby obratu v letech 2010-2014 (ve dnech)

Ukazatel (ve dnech)	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
Celková aktiva	267	219	234	214	200
Zásoby	71	54	56	48	43
Krátkodobé pohledávky	71	60	73	66	64
Krátkodobé závazky	112	94	98	101	98

In: Příloha P I, Příloha P II, vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky je patrné, že kromě roku 2012 doby obratu u všech aktivních položek klesaly. Tento pokles byl způsoben zejména růstem celkových tržeb. Velmi žádoucí je pokles doby obratu u zásob a pohledávek. Pokles doby obratu u pohledávek znamená, že odběratelé společnosti zlepšili svoji platební morálku. Společnost díky tomu dříve dostává zapláceno.

Naopak doba obratu krátkodobých závazků ukazuje, za jak dlouho hradí společnost faktury svým dodavatelům. Hodnoty dosahují v průměru 101 dnů. Tato hodnota ukazuje jak společnost dokáže efektivně využívat obchodního úvěru. Vzhledem k tomu, že doby obratu krátkodobých závazků klesají, nelze tvrdit, že by společnost nebyla ochotna své závazky hradit včas.

8.4.3 Ukazatele likvidity

Likvidita ukazuje schopnost podniku dostát svým krátkodobým závazkům. Likvidita vyjadřuje podíl jednotlivých skupin oběžného majetku na krátkodobých cizích zdrojích v podobě krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů.

Tab. 12. Ukazatele likvidity v letech 2010-2014

Ukazatel	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	0.89	0.90	0.93	0.92	0.87
Pohotová likvidita	0.46	0.50	0.54	0.55	0.55
Okamžitá likvidita	0.03	0.05	0.03	0.05	0.08

In: Příloha P I, vlastní zpracování

Ukazatel běžné likvidity průměrně dosahuje hodnoty 0.90. Tuto hodnotu lze považovat za nízkou, protože běžná likvidita počítá s celkovou výší oběžného majetku. V případě, že běžná likvidita nedosahuje hodnoty 1 a větší znamená to, že podnik v případě finančních potíží je nucen začít odprodávat dlouhodobý majetek tak, aby pokryl své krátkodobé závazky bank a obchodních partnerů. Ukazatel běžné likvidity by se měl pohybovat v rozmezí 1.5 až 2.5.

Ukazatel pohotové likvidity průměrně dosahuje hodnoty 0.52. I tento ukazatel by měl dosahovat vyšších hodnot, které se pohybují v rozmezí 1 až 1.5. Ukazatel počítá pouze s krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem. Ukazatel se každoročně zvyšoval, vykazuje tak rostoucí trend. To bylo převážně zapříčiněno růstem krátkodobého finančního majetku na straně jedné, ale také poklesem krátkodobých bankovních úvěrů na straně druhé.

Ukazatel okamžité likvidity průměrně dosahuje hodnoty 0.05. Tento ukazatel se omezuje pouze na krátkodobý finanční majetek. I tato hodnota je velmi nízká, protože by se měla pohybovat v rozmezí 0.2 až 0.5. Pozitivním faktem může být skutečnost, že podnik zbytečně neváže svá aktiva v penězích, ale v jiných aktivních položkách, což naopak s sebou nese jistá rizika.

8.4.4 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability posuzují, jak je schopen podnik dosahovat výnosů a odměňovat vlastníky kapitálu. Hodnoty rentabilit byly v letech 2010 a 2013 záporné, protože společnost hospodařila v těchto letech se ztrátou.

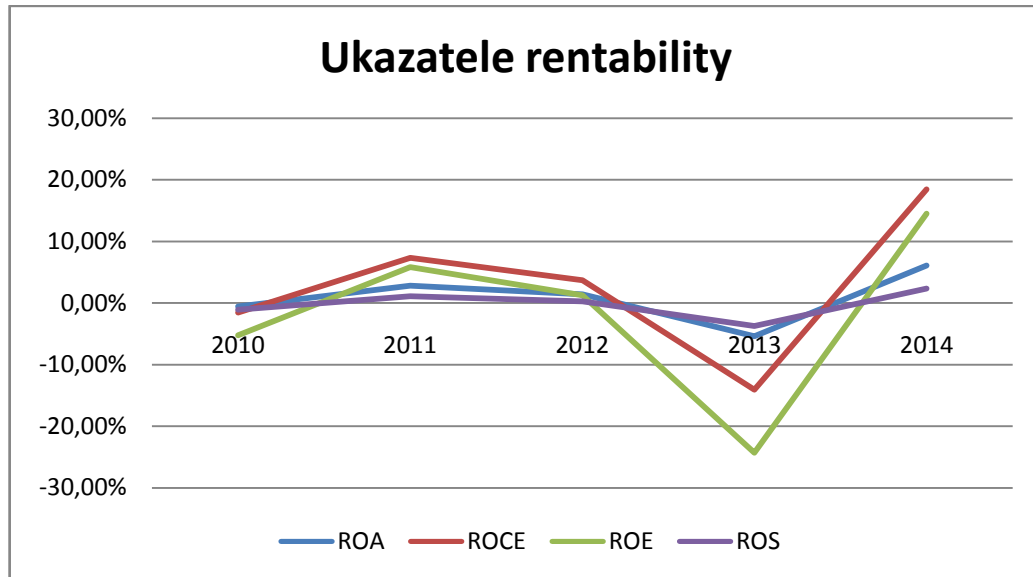
Tab. 13. Ukazatele rentability v letech 2010-2014

Ukazatel	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
EAT (v tis. Kč)	-2 356	2 824	606	-9 747	6 822
EBIT (v tis. Kč)	-924	4 471	2 319	-8 366	9 936
ROA Celkového kapitálu (v %)	-0.60	2.80	1.40	-5.42	6.09
ROCE Úplatného kapitálu (v %)	-1.57	7.31	3.68	-14.07	18.45
ROE Vlastního kapitálu (v %)	-5.24	5.79	1.23	-24.32	14.48
ROS Tržeb (v %)	-1.13	1.07	0.24	-3.75	2.32

In: Příloha P I, Příloha P II, vlastní zpracování

Rentabilita celkového kapitálu se pohybovala v průměru okolo 1.5%. Ukazatel ROA ukazuje, jak je společnost výnosná s využitím celkového kapitálu, a jak dokáže využívat celkovou produkční sílu. Rentabilita dlouhodobého kapitálu se pohybovala v průměru okolo 4.5%. Ukazatel ROCE ukazuje, jak podnik uspokojuje vlastníky dlouhodobého kapitálu (úplatného). Jedná se o ukazatel, který sledují potenciální investoři. Rentabilita vlastního kapitálu se pohybovala v průměru okolo 1%. Ukazatel ROE ukazuje, jak je podnik schopen odměňovat vlastníky společnosti. ROE se často srovnává s alternativními investicemi. Rentabilita tržeb se pohybovala v průměru okolo 0.4%. Ukazatel ROS ukazuje poměr výnosů k celkovým tržbám.

Výše uvedené rentability i přes vyšší stupeň finanční páky nedosahují v průměrném součtu vysokých hodnot, především díky roku 2013, kdy ukazatele byly opravdu neuspokojivé. Důvodem však byly opravné položky, které velmi významně ovlivnily celkové výnosy a ukazatele rentability. Naopak rok 2014 dobře ilustruje, jak podnik dokáže uspokojovat majitele a věřitele.



Graf 7. Ukazatele rentability v letech 2010-2014

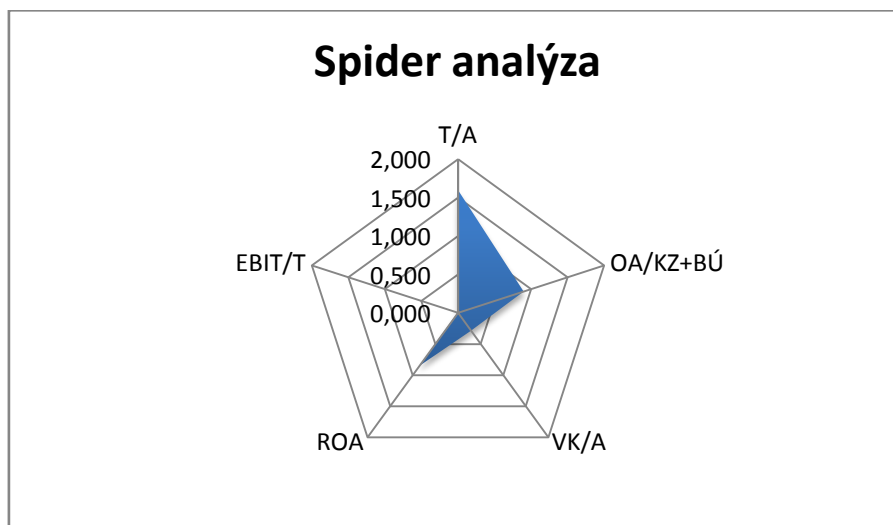
In: Příloha P I, Příloha P II, vlastní zpracování

8.5 Souhrnné ukazatele

Mezi souhrnné ukazatele byly zařazeny spider analýza a Altmanovo Z-skóre.

8.5.1 Spider analýza

Pavučinový graf zobrazuje, které ukazatele finanční stability v podniku převažují. Mezi tyto ukazatele patří ROS vycházející z EBITu, ROA, obrat celkových aktiv, koeficient samofinancování a ukazatel běžné likvidity.



Graf 8. Spider analýza průměr let 2010-2014

In: Příloha P I, Příloha P II, vlastní zpracování

V rámci této skupiny ukazatelů nejlépe dopadl obrat celkových aktiv a rentabilita celkového kapitálu. Rentabilita tržeb spolu s koeficientem samofinancováním dosahuje nízkých hodnot.

8.5.2 Altmanovo Z-skóre

Jedná se o model, podle něž lze zjistit zda společnost zkrachuje nebo ne. $Z > 2.9$ znamená uspokojivou finanční situaci, $1.2 < Z \leq 2.9$ představuje nevyhraněnou zónu, pokud $Z \leq 1.2$, společnost se nachází na pokraji krachu.

Tab. 14. Altmanovo Z-skóre v letech 2010-2014

Ukazatel	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
ČPK/A x 0.717	-0.037	-0.035	-0.022	-0.032	-0.055
NZ/A x 0.847	-0.026	-0.010	-0.007	-0.061	-0.021
EBIT/A x 3.107	-0.019	0.087	0.044	-0.168	0.189
ZK/CZ x 0.420	0.147	0.146	0.139	0.141	0.139
T/A x 0.998	1.344	1.643	1.538	1.679	1.795
Z-skóre	1.409	1.830	1.692	1.559	2.047

In: Příloha P I, Příloha P II, vlastní zpracování

Nejvíce se na růstu skóre podílí rostoucí hodnota EBITu, naopak nejhůře podíl čistého pracovního kapitálu na celkových aktivech společnosti. Podnik VITAR se v rámci Altmanova z-skóre pohybuje v šedé zóně nevyhraněných výsledků. To znamená, že by měl být podnik podle tohoto souhrnného ukazatele podroben hlubšímu pozorování.

8.6 Závěry k finanční analýze

V posledních pěti letech kromě roku 2013 celkový majetek rostl. Na celkovém růstu majetku se však podílí především růst krátkodobých pohledávek. To znamená, že společnost zásobuje své odběratele obchodními úvěry, což pro ni není úplně nejvýhodnější. Společnost pravidelně investuje do svého dlouhodobého majetku, který v letech 2010 a 2011 rostl. Naopak v letech 2012 a 2013 hodnota oprávek převýšila investice. Nárůst majetku je kryt především růstem krátkodobých závazků, a to jak v podobě závazků z obchodních vztahů, tak leasingem. Tyto závazky představují levnější, ale rizikovější způsob financování podnikových potřeb.

Zadluženost společnosti nevykazovala výrazné změny. Celková zadluženost nedosahuje takové výše, aby byla společnost v ohrožení. Společnost je podkapitalizovaná díky vysokému podílu krátkodobých závazků, proto čistý pracovní kapitál dosahuje záporných hodnot. To úzce souvisí s ukazateli likvidity, které nejsou ideální a dosahují velmi nízkých hodnot. Riziko, vyplývající z vysokého podílu krátkodobých závazků, je suplováno vysokými hodnotami obratovosti aktivních položek, které společnost dokáže velmi rychle proměňovat na tržby. Navíc pokud je zachována stávající situace, že krátkodobé pohledávky jsou uhrazovány po zhruba 60 dnech a společnost hradí svým dodavatelům po 100 dnech, může si v tomto případě dovolit nízkou likviditu a záporný čistý pracovní kapitál.

Ukazatele rentability jsou výrazně ovlivněny stupněm finanční páky a vysokou obratovostí aktivních položek, která je dána vyšším poměrem cizích zdrojů na celkových pasivech. V letech, kdy společnost dosahovala zisku, ukazatele prudce vzrostly. Problém ukazatelů rentability může být ten, že jsou postaveny na zisku, který bývá často daňově optimalizován proto, aby společnost nemusela odvádět vysoké daně. (Kenša, 2013, s. 59-63)

Závěrem je třeba konstatovat, že i přes drobné finanční nedostatky, se kterými se musí potýkat každá úspěšná společnost, je společnost VITAR finančně zdravá. Důležitý argument je ten, že společnost dokáže zvyšovat svůj tržní podíl, který patří mezi významné strategické ukazatele. Na základě tohoto tvrzení mohou být použity následující výnosové metody, protože společnost díky zvyšujícím se tržbám bude schopna produkovat volné peněžní prostředky.

9 SWOT ANALÝZA

SWOT analýza má ukázat silné a slabé stránky a pomocí nich využít potenciálních příležitostí a odvrátit hrozby. Níže uvedená SWOT analýza spojuje předchozí poznatky strategické a finanční analýzy.

Tab. 15. SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
Tradice společnosti Inovativní produkty Stabilní obchodní vztahy Vlastní výzkumné centrum Zvyšování tržního podílu	Náročnost výroby Nedostatečná povědomost společnosti Nízká likvidita Vyšší zadluženost Závislost na hospodářském cyklu
PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
Sílicí zájem o zdravý životní styl Demografický vývoj populace Zvýšení povědomosti pomocí reklamy Růst relevantního trhu Evropské fondy	Stávající konkurence Silní odběratelé (uplatňování vratek) Legislativní změny v odvětví

In: vlastní zpracování

Jednotlivým faktorům byly věnovány předchozí kapitoly, proto tyto faktory zde nebudou podrobněji rozebrány. Výše uvedené faktory kromě slabší marketingové komunikace, která se projevuje v nízké povědomosti konečných spotřebitelů o podniku, jsou zcela běžné pro většinu společností působících v oblasti výroby potravinových doplňků stravy a lze je jen stěží eliminovat. Společnost si velmi dobře uvědomuje nedostatek povědomosti a právě zkvalitnění marketingové komunikace by jí mohlo upevnit postavení na trhu a přilákat nové zákazníky.

Touto kapitolou končí analytický oddíl diplomové práce. Následující kapitolou bude začínat projektový oddíl diplomové práce.

10 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Touto kapitolou začíná projektový oddíl diplomové práce. Strategický finanční plán byl sestaven tak, aby na jeho základě byly postaveny výnosové metody ocenění. Finanční plán je sestaven na následující čtyři roky, 2015 až 2018. Strategický finanční plán vychází z predikovaných tržeb zjištěných pomocí strategické analýzy, matematických průměrů a poměrů výkazových položek z minulých let. Ale především byly veškeré výkazové položky diskutovány s managementem společnosti tak, aby co nejlépe reflektovaly ekonomickou realitu. Všechny následující tabulky strategického finančního plánu byly vyčleněny z plánované rozvahy, VZZ a plánu cash flow. Tyto plánované výkazy se v celém znění nachází v přílohách P VII – IX.

10.1 Plán výkazu zisku a ztrát

Tržby z prodeje zboží byly naplánovány na základě predikce celkových tržeb ze strategické analýzy. Jelikož tržby z prodeje zboží představují ve společnosti malou část, avšak s rostoucím trendem, byly tržby určeny poměrem k celkovým tržbám, který dosahuje 12%. Společnost nechce překročit patnácti procentní poměr těchto tržeb na celkových tržbách, z důvodu lepší možnosti rozsahu marže, se kterou může lépe pracovat u vlastních produktů, na rozdíl od nakupovaného zboží. Náklady vynaložené na prodej zboží byly určeny jako poměr těchto nákladů k tržbám za prodej zboží z minulého roku, který dosahuje 60%. Obchodní marže pak představuje rozdíl výše uvedených položek.

Tab. 16. Plán položek související s tržbami za prodej zboží (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	33 833	37 836	40 598	43 535	46 656
Náklady na prodej zboží	20 022	22 391	24 025	25 763	27 611
Obchodní marže	13 811	15 445	16 573	17 771	19 046

In: vlastní zpracování

Obdobným způsobem bylo postupováno i v případě tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Ty byly dopočítány jako rozdíl celkových tržeb zjištěných ze strategické analýzy a tržeb za prodej zboží. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb pak představují zbylých 88% na celkových tržbách společnosti. Položky změny stavu zásob vlastní výroby a aktivace nejsou plánovány. Výkony jsou tak zastoupeny pouze tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb.

Tab. 17. Plán položek související s výkony (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Výkony	260 172	277 468	297 719	319 253	342 145
Tržby z prodeje výrobků a služeb	259 833	277 468	297 719	319 253	342 145
Změna stavu zásob vlastní čin.	339	-	-	-	-
Aktivace	-	-	-	-	-

In: vlastní zpracování

Výkonová spotřeba v sobě odráží spotřebu materiálu a energie a využití služeb. Celková výkonová spotřeba byla naplánována na základě poměru k výkonům z minulého roku. Celková výkonová spotřeba představuje 74% podílu na celkových výkonech. Položky spotřeby materiálu a energie a využití služeb pak byly naplánovány na základě vzájemného poměru v minulém roce, přičemž podstatná část výkonů je tvořena právě spotřebou materiálu a energie v poměru 70% ke službám.

Tab. 18. Plán položek související s výkonovou spotřebou (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Výkonová spotřeba	191 785	204 534	219 463	235 337	252 211
Spotřeba materiálu a energie	135 367	144 366	154 903	166 107	178 017
Služby	56 418	60 169	64 560	69 230	74 194

In: vlastní zpracování

Další významná nákladová položka je tvořena osobními náklady. Největší položku představují mzdové náklady. Ty byly naplánovány na základě průměrné mzdy v podniku z minulého roku a nárůstu počtu zaměstnanců. Mzda zaměstnanců byla každoročně valorizována o 3%. Společnost plánuje navýšit počet svých zaměstnanců každoročně o 5 pracovníků ze současných 150 na 170.

Vzájemným násobením těchto položek vzniká plán mzdových nákladů. Společnost nevyplácí odměny členům orgánů společnosti z důvodu, že vlastníci podniku ve společnosti pracují a jsou evidováni jako zaměstnanci. Proto není tato položka plánována. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění představuje 34% mzdových nákladů. Společnost předpokládá každoroční pokles sociálních nákladů o 3% vzhledem ke končícím dotacím na školení svých zaměstnanců.

Tab. 19. Plán položek související s osobními náklady (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Osobní náklady	57 084	61 206	64 911	68 730	72 662
Mzdové náklady	42 081	44 788	47 580	50 455	53 415
Odměny členům org.	-	-	-	-	-
Náklady na soc. a zdr. pojištění	13 776	15 228	16 177	17 155	18 161
Sociální náklady	1 227	1 190	1 154	1 120	1 086

In: vlastní zpracování

Daně a poplatky představují nepodstatnou položku zahrnující daně z nemovitosti a jiné daně. Položka byla navýšena každoročně o 5%. Odpisy vychází z plánovaného majetku, který je podrobněji rozepsán v plánu rozvahy. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu včetně souvisejících nákladových položek nebývají pro potřeby ocenění plánovány. Avšak společnost předpokládá určitý pohyb na těchto účtech. Každoročně bude odprodán materiál ve výši 550 000 Kč v pořizovací hodnotě 500 000 Kč. Tvorba rezerv a opravných položek není pro účely ocenění plánována. Ostatní provozní výnosy a náklady lze jen stěží predikovat, proto byly ponechány na úrovni roku 2014.

Tab. 20. Plán zbylých položek VZZ (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Daně a poplatky	211	222	233	244	256
Odpisy	8 396	7 374	8 582	10 235	11 735
Tržby z prodeje majetku a mater.	890	550	550	550	550
Zůst. cena prodaného maj. a mat.	607	500	500	500	500
Rezervy a opravné položky	-	-	-	-	-
Ostatní provozní výnosy	9 881	9 881	9 881	9 881	9 881
Ostatní provozní náklady	15 054	15 054	15 054	15 054	15 054

In: vlastní zpracování

Výnosy a náklady související s prodejem cenných papírů a podílů nejsou plánovány. Výnosové úroky vycházejí z počátečních stavů zůstatků na bankovních účtech, které jsou úročeny sazbou ve výši 0,1%. Jedná se o úrok na běžném účtu. Nákladové úroky vycházejí z revolvingového úvěru se sazbou 5%. Vzhledem ke splácení bankovního úvěru, nákladové úroky klesají. Ostatní finanční výnosy a náklady byly ponechány na úrovni roku 2014. Daň z příjmu za běžnou činnost představuje 19% výsledku hospodaření z běžné činnosti. Mimořádné výnosy a náklady nejsou plánovány.

10.2 Plán rozvahy

Podobně jako byl sestaven plán výkazu zisku a ztrát, byl naplánován i plán rozvahy, který se skládá z plánu aktiv a pasiv. Některé rozvahové položky díky účetnímu principu dualismu se prolínají jak plánovaným výkazem zisku a ztrát, tak plánovanými položkami rozvahy.

10.2.1 Plán aktiv

Dlouhodobý majetek

Vzhledem k poklesu dlouhodobého majetku v důsledku odpisů a dobrým finančním výsledkům z roku 2014 plánuje společnost VITAR v následujících letech větší investice jak do staveb, tak především do strojního zařízení tak, aby byla schopna uspokojovat poptávku svých zákazníků. Jednotlivé skupiny majetku vychází s konzultací s managementem a jsou upraveny o odpisy. Pro účely výpočtu odpisů byly stanoveno, že majetek bude zařazen v průběhu září, tzn. že vždy s investicí bude souviset i čtvrtinový odpis v téže roce.

Tab. 21. Plán investic a odpisů dlouhodobého nehmotného majetku (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	667	1 799	1 355	915	735
Software	174	1 235	975	715	455
<i>Investice</i>	-	1 300	-	-	-
<i>Odpisy</i>	-	239	260	260	260
Ocenitelná práva	96	550	350	150	200
<i>Investice</i>	-	203	-	-	250
<i>Odpisy</i>	-	146	200	200	200
Nedokončený nehmotný majetek	397	14	30	50	80
<i>Investice</i>	-	14	16	20	30

In: vlastní zpracování

Dlouhodobý nehmotný majetek byl v minulosti tvořen převážně softwarem. Software je pravidelně aktualizován, což se projevuje v technickém zhodnocení. V roce 2015 bude odepsána zbytková hodnota softwaru ve výši 174 000 Kč. Zároveň bude nakoupena nová verze ve výši 1 300 000 Kč. Doba životnosti je předpokládána na 5 let, roční odpis činí 260 000 Kč. Již v roce 2015 bude odepsáno 65 000 Kč z hodnoty investice.

Ocenitelná práva a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek souvisí s tvorbou receptur k přípravě doplňků stravy. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek bude ke konci roku 2015 převeden v hodnotě 397 000 Kč do ocenitelných práv a zároveň doinvestováno 203 000 Kč, což v konečném součtu bude tvořit pořizovací hodnotu ocenitelných práv ve výši 600 000 Kč. Doba životnosti je předpokládána na 3 roky, roční odpis činí 200 000 Kč. Již v roce 2015 bude odepsáno 50 000 Kč z hodnoty investice. V polovině roku 2018 dojde k navýšení ocenitelných práv o 250 000 Kč s pravděpodobnou dobou použitelnosti 30 měsíců. Do nedokončeného dlouhodobého nehmotného majetku bude investováno průběžně 14 000 Kč, 16 000 Kč, 20 000 Kč a 30 000 Kč.

Tab. 22. Plán investic a odpisů dlouhodobého hmotného majetku (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek hmotný	61 011	64 995	72 973	70 298	70 023
Pozemky	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
Stavby	39 346	36 018	51 530	47 553	43 576
<i>Investice</i>	-	-	11 000	-	-
<i>Odpisy</i>	-	3 328	3 424	3 977	3 977
Samost. movité věci	5 434	12 273	12 575	13 777	17 379
<i>Investice</i>	-	10 500	5 000	7 000	11 000
<i>Odpisy</i>	-	3 661	4 698	5 798	7 398
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	7 268	7 268	7 268	7 268	7 268
Nedokončený hmotný majetek	7 436	7 936	100	200	300
<i>Investice</i>	-	500	100	100	100
Poskytnuté zálohy na DHM	27	-	-	-	-
Dlouhodobý majetek finanční	4 616	4 847	5 089	5 344	5 611

In: vlastní zpracování

Dlouhodobý majetek hmotný se skládá z výše uvedených položek. Pozemky zůstanou na konstantní úrovni ve výši 1 500 000 Kč. Rozšiřovány nebudou a položka se neodepisuje. Stavby jsou postupně snižovány o odpisy ve výši 3 328 000 Kč. V průběhu roku 2016 dojde k rekonstrukci budovy ve výši 11 000 000 Kč. Roční odpis bude ve navýšení o 384 000 Kč, již v roce 2016 bude odepsáno 96 000 Kč z hodnoty investice. Na konci tohoto roku budou také zařazeny do staveb parkoviště ve výši 7 936 000 Kč, které bude odpisováno až v lednu roku 2017. Doba životnosti je 30 let, roční odpis činí 265 000 Kč.

Samostatné movité věci budou v následujících letech pravidelně rozšiřovány a odepisovány. V minulosti byly položky odepisovány ve výši 3 398 000 Kč. V prvním roce dojde k investici do výrobní linky ve výši 10 500 000 Kč. Doba životnosti je předpokládána na 10 let, roční odpis činí 1 050 000 Kč. Již v roce 2015 bude odepsáno 263 000 Kč z hodnoty investice. V následujícím roce dojde k udržovacím investicím ve výši 5 000 000 Kč. Doba životnosti je předpokládána na 5 let. Roční odpis činí 1 000 000 Kč, již v roce 2016 bude odepsáno 250 000 Kč z hodnoty investice. V roce 2017 dojde k udržovacím investicím ve výši 7 000 000 Kč. Doba životnosti je předpokládána na 5 let, roční odpis činí 1 400 000 Kč. Již v roce 2017 bude odepsáno 350 000 Kč z hodnoty investice. V posledním roce dojde k nákupu strojního zařízení ve výši 11 000 000 Kč. Doba životnosti je předpokládána na 5 let, roční odpis činí 2 200 000 Kč. Již v roce 2018 bude odepsáno 550 000 Kč z hodnoty investice.

Jiný dlouhodobý hmotný majetek společnost neodepisuje a bude ponechán ve stejné výši jako tomu bylo v minulých letech. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek bude navýšen v roce 2015 o 500 000 Kč. Jedná se o parkoviště pro zaměstnance, na které má společnost dotaci. Toto parkoviště bude zařazeno koncem roku 2016 do staveb a odepisováno. V následujících letech společnost předpokládá pravidelné nárůsty nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku ve výši 100 000 Kč. Dlouhodobý majetek finanční je tvořen výhradě podíly dceřiných společností. Společnost předpokládá růst hodnot podílů ve výši 5% ročně.

Způsob financování dlouhodobého majetku

Společnost nemá úplně jasnou představu o tom, jakým způsobem bude konkrétní druh majetku financován. Bude se jednat o kombinaci vlastních zdrojů a formu leasingu. V současnosti je hodnota leasingu ve výši 16 082 000 Kč. V následujících dvou letech se hodnota nebude měnit, tzn. že část majetku bude pořízena z vlastních zdrojů a část majetku formou leasingu, který se promítá v hodnotě krátkodobých závazků. Leasingové platby v těchto dvou letech budou ve stejné výši jako nově přijatý leasing. V letech 2017 a 2018 již bude společnost financovat potřeby pouze vlastními zdroji, a proto bude docházet k poklesu leasingu. V roce 2017 poklesne hodnota leasingu o čtvrtinu, v částce 4 020 000 Kč. Následující rok také o čtvrtinu. Tyto poklesy jsou následně zachyceny ve více položkách, a sice v poklesu závazků o stejnou výši a v poklesu aktivního časového rozlišení v letech 2017 a 2018. Podobným způsobem je leasing zohledněn i ve vymezení majetku, protože se jedná o úročený cizí kapitál.

Oběžný majetek

Při plánování jednotlivých dílčích položek oběžného majetku bylo vycházeno z doby obrátů jednotlivých položek, tzn. že jednotlivé položky oběžného majetku jsou odvozeny od predikovaných tržeb zjištěných ze strategické analýzy.

Tab. 23. Plán oběžného majetku a časového rozlišení (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	34 775	36 859	39 542	42 395	45 428
Dlouhodobé pohledávky	176	176	176	176	176
Krátkodobé pohledávky	51 955	55 555	59 610	63 921	68 505
Krátkodobý finanční majetek	8 611	7 383	5 366	12 105	17 695
Časové rozlišení	1 461	1 461	1 461	974	487

In: vlastní zpracování

Nejvyšší podíl na celkových zásobách tvoří materiál, výrobky a zboží. Tyto položky byly naplánovány dle doby obrátů. Nedokončenou výrobu a polotovary společnost plánuje konstantní, ve výši 100 000 Kč. Dlouhodobé pohledávky jsou zastoupeny pouze dlouhodobými poskytnutými zálohami, které zůstávají konstantní ve výši 176 000 Kč. Krátkodobé pohledávky jsou zastoupeny pouze pohledávkami z obchodních vztahů a krátkodobými poskytnutými zálohami. Obě položky jsou plánovány dle doby obrátů.

Krátkodobý finanční majetek je více přiblížen v plánu peněžních toků. Společnost plánuje ponechat v pokladně 500 000 Kč. Zbytek peněz bude převeden na běžný bankovní účet. Úrok toho účtu dosahuje pouze 0.1% a je následně zachycen ve výkazu zisku a ztrát v položce výnosové úroky.

Veškerý oběžný majetek bude pořízen vlastními zdroji. Časové rozlišení aktivní je v letech 2015 a 2016 ponecháno na stejné úrovni. Jedná se pouze o náklady příštích období, které jsou spojené s leasingovými platbami. V těchto letech společnost ponechává hodnotu leasingu na stejné úrovni, proto se nebude měnit časové rozlišení aktivní. Od roku 2017 bude klesat hodnota leasingových plateb, proto bude klesat i aktivní časové rozlišení.

10.2.2 Plán pasiv

Vlastní kapitál

Základní kapitál společnosti zůstane nezměněn ve výši 38 500 000 Kč. Kapitálové fondy budou také ponechány na původní úrovni ve výši 12 689 000 Kč. Fondy ze zisku budou v roce 2015 sníženy z hodnoty 2 503 000 Kč o 200 000 Kč. Jedná se o položku rezervního fondu, který bude úplně zrušen, což umožňuje novela zákona. Výsledek hospodaření minulých let, který je záporný v důsledku ztrát minulých let, bude postupně vyrovnáván pomocí zisku běžného účetního období.

Tab. 24. Plán vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Vlastní kapitál	47 098	56 142	66 748	78 591	92 058
Základní kapitál	38 500	38 500	38 500	38 500	38 500
Kapitálové fondy	12 689	12 689	12 689	12 689	12 689
Fondy ze zisku	2 503	2 303	2 303	2 303	2 303
VH minulých let	-13 416	-6 594	2 650	13 256	25 099
VH běžného účetního období	6 822	9 244	10 606	11 843	13 467

In: vlastní zpracování

Velkým nárůstům dojde v průběhu let ve výsledcích hospodaření. Největší nárůst zisku je patrný v prvním roce plánu. Tento nárůst bude způsoben poklesem odpisů v těžce roce, protože dlouhodobý hmotný majetek v roce 2014 zůstal téměř na stejné úrovni roku 2013. Vliv investic ve zvýšených odpisech se tak naplno projeví až rokem 2015. V dalších letech bude pokračovat nárůst zisků, nikoli však takovým tempem. Důvodem budou poklesy ztráty finančního výsledku hospodaření vlivem poklesu klesajících nákladových úroků. Posledním významným faktorem, který se projeví na růstu celkového zisku, je vliv plánované štíhlé výroby, kterou společnost plánuje zavést rokem 2015.

Cizí zdroje

Dlouhodobé závazky představují jiné dlouhodobé závazky a dlouhodobé závazky ke společníkům. Obě položky zůstanou na konstantní úrovni. Nejvyšší podíl na krátkodobých závazcích představují krátkodobé závazky z obchodních vztahů, které byly naplánovány dle doby obrátů. V letech 2017 a 2018 jsou poníženy o leasingové splátky. Závazky vůči zaměstnancům se týkají prosincových výplat, které byly určeny ze mzdových nákladů v přepočtu na jeden měsíc. Stejným způsobem byly vypočítány závazky ze sociálního

a zdravotního pojištění, které představují 34% závazků vůči zaměstnancům. Bankovní úvěry jsou zastoupeny pouze jedním krátkodobým revolvingovým bankovním úvěrem. Úvěr je každoročně splácen v částce 3 000 000 Kč. Společnost neplánuje navyšování tohoto úvěru. Společnost neúčtuje žádné účetní operace související s pasivním časovým rozlišením, proto není plánováno.

Tab. 25. Plán cizích zdrojů (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Cizí zdroje	116 174	116 933	118 823	117 537	116 600
Dlouhodobé závazky	6 745	6 745	6 745	6 745	6 745
Krátkodobé závazky	79 679	83 438	88 328	90 042	92 105
Bankovní úvěry	29 750	26 750	23 750	20 750	17 750

In: vlastní zpracování

10.3 Plán peněžních toků

Plán peněžních toků byl vypočítán nepřímou metodou. Skládá se z peněžního toku z provozní, investiční a finanční činnosti. Kompletní výkaz peněžních toků je uveden v Příloze P IX spolu s ostatními kompletními finančními výkazy strategického finančního plánu.

Tab. 26. Plán peněžních toků (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
<i>PS peněžních prostředků</i>	4 888	8 611	7 383	5 366	12 105
Peněžní tok z provozní činnosti	16 787	14 693	17 341	17 114	20 137
Peněžní tok z investiční činnosti	8 383	12 721	16 358	7 374	11 547
Peněžní tok z finanční činnosti	-4 681	-3 200	-3 000	-3 000	-3 000
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	3 723	-1 228	-2 017	6 739	5 590
<i>KS peněžních prostředků</i>	8 611	7 383	5 366	12 105	17 695

In: vlastní zpracování

V prvních dvou letech finančního plánu dojde k mírnému poklesu peněžních prostředků, převážně růstem investic. Pokles těchto peněžních prostředků by neměl představovat riziko likvidity s ohledem na ukazatele likvidity v minulých letech, zjištěných z finanční analýzy, a zachováním poměru doby obrátů mezi krátkodobými závazky a krátkodobými pohledávkami, které pro společnost představují efektivní využívání obchodního úvěru. V následujících dvou letech by se měly investice zhodnotit a přinést společnosti finanční prostředky.

10.4 Zhodnocení finančního plánu

Finanční plán podniku na následující čtyři roky vychází z predikovaných tržeb ze strategické analýzy, ale také ze vzájemných vztahů účetních výkazů z minulého roku. Z tohoto důvodu by finanční zhodnocení plánu mělo korespondovat z finanční analýzou za minulý rok 2014. Následující tabulky ukazují jednotlivé ukazatele finanční analýzy. Byly vybrány pouze poměrové ukazatele.

Tab. 27. Ukazatele zadluženosti plánu

Položka	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Zadluženost (v %)	71.15	67.56	64.03	59.93	55.88
Úrokové krytí	6.56	9.39	11.83	14.85	19.39
Finanční páka	3.47	3.08	2.78	2.50	2.27

In: vlastní zpracování

Ukazatel celkové zadluženosti bude klesat, především díky splácení bankovního úvěru, poklesu hodnoty leasingu v letech 2017 a 2018, ale také kumulováním zisků běžných období. Díky klesající zadluženosti bude klesat finanční páka a zároveň se zvyšovat úrokové krytí, které se vztahuje ke klesajícím nákladovým úrokům, kvůli splácení revolvingového úvěru.

Tab. 28. Ukazatele doby obratu plánu (ve dnech)

Položka (ve dnech)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Doba obratu zásob	43	42	42	42	42
Doba obratu kr. pohledávek	64	63	63	63	63
Doba obratu kr. závazků	98	95	94	89	85

In: vlastní zpracování

Doby obratu zásob a krátkodobých pohledávek byly naplánovány dle doby obratu z minulého roku, proto ukazatelé vycházejí stejně. Rozdíl jednoho dne se projevil v tom, že některé dílčí položky byly ponechány na konstantní úrovni roku 2014 nebo s nimi již společnost nepočítá. V konečném součtu dílčích položek pak doby obratu vyšly o jeden den kratší. Naproti tomu u krátkodobých závazků se projevují v posledních dvou letech plánu leasingové splátky, proto dochází k vyšším poklesům.

Tab. 29. Ukazatele likvidity plánu

Položka	Mínulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	0.87	0.91	0.93	1.07	1.20
Pohotová likvidita	0.55	0.57	0.58	0.69	0.78
Okamžitá likvidita	0.08	0.07	0.05	0.11	0.16

In: vlastní zpracování

Ukazatele likvidity i přes profitově orientovaný finanční plán stále nebudou dosahovat doporučených hodnot, přesto se k nim budou pomalu blížit. K velkým nárůstům dochází opět v posledních dvou letech díky poklesu krátkodobých závazků v podobě leasingu. Naopak v letech 2015 a 2016 klesne hodnota okamžité likvidity díky poklesu peněžních prostředků na bankovních účtech, který se již projevil v plánovaném výkazu peněžních toků a úzce souvisí se zvýšenou investiční činností právě v těchto dvou letech.

Tab. 30. Ukazatele rentability plánu (v %)

Položka (v %)	Mínulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	6.09	7.38	7.71	7.99	8.40
ROCE	18.45	20.31	19.46	18.37	17.74
ROE	14.48	16.47	15.89	15.07	14.63
ROS	2.32	2.93	3.13	3.26	3.46

In: vlastní zpracování

Rentabilita celkových aktiv bude vykazovat rostoucí trend. Tento trend je způsoben rostoucí hodnotou EBITu, který je tvořen rostoucím ziskem před zdaněním a klesajícími nákladovými úroky. Naproti tomu rentabilita investovaného kapitálu, které vychází také z EBITu, bude klesat. To je způsobeno nárůstem vlastního kapitálu, který souvisí s klesajícím zadlužením.

Zajímavý je pohled na rentabilitu vlastního kapitálu. ROE bude první dva roky plánu růst a poté začne klesat. Tento ukazatel vychází z čistého zisku, který bude pravidelně růst, avšak v posledních dvou letech plánu dojde k úhradě větší části leasingových plateb, které sníží zadlužení společnosti. Tím se zvýší vlastní kapitál, který svým tempem růstu začne převyšovat nárůsty čistého zisku, a proto ukazatel začne klesat. V této situaci se názorně projeví opačný efekt finanční páky, která bude klesat. Rentabilita tržeb bude vykazovat rostoucí trend.

11 POUŽITÍ VÝNOSOVÝCH METOD PRO POTŘEBY OCENĚNÍ

V závěrečné části diplomové práce budou provedeny výpočty hodnoty společnosti VITAR, s.r.o. pomocí jednotlivých výnosových metod. Byly použity dvě základní výnosové metody. Jedná se metodu DCF entity a metodu založenou na ukazateli ekonomické přidané hodnoty. Před samotným oceněním je důležité udělat pár nezbytných kroků.

11.1 Stanovení nákladů na kapitál

Nejprve je nutné určit náklady na kapitál. Pro stanovení nákladů na kapitál je důležité zvolit více metod, aby ocenění bylo co nejobektivnější, protože diskontní míra silně ovlivňuje výslednou hodnotu společnosti.

11.1.1 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Společnost v současnosti využívá jeden revolvingový bankovní úvěr. Úrokové sazba tohoto úvěru dosahuje 5%. Dalším zdrojem financování je leasing, zde společnost platí 6% z využívání leasingového majetku.

Tab. 31. Náklady na cizí kapitál

Položka	Částka (v tis. Kč)	Poměr	Úrok (v %)
Bankovní úvěr	31 550	1.96	5
Leasing	16 082	1	6
N_{CK} (v %)		5.34	

In: vlastní zpracování

Výše uvedená tabulka ukazuje výpočet nákladů na cizí kapitál. Společnost využívá revolvingový úvěr ve výši 31 550 000 Kč. Hodnota leasingového majetku činí 16 082 000 Kč. Hodnota nákladů cizího kapitálu představuje vážený průměr. Váhy byly stanoveny na základě vzájemného poměru revolvingového bankovního úvěru a hodnoty leasingu.

11.1.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Výpočet nákladů na vlastní kapitál bývá obtížnější než u nákladů na kapitál cizí. Lze konstatovat, že náklady na cizí kapitál jsou pevně určeny. Naproti tomu náklady na vlastní kapitál jsou více subjektivní a jednotlivé výpočty se mohou odchylovat. Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál bylo použito více metod.

CAPM

Tento model je velmi oblíbený v anglosaských zemích. Jeho původní varianta je zaměřená na společnosti obchodované na kapitálových trzích. Jelikož společnost VITAR nepatří mezi veřejně obchodovatelné společnosti. Byla využita metoda CAPM s náhradními koeficienty beta.

Tab. 32. Metoda CAPM s náhradními odhady

Položka	Období			
	2015	2016	2017	2018
R_f (v %)	2.31	2.31	2.31	2.31
β nezadlužená	0.82	0.82	0.82	0.82
β zadlužená	2.20	2.00	1.81	1.66
Riziková prémie (v %)	7.08	7.08	7.08	7.08
N_{VK} (v %)	17.91	16.49	15.15	14.07
Průměr N_{VK} (v %)	15.90			

In: vlastní zpracování

$$\beta z = \beta n * [1 + (1 - \text{daňová sazba}) * \frac{CK}{VK}]$$

$$N_{VK(CAPM)} = R_f + (\beta z * \text{riziková prémie})$$

Bezriziková úroková míra (R_f) byla stanovena na základě výnosů z desetiletých státních dluhopisů České republiky. Jedná se o nejobjektivnější možnost. (Úrokové sazby, © 2014). Koeficient beta (nezadlužená) byla stanovena dle výzkumů profesora Damodarana pro evropský trh. Podnik působí v odvětví výroby potravinových doplňků stravy, proto byl zařazen do skupiny „food processing“. (Beta by industries, © 2014)

Riziková prémie byla stanovena na základě rizikovosti země dle výzkumů profesora Damodarana. Česká republika je hodnocena ratingovými modely na úrovni A1. Toto hodnocení odpovídá rizikové prémii ve výši 7.08%. (Risk premiums, © 2014)

Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM byl proveden dle výše uvedených vzorců.

Odvození nákladů vlastního kapitálu z kapitálu cizího

Tato metoda je velmi subjektivní. Vychází ze základního předpokladu, že cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní v důsledku působení daňového štítu.

Tab. 33. Přirážková metoda

Položka	Úrok (v %)
Náklady na cizí kapitál	5.34
Přirážka	3.50
N_{VK}	8.84

In: vlastní zpracování

Při výpočtu bylo vycházeno z hodnoty kapitálu cizího, který byl navýšen o přirážku. Doporučuje se použít přirážka ve výši 2% až 5%. Pro vyšší podíl zadlužení byla použita přirážka ve výši 3.5%.

Stanovení koeficientu beta expertním odhadem

Další metodou k výpočtu nákladů na vlastní kapitál byla použita metoda, která stanovuje koeficient beta na základě expertního odhadu. Tento model využívá jednotlivá kritéria, která jsou uvedena v tabulce.

Tab. 34. β - expertní odhad (1/2)

Položka	Hodnocení	Body
Citlivost na hospodářský cyklus	Vyvíjí se s cyklem	1
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	Síly jsou vyrovnané	1
Vyjednávací síla vůči odběratelům	Převaha odběratelů	1.5
Podíl fixních nákladů na aktivech	Průměrný	1
Zadluženost	60-80%	1.5
Velikost podniku	Malý	1.5
Diverzifikace územní	Průměrná	1
Diverzifikace výrobní	Průměrná	1
β koeficient	1.13	

In: EVALENT, vlastní zpracování

S využitím programu EVALENT byla vypočítána hodnota koeficientu beta 1.13.

Tab. 35. β - expertní odhad (2/2)

Položka	
Rf (v %)	2.31
Riziková prémie (v %)	7.08
β koeficient	1.13
N_{VK} (v %)	10.31

In: EVALENT, vlastní zpracování

$$N_{VK} = R_f + (\beta * \text{riziková prémie})$$

Beta koeficient s využitím finančního a obchodního rizika

Tato metoda stanovení nákladů na vlastní kapitál vychází ze dvou hlavních kritérií. Mezi tyto kritéria patří obchodní (systematické riziko) a finanční riziko.

Tab. 36. β - obchodní a finanční riziko

Položka	
R_f (v %)	2.31
Riziková prémie (v %)	7.08
Prémie za specifické riziko (v %)	2
Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	3
Korekce na základě obchodního rizika	0
Korekce na základě finančního rizika fáze I	-0.04
Korekce na základě finančního rizika fáze II	-0.05
β fáze I	0.96
β fáze II	0.95
N_{VK} fáze I (v %)	11.11
N_{VK} fáze II (v %)	11.04
N_{VK} průměr (v %)	11.05

In: EVALENT, vlastní zpracování

$$\beta = 1 + \text{korekce příslušné fáze}$$

$$N_{VK} = R_f + \text{prémie za sp. riziko} + (\beta \text{ příslušné fáze} * \text{riziková prémie})$$

Společnost byla zařazena do třídy 3 obchodního rizika, protože zde nejsou vyšší obchodní rizika než u jiných podniků v České republice. Tato třída pracuje s nulovou korekcí, tzn. že obchodní riziko v tomto případě nemá vliv na stanovení hodnoty vlastního kapitálu. Korekce na základě finančního rizika, pak byly automaticky dopočítány programem EVALENT na základě podílu cizího a vlastního kapitálu v jednotlivých fázích oceňování podniku.

Model beta koeficientu s využitím finančního a obchodního rizika počítá se dvěma fázemi podniku. Zde byl použit vážený aritmetický průměr pro stanovení jednotné sazby nákladů na kapitál. Váha v první fázi byla stanovena na hodnotu 1 a váha druhé fáze na hodnotu 3. Výsledná hodnota je pak následně dosazena do konečného stanovení nákladů na vlastní kapitál. Při tomto propočtu dochází k určité nepřesnosti, avšak tato nepřesnost ve stanovení nákladů na kapitál bude eliminována pomocí přepočtené kapitálové struktury a následné korekce diskontní míry.

Komplexní stavebnicová metoda I

Komplexní stavebnicové metody vycházejí podobně jako předchozí model z obchodního a finančního rizika. Avšak tyto rizika jsou podrobněji stanovovány na základě informací vycházejících ze strategické analýzy.

Tab. 37. KSM I

Položka	
R_f (v %)	2.31
Riziková prémie KSM I (M&M) (v %)	2.99
N_{VK} (v %)	5.30

In: EVALENT, vlastní zpracování

$$N_{VK} = R_f + \text{riziková prémie KSM I}$$

Komplexní stavebnicová metoda II

Tab. 38. KSM II

Položka	
R_f (v %)	2.31
Riziková prémie KSM II (G&H) (v %)	2.66
N_{VK} (v %)	4.97

In: EVALENT, vlastní zpracování

$$N_{VK} = R_f + \text{riziková prémie KSM II}$$

Souhrnné stanovení nákladů na vlastní kapitál

V rámci souhrnného stanovení nákladů na vlastní kapitál byl využit vážený aritmetický průměr pro stanovení konečné hodnoty nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 39. Náklady na vlastní kapitál

Položka	Váha	N_{VK} (v %)
CAPM - náhradní odhady	3	15.90
β - expertní odhad	2	10.31
β - obchodní a finanční riziko	2	11.05
Přirážková metoda dle N_{CK}	1	8.84
KSM I	0	5.30
KSM II	0	4.97
Průměr N_{VK}		12.41

In: vlastní zpracování

Nejvyšší váhu dostala metoda CAPM s náhradními odhady koeficientů beta. Důvodem byl fakt, že tato metoda zohledňuje obor podnikání, aktuální zadluženost podniku, ale především je založena na tržním ocenění. Metodě koeficientu beta s expertním odhadem a metodě s využitím obchodního a finančního rizika byly stanoveny váhy hodnoty 2. Jedná se o běžné metody, které používá program EVALENT. I přesto, že využívají řadu zajímavých kritérií, tak při hodnocení zcela různých skupin podniků, lze dojít takřka k totožným výsledkům. Váhu hodnoty 1 dostal model založený na přírážce k nákladům na cizí kapitál. Jedná se o velmi zjednodušený model. Nakonec komplexní stavebnicové metody nebyly použity vůbec, protože jejich hodnoty byly menší než hodnoty nákladů cizího kapitálu, proto by v případě jejich použití docházelo ke značnému zkreslení kalkulované úrokové míry.

11.1.3 Stanovení nákladů na celkový kapitál

Stanovení vážených nákladů na kapitál slučují předchozí výpočty nákladů na cizí a vlastní kapitál. Výsledná hodnota pak slouží jako diskontní míra pro následující výpočet hodnoty metodou DCF entity.

Tab. 40. Vážené náklady na kapitál

Položka	Náklady (v %)	Období				
		2014	2015	2016	2017	2018
Poměr VK (v %)	12.41	50.68	56.72	62.63	70.55	78.11
Poměr úročeného CK (v %)	5.34	49.32	43.28	37.37	29.45	21.89
WACC (v %)		8.42	8.91	9.39	10.03	10.64

In: vlastní zpracování

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

Stanovení vážených nákladů na kapitál bylo na základě výše uvedeného vzorce. Vlastní kapitál se postupně zvyšoval kvůli kumulováním zisků a snižováním cizího kapitálu. Úročený cizí kapitál se postupně snižoval kvůli klesacím hodnotám bankovního úvěru a hodnotě leasingu. Poměr vlastního a úročeného cizího kapitálu vychází z počátku roku, tzn. že rok 2014 (uveden v tabulce) je počátek roku 2015. Hodnoty WACC let 2014-2017 budou použity jako diskontní míry pro první až čtvrtý rok fáze I. Hodnota WACC roku 2018 bude použita pro fázi II.

11.2 Vymezení majetku

Dalším krokem je vymezení provozně nutného majetku. Jedná se o majetek, který přímo souvisí s hlavní podnikatelskou činností.

Tab. 41. Vymezení majetku (v tis. Kč)

Položka (v tis. Kč)	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	66 294	71 641	79 417	76 557	76 369
(-) Nedokončený DNM	397	14	30	50	80
(-) Nedokončený DHM	7 436	7 936	100	200	300
(-) Záloha DHM	27	-	-	-	-
(-) DFM	4 616	4 847	5 089	5 344	5 611
DM provozně nutný	53 818	58 844	74 198	70 963	70 378
Zásoby	34 775	36 859	39 542	42 395	45 428
Dl. pohledávky	176	176	176	176	176
Kr. pohledávky	51 955	55 555	59 610	63 921	68 505
KFM	8 611	7 383	5 366	12 105	17 695
Časové rozlišení aktivní	1 461	1 461	1 461	974	487
(-) Kr. závazky	79 679	83 438	88 328	90 042	92 105
(+) Leasing	16 082	16 082	16 082	12 062	8 042
Pracovní kapitál pr. nutný	33 381	34 078	33 908	41 591	48 226
Investovaný pr. nutný kapitál	87 199	92 922	108 106	112 554	118 604

In: vlastní zpracování

Z dlouhodobého majetku byl vyřazen nedokončený dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek. V roce 2014 byla vyřazena záloha na dlouhodobý hmotný majetek ve výši 27 000 Kč. Dlouhodobý finanční majetek, který je ve společnosti zastoupen v podílech souvisejících s dceřinými společnostmi, protože společnosti z držby těchto podílů neplynou žádné příjmy, byl rovněž z majetku vyloučen. Aktivní položky pracovního kapitálu byly poníženy o hodnotu krátkodobých závazků, protože se jedná o neúročený cizí kapitál. Společnost má ve svém majetku leasingový majetek, který odepisuje. Krátkodobé závazky společnosti pak obsahují leasingové platby. Hodnota leasingu byla k počátku roku 2015 ve výši 16 082 000 Kč. Tato hodnota je v letech 2015 a 2016 stejná, protože část nově pořízeného majetku bude pořízeno na leasing. To znamená, že nově přijatý leasing bude na úrovni roční leasingové splátky. Od roku 2017 však bude společnost svůj majetek pořizovat výhradně z vlastních zdrojů, proto bude hodnota leasingu klesat. Tyto závazky plynoucí z leasingu byly zpětně připočítány, protože jsou obsaženy v krátkodobých závazcích z obchodních vztahů, ale svou povahou patří mezi úročný cizí kapitál.

11.3 Použití vybraných výnosových metod

Pro potřeby ocenění byly vybrány dvě základní varianty výnosových metod. Jako první byla zvolena metoda diskontovaných peněžních toků na úrovni DCF entity. Jako druhá, metoda založená na ekonomické přidané hodnotě.

11.3.1 Metoda DCF entity

V rámci metod založených na volném peněžním toku byla vybrána metoda entity. Nejprve byly peněžní toky diskontovány průměrnými náklady na kapitál WACC. Poté byla přepočítána kapitálová struktura, na jejímž základě byla vypočítána jednotná diskontní míra, pomocí níž byla upravena původní metoda DCF entity.

Jako první byl určen korigovaný výsledek hospodaření. Korigovaný výsledek hospodaření byl vymezen na úrovni provozního výsledku hospodaření zjištěného ze strategického finančního plánu. Ten musel být upraven o položky nesouvisející s hlavní činností podniku. Takto vypočtený zisk byl následně zdaněn, upraven o odpisy a investice do provozního majetku a provozního pracovního kapitálu. Tímto způsobem byly vypočítány volné peněžní toky.

Tab. 42. Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity

Položka (v tis. Kč)	Období			
	2015	2016	2017	2018
Provozní VH	14 454	15 980	17 356	19 203
(-) Tržby z prodeje materiálu	550	550	550	550
(+) Prodaný materiál	500	500	500	500
Korigovaný VH	14 404	15 930	17 306	19 153
Úprava daně	2 737	3 027	3 288	3 639
KPVH po dani	11 667	12 903	14 018	15 514
(+) Odpisy	7 374	8 582	10 235	11 735
Investice do provozního majetku	-12 400	-23 936	-7 000	-11 150
Investice do provozního prac. kapitálu	-697	170	-7 683	-6 635
FCFF entity	5 944	-2 280	9 569	9 464

In: vlastní zpracování

Dalším krokem je určení hodnoty první fáze. Hodnota první fáze se určí tak, že se převedou budoucí peněžní toky na současnou hodnotu pomocí diskontní úrokové míry na úrovni WACC.

Tab. 43. Výpočet fáze I metodou DCF entity

Položka	Období			
	2015	2016	2017	2018
FCFF entity (v tis. Kč)	5 944	-2 280	9 569	9 464
Diskontní míra (v %)	8.42	8.91	9.39	10.03
Odúročitel	0.9223	0.8431	0.7640	0.6823
Diskontované FCFF fáze I (v tis. Kč)	5 482	-1 923	7 311	6 457
Hodnota fáze I k 1. 1. 2015 (v tis. Kč)	17 328			

In: vlastní zpracování

Výpočet fáze II

Pro výpočet druhé fáze je důležité určit budoucí tempo růstu. Pro stanovení tempa růstu (g) existuje více metod. Průměrný růst tržeb společnosti VITAR byl odhadnut na základě strategické analýzy ve výši 7.3%. I přes výsledky strategické analýzy a tempa růstu tržeb v minulých letech, který dosahoval hodnoty téměř 8%, si vedení společnosti nemyslí, že takový růst je možný do nekonečna. Kislingerová (2001, s. 210) uvádí, že tempo růstu mimo jiné lze odhadnout podle názorů analytika, které mohou mít i vyšší vypovídací schopnost než matematické metody. Finanční úsek společnosti odhaduje tempo růstu tržeb na hodnotu **5%** s ohledem na pozitivní vliv sociálních faktorů do budoucna. Samotný výpočet druhé fáze lze provést pomocí dvou vzorců. A to dle Gordonova vzorce a vzorce parametrického. Výsledky při jejich použití jsou totožné.

Gordonův vzorec

Nejprve byl určen korigovaný VH po zdanění v roce 2019 tak, že minulý KPVH po dani byl zvýšen o tempo růstu. Poté byly stanoveny čisté investice roku 2019 pomocí provozně nutného investovaného kapitálu (K) roku 2018 s ohledem na tempo růstu.

$$KPVH_{2019} = KPVH_{2018} * (1 + g) = 15\,514 * 1.05 = 16\,289 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{netto\ 2019} = K_{2018} * g = 118\,604 * 0.05 = 5\,930 \text{ tis. Kč}$$

Vzájemným odečtením výše uvedených položek byl vypočítán budoucí peněžní tok. Ten byl dosazen do Gordonova vzorce tak, aby byla docílena pokračující hodnota. Diskontní míra odpovídá hodnotě WACC konce roku 2018, tedy počátku roku 2019.

$$FCFF_{2019} = KPVH_{2019} - I_{netto\ 2019} = 16\,289 - 5\,930 = 10\,359 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{FCFF_{2019}}{(i_k - g)} = \frac{10\,359}{0.1064 - 0.05} = 183\,670 \text{ tis. Kč}$$

Parametrický vzorec

Parametrický vzorec je velmi podobný Gordonově vzorci, liší se však čistou mírou investic (m_I) a rentabilitou čistých investic (r_I).

$$m_I = \frac{I_{netto\ 2019}}{KPVH_{2019}} = \frac{5\ 930}{16\ 289} = 36.41\%$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0.05}{0.3641} = 13.73\%$$

$$PH = \frac{KPVH_{2019} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{(i_k - g)} = \frac{16\ 289 * \left(1 - \frac{0.05}{0.1373}\right)}{0.1064 - 0.05} = 183\ 670\ \text{tis. Kč}$$

V obou případech dochází ke stejným výsledkům. Úročený cizí kapitál je zastoupen bankovním úvěrem a leasingem. Neprovozní aktiva jsou určena k počátku roku 2015 a jsou tvořena nedokončenými dlouhodobými nehmotnými a hmotnými majetky ve výši 397 000 Kč a 7 436 000 Kč, poskytnutou zálohou ve výši 27 000 Kč na dlouhodobý hmotný majetek a dlouhodobým finančním majetkem ve výši 4 616 000 Kč.

Tab. 44. Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota fáze I	17 328
Současná hodnota fáze II (PH/1.1064) ⁴	122 571
Provozní hodnota brutto	139 899
(-) Úročený cizí kapitál	45 832
(+) Neprovozní aktiva	12 476
Hodnota VK k 1. 1. 2015	106 543

In: vlastní zpracování

Provozní hodnota brutto představuje součet současných hodnot obou fází. Následnou úpravou o neúročený cizí kapitál a přičtením neprovozních aktiv je vypočtena konečná hodnota vlastního kapitálu.

11.3.2 Metoda DCF entity s vyladěnou kapitálovou strukturou

Vzhledem k tomu, že v každé fázi výpočtu hodnoty podniku byla použita jiná diskontní míra, která byla stanovena dle různých kritérií, nelze se vyhnout nepřesnostem. Z toho důvodu je nutné vyladit kapitálovou strukturu a pomocí ní určit přesnou hodnotu diskontní míry a postup opakovat.

Tab. 45. Přepočtení kapitálové struktury (1/2)

Položka	Hodnota (v tis. Kč)	Náklad (v %)	Podíl (v %)
Provozní hodnota brutto	139 899	-	100.00
Úročený cizí kapitál	45 832	5.34	32.76
Vlastní kapitál	94 067	12.41	67.24
WACC (v %)	9.76		

In: vlastní zpracování

$$WACC = 0.6724 * 12.41 + 0.3276 * (0.81 * 5.34) = 9.76\%$$

Výše uvedená tabulka ukazuje výsledný podíl vlastního a úročeného cizího kapitálu k datu ocenění, včetně dopočítaných vážených nákladů na kapitál v hodnotě 9.76%. Tato sazba byla následně dosazena jako proměnná za diskontní míru a následně dopočtena programem MS Excel až do výsledné hodnoty diskontní míry ve výši **10.05%**.

Tab. 46. Výpočet fáze I metodou DCF entity s vyladěnou kapitálovou strukturou

Položka	Období			
	2015	2016	2017	2018
FCFF entity (v tis. Kč)	5 944	-2 280	9 569	9 464
Diskontní míra (v %)	10.05	10.05	10.05	10.05
Odúročitel	0.9087	0.8257	0.7503	0.6818
Diskontované FCFF fáze I (v tis. Kč)	5 401	-1 883	7 180	6 452
Hodnota fáze I k 1. 1. 2015 (v tis. Kč)	17 150			

In: vlastní zpracování

Gordonův vzorec

$$PH = \frac{FCFF_{2019}}{(i_k - g)} = \frac{10\,359}{0.1005 - 0.05} = 205\,151 \text{ tis. Kč}$$

Výsledek pokračující hodnoty byl stanoven pomocí Gordonova vzorce. Hodnoty budoucího peněžního toku roku 2019 a tempo růstu zůstaly nezměněny. Změnila se pouze diskontní míra na hodnotu 10.05%

Tab. 47. Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity s vyladěnou kapitálovou strukturou

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota fáze I	17 150
Současná hodnota fáze II (PH/1.1005) ⁴	139 869
Provozní hodnota brutto	157 019
(-) Úročený cizí kapitál	45 832
(+) Neprovozní aktiva	12 476
Hodnota VK k 1. 1. 2015	123 663

In: vlastní zpracování

S ohledem na změněnou diskontní míru se změnilы hodnoty první a druhé fáze. Zatímco hodnota první fáze klesla, tak hodnota druhé fáze vzrostla. Úročený cizí kapitál a hodnota neprovozních aktiv zůstaly nezměněny.

Výsledná hodnota společnosti k datu 1. ledna 2015 metodou DCF entity na úrovni vlastního kapitálu činí 123 663 tis. Kč.

Kontrola kapitálové struktury

V tomto kroku bude opětovně přepočítána kapitálová struktura vlastního a cizího úročeného kapitálu a případně přepočtena diskontní míra.

Tab. 48. Přepočet kapitálové struktury (2/2)

Položka	Hodnota (v tis. Kč)	Náklad (v %)	Podíl (v %)
Provozní hodnota brutto	157 019	-	100.00
Úročený cizí kapitál	45 832	5.34	29.19
Vlastní kapitál	111 187	12.41	70.81
WACC (v %)		10.05	

In: vlastní zpracování

$$WACC = 0.7081 * 12.41 + 0.2919 * (0.81 * 5.34) = 10.05\%$$

Použitá diskontní míra ve výši 10.05% v předchozích výpočtech je shodná s váženými náklady na kapitál s přepočítané kapitálové struktury, proto není důvod znova přepočítávat hodnotu společnosti a upravovat diskontní míru. Tato přepočtená diskontní míra bude použita i v následujícím výpočtu výnosové metody podniku založené na ekonomické přidané hodnotě.

11.3.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Další výnosovou metodou, která byla použita, je metoda založená na ekonomické přidané hodnotě. Model EVA pracuje s čistým operativním ziskem (NOPAT), operativními aktivy (NOA) a diskontní mírou na úrovni WACC. Lze najít podobnost s metodou diskontovaných peněžních toků. Pokud jsou dodrženy určité podmínky, pak lze docílit stejných výsledných hodnot.

Tab. 49. Výpočet fáze I metodou EVA

Položka	Minulost	Období			
	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT (v tis. Kč)	9 181	11 667	12 903	14 018	15 514
NOA (v tis. Kč)	87 199	92 922	108 106	112 554	118 604
WACC * NOA _{t-1} (v tis. Kč)	-	8 763	9 338	10 864	11 311
EVA (v tis. Kč)	-	2 904	3 565	3 154	4 203
Diskontní míra (v %)	-	10.05	10.05	10.05	10.05
Odúročitel	-	0.9087	0.8257	0.7503	0.6818
Diskontovaná EVA (v tis. Kč)	-	2 639	2 944	2 366	2 865
Současná hodnota fáze I (v tis. Kč)		10 814			

In: vlastní zpracování

Hodnota NOPAT odpovídá hodnotě korigovaného provozního zisku po zdanění. NOA představuje provozně potřebný kapitál v podobě provozně potřebného dlouhodobého majetku a provozně potřebného pracovního kapitálu. Průměrné vážené náklady na kapitál byly stanoveny dle vyladěné kapitálové struktury.

$$NOPAT_{2019} = NOPAT_{2018} * (1 + g) = 15\,514 * 1.05 = 16\,289 \text{ tis. Kč}$$

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - (NOA_{2018} * WACC) = 16\,289 - (118\,604 * 0.1005) = 4\,370 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{EVA_{2019}}{(WACC - g)} = \frac{4\,370}{0.1005 - 0.05} = 86\,547 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota druhé fáze je stanovena na základě budoucí hodnoty ukazatele EVA v roce 2019. Jedná se o modifikovaný Gordonův vzorec.

Tab. 50. Výpočet hodnoty podniku metodou EVA

Položka (v tis. Kč)	
Současná hodnota fáze I	10 814
Současná hodnota fáze II (PH/1.1005) ⁴	59 006
MVA	69 820
NOA k datu ocenění	87 199
Provozní hodnota brutto	157 019
Úročený cizí kapitál	45 832
Neprovozní aktiva	12 476
Hodnota VK dle ukazatele EVA k 1. 1. 2015	123 663

In: vlastní zpracování

Ukazatel MVA, který je součtem současných hodnot první a druhé fáze, představuje tržní přidanou hodnotu. Spolu s provozním kapitálem k datu ocenění vzniká provozní hodnota brutto. Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí metody EVA činí 123 663 tis. Kč, což je stejný výsledek jako u hodnoty DCF entity s vyladěnou kapitálovou strukturou.

11.4 Analýza citlivosti

Mařík (2011, s. 426) uvádí, že výsledky ocenění je vhodné podrobit citlivostní analýze. Následující analýza testuje změnu hodnoty podniku na základě poklesu a růstu diskontní míry a tempa růstu o $\pm 1\%$.

Tab. 51. Analýza citlivosti

Položka (v tis. Kč)	Diskontní míra			Tempo růstu		
	-1%	Původní hodnota	+1%	-1%	Původní hodnota	+1%
Diskontní míra (v %)	9.05	10.05	11.05	10.05	10.05	10.05
Tempo růstu (v %)	5.00	5.00	5.00	4.00	5.00	6.00
Hodnota podniku (v tis. Kč)	165 143	123 663	95 957	112 161	123 663	140 846
Rozdíl (v tis. Kč)	41 479	-	-27 706	-11 502	-	17 183
Rozdíl (v %)	33.54	-	-22.40	-9.30	-	13.89

In: vlastní zpracování

Výše uvedená tabulka ukazuje, že hodnota VK společnosti je více citlivá na změnu diskontní míry než na změnu tempa růstu. Nejvyšší citlivost vykazuje hodnota na snížení diskontní míry na 9.05% tak, že hodnota vzroste o 33.54%. Naopak nejnižší citlivost vykazuje hodnota na snížení tempa růstu na 4% tak, že hodnota klesne o 9.3%.

ZÁVĚR

Primárním cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti VITAR, s.r.o. Jako nástroj byly využity vybrané výnosové metody vycházející ze strategického finančního plánu. Aby tento cíl byl splněn, bylo nezbytné získat a analyzovat dostatečné množství informací. V analytickém oddílu praktické části byla nejprve provedena strategická analýza zaměřená na vnější, vnitřní a tržní prostředí. V rámci těchto prostředí byly identifikovány klíčové faktory růstu tržeb společnosti. V rámci makroprostředí je nejdůležitější budoucí růst tempa HDP, protože odvětví společnosti je cyklické. V současné době lze hovořit o konci hospodářské krize, proto by se mělo tempo růstu HDP zvyšovat, na čemž se shoduje velké množství ekonomických analytiků. Dalším významným prvkem pro růst poptávky po produktech společnosti jsou sociální faktory v podobě stárnoucího obyvatelstva, zájmu českých spotřebitelů o domácí produkty, ale především sílící zájem tuzemských spotřebitelů o zdravý životní styl.

Mikroprostředí podniku odhalilo konkurenční výhody, které podnik dokáže na jednotlivých trzích uplatňovat. Mezi nejdůležitější patří nižší ceny produktů za srovnatelnou kvalitu s konkurencí, vlastní vývojové a technologické centrum, flexibilní management, ale také dlouholetá tradice společnosti. Tuzemský trh, na kterém společnost realizuje hlavní část svých tržeb, je pozitivně korelován s HDP. Z regresní analýzy vyplynulo, že společnost byla a bude schopna zvyšovat svůj tržní podíl. Vzhledem k výše uvedeným konkurenčním výhodám a zvyšováním tržního podílu se budou zvyšovat i tržby společnosti VITAR. Společnost byla, i přes drobné finanční nedostatky, na základě finanční analýzy, zhodnocena jako finančně zdravá a v budoucnu schopna generovat volné peněžní prostředky, které tvoří základ pro výnosové metody oceňování.

V rámci projektové oddílu praktické části byl sestaven strategický finanční plán na základě predikovaných tržeb zjištěných ze strategické analýzy. Řada položek vycházela ze strategických záměrů společnosti. Plán se skládal z plánovaného výkazu zisku a ztrát, plánované rozvahy včetně plánu investic a odpisů, plánu cash flow a celkového finančního zhodnocení sestaveného finančního plánu. Takto sestavený finanční plán představoval východisko pro aplikaci výnosových metod ocenění. Závěr projektového oddílu byl zaměřen na výsledný výpočet hodnoty společnosti.

Nejprve byly stanoveny náklady na kapitál. Náklady na cizí kapitál vycházely z váženého průměru úrokových sazeb bankovního úvěru a hodnoty leasingu. Při stanovení nákladů na vlastní kapitál bylo použito více metod pomocí váženého průměru. Nejvyšší váha byla stanovena pro metodu CAPM. Poté byl vymezen provozně nutný kapitál, který obsahuje provozně nutný majetek a provozně nutný pracovní kapitál. Byly vybrány dvě základní výnosové metody. První metoda diskontovaného peněžního toku na úrovni entity a druhá metoda založená na konceptu ekonomické přidané hodnoty. Tempo růstu bylo odhadnuto na hodnotu 5% dle posouzení finančního úseku společnosti s ohledem na výše uvedené sociální faktory.

Výpočet metodou DCF entity byl proveden dvakrát. Nejprve s diskontní mírou na úrovni WACC pro jednotlivé fáze podniku. Poté byla vyladěna kapitálová struktura a určena diskontní míra na hodnotu 10.05% a metoda zopakována. Tato diskontní míra byla použita i pro metodu EVA. V obou případech vyšla hodnota vlastního kapitálu 123 663 tis. Kč, z důvodu stejného vymezení korigovaného provozního zisku hospodaření, provozně nutného investovaného kapitálu a stanovením jednotné diskontní míry dle vyladěné kapitálové struktury. Tato hodnota k datu 1. ledna 2015 představuje zhruba 2.5 násobek účetní hodnoty vlastního kapitálu.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- BOUČKOVÁ, Jana, 2003. *Marketing*. Praha: C.H.Beck, 432 s. ISBN 8071795771.
- BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, 2014. *Teorie a praxe firemních financí*. 2., aktualiz. vyd. Brno: BizBooks, 1096 s. ISBN 978-80-265-0028-5.
- BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, c2014. *Principles of corporate finance*. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 889, [50] s. ISBN 978-0-07-803476-3.
- CISKO, Štefan a Jana ŠTOFKOVÁ, 2013. *Ekonomika podniku*. V Žiline: Žilinská univerzita, 468 s. ISBN 978-80-554-0756-2.
- DAMODARAN, Aswath, c2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.
- DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- GIRSTLOVÁ, Olga, 2011. *Podnik jako živý organismus: tvorba soustavy řízení podniku = Company as a living organism : creating company management system : teze disertační práce*. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 40 s. ISBN 978-80-7454-051-6.
- HADRABA, Jaroslav, 2004. *Marketing: produktový mix - tvorba inovací produktů*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 215 s. ISBN 80-86473-89-9.
- KENŠA, Václav, 2013. *Zhodnocení finanční situace společnosti VITAR, s.r.o. s využitím finanční analýzy*. Zlín. Bakalářská práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky. Vedoucí práce Ing. Šárka Vránová.
- KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley&Sons, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

KOTLER, Philip, 1995. *Marketing management: analýza plánování, využití, kontrola*. 2. dopl. a upr. vyd. Praha: Victoria Publishing, 789 s. ISBN 8085605082.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš, 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 206 s. ISBN 8086119092.

MAŘÍK, Miloš, 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, 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.

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.

Rozvaha společnosti VITAR 2010-2014, 2010-2014. [Zlín]: VITAR, s.r.o.

TYLL, Ladislav, 2014. *Podniková strategie*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 275 s. ISBN 978-80-7400-507-7.

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

VOMÁČKOVÁ, Hana, 2002. *Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí (vyšší účetnictví)*. 1. vyd. Praha: Polygon, 359 s. ISBN 8072730657.

Výkaz zisku a ztrát společnosti VITAR 2010-2014, 2010-2014. [Zlín]: VITAR, s.r.o.

INTERNETOVÉ ZDROJE

Beta by industries. *Damodaran Online* [online]. © 2014 [cit. 2015-04-09]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

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. 2015-04-08]. Dostupné z: <http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/>

ČNB [online], © 2003-2015. [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/>

Historie společnosti. *Walmart - zdraví pro celou rodinu* [online]. © 2009-2010 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: http://www.walmart.eu/cz/Stranky/historie_spolecnosti.aspx

KOLEŇÁKOVÁ, Lucie, 2012. Je synergie cestou ke zvýšení hodnoty podniku? *Ekonomické listy. (Odborný časopis Centra ekonomických studií Vysoké školy ekonomie a managementu)* [online]. 3(2), s. 50-70. [cit. 2015-04-13]. ISSN 1804-4166. Dostupné z: http://www.vsem.cz/data/data/ces-soubory/ekonomicke_listy/ekonomicke_listy_2_2012.pdf

Makroekonomická predikce - leden 2015. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. © 2015 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>

O Abtei. *Abtei* [online]. © 2013 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.abtei.cz/o-abtei.php>

O nás. *Cemio Switzerland AG* [online]. © 2009 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.cemio.net/o-nas>

O nás. *Green Swan* [online]. © 2014 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.grswan.cz/o-nas>

Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2013. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. © 2014 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument154179.html>

Potraviny dneška. *EUFIC* [online]. © 2015 [cit. 2015-04-11]. Dostupné z: <http://www.eufic.org/article/cs/artid/sublimacni-suseni-zvysuje-hodnotu-vysoce-kvalitnich-vyrobku/>

Price chart for Sugar #11. *Barchart.com* [online]. © 2015 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.barchart.com/chart.php?sym=SBH17&t=BAR&size=M&v=2&g=1&p=WN&d=X&qb=1&style=technical&template=>

Profil firmy. *Vitar – Silou přírody* [online]. © 2012 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.vitar.cz/o-nas/o-spolecnosti/profil-firmy>

Risk premiums. *Damodaran Online* [online]. © 2014 [cit. 2015-04-09]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

SCHOLLEOVÁ, Hana, 2007. Aplikace reálných opcí při oceňování podniku. In: *Ekonomika a management* [online]. 2007 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz/clanek-aplikace-realnych-opci-pri-ocenovani-podniku.html>

Strategie společnosti VITAR, s.r.o. *Vitar – Silou přírody* [online]. © 2012 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.vitar.cz/o-nas/o-spolecnosti/strategie-spolecnosti>

SVOBODOVÁ, Kamila, 2005. ANALÝZA: Stárnutí populace. In: *Demografický informační portál* [online], 25. 3. 2005 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: http://www.demografie.info/?cz_detail_clanku&artclID=34

Trh firem [online], © 2004-2015. [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.trhfirem.cz/>

Úrokové sazby. *Ministerstvo financí ČR* [online]. © 2014 [cit. 2015-04-09]. Dostupné z: <http://www.sporicidluhopisy.cz/cs/o-dluhopisech/urokove-sazby>

Vláda ČR [online], © 2009-2015. [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
C	Kapitál
CK	Cizí kapitál
CZ	Cizí zdroje
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Diskontované peněžní toky
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DZ	Dlouhodobé zdroje
EAT	Čistý zisk (po zdanění)
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFF	Volný peněžní tok (entity)
FCFE	Volný peněžní tok (equity)
g	Tempo růstu
g/r_i	Míra investic
H_b	Hodnota brutto
H_n	Hodnota netto
i_k	Diskontní míra (kalkulovaná úroková míra)
K	Kapitál
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KFM	Krátkodobý finanční majetek

KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
N_{CK}	Náklady na cizí kapitál
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
NZ	Nerozdělený zisk
PH	Pokračující hodnota
R_f	Bezriziková úroková míra
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROCE	Rentabilita úplatného kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SH	Současná hodnota
T	Celkové tržby
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisku a ztrát
WACC	Vážené náklady na kapitál
ZK	Základní kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Vztah systematického a nesystematického rizika.....	20
Obr. 2. Postup při ocenění podniku	24

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1. Demografická skladba obyvatelstva.....	47
Graf 2. Vývoj ceny cukru v letech 2010-2015.....	48
Graf 3. Tržní podíl společnosti VITAR.....	58
Graf 4. Struktura aktiv v letech 2010-2014 (v tis. Kč)	60
Graf 5. Struktura pasiv v letech 2010-2014 (v tis. Kč).....	61
Graf 6. Zlaté bilanční pravidlo v letech 2010-2014 (v tis. Kč).....	63
Graf 7. Ukazatele rentability v letech 2010-2014.....	68
Graf 8. Spider analýza průměr let 2010-2014.....	68

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Výpočet metodou DCF entity.....	32
Tab. 2. Výpočet metodou DCF equity.....	33
Tab. 3. Vybrané makroekonomické ukazatele.....	44
Tab. 4. Hodnotící tabulka kritérií konkurenčních výhod.....	53
Tab. 5. Údaje relevantního trhu.....	55
Tab. 6. Srovnání HDP a tržeb.....	55
Tab. 7. Hodnotící tabulka kritérií atraktivnosti trhu.....	56
Tab. 8. Predikce vývoje trhu a budoucích tržeb.....	57
Tab. 9. Vybrané ukazatele VZZ v letech 2010-2014 (v tis. Kč).....	61
Tab. 10. Ukazatele zadluženosti v letech 2010-2014.....	64
Tab. 11. Ukazatele doby obratu v letech 2010-2014 (ve dnech).....	65
Tab. 12. Ukazatele likvidity v letech 2010-2014.....	66
Tab. 13. Ukazatele rentability v letech 2010-2014.....	67
Tab. 14. Altmanovo Z-skóre v letech 2010-2014.....	69
Tab. 15. SWOT analýza.....	71
Tab. 16. Plán položek související s tržbami za prodej zboží (v tis. Kč).....	72
Tab. 17. Plán položek související s výkony (v tis. Kč).....	73
Tab. 18. Plán položek související s výkonovou spotřebou (v tis. Kč).....	73
Tab. 19. Plán položek související s osobními náklady (v tis. Kč).....	74
Tab. 20. Plán zbylých položek VZZ (v tis. Kč).....	74
Tab. 21. Plán investic a odpisů dlouhodobého nehmotného majetku (v tis. Kč).....	75
Tab. 22. Plán investic a odpisů dlouhodobého hmotného majetku (v tis. Kč).....	76
Tab. 23. Plán oběžného majetku a časového rozlišení (v tis. Kč).....	78
Tab. 24. Plán vlastního kapitálu (v tis. Kč).....	79
Tab. 25. Plán cizích zdrojů (v tis. Kč).....	80
Tab. 26. Plán peněžních toků (v tis. Kč).....	80
Tab. 27. Ukazatele zadluženosti plánu.....	81
Tab. 28. Ukazatele doby obratu plánu (ve dnech).....	81
Tab. 29. Ukazatele likvidity plánu.....	82
Tab. 30. Ukazatele rentability plánu (v %).....	82
Tab. 31. Náklady na cizí kapitál.....	83
Tab. 32. Metoda CAPM s náhradními odhady.....	84

Tab. 33. Přirážková metoda	85
Tab. 34. β - expertní odhad (1/2)	85
Tab. 35. β - expertní odhad (2/2)	85
Tab. 36. β - obchodní a finanční riziko	86
Tab. 37. KSM I	87
Tab. 38. KSM II	87
Tab. 39. Náklady na vlastní kapitál	87
Tab. 40. Vážené náklady na kapitál	88
Tab. 41. Vymezení majetku (v tis. Kč)	89
Tab. 42. Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity	90
Tab. 43. Výpočet fáze I metodou DCF entity	91
Tab. 44. Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity	92
Tab. 45. Přepočet kapitálové struktury (1/2)	93
Tab. 46. Výpočet fáze I metodou DCF entity s vyladěnou kapitálovou strukturou	93
Tab. 47. Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity s vyladěnou kapitálovou strukturou	94
Tab. 48. Přepočet kapitálové struktury (2/2)	94
Tab. 49. Výpočet fáze I metodou EVA	95
Tab. 50. Výpočet hodnoty podniku metodou EVA	96
Tab. 51. Analýza citlivosti	96

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I	Rozvaha společnosti VITAR
Příloha P II	VZZ společnosti VITAR
Příloha P III	Horizontální analýza rozvahy
Příloha P IV	Vertikální analýza rozvahy
Příloha P V	Horizontální analýza výnosů a nákladů
Příloha P VI	Vertikální analýza výnosů a nákladů
Příloha P VII	Plán rozvahy společnosti VITAR
Příloha P VIII	Plán VZZ společnosti VITAR
Příloha P IX	Plán cash flow společnosti VITAR

Pozn. rovnost aktiv a pasiv se v Příloze P VII Plán rozvahy společnosti VITAR liší v letech 2017-2018 o 1 tis. Kč., jedná se pouze o zaokrouhlené zobrazení programu MS Excel na celé jednotky

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLEČNOSTI VITAR

Položka (v tis. Kč)	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	155 125	159 690	165 547	154 352	163 272
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	66 746	69 051	68 222	66 307	66 294
Dlouhodobý majetek nehmotný	2 894	1 711	2 129	895	667
Software	170	1 277	956	494	174
Ocenitelná práva	1 070	424	1 093	346	96
Nedokončený dlouh. nehmot. majetek	1 654	10	80	55	397
Dlouhodobý majetek hmotný	60 936	63 229	61 962	60 851	61 011
Pozemky	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
Stavby	47 180	48 938	45 823	42 674	39 346
Samost. movité věci a soubory mov. věcí	3 715	5 059	7 255	9 214	5 434
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	7 123	7 268	7 268	7 268	7 268
Nedokončený dlouh. hmotný majetek	958	342	89	168	7 436
Poskytnuté zálohy na dlouh. hmot. maj.	460	122	27	27	27
Dlouhodobý majetek finanční	2 916	4 111	4 131	4 561	4 616
Podíly - ovládaná osoba	2 916	4 111	4 131	4 561	4 616
Oběžná aktiva	85 347	88 398	95 462	86 896	95 517
Zásoby	41 246	39 165	39 756	34 394	34 775
Materiál	23 632	25 912	22 708	20 723	21 027
Nedokončená výroba a polotovary	0	25	477	90	384
Výrobky	12 108	10 261	13 160	10 755	8 735
Zboží	5 506	2 873	3 411	2 826	4 629
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	94	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	134	220	155	176	176
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	134	155	155	176	176
Jiné pohledávky	0	65	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	41 420	43 746	51 985	47 438	51 955
Pohledávky z obchodních vztahů	38 380	40 181	46 983	45 607	50 112
Stát - daňové pohledávky	2 197	532	25	398	193
Krátkodobé poskytnuté zálohy	840	750	104	932	1 633
Dohadné účty aktivní	3	1 369	0	0	0
Jiné pohledávky	0	914	4 873	501	17
Krátkodobý finanční majetek	2 547	5 267	3 566	4 888	8 611
Peníze	105	476	1 219	549	5 100
Účty v bankách	2 442	4 791	2 347	4 339	3 511
Časové rozlišení	3 032	2 241	1 863	1 149	1 461
Náklady příštích období	3 032	2 241	1 863	1 149	1 461

In: Rozvaha společnosti VITAR 2010-2014 (2010-2014), vlastní zpracování

Položka (v tis. Kč)	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	155 125	159 690	165 547	154 352	163 272
Vlastní kapitál	44 955	48 768	49 393	40 076	47 098
Základní kapitál	38 500	38 500	38 500	38 500	38 500
Kapitálové fondy	11 250	12 239	12 259	12 689	12 689
Ostatní kapitálové fondy	11 199	11 199	11 199	11 199	11 199
Oceňovací rozdíly z přecenění maj. a zav.	51	1 040	1 060	1 490	1 490
Fondy ze zisku	2 144	2 144	2 303	2 303	2 503
Zákonný rezervní fond	41	41	200	200	200
Statutární a ostatní fondy	2 103	2 103	2 103	2 103	2 303
Výsledek hospodaření minulých let	-4 583	-6 939	-4 275	-3 669	-13 416
Nerozdělený zisk minulých let	364	364	3 028	3 634	3 634
Neuhrazená ztráta minulých let	-4 947	-7 303	-7 303	-7 303	-17 050
Výsledek hospodaření běž. uč. obd.	-2 356	2 824	606	-9 747	6 822
Cizí zdroje	110 170	110 922	116 154	114 276	116 174
Rezervy	0	64	465	200	0
Ostatní rezervy	0	64	465	200	0
Dlouhodobé závazky	11 234	11 199	13 225	9 626	6 745
Závazky ke společ., akcionářům, členům družstva a k účastníkům sdružení	2 250	2 250	3 445	0	2 303
Dlouhodobé přijaté zálohy	1 474	0	0	0	0
Jiné závazky	7 510	8 949	9 780	9 626	4 442
Krátkodobé závazky	64 811	68 533	69 339	72 900	79 679
Závazky z obchodních vztahů	56 392	56 272	53 811	55 010	64 952
Závazky ke společ., akcionářům, členům družstva a k účastníkům sdružení	600	1 347	1 266	2 442	160
Závazky k zaměstnancům	2 033	2 488	2 507	2 712	2 810
Závazky ze soc. zabezp. a zdrav. pojištění	1 286	1 288	3 423	5 714	2 831
Stát - daňové závazky a dotace	218	309	1 067	1 026	511
Krátkodobé přijaté zálohy	2 456	1 947	182	133	88
Dohadné účty pasivní	1 672	3 922	5 612	4 150	136
Jiné závazky	154	960	1 471	1 713	8 191
Bankovní úvěry	34 125	31 126	33 125	31 550	29 750
Bankovní úvěry dlouhodobé	2 625	1 125	0	9 550	0
Krátkodobé bankovní úvěry	31 500	30 001	33 125	22 000	29 750
Časové rozlišení	0	0	0	0	0

In: Rozvaha společnosti VITAR 2010-2014 (2010-2014), vlastní zpracování

PŘÍLOHA P II: VZZ SPOLEČNOSTI VITAR

Položka (v tis. Kč)	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	11 992	25 988	17 678	23 684	33 833
Náklady vynaložené na prodej zboží	9 088	18 540	12 328	15 229	20 022
Obchodní marže	2 904	7 448	5 350	8 455	13 811
Výkony	193 592	235 845	242 239	235 620	260 172
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	196 845	236 859	237 492	235 944	259 833
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 468	-1 014	4 747	-324	339
Aktivace	215	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	137 499	164 436	168 543	168 226	191 785
Spotřeba materiálu a energie	89 834	117 212	122 069	124 611	135 367
Služby	47 665	47 224	46 474	43 615	56 418
Přidaná hodnota	58 997	78 857	79 046	75 849	82 198
Osobní náklady	43 588	52 843	54 761	56 207	57 084
Mzdové náklady	31 920	37 982	39 124	41 349	42 081
Odměny členům org.	0	0	0	0	0
Náklady na soc. zabezp. a zdrav. pojištění	10 519	12 428	13 070	13 551	13 776
Sociální náklady	1 149	2 433	2 567	1 307	1 227
Daně a poplatky	192	229	263	249	211
Odpisy dlouh. nehm. a hmot. majetku	5 012	6 221	6 464	7 807	8 396
Tržby z prodeje dlouh. majetku a mater.	563	2 668	1 660	736	890
Tržby z prodeje dlouh. majetku	0	234	820	91	58
Tržby z prodeje materiálu	563	2 434	840	645	832
Zúst. cena prodaného dlouh. maj. a mater.	276	2 183	1 464	491	607
Zůstatková cena prod. dlouh. majetku	0	120	681	0	0
Prodaný materiál	276	2 063	783	491	607
Změna stavu rezerv a op. položek v prov. oblasti a komplex. nákl. příšt. období	-113	714	188	5 846	0
Ostatní provozní výnosy	36 736	2 306	9 245	9 987	9 881
Ostatní provozní náklady	47 192	16 869	23 885	23 426	15 054
Provozní výsledek hospodaření	149	4 772	2 926	-7 454	11 617
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	3	0	1	3
Nákladové úroky	1 432	1 609	1 294	1 381	1 514
Ostatní finanční výnosy	1 825	2 557	1 648	1 711	352
Ostatní finanční náklady	2 898	2 861	2 255	2 624	2 036
Finanční výsledek hospodaření	-2 505	-1 910	-1 901	-2 293	-3 195
Daň z příjmu za běžn. činnost	0	38	419	0	1 600
Výsledek hospod. za běžn. čin.	-2 356	2 824	606	-9 747	6 822
Výsledek hospod. před zdaněním	-2 356	2 862	1 025	-9 747	8 422

In: Výkaz zisku a ztrát společnosti VITAR 2010-2014 (2010-2014), vlastní zpracování

PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Položka	Období			
	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013
AKTIVA CELKEM	2,94%	3,67%	-6,76%	5,78%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý majetek	3,45%	-1,20%	-2,81%	-0,02%
Dlouhodobý majetek nehmotný	-40,88%	24,43%	-57,96%	-25,47%
Dlouhodobý majetek hmotný	3,76%	-2,00%	-1,79%	0,26%
Dlouhodobý majetek finanční	40,98%	0,49%	10,41%	1,21%
Oběžná aktiva	3,57%	7,99%	-8,97%	9,92%
Zásoby	-5,05%	1,51%	-13,49%	1,11%
Dlouhodobé pohledávky	64,18%	-29,55%	13,55%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	5,62%	18,83%	-8,75%	9,52%
Krátkodobý finanční majetek	106,79%	-32,30%	37,07%	76,17%
Časové rozlišení	-26,09%	-16,87%	-38,33%	27,15%

In: vlastní zpracování

Položka	Období			
	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013
PASIVA CELKEM	2,94%	3,67%	-6,76%	5,78%
Vlastní kapitál	8,48%	1,28%	-18,86%	17,52%
Základní Kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	8,79%	0,16%	3,51%	0,00%
Rezervní fondy, neděl. fond a ostat. fondy	0,00%	7,42%	0,00%	8,68%
Výsledek hospodaření minulých let	51,41%	-38,39%	-14,18%	265,66%
Výsledek hospodaření běž. uč. obd.	-219,86%	-78,54%	-1708,42%	-169,99%
Cizí zdroje	0,68%	4,72%	-1,62%	1,66%
Rezervy	6400,00%	626,56%	-56,99%	-100,00%
Dlouhodobé závazky	-0,31%	18,09%	-27,21%	-29,93%
Krátkodobé závazky	5,74%	1,18%	5,14%	9,30%
Bankovní úvěry	-8,79%	6,42%	-4,75%	-5,71%
Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

In: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P IV: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Položka	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobý majetek	43,03%	43,24%	41,21%	42,96%	40,60%
Dlouhodobý majetek nehmotný	1,87%	1,07%	1,29%	0,58%	0,41%
Dlouhodobý majetek hmotný	39,28%	39,59%	37,43%	39,42%	37,37%
Dlouhodobý majetek finanční	1,88%	2,57%	2,50%	2,95%	2,83%
Oběžná aktiva	55,02%	55,36%	57,66%	56,30%	58,50%
Zásoby	26,59%	24,53%	24,01%	22,28%	21,30%
Dlouhodobé pohledávky	0,09%	0,14%	0,09%	0,11%	0,11%
Krátkodobé pohledávky	26,70%	27,39%	31,40%	30,73%	31,82%
Krátkodobý finanční majetek	1,64%	3,30%	2,15%	3,17%	5,27%
Časové rozlišení	1,95%	1,40%	1,13%	0,74%	0,89%

In: vlastní zpracování

Položka	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	28,98%	30,54%	29,84%	25,96%	28,85%
Základní Kapitál	24,82%	24,11%	23,26%	24,94%	23,58%
Kapitálové fondy	7,25%	7,66%	7,41%	8,22%	7,77%
Rezervní fondy, neděl. fond a ostat. fondy	1,38%	1,34%	1,39%	1,49%	1,53%
Výsledek hospodaření minulých let	-2,95%	-4,35%	-2,58%	-2,38%	-8,22%
Výsledek hospodaření běž. uč. obd.	-1,52%	1,77%	0,37%	-6,31%	4,18%
Cizí zdroje	71,02%	69,46%	70,16%	74,04%	71,15%
Rezervy	0,00%	0,04%	0,28%	0,13%	0,00%
Dlouhodobé závazky	7,24%	7,01%	7,99%	6,24%	4,13%
Krátkodobé závazky	41,78%	42,92%	41,88%	47,23%	48,80%
Bankovní úvěry	22,00%	19,49%	20,01%	20,44%	18,22%
Časové rozlišení	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

In: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P V: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ

Položka	Období			
	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013
Celkové výnosy	10,08%	1,15%	-0,27%	12,29%
Tržby za prodej zboží	116,71%	-31,98%	33,97%	42,85%
Výkony	21,83%	2,71%	-2,73%	10,42%
Tržby z prodeje dlouh. majetku a mater.	373,89%	-37,78%	-55,66%	20,92%
Ostatní provozní výnosy	-93,72%	300,91%	8,03%	-1,06%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky	300,00%	-100,00%	100,00%	200,00%
Ostatní finanční výnosy	40,11%	-35,55%	3,82%	-79,43%

In: vlastní zpracování

Položka	Období			
	2011/2010	2012/2011	2013/2012	2014/2013
Celkové náklady	7,88%	2,00%	3,54%	5,41%
Náklady vynaložené na prodej zboží	104,01%	-33,51%	23,53%	31,47%
Výkonová spotřeba	19,59%	2,50%	-0,19%	14,00%
Osobní náklady	21,23%	3,63%	2,64%	1,56%
Daně a poplatky	19,27%	14,85%	-5,32%	-15,26%
Odpisy dlouh. nehm. a hmot. majetku	24,12%	3,91%	20,78%	7,54%
Zůstatková cena prod. dlouh. maj. a mater.	690,94%	-32,94%	-66,46%	23,63%
Změna stavu rezerv a op. položek v prov. oblasti a komplex. nákl. příšt. období	-731,86%	-73,67%	3009,57%	-100,00%
Prodané cenné papíry a vklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní provozní náklady	-64,25%	41,59%	-1,92%	-35,74%
Nákladové úroky	12,36%	-19,58%	6,72%	9,63%
Ostatní finanční náklady	-1,28%	-21,18%	16,36%	-22,41%
Daň z příjmu za běžn. činnost	3800,00%	1002,63%	-100,00%	0,00%

In: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P VI: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝNOSŮ A NÁKLADŮ

Položka	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
Celkové výnosy	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tržby za prodej zboží	4,90%	9,65%	6,49%	8,72%	11,09%
Výkony	79,11%	87,56%	88,90%	86,71%	85,27%
Tržby z prodeje dlouh. majetku a mater.	0,23%	0,99%	0,61%	0,27%	0,29%
Ostatní provozní výnosy	15,01%	0,86%	3,39%	3,68%	3,24%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	0,75%	0,95%	0,60%	0,63%	0,12%

In: vlastní zpracování

Položka	Období				
	2010	2011	2012	2013	2014
Celkové náklady	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Náklady vynaložené na prodej zboží	3,68%	6,96%	4,53%	5,41%	6,75%
Výkonová spotřeba	55,65%	61,69%	62,00%	59,76%	64,64%
Osobní náklady	17,64%	19,83%	20,14%	19,97%	19,24%
Daně a poplatky	0,08%	0,09%	0,10%	0,09%	0,07%
Odpisy dlouh. nehm. a hmot. majetku	2,03%	2,33%	2,38%	2,77%	2,83%
Zůstatková cena prod. dlouh. maj. a mater.	0,11%	0,82%	0,54%	0,17%	0,20%
Změna stavu rezerv a op. položek v prov. oblasti a komplex. nákl. příšt. období	-0,05%	0,27%	0,07%	2,08%	0,00%
Prodané cenné papíry a vklady	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní provozní náklady	19,10%	6,33%	8,79%	8,32%	5,07%
Nákladové úroky	0,58%	0,60%	0,48%	0,49%	0,51%
Ostatní finanční náklady	1,17%	1,07%	0,83%	0,93%	0,69%
Daň z příjmu za běžn. činnost	0,00%	0,01%	0,15%	0,00%	0,00%

In: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P VII: PLÁN ROZVAHY SPOLEČNOSTI VITAR

Položka (v tis. Kč)	Období			
	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	173 075	185 571	196 128	208 659
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	71 641	79 417	76 557	76 369
Dlouhodobý majetek nehmotný	1 799	1 355	915	735
Software	1 235	975	715	455
Ocenitelná práva	550	350	150	200
Nedokončený dlouh. nehmot. majetek	14	30	50	80
Dlouhodobý majetek hmotný	64 995	72 973	70 298	70 023
Pozemky	1 500	1 500	1 500	1 500
Stavby	36 018	51 530	47 553	43 576
Samost. movité věci a soubory mov. věcí	12 273	12 575	13 777	17 379
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	7 268	7 268	7 268	7 268
Nedokončený dlouh. hmotný majetek	7 936	100	200	300
Poskytnuté zálohy na dlouh. hmot. maj.	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek finanční	4 847	5 089	5 344	5 611
Podíly - ovládaná osoba	4 847	5 089	5 344	5 611
Oběžná aktiva	99 973	104 693	118 597	131 803
Zásoby	36 859	39 542	42 395	45 428
Materiál	22 571	24 218	25 970	27 832
Nedokončená výroba a polotovary	100	100	100	100
Výrobky	9 372	10 056	10 783	11 556
Zboží	4 817	5 169	5 543	5 940
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	176	176	176	176
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	176	176	176	176
Jiné pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	55 555	59 610	63 921	68 505
Pohledávky z obchodních vztahů	53 803	57 730	61 906	66 345
Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 752	1 880	2 015	2 160
Dohadné účty aktivní	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	7 383	5 366	12 105	17 695
Peníze	500	500	500	500
Účty v bankách	6 883	4 866	11 605	17 195
Časové rozlišení	1 461	1 461	974	487
Náklady příštích období	1 461	1 461	974	487

In: vlastní zpracování

Položka (v tis. Kč)	Období			
	2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	173 075	185 571	196 127	208 658
Vlastní kapitál	56 142	66 748	78 591	92 058
Základní Kapitál	38 500	38 500	38 500	38 500
Kapitálové fondy	12 689	12 689	12 689	12 689
Ostatní kapitálové fondy	11 199	11 199	11 199	11 199
Oceňovací rozdíly z přecenění maj. a zav.	1 490	1 490	1 490	1 490
Fondy ze zisku	2 303	2 303	2 303	2 303
Zákonný rezervní fond	0	0	0	0
Statutární a ostatní fondy	2 303	2 303	2 303	2 303
Výsledek hospodaření minulých let	-6 594	2 650	13 256	25 099
Nerozdělený zisk minulých let	3 634	3 634	3 634	3 634
Neuhrazená ztráta minulých let	-10 228	-984	9 622	21 465
Výsledek hospodaření běž. uč. obd.	9 244	10 606	11 843	13 467
Cizí zdroje	116 933	118 823	117 537	116 600
Rezervy	0	0	0	0
Ostatní rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	6 745	6 745	6 745	6 745
Závazky ke společ., akcionářům, členům družstva a k účastníkům sdružení	2 303	2 303	2 303	2 303
Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0
Jiné závazky	4 442	4 442	4 442	4 442
Krátkodobé závazky	83 438	88 328	90 042	92 105
Závazky z obchodních vztahů	69 735	74 824	76 217	77 950
Závazky ke společ., akcionářům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	3 732	3 965	4 205	4 451
Závazky ze soc. zabezp. a zdrav. pojištění	1 269	1 348	1 430	1 513
Stát - daňové závazky a dotace	511	0	0	0
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0
Jiné závazky	8 191	8 191	8 191	8 191
Bankovní úvěry	26 750	23 750	20 750	17 750
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	26 750	23 750	20 750	17 750
Časové rozlišení	0	0	0	0

In: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P VIII: PLÁN VZZ SPOLEČNOSTI VITAR

Položka (v tis. Kč)	Období			
	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	37 836	40 598	43 535	46 656
Náklady vynaložené na prodej zboží	22 391	24 025	25 763	27 611
Obchodní marže	15 445	16 573	17 771	19 046
Výkony	277 468	297 719	319 253	342 145
Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb	277 468	297 719	319 253	342 145
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0
Aktivace	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	204 534	219 463	235 337	252 211
Spotřeba materiálu a energie	144 366	154 903	166 107	178 017
Služby	60 169	64 560	69 230	74 194
Přidaná hodnota	88 378	94 829	101 688	108 979
Osobní náklady	61 206	64 911	68 730	72 662
Mzdové náklady	44 788	47 580	50 455	53 415
Odměny členům org.	0	0	0	0
Náklady na soc. zabezp. a zdrav. pojištění	15 228	16 177	17 155	18 161
Sociální náklady	1 190	1 154	1 120	1 086
Daně a poplatky	222	233	244	256
Odpisy dlouh. nehm. a hmot. majetku	7 374	8 582	10 235	11 735
Tržby z prodeje dlouh. majetku a mater.	550	550	550	550
Tržby z prodeje dlouh. majetku	0	0	0	0
Tržby z prodeje materiálu	550	550	550	550
Zůst. cena prodaného dlouh. maj. a mater.	500	500	500	500
Zůstatková cena prod. dlouh. majetku	0	0	0	0
Prodaný materiál	500	500	500	500
Změna stavu rezerv a oprav. položek v prov. oblasti a komplex. nákl. příšt. období	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	9 881	9 881	9 881	9 881
Ostatní provozní náklady	15 054	15 054	15 054	15 054
Provozní výsledek hospodaření	14 454	15 980	17 356	19 203
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0
Výnosové úroky	4	7	5	12
Nákladové úroky	1 361	1 209	1 056	904
Ostatní finanční výnosy	352	352	352	352
Ostatní finanční náklady	2 036	2 036	2 036	2 036
Finanční výsledek hospodaření	-3 041	-2 886	-2 735	-2 576
Daň z příjmu za běžn. činnost	2 168	2 488	2 778	3 159
Výsledek hospod. za běžn. čin.	9 244	10 606	11 843	13 467
Výsledek hospod. před zdaněním	11 412	13 094	14 621	16 626

In: vlastní zpracování

PŘÍLOHA P IX: PLÁN CASH FLOW SPOLEČNOSTI VITAR

Položka (v tis. Kč)	Období				
	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Počáteční stav peněžních prostředků</i>	4 888	8 611	7 383	5 366	12 105
PENĚŽNÍ TOK Z BĚŽNÉ ČINNOSTI					
Účetní výsledek hospodaření	6 822	9 244	10 606	11 843	13 467
Úpravy o nepeněžní operace	8 396	7 374	8 582	10 235	11 735
Odpisy stálých aktiv	8 396	7 374	8 582	10 235	11 735
Změna stavu rezerv a op. položek	0	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv	1 569	-1 925	-1 847	-4 964	-5 065
Změna stavu pohledávek	4 517	3 600	4 055	4 312	4 583
Změna stavu aktivních účtů čas. rozlišení	312	0	0	-487	-487
Změna stavu krát. závazků	6 779	3 759	4 890	1 713	2 064
Změna stavu zásob	381	2 084	2 683	2 853	3 033
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	16 787	14 693	17 341	17 114	20 137
INVESTIČNÍ ČINNOST					
Nabytí DHM a DNM	8 328	12 490	16 116	7 120	11 280
Změna dlouhodobého finančního majetku	55	231	242	254	267
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	8 383	12 721	16 358	7 374	11 547
FINANČNÍ ČINNOST					
Změna dlouhodobých závazků	-2 881	0	0	0	0
Změna stavu bankovních úvěrů	-1 800	-3 000	-3 000	-3 000	-3 000
Snížení RF	0	-200	0	0	0
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-4 681	-3 200	-3 000	-3 000	-3 000
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	3 723	-1 228	-2 017	6 739	5 590
<i>Konečný stav peněžních prostředků</i>	8 611	7 383	5 366	12 105	17 695

In: vlastní zpracování