

# **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí výnosových metod oceňování**

Bc. Tereza Frenzlová

---

Diplomová práce  
2017



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně

Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2016/2017

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Tereza Frenzlová**  
Osobní číslo: **M14633**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **prezenční**

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

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

#### I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše zpracujte teoretické poznatky z oblasti oceňování podniku.

#### II. Praktická část

- Zpracujte strategickou a finanční analýzu ve vybraném podniku.
- Na základě analýzy zpracujte finanční plán vybraného podniku.
- Pomocí výnosových metod oceňování stanovte hodnotu vybraného podniku.

### Závěr

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

Seznam odborné literatury:

ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken, NJ: Wiley, 2010, 257 s. ISBN 978-0-470-48179-0.  
KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.  
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. 6., vyd. Hoboken: Wiley, 2015, 848 s. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-87370-0.  
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.  
PINTO, Jerald E., Elaine HENRY, Thomas R. ROBINSON a John D. STOWE. Equity asset valuation. 2., vyd. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2010, 441 s. ISBN 978-0-470-57143-9.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Eva Kramná, Ph.D.  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: 15. prosince 2016  
Termín odevzdání diplomové práce: 18. dubna 2017

Ve Zlíně dne 15. prosince 2016



doc. Ing. David Tuček, Ph.D.  
děkan



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
ředitelka 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 s přípuštěním 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 18. 4. 2014

Jméno a příjmení: TEREZA FRENZLOVA

  
.....  
podpis diplomanta

## ABSTRAKT

### Abstrakt česky

Obsahem této diplomové práce je stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí zvolených výnosových metod oceňování. V první části práce je provedena kritická literární rešerše, jejímž obsahem je tematika oceňování. Druhou částí práce je praktická část, ve které je provedena strategická a finanční analýza, která nastiňuje současnou situaci podniku. V projektové části práce je vypracován strategický finanční plán společnosti, který nastiňuje budoucí vývoj společnosti. Závěrem je vypočítána hodnota společnosti za použití výnosových metod, a to ekonomické přidané hodnoty, diskontovaných cash-flow a čistých kapitalizovaných výnosů. Potom je provedena citlivostní analýza parametrů, které ovlivňují zjištěné výsledky.

Klíčová slova: stanovení hodnoty, oceňování, strategická analýza, finanční analýza, výnosové metody, strategický finanční plán, náklady na kapitál, ekonomická přidaná hodnota, diskontované cash-flow, kapitalizované čisté výnosy

## ABSTRACT

Content of this master thesis is to determine the value of the chosen company through selected yield valuation methods. In first part of the thesis is critical literary research with issue of valuation as content. The second part of thesis is practical section, there are developed the strategic and financial analysis, which portrays current situation in the company. The project section contains preparation of the strategic financial plan, which outlines future development of the company. In the end of the thesis is calculated the value of the company through yield valuation method, namely economic value added, discounted cash-flow and capitalized net income. Then there is sensitivity analysis of the key parameters which affect the results.

Keywords: Determining the Value, Valuation, Strategic Analysis, Financial Analysis, Yield Valuation Methods, Strategic Financial Plan, Costs of Capital, Economic Value Added, Discounted Cash-flow, Capitalized net Income

Zde bych ráda poděkovala Ing. Evě Kramné, Ph. D za odborné vedení této práce. Dále bych také poděkovala vybrané společnosti za ochotu a poskytnutí potřebných podkladů a informací nezbytných pro vypracování diplomové práce. V neposlední řadě bych také ráda poděkovala všem lidem v mém životě, kteří mě při mém studiu podporovali.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>11</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCENĚNÍ PODNIKU</b> .....	<b>13</b>
1.1 VYMEZENÍ PODNIKU JAKO PŘEDMĚTU OCENĚNÍ .....	13
1.2 DEFINICE HODNOTY .....	13
1.2.1 Tržní hodnota .....	14
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota .....	14
1.2.3 Objektivizovaná hodnota podniku .....	15
1.2.4 Kolínská škola .....	15
1.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU .....	16
1.4 VÝKON OCEŇOVATELE .....	16
1.5 LEGISLATIVNÍ ÚPRAVA .....	17
<b>2 FAKTOR RIZIKA A ČASU</b> .....	<b>18</b>
2.1 FAKTOR RIZIKA .....	18
2.1.1 Obchodní riziko a finanční riziko .....	19
2.1.2 Systematické a nesystematické riziko .....	20
2.2 FAKTOR ČASU.....	20
2.3 OBECNÉ POZNÁMKY K DISKONTNÍ MÍŘE .....	21
<b>3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU</b> .....	<b>24</b>
3.1 SBĚR DAT .....	25
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	25
3.2.1 Analýza makroprostředí .....	26
3.2.2 Analýza mikroprostředí.....	26
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA .....	27
3.3.1 Podklady pro zpracování finanční analýzy .....	28
3.3.2 Absolutní ukazatele .....	29
3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů .....	29
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NEPOTŘEBNÁ .....	31
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	31
3.6 FINANČNÍ PLÁN .....	32
<b>4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>33</b>
4.1 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ MAJETKU.....	33
4.2 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ OCENĚNÍ VÝNOSŮ.....	34
4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DFC) .....	34
4.2.1.1 Metoda DFC Entity.....	35
4.2.1.2 Metoda DFC Equity.....	38
4.2.1.3 Metoda AVP .....	39
4.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků.....	39
4.2.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	40
4.2.3.1 Propočet NOA – čistých operativních aktiv .....	41
4.2.3.2 Získání hodnoty NOPAT – operačního výsledku hospodaření .....	42

4.3	OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU .....	43
4.4	VÝBĚR SPRÁVNÉ METODY OCENĚNÍ .....	43
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>44</b>
<b>5</b>	<b>PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTÍ.....</b>	<b>45</b>
5.1	ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI .....	45
5.2	VÝVOJ ZAMĚSTNANCŮ .....	45
5.3	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA .....	46
5.4	DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU .....	46
<b>6</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>47</b>
6.1	MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA.....	47
6.1.1	Politické prostředí .....	47
6.1.2	Technologické prostředí.....	48
6.1.3	Ekonomické prostředí .....	48
6.1.4	Sociální prostředí .....	49
6.2	RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNOZA.....	50
6.2.1	Vymezení trhu.....	50
6.2.2	Analýza atraktivnosti trhu.....	51
6.2.3	Prognóza vývoje trhu .....	53
6.3	ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU .....	54
6.3.1	Stanovení tržních podílů .....	54
6.3.2	Identifikace konkurentů společnosti .....	55
6.3.3	Analýza vnitřního potenciálu společnosti a konkurenční síly.....	55
6.4	PROGNOZA TRŽEB PODNIKU .....	56
6.5	SWOT ANALÝZA .....	57
6.6	ZHODNOCENÍ STRATEGICKÉ ANALÝZY .....	58
<b>7</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>59</b>
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ.....	59
7.1.1	Analýza majetkové a finanční struktury .....	59
7.1.2	Analýza výnosů, nákladů a výsledků hospodaření .....	62
7.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ .....	64
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ .....	65
7.3.1	Analýza zadluženosti .....	65
7.3.2	Analýza likvidity .....	66
7.3.3	Analýza rentability .....	67
7.3.4	Analýza aktivity .....	69
7.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	70
7.4.1	Z-skóre (Altmanův model).....	70
7.4.2	Index IN05 .....	70
7.5	ZHODNOCENÍ FINANČNÍ SITUACE PODNIKU .....	71
<b>8</b>	<b>STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....</b>	<b>73</b>



8.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY .....	73
8.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA .....	74
8.3	PLÁNOVANÉ CASH-FLOW .....	76
8.4	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU .....	77
<b>9</b>	<b>PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÉ SPOLEČNOSTI POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ .....</b>	<b>79</b>
9.1	VYČÍSLENÍ PROVOZNĚ NUTNÝCH AKTIV A KORIGOVANÉHO VH.....	79
9.1.1	Stanovení NOA (C).....	79
9.1.2	Vymezení NOPAT .....	81
9.2	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY .....	81
9.2.1	Náklady na cizí kapitál.....	81
9.2.2	Náklady na vlastní kapitál.....	82
9.2.2.1	Model oceňování kapitálových aktiv CAPM.....	82
9.2.2.2	Stavebnicový model.....	83
9.2.2.3	Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu.....	84
9.2.2.4	Průměrná rentabilita odvětví.....	84
9.2.2.5	Souhrnné stanovení nákladů na vlastní kapitál.....	85
9.2.3	Vážené průměrné náklady na kapitál .....	85
9.3	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU .....	86
9.3.1	Odhad tempa růstu „g“ .....	86
9.3.2	Ocenění metodou diskontovaného Cash-flow .....	86
9.3.2.1	Gordonův vzorec.....	87
9.3.2.2	Parametrický vzorec .....	87
9.3.3	Ocenění podniku pomocí ekonomické přidané hodnoty.....	88
9.3.4	Ocenění podniku za pomoci čistých kapitalizovaných výnosů.....	90
9.4	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH METOD .....	91
9.4.1	Citlivostní analýza zjištěných výsledků .....	92
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>93</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>95</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>98</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>100</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>101</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>104</b>

## ÚVOD

Oceňování podniku je komplexní jedinečný a nezastupitelný proces, který čerpá své poznatky z mnoha vědeckých disciplín, kterými jsou například podniková ekonomika, daňová ekonomika, vlastní metody oceňování aj. V praxi je možné se setkat z mnoha důvodů pro stanovení hodnoty podniku, ať už z důvodu prodeje, vstupu nového investora či pro vlastníky a vedení společnosti.

Tato diplomová práce je rozdělena na dvě hlavní části, a to část teoretickou a praktickou. Teoretická část práce se snaží pomocí kritické literární rešerše nastínit problematiku oceňování. Začátek práce je věnován obecným poznatkům, které jsou nezbytné pro pochopení podstaty oceňovacího procesu a následné stanovení hodnoty podniku. Následuje kapitola, která se zabývá problematikou faktorů rizika a času v průběhu oceňovacího procesu. V rámci této kapitoly jsou také zahrnuty poznatky týkající se diskontní míry. Obsahem třetí kapitoly teoretické části je postup při oceňování podniku, kde je možné načerpat informace týkající se potřebných analýz. Poslední kapitolou je úsek zabývající se metodami oceňování podniku. Tyto metody jsou dále rozděleny do tří hlavních skupin oceňování, pro budoucí potřeby práce je však podrobněji rozebrána pouze kapitola oceňování pomocí výnosových metod.

Praktická část práce se dá rozdělit na část analytickou a část projektovou. Nejdříve se práce bude zabývat analytickou částí, jejímž obsahem bude strategická a finanční analýza vybraného podniku. V rámci strategické analýzy bude nejprve provedena analýza makroprostředí s využitím PEST analýzy, a poté analýza okolí podniku. Na strategickou analýzu navazuje analýza finanční, která má za úkol zhodnotit finanční situaci a zdraví vybraného podniku, a také posoudit budoucí kontinuitu existence podniku.

Projektová část diplomové práce se bude nejdříve zabývat sestavením finančního plánu společnosti, který bude vycházet ze strategické analýzy. Strategický finanční plán bude sestaven na období 2016-2020 a bude podkladem pro použití výnosových metod ocenění. V návaznosti na tento plán budou vymezeny provozně nutná aktiva a korigovaný výsledek hospodaření. Následně budou vyčísleny náklady na vlastní a cizí kapitál a vážené průměrné náklady na kapitál. Pro samotné stanovení hodnoty společnosti budou použity tři metody, a to metoda diskontovaného cash-flow, ekonomické přidané hodnoty a čistých kapitalizovaných výnosů. Závěrem budou získané výsledky jednotlivých metod shrnuty a bude provedena citlivostní analýza.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavní cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty vybrané společnosti k datu 1. 1. 2016 za použití výnosových metod oceňování. Tato práce je rozdělena na dvě hlavní části, teoretickou a praktickou. Dílčím cílem teoretické části práce je zpracování poznatků týkající se oceňování podniku a blízké problematiky za použití českých i zahraničních zdrojů.

Následuje část praktická, která se dá také rozdělit na dvě části. Nejdříve se práce zabývá analytickou částí, který se skládá z obecné charakteristiky společnosti, strategické a finanční analýzy. Cílem strategické analýzy je prozkoumat vlivy působící na podnik, a to za pomoci analýzy makroprostředí a mikroprostředí. V rámci této analýzy bude také vytvořena za pomoci regresní analýzy predikce budoucích tržeb společnosti pro zkoumané období. V rámci strategické analýzy je také vypracována SWOT analýza, která shrnuje nejvýznamnější silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby společnosti.

Na strategickou analýzu navazuje analýza finanční, jejímž úkolem je zhodnotit finanční situaci podniku, jeho zdraví v minulých letech. Finanční analýza je provedena na základě horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, analýzy rozdílových ukazatelů, analýzy poměrových ukazatelů a analýzy souhrnných ukazatelů. Závěrem této kapitoly budou shrnuty výsledky této finanční analýzy.

Projektová část diplomové práce se bude zabývat sestavení strategického finančního plánu společnosti a stanovením hodnoty společnosti. Strategický finanční plán vychází ze strategické analýzy a její budoucí predikce tržeb, z výsledků minulých období a budoucích plánů společnosti. Samotné stanovení hodnoty společnosti je určeno pomocí výnosových metod oceňování – metody diskontovaného cash-flow, metody ekonomické přidané hodnoty a metody kapitalizovaných čistých výnosů. Před samotným stanovením hodnoty společnosti je nutné očistit operativní aktiva a stanovit náklady na vlastní a cizí kapitál.

Závěrem je provedení citlivostní analýzy, jež udává dopad změny diskontní míry a hodnoty tempa růstu na hodnotu vlastního kapitálu společnosti.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCENĚNÍ PODNIKU

## 1.1 Vymezení podniku jako předmětu ocenění

Ocenění podniku představuje neustálou výzvu, jelikož je nutné porozumění dvou důležitých a nesourodých faktorů, a to financí a technologie. Z hlediska financí je nezbytné rozumět základním pojmům jako je časová hodnota peněz, úroveň růstu, kalkulace dluhu a další dalším důležitým tématům, které spojují účetnictví, ekonomiku a matematiku. Na straně technické je nutné vybrat program nebo programový jazyk, kterému rozumíme a víme, jak jej správně použít. (Allman, 2010, str. 1)

V zákoně o obchodních korporacích je podnik vymezen definicí jako

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

Samozřejmě v literatuře je možné nalézt mnoho různých definic podniku, které se můžou částečně lišit, avšak pro potřeby oceňování je nejvýznamnější právě definice dle zákona. Základním cílem podniku je dosahování zisku, proto lze chápat důležitost výnosových metod při ocenění podniku. (Mařík, 2011, str. 15, 16)

Majdúchová a Neumannová (2014, str. 9) uvádějí, že podnik je subjekt, který se zabývá hospodářskou činností a je základním prvkem hospodářství. Hospodářství je soustava rozličných odvětví a oborů, ve kterých lidé vykonávají činnosti, vyrábí výrobky, které mají realizovatelnou podobu, jsou užitečné, schopné uspokojovat potřeby jiných, mění se v příjmy, ze kterých se následně dá zabezpečit vlastní životní existence.

## 1.2 Definice hodnoty

Každý den se tisíce lidí v investičním odvětví zabývají tou nejzákladnější otázkou: Jaká je hodnota tohoto konkrétního aktiva? Přičemž odpověď na tuto otázku rozhodne o úspěchu nebo neúspěchu investičního cíle. (Pinto, 2010, str. 2)

Podniky vytváří hodnotu pro své vlastníky prostřednictvím investováním současných peněžních prostředků za účelem získání většího množství peněžních prostředků v budoucnosti. Rozdíl v hodnotě, kterou vytvoří je rozdílný díky počátečním peněžním vkladům a velikosti

nákladů investic, které jsou uskutečněny. Samozřejmě s přihlédnutím na skutečnost, že zítřejší peněžní příbytky jsou nižší než ty dnešní, z důvodů časové hodnoty peněz a rizika, které působí na tyto budoucí příjmy. (Koller, 2015, str. 17)

Podnik může být oceňován na různých hladinách, a to:

- Hodnota brutto – reprezentuje hodnotu podniku jako celku, podnikatelské jednotky (entity). Jedná se hodnotu pro vlastníky a také pro věřitele.
- Hodnoty netto – principem je oceňování vlastního kapitálu, zde jde o ocenění na úrovni vlastníků podniku. Dále musíme mít na vědomí, že vlastní kapitál z pohledu oceňování nemusí vždy souhlasit s jeho účetním pojetím. (Mařík, 2011, str. 16)

### 1.2.1 Tržní hodnota

Krabec (2009, str. 197) uvádí, že podle mezinárodních oceňovacích standardů, se dá tržní hodnota charakterizovat jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolnými účastníky trhu při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které se předpokládá, že obě strany jsou informované, rozumné a jednají bez nátlaku.

Vochozka a Mulač (2012, str. 119) avšak upozorňují na další nezbytný předpoklad tržní hodnoty, který je zachycen v mezinárodních standardech, ten je tedy možný definovat podle International Valuation Standards takto:

„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněn, právně přístupné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“

Tržní hodnota potom nemusí být pouze hodnota odvozená přímo od ceny konkrétního aktiva na trhu, ale může být zjištěna různými metodami. Avšak finanční plán, projekce výnosů a diskontní míra musí být částečně postaveny na názorech trhu a alespoň částečně vycházet z tržních dat. (Mařík, 2011, str. 25)

### 1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Podle Mezinárodních oceňovacích standardů je možné charakterizovat subjektivní hodnotu jako hodnotu majetku, která pro vlastníka či budoucího majitele představuje individuální stanovené investiční cíle. Přičemž termín investiční hodnota by neměl být v žádném případě zaměňován s termínem tržní hodnota investičního majetku. Jelikož investiční hodnota může

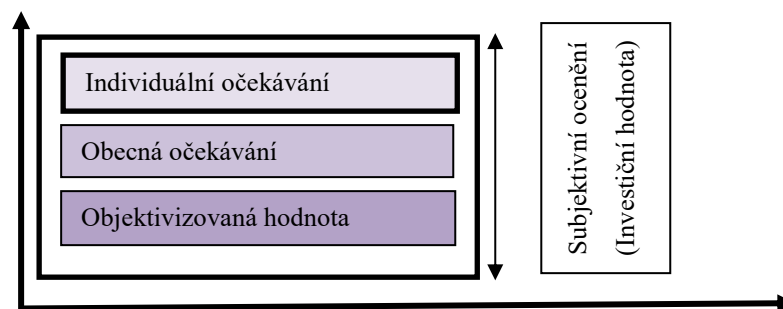
být rozdílná od tržní hodnoty daného majetkového aktiva. (International Valuation Standards, 2011, str. 23)

### 1.2.3 Objektivizovaná hodnota podniku

V publikaci od Vochozky a Mulače (2012, str. 120,121) je uvedeno, že objektivizovaná hodnota by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech, přičemž při výpočtu je nutné dodržet dané zásady a požadavky. Mezi tyto zásady patří:

- Udržování substance – možnost výběru jen takového množství peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena majetková podstata podniku.
- Volný zisk – ocenění je založeno na té části zisku, kterou je možné vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku.
- Nepotřebný majetek – ocenění se týká pouze provozně nutné části majetku, ostatní je oceňováno samostatně.
- Možnosti změn v podniku – ocenění vychází ze stavu podniku v okamžiku ocenění.
- Metoda ocenění – musí být jasná a jednoznačná, tedy jiný oceňovatel by měl dojít ke stejným či podobným výsledkům.
- Management a zdanění.

Mařík (2011, str. 29) potom zachycuje souhrnný pohled na objektivizovanou hodnotu v následujícím schématu:



Obrázek 1 Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění

Zdroj: vlastní zpracování podle Maříka (2011, str. 29)

### 1.2.4 Kolínská škola

Přístup na základě kolínské školy je populární nejenom v Německu, ale i všeobecné oceňovací praxi. Její základy vychází z předchozích tří přístupů kategorie hodnoty, z nichž čerpá jen to nejdůležitější. Kolínská škola přistupuje k reálnému ocenění na základě subjektivní

hodnoty. Také vymezuje základní funkce oceňování, ze kterých vyplývá i subjektivní postoj a funkce oceňovatele. Mezi tyto funkce patří funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. (Vochozka, Mulač, 2012, str. 121)

### 1.3 Důvody pro ocenění podniku

Podnik se oceňuje za určitým účelem užitku, tento užitek může mít různou povahu lišící se podle potřeb a cílů oceňovaného podniku (popř. jiného objednatele). Z toho vyplývá, že se setkáváme s mnoha podněty pro ocenění podniku např.: při koupi/prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti apod. (Mařík, 2011, str. 35)

Stejně tak v publikaci od Krabce (2009, str. 27) je uvedeno, že důvodů pro ocenění podniku existuje v České republice celá řada, od úředních odhadů, ocenění vycházejících ze zákona, až po ocenění ve formě ekonomických analýz určených pro podporu podnikatelského rozhodování.

Kislingerová (2001, str. 11) nám potom mezi nejčastější důvody ocenění daného podniku zařazuje:

- koupě a prodej podniku,
- splynutí a sloučení obchodních společností,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- uvádění společnosti na burzu,
- poskytování úvěrů,
- rozhodování o možnostech sankce a likvidace,
- hodnocení reálné bonity podniku a další.

Základním předpokladem ocenění podniku, je nutné si jednoznačně vymezit předmět ocenění, stanovit si účel ocenění a stanovit si datum, k němuž je ocenění prováděno. (Vochozka, Mulač, 2012, str. 122)

### 1.4 Výkon oceňovatele

V našich podmínkách, tedy v České republice se problematikou oceňování v současné době zabývají v první řadě znalci a odhadci majetku, přičemž mezi jejich postavením je značný rozdíl.



Znalci, a tedy jejich znalecká činnost podléhá zákonu, přičemž znalci musí složit zkoušky u Krajského soudu. Po složení patřičných zkoušek jsou jmenováni buď ministrem spravedlnosti, nebo předsedou krajského soudu. Dále jsou potom znalci využíváni především jako procesní účastníci u soudu, kde prezentují svůj názor podložený odbornou znalostí a zkušeností. Odhadci jsou podnikatelé, jež podnikají na základě živnostenského oprávnění. (Kislingerová, 2001, str. 18,19)

## 1.5 Legislativní úprava

V současné době neexistuje v České republice žádný zákon, popřípadě předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Proto jsou oceňovatelé zpravidla nuceni se opírat o ekonomickou teorii. Avšak existují předpisy, které se uplatňují alespoň dílčím způsobem. Těmito předpisy jsou:

### 1. České předpisy

1.1. Zákon oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva finanční ČR – závazný jen v případě oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidané hodnoty.

1.2. Metodický pokyn České národní banky – určen pro případy, kdy oceňovatelé podniků vytvářejí znalecké posudky, které předkládají ČNB.

1.3. Zákon o obchodních korporacích

1.4. Nový občanský zákoník

### 2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:

2.1. Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards)

2.2. Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards)

### 3. Národní standardy některých zemí

3.1. Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice)

3.2. Německý standard IDW S1

Na závěr je nutné poznamenat, že uvedené standardy jsou neustále aktualizovány a upravovány, proto je nutné neustále sledovat jejich aktuální znění. (Mařík, 2011, str. 18, 19)

## 2 FAKTOR RIZIKA A ČASU

Faktory rizika a času jsou dva základní stavební kameny potřebné pro ocenění podniku, jelikož jsou podkladem pro mnoho navazujících úvah. Tyto výše zmíněné faktory se promítají do ocenění především skrz diskontní míru. (Mařík, 2007, str. 39)

### 2.1 Faktor rizika

Jak je možné se dočíst v publikaci od Kislíngerové (2001, str. 104) riziko je nedílnou součástí podnikání a při oceňování podniku hraje významnou roli. Riziko můžeme charakterizovat jako určitý stupeň nejistoty, který je spojen s očekávaným výnosem, přičemž čím vyšší stupeň rizika, tím vyšší míra výnosu. Z pohledu investora riziko představuje možný rozdíl mezi očekávanými a skutečnými výsledky podniku.

Riziko lze členit z hlediska vlivu na diskontní míru ze dvou hledisek:

- členění na riziko obchodní a finanční – toto členění bude použito, pokud je potřeba sestavit rizikovou přírážku, která bude potřeba při kalkulaci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik,
- členění na riziko systematické a nesystematické – užitečné pro porozumění vztahu k účelu, který má dané ocenění a daná diskontní míra sloužit. (Mařík, 2007, str. 40)

Budeme se tedy zabývat prvotně rizikem výsledků hospodaření, přičemž uvažujeme VH v účetním pojetí i saldo peněžních toků. Riziko ve výsledku hospodaření můžeme nalézt především jako:

1. faktor, který se promítá do všech ostatních rizik je kvalita organizační struktury a managementu,
2. intenzita konkurence,
3. stupeň diverzifikace,
4. stupeň pružnosti provozních nákladů (spíše výdajů) ve vztahu ke změnám podnikových výkonů (= provozní páka),
5. zatížení podniku fixními výdaji plynoucími z financování např.: úroky, splátky úvěrů, leasingové platby apod. (= finanční páka). (Mařík, 2007, str. 41)

### 2.1.1 Obchodní riziko a finanční riziko

Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů. Na tuto proměnlivost mají vliv především proměnlivost prodeje (jinak také prodejní riziko) a úroveň fixních provozních nákladů (jinak také provozní riziko). (Mařík, 20011, str. 42)

Prodejní riziko můžeme charakterizovat jako odlišnou hladinu skutečného zisku od zisku očekávaného v důsledku změny situace na trhu. Bezprostředně je možné jej měřit pomocí variability čistých tržeb. Provozní riziko je dáno především podílem fixních nákladů na celkových provozních nákladech, tedy provozní pákou (= operating leverage).

$$\text{Provozní riziko} = \text{Stupeň provozní páky} = \frac{\% \text{ změna provozního zisku}}{\% \text{ změna prodeje}} \quad (1)$$

(Mařík, 2011, str. 42)

Finanční riziko je závislé také na fixních nákladech, tentokrát však na finančních fixních nákladech. V souvislosti s využitím cizích zdrojů vzniká v návaznosti pro podniky tzv. úrokový daňový štít. Pro zjednodušení bývá toto riziko ztotožňováno s tou částí volatility celkových VH, která je způsobena placením fixních nákladových úroků.

Toto riziko můžeme měřit dvěma způsoby:

1. Pomocí stupně finanční páky

$$\text{Finanční riziko} = \text{stupeň provozní páky} = \frac{\% \text{ změna VH z běžné činnosti}}{\% \text{ změna provozního VH nebo EBIT}} \quad (2)$$

2. Pomocí různých variací ukazatelů zachycující zadlužení a likviditu (Mařík, 2011, str. 44; Kislingerová, 2001, str. 123)

Celkové riziko lze v jednoduchosti vyjádřit jako součin provozního a finančního rizika

$$\text{Celkové riziko} = \text{provozní riziko} \times \text{finanční rizik} \quad (3)$$

Obecně potom platí, že čím je provozní riziko vyšší, tím větší důraz by měl být kladen na ziskovost tržeb při menší obratovosti kapitálu. Naopak, čím je vyšší finanční riziko, měl by být kladen důraz na větší obratovost kapitálu při nižší ziskovosti tržeb. (Kislingerová, 2001, str. 125)

Mařík (2011, str. 45) potom celkové riziko vyjadřuje pomocí variačního koeficientu výsledků hospodaření, jelikož tvrdí, že jej nejlépe můžeme určit na základě volatility celkového výsledku hospodaření.

$$\text{Celkové riziko} = \frac{\text{Směrodatná odchylka VH za běžnou činnost}}{\text{Střední hodnota VH za běžnou činnost}} \quad (4)$$

### 2.1.2 Systematické a nesystematické riziko

Dalším rozdělením rizika je rozlišení na riziko systematické a nesystematické, které je důležité pro následující pochopení a správné stanovení hodnoty diskontní míry pro potřeby oceňování.

Členění rizika na systematické a nesystematické je možné najít především u investic na kapitálových trzích. Kdy investoři investují do různých cenných papírů, tedy vytvářejí portfolio, které má nižší riziko než jednotlivé cenné papíry. Čím větší diverzifikace portfolio a čím větší negativní korelace výnosnosti jednotlivých cenných papírů, tím je tento rozdíl vyšší a riziko portfolio nižší. (Mařík, 2007, str. 45)

Systematické riziko neboli riziko tržní je riziko, které je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí a také s významnou vlastností, a to možností jeho eliminace ze strany podniku. Toto riziko působí na všechny účastníky trhu stejně a není možné jej diverzifikovat. Systematické riziko se měří koeficientem beta ( $\beta$ ), který zachycuje citlivost investice vůči trhu. Mezi nejdůležitější systematická rizika patří riziko změny úrokových sazeb, inflační riziko a tržní riziko. (Kislingerová, 2001, str. 104–111)

Opakem systematického rizika je riziko nesystematické, které je obvykle spojené s chodem podniku a můžeme jej potlačit diverzifikací. Říká se mu také riziko specifické nebo jedinečné. Mezi tato rizika můžeme zařadit například chyby vedení podniku, využívání nových a neověřených informací atd. Nesystematické riziko je možné výrazně snížit vhodným výběrem investice. (Mařík, 2011,46; Kislingerová, 2001, str. 109-117)

Veber (2009, str. 600–603) člení rizika z dalších hledisek mimo již výše zmíněná. Rizika se mohou členit například na podnikatelská a čistá, vnitřní a vnější, ovlivnitelná a neovlivnitelná, primární a sekundární.

## 2.2 Faktor času

Druhým faktorem, který je významný při oceňování podniku, je faktor času. A to proto, že stanovujeme hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držitelům tohoto aktiva.

Je nutné si však uvědomit, že budoucí příjmy a majetek podniku nemají pro svého příjemce rovnocenný význam, hraje zde důležitou roli právě hledisko času – okamžik získání aktiva. Zabýváme se tedy tzv. časovou hodnotou peněz, která nám říká, že příjem získaný

dříve, má větší význam než příjem získaný později. Příjemce může tyto dříve získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. (Mařík, 2007, str. 39)

Podle Dluhošové (2010, str. 29) zastává faktor času klíčovou roli při stanovení konečné hodnoty peněz. Přičemž pracuje na všeobecném principu finančního řízení a rozhodování, který je uplatňován především při rozhodování o investicích, posouzení výhodnosti jednotlivých forem financování majetku a oceňování podniku.

### 2.3 Obecné poznámky k diskontní míře

Výše uvedený a rozebraný faktor rizika a času se do hodnoty podniku zpravidla promítá právě pomocí diskontní míry (v některé literatuře označovaná jako kalkulovaná úroková míra). Diskontní míru můžeme charakterizovat jako:

1. míru výnosnosti užívanou pro propočet peněžní částky, která má být v budoucnu vydána nebo přijata, na současnou hodnotu této částky,
2. míru výnosnosti očekávanou investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat. (Mařík, 2007, str. 47)

Základním hlediskem při odvozování úrokového procenta, které potřebujeme k určení současné hodnoty budoucích peněžních toků, je kalkulovaná výnosnost přiměřená danému riziku. (Mařík, 2007, str. 47)

#### Diskontní míra pro metody DCF

Kislingerová (2001, str. 174, 175) uvádí, diskontní míru, jako významný prvek modelů DCF, přičemž úlohou diskontní míry je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií podniku. Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC) potom představují průměrnou cenu, za kterou podnik získává své finanční prostředky (finanční mix na straně pasiv). WACC pracují jak s úrokem, kde je zohledněn i faktor daní, tak i s požadovaným výnosem akcionářů.

WACC získáme tedy jako vážený průměr nákladů VK a nákladů cizího úplatného kapitálu:

$$WACC = N_{CK} (1 - t) * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (5)$$

kde:  $N_{CK}$  = náklady na cizí kapitál,  $N_{VK}$  = náklady vlastního kapitálu,  $t$  = sazba daně,

$CK$  = úročený cizí kapitál,  $VK$  = vlastní kapitál,  $C$  = celkový investovaný kapitál. (Dluhošová, 2010, str. 116)

Prvními náklady při výpočtu WACC jsou náklady na cizí kapitál  $N_{ck}$ , jejichž získání je poměrně jednoduché. Jedná se o vážený průměr z efektivních úrokových sazeb  $i$ , různých forem cizího kapitálu, jenž je snížení o daňový štít ( $T$ ). Pokud se jedná o vázaný úrok na vyhlášenou sazbu PRIBOR, LIBOR s pevnou procentní přírážkou, je namístež znát ratingové hodnocení daného podniku. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 166)

$$N_{CK} = i * (1 - T) \quad (6)$$

Druhými náklady jsou náklady vlastního kapitálu  $N_{VK}$ , které představují výnosové očekávání příslušných investorů. Tento požadovaný výnos je stanoven alternativním výnosem stejně rizikové investice, tedy výnos, který by investoři mohli získat při investici do jiného aktiva nesoucí stejné riziko. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 168)

Pratt, Grabowski (2010, str. 87) uvádějí tyto základní přístupy stanovení nákladů na vlastní kapitál:

- a) Stavebnicový model (Build-up method) – principem metody je přičítání jednotlivých rizikových premií k bezrizikové úrokové míře. Tento model počítá s oběma riziky systematickým i nesystematickým. Rovnice je potom následující:

$$N_{VK} = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} \quad (7)$$

kde:  $r_f$  = bezriziková míra výnosu,  $r_{LA}$  = přírážka za velikost podniku,

$r_{podnikatelské}$  = přírážka za produkční sílu,  $r_{finstab}$  = přírážka za finanční stabilitu,

$r_{finstr}$  = přírážka za riziko dělení produkční síly.

- b) Model oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model = CAPM) – princip tohoto modelu vychází z rozdělení rizika na systematické a nesystematické, přičemž pro účely stanovení očekávaného výnosu považuje za důležité pouze riziko systematické.

$$N_{VK} = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (8)$$

kde:  $r_f$  = bezriziková úroková míra,  $r_m$  = očekávaná výnosnost trhu,

$\beta$  = koeficient představující citlivost investice vůči trhu.

- c) Model arbitrážního oceňování (ATP)  
 d) Dividendový model  
 e) Odhad na základě průměrné rentability  
 f) Odvození z nákladů na cizí kapitál a další.

### Diskontní míra a míra kapitalizace

Při oceňování je nutné rozlišovat diskontní míru a míru kapitalizace. Tam kde je nutné počítat řadu konkrétních ročních výnosů, bude použita diskontní míra a jednotlivé výnosy budou diskontovány. Naopak pokud jsou k dispozici pouze nekonečné odhady ročního výnosu, bude použita míra kapitalizace. Tedy mezi dvěma zmíněnými je následující vztah:

$$\text{Kapitalizační míra} = \text{Diskontní míra} - \text{Očekávané tempo růstu} \quad (9)$$

Rovnost těchto dvou měr lze očekávat jen v případě, že je předpoklad stabilního ročního výnosu bez jakéhokoliv růstu do nekonečna. Ocenění je potom na úrovni současné hodnoty věčné renty. (Mařík, 2011, str. 49)

### Diskontní míra a riziko

Kalkulovaná úroková míra přináší úroveň výnosů, které nejsou zatíženy rizikem, v praxi však takové aktivum nenalezneme. Každá investice uskutečněná v podniku nese jisté míro rizika, lze zde však nalézt aktiva, která jsou téměř rizikem nezatížená, a tyto rizika mohou sloužit jako prakticky bezriziková. K oceňování se přistupuje buď pomocí rizikové příirážky k „bezrizikové úrokové míře“, tedy bezriziková úroková míra se upraví o jistou úroveň, která odpovídá míře rizika nebo pomocí jistého omezení očekávané výnosové míry jen na její bezrizikovou část, je však nutné zároveň vyloučit riziko i z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy jsou potom nahrazeny jejich jistotními ekvivalenty. Zásadním je dodržení principu jistotní ekvivalence neboli zatížení kalkulované úrokové míry stejným rizikem jako příjmy, které budou použity pro výpočet ocenění. Způsob, jakým je přistupováno k rizikům se promítá do kalkulace diskontní míry, přesněji velikosti rizikové příirážky. (Mařík, 2007, str. 49,50)

### Diskontní míra a účel ocenění

V Maříkovi (2011, str. 50, 51) je možné se dočíst, že postup kalkulace diskontní míry by měl záviset na kategorii hodnoty a typu investora, pro kterého je ocenění určeno. Typy kategorií:

- Pokud se jedná o tržní hodnotu, je nutné vycházet z tržních dat a využívat odpovídající metody (např. pomocí metody CAMP).
- U investiční hodnoty se vychází z individuálních možností alternativního využití kapitálu daného investora.
- Při objektivizovaném ocenění se zpravidla vychází z bezrizikové úrokové míry a rizikové příirážky. (Mařík, 2011, str. 51)

### 3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

Prvním krokem oceňovatele je definování účelu oceňování podniku a následné přiřazení vhodného oceňovacího modelu, který bude nejlépe splňovat požadavky pro dosažení stanoveného cíle. Následuje vytvoření pracovního týmu a plánu práce, který je přiřazen zodpovědnost daným osobám a také termíny, které je nutné dodržet. Prvním krokem ve zpracování samotného ocenění je potom sběr dat, přičemž se jedná jak o informace interní, tak i externí. Interními daty potom rozumíme informace o podniku jak minulé, tak současné a budoucí. Externími informacemi jsou informace o prostředí, ve kterém podnik funguje a odvětví do kterého podnik spadá – tj. makroprostředí a mikroprostředí. Následujícím krokem je analytická fáze, ve kterém bývá zpravidla zpracována finanční analýza a strategická analýza. Na analytickou část ocenění navazuje přiřazení metod, které jsou nejvhodnější pro námi stanovený cíl (jak už bylo uvedeno výše). Je vhodné použití několika modelů, kdy dochází k ověření správnosti výsledku ocenění. Závěrem práce je potom syntéza výsledků a formulace závěru, ke kterému ocenění dospělo, tj. výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění. (Kislingerová, 2001, str. 25–27)

Podle Maříka (2011, str. 53) je samozřejmostí postup ocenění přizpůsobit danému podniku, důvodu pro ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvoleným metodám, dostupným informacím apod. K samotnému postupu ocenění postupuje velice podobně jako Kislingerová, přičemž v rámci analytické části navíc zahrnuje mezi jedny z nejdůležitějších kroků ocenění rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná, analýzu a prognózu generátorů hodnoty a orientační ocenění na základě generátorů hodnoty, následně potom i tvorbu finančního plánu podniku. Dále následuje jako u Kislingerové samotné cenění, které se skládá z volby vhodných metod, ocenění právě pomocí těchto metod a závěrečné souhrnné ocenění podniku.

Při praktickém zpracování ocenění podniku je důležité pamatovat na přizpůsobení postupu právě danému podniku a účelu, tedy jednotlivé kroky ocenění mohou mít různou podobu, hloubku a váhu, v souvislosti s použitím konkrétních metod zvolených k vlastnímu ocenění. (Mařík, 2011, str. 53)



### 3.1 Sběr dat

Jak už je uvedeno výše, aby bylo možné provést ocenění, je nutné mít k dispozici kvalitní informace, jak o podniku, tak i o prostředí, ve kterém podnik existuje. Tedy nutné jsou informace o mikroprostředí a o makroprostředí, aby bylo možné vytvořit ucelený náhled na fungování konkrétního podniku. (Kislingerová, 2001, str. 25)

Mařík (2011, str. 54–56) potom tyto získané informace rozděluje do následujících základní sedmi skupin:

1. **základní data o podniku** – konkrétní data identifikující podnik, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů apod.,
2. **ekonomická data** – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány (pokud podnik nějaké má),
3. **relevantní trh** - vymezení trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity tohoto daného trhu, a faktory jeho vývoje,
4. **konkurenční struktura relevantního trhu** – hlavní konkurenti, možné substituty výrobků nebo produktů podniku, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům,
5. **odbyt a marketing** – data o odbytu, hlavní produkty a jejich hodnocení, ceny a cenová politika, hlavní odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj, následné srovnávání s konkurencí v uvedených oblastech
6. **výroba a dodavatelé** – řízení kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, dlouhodobý majetek a jeho stav, dodavatelé atd.,
7. **pracovníci** – struktura, situace na trhu práce, atmosféra na pracovišti, fluktuace zaměstnanců, produktivita práce, personální náklady.

### 3.2 Strategická analýza

Sedláčková a Buchta (2006, str. 9, 10) uvádí, že strategická analýza si klade za cíl identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o kterých se předpokládá, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku. Kladou důraz na posouzení vzájemných vztahů a souvislostí, které mezi faktory existují. Vzhledem k daným cílům potom vymezují dva hlavní okruhy pro strategickou analýzu, a to analýzu orientovanou na vnější okolí podniku a analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku. Přičemž kladou důraz na

fakt, že nejde o dvě samostatné roviny nýbrž je nutné zdůraznění vzájemné propojenosti mezi oběma okruhy.

V Maříkovi (2011, str. 56) se potom můžeme dočíst, že hlavní funkcí strategické analýzy je především vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Tento výnosový potenciál je potom ovlivněn jak potenciálem vnitřním, tak i vnějším. Vnější potenciál představuje odraz šancí a rizik, se kterými se podnik může setkat v daném odvětví nebo trhu a vnitřní potenciál je potom souhrn hlavních silných a slabých stránek podniku (s důrazem na konkurenční výhodu, pokud ji podnik má). (Mařík, 2011, str. 57)

### **3.2.1 Analýza makroprostředí**

Makroprostředí a jeho vývoj ovlivňuje výkonnost podniku a v návaznosti celkové jeho fungování. Přičemž prostředí, ve kterém se podnik nachází, ho může ovlivňovat z několika směrů, a to především politickými, technologickými, ekonomickými a sociálními vlivy. (Kislingerová, 2001, str. 29)

K analýze na makro úrovni můžou být využity především dvě metody, a to PEST analýza a metoda „C4“. PEST analýza se zabývá právě analyzování politických, technologických, ekonomických a sociálních vlivů, které se projevují v dalších částech strategické analýzy (př.: ve SWOT analýze). Metoda „C4“ se zaměřuje na analýzu faktorů globalizace. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 10)

### **3.2.2 Analýza mikroprostředí**

Analýza mikroprostředí vychází ze základních charakteristik odvětví, klade důraz na konkurenční prostředí a za cíl si dává identifikování sil a faktorů, které činí odvětví více či méně atraktivním. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 11)

Tato analýza má velký význam při oceňování podniku, jelikož dává investorovi přesnější představu o zamýšlené investici, především tím, že identifikuje základní znaky odvětví. Vymezuje dva základní okruhy problémů, a to tedy identifikaci základních charakteristik znaků odvětví a prognózu vývoje odvětví. (Kislingerová, 2001, str. 32)

#### **Identifikace charakteristik znaků odvětví**

Mezi základní charakteristické znaky odvětví patří citlivost na změny hospodářského cyklu. Tato citlivost je spojena s charakterem produktu, kde rozlišujeme odvětví cyklická (př.: stavebnictví), neutrální (př.: základní potraviny, léky, cigarety) a anticyklická (př.: sázkové

kanceláře, televize). Dalším znakem je míra regulace odvětví ze strany státu, jelikož k některým odvětvím přistupuje stát cíleně např. vytváření regulovaných cen nebo vytváření bariér k vstupu. Třetím znakem analýzy odvětví je struktura odvětví, která je ovlivněna pěti dynamickými konkurenčními faktory. Tyto faktory si dle M. Portera můžeme charakterizovat jako:

- vstup nových konkurentů do odvětví,
- dohadovací schopnost kupujících,
- dohadovací schopnost dodavatelů,
- hrozba nových výrobků a služeb,
- a soupeření mezi stávajícími konkurenty.

Strukturu je pak možné charakterizovat jako monopolní, oligopolní nebo konkurenční. (Kislingerová, 2001, str. 32–37)

Z toho vyplývá, že tradičním přístupem je právě Porterův model pěti sil, který je zaměřený na identifikaci právě těchto vlivů působících na výkonnost odvětví. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 11)

### **Prognóza vývoje odvětví**

Prognózy vývoje odvětví vychází z historického vývoje, především potom porovnání minulého vývoje tržeb, zisku a cen akcií. Je také nutné sledovat základní vývojové linie spojené s inovačními procesy, kterými jsou potom ovlivněny základní parametry růstu. Správné stanovení parametru tempa růstu je velice významné především ve výnosových modelech, neboť má vliv na výsledné ocenění. Avšak nezbytné je při prognóze stanovit především vhodnou délku období, na které lze plánovat tržby, a správně stanovit ziskovou volatilitu. (Kislingerová, 2001, str. 37)

### **3.3 Finanční analýza**

Finanční analýza je jedním z nejvýznamnějších prostředků pro finanční řízení podniku, kde hlavním úkolem finanční analýzy je komplexně posoudit úroveň současného finančního zdraví podniku (finanční situace podniku), posoudit budoucí finanční vyhlídky podniku, případně připravit opatření ke zlepšení současné ekonomické situace podniku. (Dluhošová, 2010, str. 71)

Pomocí finanční analýzy se zjišťuje, zda je podnik dostatečně ziskový, jakou má kapitálovou strukturu a jestli je vhodně zvolená, využití podnikových aktiv, zda je schopen dostát svým

závazkům a jiné významné skutečnosti. Finanční analýza je využívána především pro krátkodobé rozhodování, a potom také pro dlouhodobé finanční řízení podniku. Využívá jí nejen samotné vedení podniku, ale i investoři, obchodní partneři, státní instituce, zahraniční instituce, zaměstnanci, auditoři, konkurenti, burzovní makléři a také odborná veřejnost. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 17)

V širším pohledu s větším množstvím informací slouží finanční analýza jako jedno z východisek pro posouzení rizika, především finančního a provozního. (Kislingerová, 2001, str. 39)

Mezi zdroje, ze kterých je možné čerpat informace, patří prvotně účetní výkazy podniku – rozvaha, výkaz zisku a ztráty, cash flow (přehled o peněžních tocích), přehled o změnách vlastního kapitálu a příloha k účetní závěrce. Dále je možné čerpat informace z výroční zprávy, zpráv vedení podniku, vedoucích pracovníků, auditorů, firemních statistik či oficiálních ekonomických statistik a jiných přehledů. Pro srovnání podniku a její finanční situace v rámci odvětví je potom nejvhodnější využít analýzy, které na svých stránkách zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 18)

### **3.3.1 Podklady pro zpracování finanční analýzy**

#### **Rozvaha**

Rozvaha představuje přehled majetku a zdrojů podniku k určitému datu, kde názvy jednotlivých položek s jejich hodnotami vycházejí z jednotlivých účtů účetní osnovy a postupů účtování. Tedy můžeme tvrdit, že rozvaha zachycuje majetkovou a zdrojovou strukturu podniku, přičemž aktiva jsou majetkem a pasiva představují zdroje kapitálu. Vždy musí platit rovnost mezi aktivy a pasivy. (Vochozka, 2011, str. 14; Kislingerová, 2001, str. 45)

#### **Výkaz zisku a ztráty**

Výkaz zisku a ztráty neboli výsledovka představuje rozdíl mezi výnosy a náklady, tedy výsledek hospodaření. Udává úspěšnost podniku při využívání svého majetku. Přičemž výnosy, náklady a samotný výsledek hospodaření jsou veličinami tokovými. (Kislingerová, 2001, str. 59)

#### **Příloha**

Tento dokument tvoří nezbytnou část účetní závěrky, a je důležitý pro plné pochopení výsledků podniku a případné srovnání s jinými podniky. Jejím obsahem jsou obecné údaje o účetní jednotce, informace o účetních metodách, zásadách a metodách oceňování, doplňující informace k rozvaze a výsledovce. (Kislingerová, 2001, str. 40)

### **Přehled finančních toků – Cash flow**

Výkaz cash-flow je svým obsahem doplňkem rozvahy a výkazu zisku a ztráty. V cash-flow je zachycen pohyb finančních prostředků v podniku, jinými slovy příjmy a výdaje podniku za dané období. Pomocí výkazu můžeme sledovat i likviditu podniku, jelikož základem výkazu je krátkodobý likvidní majetek, tedy peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty. (Vochozka, 2011, str. 19)

#### **3.3.2 Absolutní ukazatele**

Absolutní ukazatele jsou vstupními údaji pro finanční analýzu, tedy jde údaje, které nalezneme v účetních výkazech. Tyto absolutní ukazatele je možné zpracovat pomocí dvou základních technik, a to procentním rozbohem a poměrovou analýzou. (Kislingerová, 2001, str. 63; Vochozka, 2011, str. 19)

Prvním krokem analýzy je vertikální a horizontální analýza (rozbor). Horizontální analýza spočívá v porovnávání jednotlivých položek v čase, většinou ve vztahu k minulému účetnímu období. Vertikální analýza se potom zabývá strukturou rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash-flow ve vztahu k určité veličině. Vertikální analýza se soustředí vždy na jedno období, ve kterém zkoumá, jaký vliv mají jednotlivé veličiny na veličiny celkové.

Za pomoci absolutních ukazatelů je možné také dopočítat rozdílové ukazatele, a to především ukazatel čistého pracovního kapitálu. (Kislingerová, 2001, str. 63,64)

#### **3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele znázorňují vzájemné vazby mezi ukazateli, tyto poměrové ukazatele jsou potom sestavovány do paralelních nebo pyramidových soustav. Existuje mnoho poměrových ukazatelů, mezi nejhlavnější patří především ukazatele likvidity, rentability, aktivity, zadluženosti a ukazatele kapitálového trhu. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 84; Vochozka, 2011, str. 22)

#### **Ukazatele rentability**

Tyto ukazatele, které můžeme označit také jako ukazatele výnosnosti, návratnosti atd., nám udávají poměr konečného hospodářského výsledku k určitému vstupu (k celkovým aktivům, kapitálu, tržbám). Ukazatele rentability nám udávají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč jmenovatele. Mezi základní ukazatele rentability patří rentabilita investovaného kapitálu (ROCE –

Return of Capital Employed), rentabilita aktiv (ROA – Return of Assets), rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity), rentabilita tržeb (ROS – Return on Sales). (Vochozka, 2011, str. 22–24)

### **Ukazatele likvidity**

Ukazatele likvidity nám utvářejí pohled na schopnost podniku dostát svým závazkům, tedy likvidita je nedílnou součástí hodnocení výkonnosti podniku. Podnik, který není schopen dostát svým závazkům, nemá v podmínkách tržní ekonomiky budoucnost, jelikož nestačí, aby byl podnik rentabilní, ale musí disponovat i dostatečným množstvím hotovosti a ostatními likvidními aktivy. (Kislingerová, 2001, str. 74,75)

Základními ukazateli likvidity jsou **běžná likvidita** (Likvidita III. stupně/Curent ratio), **po-hotová likvidita** (Likvidita II. stupně/Quick asset ratio) a **hotovostní likvidita** (Okamžitá likvidita/Likvidita I. stupně/Cash position ratio). (Vochozka, 2011, str. 27)

### **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity zachycují hospodaření podniku s jednotlivými částmi svého majetku. Tyto poměrové ukazatele mohou mít dvě formy, a to dobu obratu nebo obratovost (počet obrátů). Jednotlivé části majetku jsou poměřovány s tržbami, výnosy nebo jiným položkám. Mezi ukazatele aktivity můžeme zařadit obrat aktiv, obrat dlouhodobého majetku, obrat zásob, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek (splatnosti) a doba obratu závazků.

### **Ukazatele zadluženosti**

Tyto ukazatele charakterizují základní proporce vlastní a cizího kapitálu, a také samotnou zadluženost vlastní kapitálu. (Vochozka, 2011, str. 25)

Mezi nejvýznamnější patří celková zadluženost, úrokové krytí, doba splácení dluhů či krytí DM vlastním kapitálem. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 85–87)

### **Ukazatele kapitálového trhu**

Ukazatele kapitálového trhu vyhodnocují informace právě z kapitálového trhu, tyto ukazatele jsou důležité především pro investory, a potom také pro podnik, který zde plánuje získat finanční prostředky. (Vochozka, 2011, str. 28)

### Pyramidové uspořádání

V praxi nejznámější a poměrně často používaným pyramidovým rozkladem je DuPontův rozklad ukazatele ROE. Pyramidové rozklady jsou založeny na postupném rozkladu vrcholového ukazatele na dílčí části, vrcholovým ukazatelem bývá nejčastěji, jak už bylo uvedeno, výše rentabilita vlastního kapitálu nebo ukazatel EVA. Pyramidový rozklad se používá pro hodnocení vývoje podniku v čase nebo v rámci mezipodnikového srovnávání. (Vochozka, 2011, str. 30)

### 3.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná

V publikaci od Maříka (2011, str. 118) se dočteme, že podnik ke své činnosti musí vlastnit aktiva určité velikosti a struktury. Tyto aktiva jsou nazývána provozně nutnými nebo potřebnými, zbytek aktiv je označován jako provozně nenutná, neprovozní. Současně je nutné vyřadit výnosy a náklady, které nesouvisí s provozními aktivy.

V publikaci od Vochozky, Mulače (2012, str. 137, 138) je možné se dočíst, že provozní aktiva umožňují vytvářet hodnotu, což se promítá do podniku prostřednictvím vygenerovaných příjmů. Také je možné je rozpoznat, ve chvíli, kdy v případě jejich vyřazení poklesnou příjmy. Neprovozní aktiva jsou tedy opakem, neovlivňují příjmy z hlavní podnikatelské činnosti.

Rozčlenění majetku se provádí z těchto důvodů:

- určitý majetek není vůbec používán, tudíž z něj neplynou žádné nebo pouze malé příjmy (nevyužitá pozemky, finanční prostředky atd.),
- je nutné vyloučení aktiv nesouvisících s provozem, jelikož mohou nést odlišná rizika než aktiva spojená s hlavním provozem,
- a v neposlední řadě je nutné přihlídnout ke skutečnosti, že k ocenění obou skupin se často přistupuje odlišně a používají se i jiné metody. Neprovozních aktiva oceňujeme samostatně, za předpokladu, že racionální vlastník by je mohl prodat, zlikvidovat či pronajmout. (Mařík, 2011, str. 119)

### 3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Za generátory hodnoty můžeme označit jako faktory významně ovlivňující tvorbu hodnoty – Value Drivers nebo Key Performance Indicators (KPI). Je nutné, aby si vedení podniku bylo vědomo, které faktory zvyšují hodnotu podniku a jak jsou schopni ze své pozice tyto

faktory ovlivnit. Přičemž identifikace těchto významných faktorů a jejich dopady na hodnotu by měli patřit k důležitým nástrojům pro řízení orientované na růst hodnoty podniku. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 106)

### 3.6 Finanční plán

Hrdý a Horová (2009, str. 140) ve své publikaci uvádějí, že finanční plánování je jednou ze základních činností finančního managementu. Přičemž jeho hlavním úkolem je předvídat potřebu finančních zdrojů k financování potřebného majetku, zajištění likvidity a udržení finanční rovnováhy celého podniku. Předpokladem je tedy určitá předpověď problematických situací, ke kterým by v závislosti na budoucí vývoj mohlo dojít, a tím i následnému předcházení rizik.

Ve finančním plánu každého podniku jsou promítnuty vize podniku, cíle a strategie. Plány pomáhají především při odhadu budoucího vývoje podniku, jež je ovlivněn rozhodnutím managementu, vnějšími podmínkami vývoje makroekonomického prostředí, konkurencí a dalšími faktory ovlivňujícími hospodaření podniku. Jak už bylo uvedeno výše, součástí plánování je odhalení rizik a jejich předcházení a následný proces rozhodování, zda se rizika vyplatí. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 210)

Jestliže je oceňovatelem vybraná k ocenění podniku některá z výnosových metod, měl by být sestaven pro daný podnik kompletní finanční plán, který se skládá především z výsledovky, rozvahy, výkazu peněžních toků. (Mařík, 2011, str. 149)

Podnikový plán, jehož je finanční plán součástí, by měl vycházet z dlouhodobé podnikové vize, a taktéž z jeho strategií. Podnikový plán je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů, mezi něž patří plány prodeje, produkce, kapacit, pracovních sil, provozního výsledku hospodaření, daní a podílů na zisku a plán provozního peněžního toku, který umožňuje sestavit celkový peněžní tok. Posledním dokumentem je plánovaná rozvaha. Vlastní kostru finančního plánu tvoří generátory hodnoty, avšak aby mohl oceňovatel sestavit kompletní výsledovku, rozvahu a výkaz peněžních toků je nutné jej doplnit o plán financování, další méně významné položky (pro zpřesnění), položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, předpokládané výplaty podílů na zisku a formální dopočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů. (Mařík, 2011, str. 149-150)



## 4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Pro oceňování společnosti může být využito široké spektrum metod, které se od sebe liší. Nelze však rozlišit tyto metody na „správné a špatné“, je nutné volit metodu oceňování v návaznosti na cíl ocenění. (Kislingerová, 2001, str. 22)

Dluhošová (2010, str. 172) říká, že k problematice oceňování podniku lze přistupovat jak z teoretického, tak z praktického celou řadou způsobů, tedy existuje mnoho metod. Přičemž právě volba správné metody oceňování rozhodujícím způsobem determinuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba metody je potom ovlivněna jak účelem ocenění, tak i subjektivním postojem oceňovatele. Dále uvádí, že mezi základní metody ocenění můžeme rozlišit na výnosové, majetkové, komparativní a kombinované.

V publikaci od Maříka (2011, str. 36) jsou metody oceňování podniku rozděleny do tří základních skupin, metody ocenění na základě analýzy výnosů, analýzy trhu a analýzy majetku. Do první skupiny jsou zařazeny metody diskontovaných peněžních toků (DCF), kapitalizovaných čistých výnosů, ekonomické přidané hodnoty a kombinované (korigované) výnosové metody. V druhé skupině nalezneme metody ocenění na základě tržní kapitalizace, srovnatelných podniků, údajů o podnicích uváděných na burzu, srovnatelných transakcí a odvětvových multiplikátorů. Poslední skupina metod, tedy ocenění na základě analýzy majetku, je tvořena účetní hodnotou vlastní kapitálu na principu historických cen, substanční hodnota na principu reprodukčních cen, substanční hodnota na principu úspory nákladů, likvidační hodnota a majetkovým oceněním na principu tržních cen.

Kislingerová (2001, str. 22) avšak zastává názor, že metody oceňování podniku lze dělit do dvou základních skupin, a to fundamentálně analytické metody a metody orientované na kapitálový trh. Fundamentální analytické postupy spočívají v detailní analýze podnikových informací, metodami zde zařazenými jsou metoda substanční hodnoty, výnosové metody, metody diskontu cash flow a metoda ekonomické přidané hodnoty. Metody orientované na kapitálový trh zpracovávají informace právě z kapitálového trhu.

### 4.1 Ocenění na základě majetku

Mařík (2011, str. 321) uvádí, že právě tyto metody ocenění vedou ke zjištění podstaty podniku, označované jako substance neboli substanční hodnota. Majetkovou hodnotu podniku je možné označit jako souhrn individuálně oceněných položek majetku, od kterého je odečtena suma individuálně oceněných závazků. Majetkové ocenění bude prvotně členěno na

základě předpokladu pokračování podniku. Předpoklad pokračování existence podniku, tj. going concern principu, tedy ocenění na principu reprodukčních cen a druhou možností je předpoklad ukončení podniku, čímž se dostáváme k likvidační hodnotě.

## 4.2 Ocenění na základě ocenění výnosů

Lze vycházet z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, u podniku jsou to potom budoucí ekonomické efekty, tedy zisky, dividendy či finanční toky. Hodnota u těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu. Je možné sem zařadit metodu diskontovaných peněžních toků (DFC) a metodu kapitalizovaných cash flow. (Dluhošová, 2010, str. 175)

Marek (2009, str. 532) uvádí, že podle ekonomické teorie jsou výnosové metody jediným správným oceňovacím postupem. Tyto metody jsou založeny na principu, že ekonomická hodnota daného aktiva závisí na budoucím příjmu z tohoto aktiva, nikoliv na minulých nákladech. Budoucí příjmy, se kterými se bude počítat je nutno nejprve diskontovat, tedy převést na současnou hodnotu k datu ocenění. Mezi nejznámější výnosové metody řadí:

- metodu diskontovaných peněžních toků
- metodu kapitalizovaných čistých výnosů
- metodu založenou na ekonomické přidané hodnotě.

### 4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DFC)

Metody DFC jsou vytvářeny na základě odhadů budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Ty jsou právě jedním ze základních měřítek používaných k oceňování podniku, jelikož s rostoucím peněžním tokem roste i hodnota dané firmy. Základním úkolem při použití těchto metod je vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění, dále stanovení nákladu kapitálu, kterým jsou peněžní toky disponovány a v neposlední řadě stanovení hodnoty pomocí metody ocenění.

Lze rozlišit čtyři základní metody oceňování:

1. DCF – Entity
2. DCF – Equity
3. DDM (dividend discount model) = Dividendový diskontní model
4. AVP (Adjusted Present Value) (Dluhošová, 2010, str. 175, Allman, 2010, str. 2)

Mařík (2011, str. 164) uvádí, že používání této metody je nejvíce rozšířeno v USA a Velké Británii, avšak její použití se postupně rozšiřuje i do dalších zemí. Jak už je výše uvedeno, tato metoda se vyskytuje ve více variantách, podle základních technik pro výpočet.

#### 4.2.1.1 *Metoda DFC Entity*

Právě v publikaci od Dluhošové (2010, str. 176) je uvedeno, že tato metoda oceňuje celkový kapitál, tedy volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele FCFF, který je diskontován nákladem celkového kapitálu WACC. Cílem této metody je tedy tržní ocenění celkového kapitálu podniku.

Pro tuto metodu, je nutné určit kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Pracuje se tedy s volným cash flow (FCF – free cash flow), což je provozní peněžní tok, odečtený o investice. Náplň tohoto toku je zobrazena v následujícím schématu č. 1. (Mařík, 2011, str. 170)

Tabulka 1 *Výpočet FCF*

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	- Upravená daň z příjmů (=KPVH <sub>D</sub> x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= <b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle Maříka (2011, str. 170),

Jak již bylo uvedeno, pro tuto metodu je východiskem vždy peněžní tok, tedy peněžní prostředky v dispozici podniku. V některých případech se používá označení tohoto toku FCFF (free cash flow to firm) = peněžní toky do firmy/peněžní toky pro vlastníky a věřitele, což je konkrétnější varianta FCF.

Pro výpočet peněžního toku můžeme využít následující metody:

#### **Model stabilního růstu – obecný model:**

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} \quad (10)$$

kde:  $FCFF_t$  = volné cash flow do firmy v roce  $t$

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

$n$  = počet let předpokládané existence podniku

### Dvoufázová metoda:

Právě s dvoufázovou metodou se můžeme v praxi obvykle setkat. První fáze zahrnuje období, pro které jsme schopni vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Obsahem druhé fáze je potom období od konce první fáze do nekonečna, tato fáze je označovaná jako pokračující hodnota (continuing value/residual value/terminal value).

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (11)$$

kde:  $T$  = délka první fáze v letech,  $PH$  = pokračující hodnota,

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (Mařík, 2011, str. 178)

Pro výpočet pokračující hodnoty je možné využít více postupů, mezi něž patří:

a) Gordonův vzorec

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (12)$$

kde:  $T$  = poslední rok prognóza období

$i_k$  = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

$g$  = předpokládané tempo růstu

$FCFF$  = volný peněžní tok do firmy

Předpokladem Gordonova vzorce je stabilní a trvalý růst volného peněžního toku, nejčastěji se tento vzorec používá pro oceňování akcií na základě dividend. (Mařík, 2011, str. 183)

b) Parametrický vzorec – vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_t x \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (13)$$

kde:  $KPVH_t$  = korigovaný provozní zisk po upravených daních po uplynutí doby prognózy,  $g$  = tempo růstu,  $r_I$  = rentabilita investovaného kapitálu.

Parametrický vzorec pracuje s dvěma základními faktory, a to tempem růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížených o upravené daně a očekávané rentabilitě nových (čistých) investic. (Mařík, 2011, str. 186,167)

### Třífázová metoda:

V některých případech metody DCF je možné se setkat s podrobnějším členěním budoucnosti, tj. na tři fáze. Děje se tak v případech, kdy je možné rozdělit budoucí vývoj na fázi rychlého růstu, fázi přechodu a období stability.

Vzorec potom vypadá následně:

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2}}{(1+i_k)^{T2} x (i_k - g)} \quad (14)$$

kde: FCF = volný peněžní tok

$i_k$  = diskontní (kalkulovaná) míra

$g$  = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu

$T1$  = počet let rychlého růstu

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

$H$  = hodnota podniku (Mařík, 2011, str. 200)

Po splnění výše uvedených kroků získáme provozní hodnotu brutto, abychom se dopracovali k výsledné hodnotě vlastního kapitálu, je nutné ještě provést následné kroky:

Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku

1.	Hodnota brutto („provozní“)
2.	- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
3.	= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
4.	+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
5.	= <b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě Maříka (2011, str. 201)

Jedná se o v praxi velice používanou metodu pro oceňování podniku, je vhodné ji použít v případech, kdy není cílem ocenit VK (čistý obchodní majetek), ale investovaný kapitál. Jedinou nevýhodou této metody je fakt, že pracuje se strukturou kapitálu, což znamená, že při precizním postupu bude potřeba vyladit tuto strukturu tak, aby odpovídala výslednému ocenění. (Mařík - 2, 2011, str. 21)

#### 4.2.1.2 Metoda DFC Equity

Při použití této metody je oceňován pouze vlastní kapitál, tedy volné peněžní toky se vztahují pouze k vlastnímu kapitálu FCFE (FCF to equity) a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu. Přičemž ocenění tržní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z klíčových úloh finančního řízení a rozhodování. Podstatou je zjištění hodnoty, která připadá vlastníkům podniku, kde růst této hodnoty znamená realizaci vlastnických zájmů jako rozhodujících motivů a cílů při finančním řízení firmy. (Dluhošová, 2010, str. 176)

Struktura výpočtu podle Maříka (2011, str. 205) je potom následná:

Tabulka 3 Výpočet FCFE

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
4.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
5.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
6.	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
7.	- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok $(1 - \text{daňová sazba})$
8.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	= <b>FCFE</b>

Zdroj: vlastní zpracování podle Maříka (2011, str. 205)

Pokračující hodnotu je dále možné vyčíslit pomocí věčné renty nebo Gordonova modelu, což si můžeme znázornit následovně:

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE \times (1 + i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \times (1 + i_k)^{-T} \quad (15)$$

kde:  $i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů VK při konkrétní míře zadluženosti

$g$  = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi (Mařík, 2011, str. 206)

Mařík (2011–2, str. 23) nám ve své publikaci nastiňuje hlavní výhody a nevýhody této metody. Mezi hlavní výhody patří přímá kalkulace změny zadlužení a úroky. Tedy hodnota, která je významná pro vlastníky je vidět již v průběhu výpočtu, nikoli až na konci. Mezi výhody řadí i možnost využití této metody pro výnosové ocenění bank a jiných finančních institucí. Nevýhodou je poté nutnost znalosti přesných informací týkajících se finanční politiky oceňovaného podniku. Druhou nevýhodou je nezbytnost vyladění nákladů vlastního kapitálu pomocí iteračního postupu, stejně jako u metody DFC entity.

#### 4.2.1.3 *Metoda AVP*

Tato metoda DFC souží k oceňování celkového kapitálu, přičemž finanční toky jsou tvořeny z toků nezadlužené firmy  $FCFE_U$ , které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy  $R_U$ . Což umožní získat hodnotu nezadluženého podniku, aby bylo možno ocenit zadlužený podnik, je nezbytné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít  $TS$  diskontovat náklady dluhu  $R_D$ . (Dluhošová, 2010, str. 177)

Publikace od Maříka (2011-2, str. 23, 24) nastiňuje, že využití této metody, je téměř zanedbatelné, nejen u nás, ale i v zahraničí. Nepoužívání této metody, je politováníhodné, jelikož má nezanedbatelné výhody a význam. Jako výhodu potom označuje skutečnost, že nepracuje s kapitálovou strukturou ve formě podílu  $VK$  a  $CK$ , tedy odpadá nutnost odhadu tržní hodnoty kapitálu. Dále má tato metoda rozšířenou vypovídací schopnost a je považována za metodu referenční, se kterou jsou porovnávány ostatní varianty metody DFC. Nevýhodou je potom stejně jako u metody DFC ekvity nutnost znát konkrétní finanční politiku podniku a dále také odhad nákladů  $VK$  nezadlužených.

#### 4.2.2 **Metoda kapitalizovaných zisků**

Metoda kapitalizovaných zisků/výnosů o opírá o minulé výsledky, tato časová řada minulých zisků je upravena na srovnatelnou reálnou úroveň a stává se základem pro výpočet trvalého zisku. Tento trvalý zisk představuje velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům, aniž by byla dotřena podstata podniku. Pro odhad trvalého zisku je možné využít dvě metody, a to metodu analytickou a metodu paušální. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 226)

Jako u většiny výnosových metod, je postup u metody kapitalizovaných zisků obdobný:

1. Analýza a úprava dosavadních výkonů podniku
2. Budoucí prognózování čistých výnosů
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní výpočet výsledné výnosové metody, a to na základě:
  - analytické metody nebo paušální metody.

#### **Analytická metoda výpočtu výnosové hodnoty**

Tato metoda je postavena na prognóze budoucích  $VH$  upravených o vliv financování, tedy jde o období metody diskontovaných peněžních toků (DFC). Avšak v tomto případě je očekávaný výnos z podniku kalkulován z budoucích  $VH$ , nikoliv z peněžních toků. Je nutné

vycházet především ze skutečných, účetní politikou minimálně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. (Mařík, 2011, str. 270)

### **Paušální metoda výpočtu výnosové hodnoty**

Jelikož je v praxi reálně možné setkat se se situací, kdy je jakákoliv prognóza nemožná, existuje právě paušální metoda, která je pro tyto podmínky vhodná. Jedná se především o menší podniky, které pracují na zakázku, které mohou pokračovat, ale mohou i v brzké době ukončit svou činnost. U této metody je výnosový potenciál k datu ocenění, jádrem ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení a zkoumá průměrné výnosy k rozdělení za posledních 3–5 let. (Mařík, 2011, str. 271 – 272)

Dluhošová (2010, str. 178) uvádí také, že tato metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, kdy zisky jsou odhadovány z historických dat, za období 3-5 let. Přičemž jako klíčový údaj uvádí trvale udržitelný zisk, tj. účetní zisk podrobený radě korelací např.: úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru atd.

### **4.2.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty**

V publikaci od Pavelkové a Knápkové (2012, str. 52) je ekonomická přidaná hodnota charakterizována jako, ekonomický (mimořádný) zisk, který podnik vygeneruje po úhradě všech nákladů včetně nákladů na kapitál. Měří tedy, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke změně (zvýšení či snížení) hodnoty pro vlastníky.

Ekonomická přidaná hodnota (EVA = Economic value added) se velice liší od zisku, který se vykazuje v účetnictví, přičemž hlavním rozdílem je zachycení nákladů na kapitál. Ekonomická přidaná hodnota zachycuje i náklady na vlastní kapitál, účetnictví pracuje pouze s náklady na cizí kapitál. Ukazatel EVA zachycuje rozdíl mezi operativním ziskem po zdanění a náklady na použitý kapitál, tedy přebytek zisku po odečtení oportunitních nákladů na úplatný kapitál. Ukazatel EVA je nejčastěji zachycen následujícím vztahem:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C \quad (16)$$

Kde: NOPOAT = zisk po zdanění, WACC = průměrné vážené náklady na kapitál

C = kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána hlavní činností

(Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 152)



Dluhošová (2010, str. 19) uvádí, že pozitivní hodnoty tohoto ukazatele je možné získat, kdy NOPAT převyšuje požadavky na kapitál, přičemž vzniklý rozdíl reprezentuje hodnotu přidanou k bohatství akcionářů za určité období. Naopak negativní hodnoty ukazatele EVA představují pokles bohatství akcionářů, tedy firma není schopna dosahovat minimálního výnosu požadovaného investory. Avšak ukazatel EVA je dnes jedním z klíčových ukazatelů, který se využívá nejen pro měření finanční výkonnosti podniku, ale také pro účely stanovení hodnoty firem, pro řešení otázek hmotné zainteresovanosti vedení podniku, které uplatňuje hodnotově orientované řízení.

V publikaci od Kislingerové (2001, str. 224, 228) je uvedeno, že ukazatel EVA je odrazem snahy investorů odkrýt ty podniky, u kterých by měli investoři záruku růstu jejich bohatství. Tvrdí, že metody využívající ukazatel EVA se jeví perspektivními i pro naše prostředí, tj. Českou republiku, především proto, že EVA dobře ilustruje hlavní faktory tvorby hodnoty.

Před výpočtem ukazatele EVA, je nutné upravit vstupní účetní data tím způsobem, aby co nejvíce odpovídala ekonomické realitě podniku. Tato úprava účetních dat je v budoucnu využitelná při dalších rozhodovacích úlohách a využití různých nástrojů a přístupů k řízení podniku a jeho výkonnosti. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 56)

#### 4.2.3.1 *Propočet NOA – čistých operativních aktiv*

Následující úprava aktiv je shodná téměř pro všechny metody ocenění podniku, jedná se tedy o vyčlenění položek, které neslouží hlavnímu provozu podniku. Důvodem může být odlišné riziko, absence pravidelných výnosů atd. (Mařík, 2011–2, str. 76)

Výchozím dokumentem pro výpočet vloženého kapitálu je rozvaha. Prvním krokem je vymezení aktiv produkujících operativní zisk, která jsou krytá právě tímto kapitálem (NOA – Net Operating Assets). Jedná se o aktiva, která jsou krytá vlastním a cizím úročeným kapitálem. Úpravy, které jsou nutné pro výpočet NOA jsou:

1) Aktivace položek chybějících v rozvaze:

- náklady na reklamu, logistiku, vzdělávání zaměstnanců, restrukturalizaci podniku, výzkum a vývoj;
- leasing, popřípadě majetek v nájmu;
- goodwill,
- oceňovací rozdíly dlouhodobého a oběžného majetku,
- tiché rezervy.

- 2) Vyloučení aktiv, která nejsou nezbytná pro hlavní činnost podniku
  - DFM ve formě dlouhodobých cenných papírů, podílů nebo půjček, které mají charakter portfoliových investic,
  - nedokončené investice,
  - peněžní prostředky z krátkodobého finančního majetku, v případě vyšších hodnot, než je nezbytně nutné k zajištění likvidity a krátkodobé cenné papíry a podíly, nesloužící k operativní činnosti,
  - nevyužité pozemky a budovy, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku a majetek provozně málo využitelný.
- 3) Snížení aktiv o pasiva, která nesou náklad
  - krátkodobé závazky,
  - pasivní položky časového rozlišení,
  - nezaplatněné dlouhodobé závazky. (Pavelková, Knápková, 2012, str. 58–61)

#### 4.2.3.2 *Získání hodnoty NOPAT – operačního výsledku hospodaření*

Pavelková a Knápková (2012, str. 62) uvádějí, že operativní zisk je tvořen zapojením čistých operativních aktiv do činnosti podniku. Pro výpočet NOPAT je nutné vycházet z aktiv, které tvoří hodnotu NOA. Výpočet NOPAT využívá výsledek hospodaření z běžné činnosti, u kterého je nutné provést následující úpravy:

- vyloučení položek, které se svou výší nebudou opakovat (př. prodej DM, ...),
- vyloučení placených úroků z finančních nákladů,
- vyloučení výnosů z nepotřebných aktiv,
- vyloučení nákladů na výzkum a vývoj, na vzdělávání zaměstnanců, reklamu,
- započítat odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů,
- zvážit tvorbu a čerpání tichých rezerv,
- vyloučit výnosy a náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem,
- upravit výši daně.

Pro výpočet hodnoty pomocí metody EVA volíme stejně jako u metody DFC metodu dvoufázovou. Obecný postup výpočtu hodnoty podniku potom vypadá následovně:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (17)$$

kde:  $H_n$  = hodnota vlastního kapitálu podniku,

$EVA_t$  = EVA v roce  $t$

$NOA_0$  = čistá operativní aktiva k datu ocenění

$NOPAT_t$  = operativní výsledek hospodaření po dani v roce  $t$

$T$  = počet let explicitně plánovaných EVA

$WACC$  = průměrné vážené náklady kapitálu

$D_0$  = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

$A_0$  = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík, 2011, str. 297)

### 4.3 Ocenění na základě analýzy trhu

Metody, které pracují na základě analýzy trhu, jsou běžnému občanovi nejbližší, tedy pokud je úmysl prodat, je logické zjistit, kolik je rozumné požadovat. (Mařík, 2011, str. 303)

Mezi metody pracující na základě analýzy trhu jsou zařazeny:

- Přímé ocenění podle kapitálového trhu – jednoduchá metoda, kterou lze využít pouze u akciových společností.
- Metoda tržního porovnávání – princip spočívá v porovnání oceňovaného podniku s jiným podnikem. (Vochozka, Mulač, 2012, str. 164)

### 4.4 Výběr správné metody ocenění

Vochozka a Mulač (2012, str. 165) závěrem konstatují, že jak je již patrné ze předešlého textu, pro oceňování podniku existuje značná rozmanitost metodologického aparátu. Z tohoto faktu však vyvstává i problém správného výběru vhodné metody ocenění, jelikož jednotlivé přístupy se liší principem, a poté pak i výstupy. Oceňovatel musí z disponibilních přístupů a metod zvolit ty, které nejlépe vyhovují dané situaci, tedy objektu ocenění, množství vstupních dat a v neposlední řadě účelu ocenění.

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTÍ

### 5.1 Základní údaje o společnosti

Vybraná společnost byla založena v srpnu roku 2000 v Olomouckém kraji jediným společníkem a majitelem. V roce 2008 firma vybuodovala nový areál s větší kapacitou výroby a zavedením nové technologie. Právní forma společnosti je společnost s ručením omezeným.

Firma podniká ve více oborech podnikání, a to:

- výrobě kovových konstrukcí a kovodělných výrobků,
- výrobě strojů a zařízení,
- výrobě plastových a pryžových výrobků,
- velkoobchodě a maloobchodě.

Hlavním předmětem činností podniku je potom především obráběčství, zámečnictví, nástrojářství.

Základní kapitál společnosti je ve výši 100 000,- Kč a je plně splněn.

Hlavním cílem společnosti je spokojenost zákazníka a vytváření dlouhodobé spolupráce, což je zajištěno především pružnou reakcí, možností zajistit i nestandardní materiály a požadavky, rychlý, plný a kvalitní servis.

### 5.2 Vývoj zaměstnanců

Počet zaměstnanců se v průběhu let postupně zvyšoval a předpokládá se růst i do budoucnosti, především v oblasti výrobních úseků společnosti. Počet technickohospodářských pracovníků se v průběhu let výrazně nezvýšil, jelikož na počet dělníků je současný počet dostatečný.

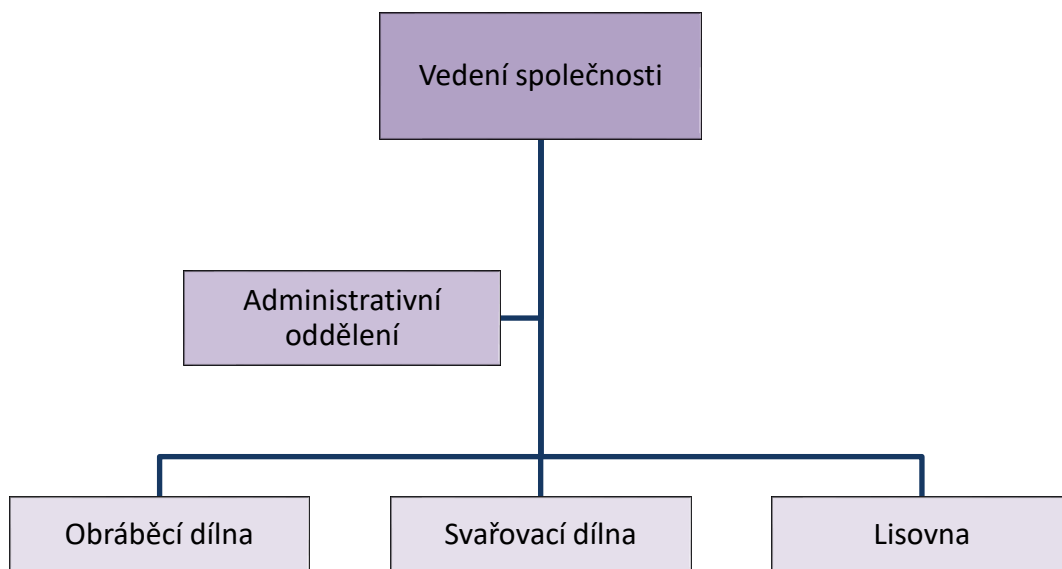
Tabulka 4 Vývoj stavu zaměstnanců

	2000	2013	2014	2015	2016
Dělníci	4	6	6	8	8
THP	2	2	2	2-3	3
<b>Celkem</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>

vlastní zpracování na základě interních informací

### 5.3 Organizační struktura

Ve vybrané společnosti je možné nalézt výrobně orientovanou dvoustupňovou organizační strukturu, tedy dvoustupňové řízení soustřeďující se na samostatné rozhodování dílčích zaměstnanců. Administrativní oddělení stojí mezi vedením společnosti a jednotlivými úseky, přičemž napomáhá řízení a potřebným organizováním výroby a ostatních potřebných úkonů. Každý pracovník zodpovídá za odvedenou práci v potřebném množství a odpovídající kvalitě, jakožto nese případné následky svých činů.



Obrázek 2 Organizační struktura podniku

Zdroj: vlastní zpracování na základě interních informací

### 5.4 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění dané společnosti má informativní charakter a primárně bude sloužit pro interní potřeby vedení společnosti.

## 6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Obsahem následující kapitoly je strategická analýza, která je jedním ze základů řízení společnosti. Zabývá se současnou situací společnosti a jeho potenciálem, jak po vnitřní, tak po vnější stránce. Samotná analýza se prvotně rozděluje na analýzu makroprostředí a analýzu mikro prostředí, které představuje konkrétní trh.

### 6.1 Makroekonomická analýza

Účelem této analýzy je zmapovat faktory, které působí na námi vybraný podnik. Tyto faktory se dělí na faktory politické, ekonomické, sociální a technologické, jež budeme dále zkoumat pomocí PEST analýzy.

#### 6.1.1 Politické prostředí

Jedním z hlavních vnějších vlivů působících na podnik a jeho okolí jsou daňová zatížení. Daňový systém České republiky je ve své podstatě velice podobný systémům vyspělých, a především evropských zemí. Příjmy z daní pocházejí přibližně ve stejné míře z nepřímých a přímých daní. (Finanční správa, ©2013-2017)

Nejvýznamnějšími přímými daněmi jsou daně z příjmů, daň z příjmů právnických osob se od roku 1992 snížila o 23 %, což je velice příznivý vývoj pro podnikatele. Současná sazba této daně je 19 %, a to od roku 2010. Pokud jde o nepřímé daně, potom se bavíme o dani z přidané hodnoty. Tato daň je již harmonizována s předpisy Evropské unie, a podléhá jí naprostá většina zdanitelného plnění v ČR i dováženého zboží. Současná výše základní sazby je 21 %, které podléhá většina zboží a služeb. Snížená sazba je stanovena ve výši 15 % a zde jsou zařazeny např. potraviny, léky, vodné a stočné atd., druhá snížená sazba je ve výši 10 %, podléhá jí např.: tiskoviny. (Finanční správa, ©2013-2017)

Na základě dlouhodobých daňových úniků se vláda ČR rozhodla zavést systém elektronické evidence tržeb (EET), jež je v platnosti od konce roku 2016. Nevykázané příjmy dosahují podle Českého statistického úřadu v České republice částky okolo 170 mld. Kč ročně, což je více než dvojnásobek schodku státního rozpočtu. Evidenci tržeb podléhají zjednodušeně tržby, které pocházejí z podnikatelské činnosti a zároveň byly uhrazeny v hotovosti. Evidenci tržeb upravuje zejména zákon č. 112/2016 Sb., o evidenci tržeb. (etržby, ©2016-2017; Finanční správa, ©2013-2017)

Dalším prostředkem k zabránění daňových úniků a podvodů je od 1. 1. 2016 zákonná povinnost podávat kontrolní hlášení pro plátce DPH. Podává se prostřednictvím elektronického formuláře, jelikož jde o speciální formu prohlášení. (Finanční správa, ©2013-2016)

### 6.1.2 Technologické prostředí

V dnešní době zákazníci dbají především na kvalitu výrobku, která je požadována na vysoké úrovni, a také na množství času potřebného na výrobu, kdy je nutné čekat nadměrnou dobu – čas jsou peníze. Aby byl podnik v dnešní době konkurenceschopný, je nutné neustále inovovat a zlepšovat své výrobky a technologické postupy. Aby bylo tohoto možné dosáhnout, musí podnik věnovat mnohé své prostředky do rozvoje a nových technologií. S novými technologiemi je nutné také sladit i vyšší kvalifikaci personálu, což ve výsledku posune výš jak zaměstnanec, tak daný podnik.

### 6.1.3 Ekonomické prostředí

Ekonomické prostředí působí na podnik a jeho okolí různými faktory, mezi něž patří především hrubý domácí produkt, inflace, nezaměstnanost, úrokové sazby a jiné. Právě těmito faktory se budeme nyní zabývat a podrobně je v následující kapitole rozebereme.

Tabulka 5 Vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
HDP (růst v %)	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,5	2,6	2,4
Průměrná míra inflace (%)	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,0	1,6
Míra nezaměstnanosti VŠPS (%)	7,0	7,0	6,1	5,1	4,0	3,9	3,9
Dlouhodobé úrokové sazby (%)	2,8	2,1	1,6	0,6	0,4	0,6	1,4
Směnný kurz CZK/EUR	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0	26,9	26,3

Zdroj: vlastní zpracování na základě MFČR, ©2017

Vůbec nejdůležitějším makroekonomickým ukazatelem, je hrubý domácí produkt. Ve výše uvedené tabulce č. 5 je možné vidět jeho meziroční vývoj. V letech 2012-2013 hrubý domácí produkt meziročně nerostl, ale klesal, od roku 2014 byl meziroční růst opět v kladných hodnotách. V roce 2015 byl zaznamenán téměř dvounásobný nárůst oproti předchozímu roku, a to 4,5 %. V loňském roce byl meziroční růst 2,5 % a podobný růst se předpokládá i v budoucích dvou letech, tedy roce 2017 a 2018. Hlavní změnou podporující růst HDP v letošním roce bude především obnovení růstu tvorby hrubého fixního kapitálu domácí poptávky, růst



vládních výdajů i soukromých investic je stále podporován čerpáním z fondů EU (programové období 2014-2020). (MFČR, ©2017)

Následně se dobrá situace na trhu, která je spojená s poměrně rychlým růstem mezd projeví i pozitivním vývojem spotřeby domácností, a to i přes vyšší očekávanou inflaci. Na zvýšení inflace měly největší vliv ceny potravin a pohonných hmot, ve kterých se projeví rostoucí ceny ropy. V prosinci roku 2016 inflace dokonce dosáhla hladiny 2 %, čímž dosáhla inflačního cíle ČNB. (MFČR, ©2017)

Míra nezaměstnanosti se v námi sledovaných letech postupně snižuje, a to až na úroveň 4 % v roce 2016, což byla nejnižší úroveň v rámci celé EU. Tato nízká nezaměstnanost a určitý nesoulad mezi nabídkou a poptávkou po práci se projeví v rychlém růstu reálných mezd a jednotlivých nákladů práce. Míra nezaměstnanosti se pohybuje velmi blízko přirozené míry, proto zde není velký prostor pro další pokles. Z tohoto důvodu jsou predikce pro následující roky v hladině 3,9 %. (MFČR, ©2017)

Tabulka 6 Vývoj mezd v průběhu let 2011-2016

(v Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Průměrná mzda	23 319	25 109	25 128	25 686	26 467	27 589
Změna průměrné mzdy meziročně	2,20%	2,70%	0,10%	2,40%	3,40%	4,20%
Minimální mzda	8 000	8 000	8 500	9 200	9 900	11 000

Zdroj: vlastní zpracování (MPSV, ©2017)

Ve výše uvedené tabulce č. 6 můžeme vidět postupné zvyšování jak průměrné mzdy, tak i mzdy minimální. V posledních dvou letech 2015,2016 se průměrná mzda zvyšuje ještě rychlejším tempem. Minimální mzda je současně ve výši 11 000, průměrná mzda dosahuje výše 27 589 Kč.

Co se týče kurzů měny, rozhodla se ČNB již v roce 2013 začít používat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky, přičemž kurz koruny drží poblíž hladiny 27 Kč za euro. Toto rozhodnutí znovu potvrdila i na zasedání v letošním roce 2017, a je připravena v souladu s tímto dále provádět časově i objemově neomezené intervence. (CNB, ©2003-2017)

#### 6.1.4 Sociální prostředí

Počet obyvatel České republiky byl k 31. prosinci 2016 10 578 820 obyvatel. Růst počtu obyvatel byl z větší části zapříčiněn především imigrací. Společnost a její sociální a kulturní postavení zahrnuje mnoho vlivů, které jsou spojené především s životní úrovní a strukturou

obyvatelstva. Populace ČR postupně stárne, klesá počet v produktivním věku, přičemž složení obyvatelstva je téměř vyrovnané v poměru mužů/žen. Postupně také roste vzdělanost obyvatelstva, v posledních letech roste počet lidí se středoškolským, popř. i vysokoškolským vzděláním, oproti tomu ubývá lidí vyučených v řemeslech. Tato skutečnost může do budoucna pro podnik představovat problém, jelikož nemusí snadno nalézat kvalifikované a zodpovědné pracovníky. Avšak na druhou stranu rostou i nároky samotných obyvatel, na současném trhu, kdy je nezaměstnanost na velmi nízké úrovni si mohou zaměstnavatele vybírat. Proto se trh dostává do bodu, kdy je těžké najít shodu mezi nabídkou práce a konkrétní poptávkou. Vyšší vzdělanost představuje pro podniky i zvýšení osobních nákladů, a tím i dilema, zda se dodatečný pracovník firmě vyplatí. Dalším trendem dnešní doby je globalizace. S vyšší úrovní vzdělání se zvyšuje i jazyková vybavenost obyvatelstva, což otvírá lidem možnost emigrace za prací na zahraniční trhy nebo přinejmenším do zahraničních podniků působících na našem území. (ČSÚ, ©2017)

## 6.2 Relevantní trh a jeho prognóza

Následující kapitola se bude zabývat nastíněním relevantního trhu z pohledu věcného, územního a z pohledu zákazníků a konkurentů. Výstupem této kapitoly bude prognóza vývoje trhu a predikce tržeb stanovená na základě této prognózy.

### 6.2.1 Vymezení trhu

Pro naše potřeby je relevantním trhem trh zpracujícího průmyslu, který se nyní budeme snažit nastínit z pohledu produktu zde vyráběného. Konkrétnějším trhem je trh CZ-NACE odvětví C, oddíl 25, tedy Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení. Námi vybraná společnost působí téměř na výjimky pouze na tuzemském trhu, proto tento budeme uvažovat za relevantní trh, konkrétněji potom region Olomouckého kraje. Na námi vybraném trhu se pohybuje mnoho konkurentů, přičemž se každý snaží odlišit sortimentem nebo přidanými službami. Odběrateli této společnosti jsou v převážné většině právnické osoby.

Tabulka 7 Údaje relevantního trhu

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za odvětví (v tis. Kč)	267 144 216	292 358 033	303 086 291	308 362 956	332 330 067	348 490 888
Počet podniků	41 000	43 276	44 076	42 717	44 281	43 710

Zdroj: vlastní zpracování na základě, MPO, ©2005-2017

Ve výše uvedené tabulce č. 7 můžeme vidět, že danému odvětví se daří, tedy tržby mají rostoucí tendenci. Tato skutečnost je dána především podporou odvětví, a to jak ze strany státu, tak Evropské unie. Pokud se podíváme na počet podniků působící v tomto odvětví, můžeme si všimnout lehkého kolísání, které je pravděpodobně způsobeno velkou konkurenční silou – ne každý se dokáže na trhu udržet.

### 6.2.2 Analýza atraktivnosti trhu

Po popsání pro náš případ relevantního trhu, přichází na řadu hodnocení atraktivnosti trhu, což nám dále umožní poznat příležitosti a rizika spojená s tímto trhem. Také nám umožní získat data pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Nejdříve se zaměříme na vymezení hlavních faktorů, které jsou důležití především z hlediska poptávky.

**Růst trhu** je prvním faktorem, který ovlivňuje rozvoj trhu. Přílišný růst trhu může ovlivňovat množství konkurence, která se s vysokým růstem a stoupajícím rizikem zmenšuje. Tohoto jevu je možné si povšimnout právě v tabulce č. 7. I přes pozitivní vývoj tržeb, v letech 2013 a 2015 došlo k poklesu účastníků na tomto trhu. V roce 2014 je možné si všimnout opětovného nárůstu po poklesu v předchozím roce, což znamená, že trh je stále atraktivní pro nové účastníky.

Druhým faktorem je **velikost trhu**, přičemž zpracující průmysl má v České republice dlouholetou tradici. Právě tento trh je možné charakterizovat jako velký trh, který nemá přílišné bariéry vstupu na trh, a jak již bylo řečeno je atraktivním trhem pro nové účastníky. Tento trh je podporován jak ze strany státu, tak i ze strany evropské unie, na trhu práce vytváří mnoho pracovních míst, která jsou velice dobře hodnocená.

**Intenzita přímé konkurence** je dalším faktorem, přičemž námi zkoumaný trh se značí velkým množstvím konkurentů, jak můžeme vidět ve sledovaných letech. Pro jednotlivé podniky je proto nutné získat určitou konkurenční výhodu, pomocí níž si mohou získat a udržet své zákazníky. Strategií naší námi vybrané společnosti je právě strategie orientovaná na zákazníka.

Dále je zde vliv **citlivosti trhu na konjunkturu**, což představuje závislost tržeb na vývoji HDP. Z toto pohledu je možné tvrdit, že tento trh je přiměřeně citlivý na konjunkturu, tedy je jedním z faktorů, který má negativní dopad na vnímání okolí.

**Průměrná rentabilita, substitute a bariéry vstupu** jsou následujícími faktory, kterými se budeme zabývat. Jelikož pozitivní rentabilita zvyšuje atraktivitu daného trhu, jakožto i množství substitutů a bariér.

Tabulka 8 Průměrná rentabilita v odvětví

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	11,23%	14,93%	16,46%	16,80%	17,92%	21,39%	20,36%

Zdroj: vlastní zpracování na základě MPO, ©2005-2017

Ve výše uvedené tabulce č. 8 můžeme vidět vývoj rentability vlastního kapitálu v rámci odvětví. ROE se v námi sledovaných letech vyvíjela velice příznivě, po krizi tedy jen rostla. Tato vysoká rentabilita vlastního kapitálu je velice atraktivní charakteristikou pro budoucí účastníky tohoto trhu. Vysoká rentabilita však značí možnou přítomnost bariér vstupu do odvětví, které jsou v první řadě v investiční a technologické náročnosti. Většina produktů dané firmy mají substituty, rozdíly jsou v časové dostupnosti, kvalitě, a především cenové hladině.

Posledním významný faktor se týká **struktury a charakteru zákazníků**. Vybraná společnost, jak již bylo zmíněno výše, se zaměřuje na právnické osoby, tedy přednostně korporátní klientelu, která má potenciál stát se dlouhodobými zákazníky a přinášet pravidelně kapitál této společnosti. Právě kvůli velkému množství konkurentů na tomto trhu, si každá společnost musí vážit všech zákazníků a vytvářet s nimi dlouhodobé obchodní vztahy.

### Výstup analýzy atraktivity trhu

V následující tabulce č. 9 jsou shrnuty veškeré výše uvedené faktory, a jejich vliv na atraktivitu daného trhu. Tabulka je zpracována na základě publikace od Maříka, na straně 66.

Maximální počet:  $16 * 6 = 96$

Dosažené hodnocení:  $51 / 96 = 53 \%$

Na základě výsledků z následující tabulky č. 9 je možné konstatovat, že analyzovaný trh je mírně nad průměrem, tedy tento trh je průměrně atraktivní.

Tabulka 9 Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení							Váha
		Negativní		Průměr			Pozitivní		x
		0	1	2	3	4	5	6	Body
Růst trhu	3						x		15
Velikost trhu	2					x			8
Intenzita konkurence	3			x					6
Průměrná rentabilita	2						x		10
Bariéry vstupu	1			x					2
Možnost substituce	2				x				6
Citlivost na konjunkturu	1		x						1
Struktura zákazníků	1			x					2
Vlivy prostředí	1		x						1
<b>Celkem</b>	<b>16</b>								<b>51</b>

Zdroj: vlastní zpracování (na základě Maříka)

### 6.2.3 Prognóza vývoje trhu

Následujícím krokem zpracovávané strategické analýzy je predikce vývoje relevantního trhu. Tato prognóza vývoje tržeb trhu bude posléze nezbytná ke stanovení budoucích tržeb společnosti. Následující výpočet budoucích predikcí bude proveden v programu Excel, a to u předpovědi vývoje HDP za pomoci funkce Lintrend, a u tržeb trhu za pomoci jednoduché lineární regresní analýzy. V regresní analýze bereme za vysvětlující proměnou hodnoty HDP a vysvětlovanou proměnou jsou potom tržby za odvětví.

Výsledná rovnice, která byla tedy použita pro výpočet prognózy vývoje trhu je následující:

$$T = 0,122 * HDP - 19845 \quad (18).$$

Vývoj HDP v běžných cenách je získán z makroekonomické predikce ministerstva financí. V následující tabulce č. 10 je zachycen vývoj pro nás relevantního trhu, a to jak minulý, tak i budoucí. Na základě výše uvedené regresní rovnice, která byl získána výpočtem, můžeme sledovat právě budoucí vývoj tržeb odvětví. V budoucnu bude pokračovat pozitivní vývoj tržeb, který je možné vidět v i v minulých letech. Tedy je možné tvrdit, že budoucí vývoj relativního trhu má stabilní růst. Avšak podle tempa růstu můžeme vidět, že budoucí vývoj trhu bude pomalejší než v minulých letech, na úrovni 4,14 %. Tempo růstu hrubého domácího produktu se v budoucích letech téměř nezmění.

Tabulka 10 Vývoj tržeb daného trhu

	Tržby za odvětví v mil. Kč	Tempo růstu	HDP v mil. Kč	Tempo růstu
2010	267 144	x	3 953 651	x
2011	292 358	9,44%	4 033 755	2,03%
2012	303 086	3,67%	4 059 912	0,65%
2013	308 363	1,74%	4 098 128	0,94%
2014	332 330	7,77%	4 313 789	5,26%
2015	348 490	4,86%	4 554 615	5,58%
2016	357 534	2,60%	4 557 289	0,06%
2017	375 107	4,91%	4 701 325	3,16%
2018	394 877	5,27%	4 863 380	3,45%
2019	413 242	4,65%	5 013 909	3,10%
2020	426 731	3,26%	5 124 478	2,21%
<b>Tempo růstu v letech 2010-2015</b>		<b>5,50%</b>		<b>2,89%</b>
<b>Tempo růstu v letech 2016-2020</b>		<b>4,14%</b>		<b>2,39%</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě MFCR, ©2017, MPO, ©2005-2017

### 6.3 Analýza konkurenční síly podniku

Další částí strategické analýzy, konkrétněji analýzy mikroprostředí je analýza konkurenční síly podniku. Podstatou je zhodnocení postavení podniku na trhu, a především jeho konkurenceschopnost. Tedy určení tržních podílů společnosti, konkurentů a jejich budoucí vývoj.

#### 6.3.1 Stanovení tržních podílů

V tabulce č. 11 je zachycena velikost tržního podílu společnosti v poměru tržeb za dané odvětví k tržbám společnosti. V rámci sledovaných let 2011-2015 je vidět rostoucí trend, tedy nejvyšší podíl má v roce 2015, je pravděpodobný předpoklad dalšího růstu. I přes rostoucí trend podíl vybrané společnosti je na trhu velice malý, až zanedbatelný.

Tabulka 11 Velikost tržního podílu společnosti

	Tržby odvětví v tis. Kč	Tržby společnosti v tis. Kč	Podíl společnosti na trhu
2011	292 358 000	13 959	0,0048%
2012	303 086 000	11 648	0,0038%
2013	308 363 000	13 009	0,0042%
2014	332 330 000	13 836	0,0042%
2015	348 490 000	30 684	0,0088%

Zdroj: vlastní zpracování

### 6.3.2 Identifikace konkurentů společnosti

Pro posouzení konkurenční síly podniku je nutné identifikovat hlavní konkurenty společnosti. Jak již bylo zmíněno výše, trh, na kterém námi vybraná společnost působí je poměrně velký a vyznačuje se silnou konkurencí. Pro naše potřeby byly vybrány společnosti, které působí ve stejném kraji a oboru podnikání.

#### **Konkurent X**

Konkurent X se zabývá strojírenskou zakázkovou výrobou v oboru nerotačního a rotačního CNC obrábění a souvisejícími službami. Zaměřuje se na výrobu součástí a sestav dle požadků zákazníka. Společnost byla založena v roce 2000 v Olomouckém kraji, velikost základního kapitálu je 100 000, - Kč.

#### **Konkurent Y**

Společnost konkurenta Y byla založena již v roce 1990, kdy se nejdříve zaměřovala v oblasti papírenského průmyslu, avšak v současné době se pohybuje v oblasti všeobecného strojírenství. V současné době zaměstnává okolo 27 tisíc lidí a její základní kapitál je 100 000 Kč.

#### **Konkurent Z**

Konkurent Z se zaměřuje na zakázkovou výrobu, přičemž za dobu své existence si firma vydobyla pevnou pozici na poli strojírenské výroby. Ve společnosti Z dbají především na kvalitu odvedené práce a dlouhodobé vztahy se svými partnery. Společnost Z vznikla v roce 1999, velikost základního kapitálu v současnosti činí také 100 000 Kč.

Z výše uvedeného lze konstatovat, že všichni výše uvedení konkurenti mají stejný obor podnikání jako námi vybraná společnost a působí na stejném trhu v rámci stejného území.

### 6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu společnosti a konkurenční síly

Tato analýza spočívá v posouzení vnitřních vývojových schopností, tedy se snaží určit, zda je společnost schopna využít příležitostí, které nabízí trh. A také způsobu, jakým je schopna postavit hrozbám a konkurenci.

Prvním a základním krokem je analýza faktorů, které mají vliv na tržní podíl společnosti. Tyto faktory je možné prvotně rozdělit na přímé a nepřímé do diagramu konkurenční síly podniku. Přímé faktory jsou výrazně vnímané zákazníkem, kdežto nepřímé faktory jsou pouze faktory podpůrnými. Jestliže jsou dosažené výsledky diagramu v rozmezí 40-60%, je

konkurenční síla podniku na úrovni hlavních konkurentů, a je pravděpodobné, že si společnost svou pozici na trhu udrží. Pokud se nachází pod úrovní 40 %, podnik svou pozici spíše ztratí, v opačném případě, tedy nad úrovní 60 % svou pozici posílí.

Tabulka 12 Diagram konkurenční síly podniku

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení						Váha	
			Konkurence má převahu	Průměr			Podnik má převahu		x	
				0	1	2	3	4	5	6
Přímé faktory	1. Cenová úroveň	3						x		15
	2. Šíře sortimentu	2				x				6
	3. Používané technologie	2				x				6
	4. Kvalita zboží	3					x			12
	5. Běžná dostupnost	2				x				6
	6. Možnost častých nákupů	2					x			8
	7. Kvalita obsluhy	1			x					2
	8. Účinnost reklamy	1		x						1
	9. Image firmy	2				x				6
Nepřímé faktory	10. Kvalita managementu	2			x					4
	11. Výkonný personál	1				x				3
	12. Systém řízení oběhu zboží	1					x			4
	13. Majetek a investice	1				x				3
	14. Finanční situace	2		x						2
	<b>Celkem</b>	<b>25</b>								<b>78</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě Maříka

Maximální počet bodů:  $25 * 6 = 150$

Počet dosažených bodů:  $78 \rightarrow 78/150 = 52 \%$

Námi vybraná společnost dosáhla hodnocení 52 %, což znamená, že si v budoucnu pravděpodobně bude udržovat svou pozici na trhu.

#### 6.4 Prognóza tržeb podniku

Následujícím a posledním krokem strategické analýzy je prognóza tržeb zvolené společnosti. Předpověď budoucí úrovně tržeb vyvodíme na základě předchozích kroků této analýzy. Námi vybraná společnost disponuje 52 % konkurenční silou, a působí na průměrně atraktivním trhu (53 %), můžeme tedy tvrdit, že společnost má dobrou budoucí perspektivistu.



Tabulka 13 Predikce vývoje tržeb

	Tržby za odvětví v tis. Kč	Tempo růstu odvětví	Tržní podíl	Tržby společnosti v tis. Kč	Tempo růstu společnosti
2010	267 144 000	x	0,0048%	13126	x
2011	292 358 000	9,44%	0,0038%	13959	6,35%
2012	303 086 000	3,67%	0,0042%	11648	-16,56%
2013	308 363 000	1,74%	0,0042%	13009	11,68%
2014	332 330 000	7,77%	0,0088%	13836	6,36%
2015	348 490 000	4,86%	0,0088%	30684	121,77%
2016	357 534 234	2,60%	0,0088%	31480	2,60%
2017	375 106 674	4,91%	0,0088%	33028	4,91%
2018	394 877 414	5,27%	0,0088%	34768	5,27%
2019	413 241 882	4,65%	0,0088%	36385	4,65%
2020	426 731 286	3,26%	0,0088%	37573	3,26%
<b>Průměrné tempo růstu tržeb společnosti v letech 2010-2015</b>					<b>25,92%</b>
<b>Průměrné tempo růstu tržeb společnosti v letech 2016-2020</b>					<b>4,14%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Ve výše uvedené tabulce č. 13 můžeme vidět vývoj tržeb společnosti, a to v minulosti v letech 201-2015, a také jejich budoucí predikci pro následující roky 2016-2017. Průměrné tempo růstu tržeb společnosti se v budoucích letech výrazně pravděpodobně zpomalí, a to na 4,14 %. Vyšší procento v minulých letech bylo zapříčiněno téměř trojnásobným nárůstem tržeb v roce 2015. Do budoucna se předpokládá postupný nárůst, který bude kopírovat tempo růstu odvětví.

## 6.5 SWOT analýza

Obsahem následující kapitoly je SWOT Analýza vybrané společnosti, ve které jsou zachyceny nejvýznamnější silné stránky, slabé stránky, příležitosti a hrozby. Přičemž ve SWOT analýze jsou zachyceny poznatky z předchozí strategické analýzy.

Tabulka 14 SWOT Analýza společnosti

	Silné stránky	Slabé stránky
Vnitřní prostředí	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ orientace na zákazníka</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ malé kapacity</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ možnost výroby speciálních výrobků – jedinečných požadavků</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ nízká materiálová zásoba – doba výroby zvýšená o dodání materiálu</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ malý podnik – osobní přístup</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ nízké podvědomí o podniku</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ loajální zaměstnanci</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ nízký nebo záporný výsledek hospodaření</li> </ul>

	Příležitosti	Hrozby
Vnější prostředí	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ podpora odvětví – možnost rozšiřování</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ velké množství konkurentů v oboru – ztráta zákazníků</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ možnost využití dotací</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ byrokratické překážky – i malý podnik musí mít vše v pořádku – velké množství administrativy</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ pořízení nových technologií</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ možnost zvýšení úrovně pořízením norem (př. ISO 9001)</li> </ul>	

Zdroj: vlastní zpracování

Hlavním silnou stránkou společnosti je politika orientace na zákazníka, od čeho se odvíjí ostatní silné stránky společnosti, tedy vždy se snaží dostát svým závazkům a vyhovět požadavkům zákazníka. Loajální zaměstnanci jsou také významnou silnou stránkou společnosti, jelikož jsou ochotni obětovat svůj volný čas, pokud to zaměstnavatel vyžaduje. Slabé stránky vycházejí z faktu, že společnost je relativně mladá a teprve si vytváří okruh zákazníků, jakžto i samotnou velikost podniku, od čehož se odráží i nemožnost vytvářet velké skladové zásoby, a tím se i prodlužuje doba výroby. Příležitosti firmy jsou především v rozšiřování, a to jak po kapacitní stránce, tak i po technologické. Využit k tomu může jak svých zdrojů, ale především dotačních programů, které momentálně běží. Také firma nedrží žádné certifikáty, které by ji mohly posunout vpřed a rozšířit okruh zákazníků. Hlavní hrozbou společnosti je velké množství konkurentů v oboru, kteří se nacházejí v blízkém okolí.

## 6.6 Zhodnocení strategické analýzy

Vybraná společnost působí v oboru CZ-NACE C-25 Výroba kovových konstrukcí a kovo-dělných výrobků, kromě strojů a zařízení. Společnost působí většinou na tuzemském trhu, a to v Olomouckém kraji. Byla také provedena analýza atraktivity daného tržního prostředí, s výsledkem 53 %, což staví firmu lehce nad průměr. Na základě vývoje HDP byl pomocí lineární regresní analýzy stanoven pravděpodobný vývoj tržeb trhu. Po provedení makro a mikro analýzy prostředí společnosti byl stanoven předpoklad, že námi zvolená společnost si udrží tržní podíl a má pozitivní budoucí perspektivu. Na základě těchto výsledků byla stanovena predikce vývoje tržeb společnosti, jejich průměrné tempo růstu bylo stanoveno na 4,14 %. V rámci SA byla také provedena analýza konkurenční síly a vnitřního potenciálu podniku. Byl stanoven dosavadní tržní podíl vybrané společnosti a identifikováni hlavní konkurenti. Na tomto základě byl sestaven diagram konkurenční síly podniku, ve kterém společnost dosáhla hodnoty 52 %, právě což značí, že si společnost udrží své postavení na trhu.

## 7 FINANČNÍ ANALÝZA

Zpracování finanční analýzy slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Pomáhá odhalit skutečnosti, které ovlivňují chod podniku, jakožto dostatečná ziskovost, vhodná kapitálová struktura, efektivní využívání aktiv, schopnost dostát svým závazkům a řada jiných významných skutečností. Finanční analýzy bude zpracována za posledních pět let, tedy roky 2011-2015. Finanční analýza bude vycházet z účetních výkazů, které jsou uvedeny v přílohách.

### 7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele, jsou ukazatele, které lze použít přímo z účetních výkazů a využívají se zejména k analýze vývojových trendů a k procentnímu vývoji komponent. Proto se v této kapitole budeme zabývat analýzou majetkové struktury, finanční struktury, výnosů, nákladů a výsledků hospodaření.

#### 7.1.1 Analýza majetkové a finanční struktury

Jak již bylo naznačeno výše, prvním krokem finanční analýzy bývá horizontální a vertikální analýza společnosti. V následné části je zachycena horizontální analýza majetkové struktury.

Tabulka 15 Horizontální analýza majetkové struktury společnosti

(v tis. Kč.)	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>-9%</b>	<b>0,2%</b>	<b>25%</b>	<b>137%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>-15%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>17%</b>	<b>126%</b>
DNM	0%	0%	0%	0%
DHM	-15%	-1,8%	17%	126%
DFM	0%	0%	0%	0%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>19%</b>	<b>7,2%</b>	<b>49%</b>	<b>162%</b>
Zásoby	-2%	-40,1%	159%	-27%
Dlouhodobé pohledávky	-100%	0,0%	0%	0%
Krátkodobé pohledávky	2627%	-13,5%	112%	199%
KFM	170%	1342,6%	-85%	621%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Zde v tabulce č. 14 můžeme vidět, že ve sledovaných letech rostla hodnota aktiv, přičemž výrazná změna se projevila až v roce 2015, kdy došlo k rapidnímu nárůstu. Došlo k nárůstu jak dlouhodobého hmotného majetku, tak i oběžného majetku. Zvýšení dlouhodobého majetku došlo především z důvodu pořízení nových výrobních zařízení. U oběžných aktiv je

vidět stoupající trend, přičemž u zásob můžeme vidět značné kolísání, jelikož není politikou společnosti udržovat si stabilní hladinu zásob. Společnost dlouhodobě nevytváří položku dlouhodobých pohledávek od roku 2012, oproti tomu položka krátkodobých pohledávek v letech roste, s výjimkou roku 2013, kdy mírně poklesla. Položka krátkodobého finančního majetku opět kolísá ve sledovaném období, avšak celkově hladina jeho hladina stoupá, jelikož se v průběhu let zvyšuje jeho potřeba. Aktivní časové rozlišení společnost nevytváří.

V další části finanční analýzy je znázorněna vertikální analýza majetkové struktury podniku ve zkoumaných letech, tj. 2011-2015. Na první pohled je zřejmé (tab. 15), že většinový majetek podniku tvoří dlouhodobý hmotný majetek, přičemž dlouhodobý nehmotný a finanční společnost vůbec nevlastní. Ve sledovaných letech však můžeme vidět, že se společnost snaží poměr dlouhodobého majetku k celkovým aktivům snižovat, kdy v roce 2015 činí DHM 68 % majetku. S poklesem dlouhodobého majetku rostou úměrně oběžná aktiva. Největší položkou oběžných aktiv se stávají za sledované období postupně krátkodobé pohledávky, přičemž dlouhodobé pohledávky se podnik snaží úspěšně nevytvářet. Co se zásob týče, volí podnik politiku minimálního vytváření zásob, jelikož nechce v zásobách vázat finanční prostředky.

Tabulka 16 Vertikální analýza majetkové struktury podniku

(v tis. Kč.)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>82,9%</b>	<b>78%</b>	<b>76%</b>	<b>72%</b>	<b>68%</b>
DNM	0,0%	0%	0%	0%	0%
DHM	82,9%	78%	76%	72%	68%
DFM	0,0%	0%	0%	0%	0%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>17,1%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>28%</b>	<b>32%</b>
Zásoby	4,9%	5%	3%	6%	2%
Dlouhodobé pohledávky	11,5%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé pohledávky	0,5%	14%	12%	21%	26%
KFM	0,2%	1%	8%	1%	3%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

V následující části finanční analýzy je zpracována horizontální a vertikální analýza finanční struktury společnosti.

Tabulka 17 Horizontální analýza finanční struktury společnosti

(v tis. Kč.)	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>-9,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>24,9%</b>	<b>136,5%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-0,4%</b>
Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rezervní fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VH minulých let	6,2%	3,5%	2,7%	2,9%
VH úč. období	-40,2%	-20,1%	12,1%	-115,0%
<b>Cizí kapitál</b>	<b>-17,0%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>43,5%</b>	<b>188,4%</b>
Krátkodobé závazky	-8,0%	16,8%	114,3%	277,5%
Bankovní úvěry	-22,1%	-13,0%	-20,2%	-26,7%
<i>dlouhodobé</i>	<i>-17,3%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>-30,2%</i>	<i>-16,2%</i>
<i>krátkodobé</i>	<i>-74,0%</i>	<i>-100,0%</i>	-	<i>-100,0%</i>
<b>Časové rozlišení</b>	<b>-18,9%</b>	<b>-33,3%</b>	<b>10,6%</b>	<b>3093,2%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jako ve společnosti rostou aktiva, tak zde roste i hodnota pasiv, avšak s výjimkou roku 2012, kdy pasiva mírně poklesly. V roce 2015 bylo zvýšení aktiv více než stoprocentní, tento růst pasiv je zapříčiněn především v položce cizích zdrojů. Vlastní kapitál podniku je téměř na stejné úrovni, kolísá pouze mírně vlivem výsledků hospodaření. Výsledek hospodaření minulých období má trvale stoupající tendenci, vlivem kumulace nerozděleného zisku minulých období. VH účetního období není však stálý, má kolísavou tendenci, v roce 2015 společnost zaznamenala výrazný pokles. Tato nestálost může být zapříčiněna více faktory, jako zvyšováním nákladů společnosti, ale i změnami v tržním okolí. Co se týče cizího kapitálu, nemůžeme říci, zda má stoupající či klesající tendenci. V letech mezi 2011-2013 hodnota cizího kapitálu klesá, v následujících letech poté stoupá. Mezi lety 2014-2015 roste nejvýrazněji, a to o 188 %. Položka krátkodobých závazků mezi lety 2011-2012 klesla, avšak v ostatních letech stoupala, v roce 2015 byl největší nárůst a to o 278%. Tato skutečnost je pravděpodobně zapříčiněna rozšířením výroby, což znamená i zvýšení zásob, tedy celkově většího počtu objednávek. Oproti tomu bankovní úvěry se společnost snaží snižovat v průběhu let, především ty dlouhodobé. Krátkodobé bankovní úvěry společnost splácí včas, proto i častý meziroční pokles, v roce 2013 veškeré tyto krátkodobé bankovní úvěry společnost splatila. V roce 2014 opět využila možnosti tohoto financování, přičemž tuto položku navýšila na částku 267 tis. Kč, v následujícím roce tento úvěr opět splatila. Položka pasivního časového rozlišení má nízké hodnoty, mezi lety 2011-2013 klesá, v následujících letech stoupá, v roce 2015 stoupla výrazně ze 73 tis. Kč na 2331 tis. Kč., a to jak ve výdajích příštích období, tak i ve výnosech příštích období.

Tabulka 18 Vertikální analýza finanční struktury společnosti

(v tis. Kč.)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>38,67%</b>	<b>44,00%</b>	<b>45,05%</b>	<b>37,09%</b>	<b>15,62%</b>
Základní kapitál	0,97%	1,07%	1,07%	0,86%	0,36%
Rezervní fondy	0,10%	0,11%	0,11%	0,09%	0,04%
VH minulých let	35,42%	41,39%	42,74%	35,12%	15,28%
VH úč. období	2,18%	1,43%	1,14%	1,03%	-0,07%
<b>Cizí kapitál</b>	<b>60,14%</b>	<b>54,94%</b>	<b>54,24%</b>	<b>62,29%</b>	<b>75,96%</b>
Krátkodobé závazky	21,76%	22,04%	25,68%	44,06%	70,31%
Bankovní úvěry	38,38%	32,89%	28,56%	18,23%	5,65%
<i>dlouhodobé</i>	<i>35,09%</i>	<i>31,95%</i>	<i>28,56%</i>	<i>15,95%</i>	<i>5,65%</i>
<i>krátkodobé</i>	<i>3,29%</i>	<i>0,94%</i>	<i>0,00%</i>	<i>2,28%</i>	<i>0,00%</i>
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1,19%</b>	<b>1,06%</b>	<b>0,71%</b>	<b>0,62%</b>	<b>8,43%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Ve výše uvedené tabulce je zachycena vertikální analýza finanční struktury. Na první pohled je vidět, že cizí kapitál tvoří větší část pasiv, ve sledovaných letech vždy více než 54 %. V posledním sledovaném roce tvoří cizí kapitál téměř 76 %, přičemž tento cizí kapitál je tvořen téměř celý krátkodobými závazky. V přechozích letech, tedy 2011-2014 je cizí kapitál rozdělen rovnoměrněji mezi krátkodobé závazky a bankovní úvěry, i když můžeme sledovat postupné zvyšování krátkodobých závazků a snižování bankovních úvěrů.

### 7.1.2 Analýza výnosů, nákladů a výsledků hospodaření

Obsahem následující kapitoly je horizontální a vertikální analýza výnosů, nákladů a výsledků hospodaření společnosti. Podrobná horizontální a vertikální analýza je zobrazena v příloze.

Ve vertikální analýze výnosů můžeme vidět, že majoritní částí výnosů jsou výkony společnosti, které tvoří ve všech sledovaných letech více než 61 % společnosti. Nejvíce tvoří v roce 2015, a to 81 % celkových výnosů. Další významnou položkou výnosů jsou tržby za prodej zboží, které tvoří ve sledovaných letech okolo 30 %, opět s výjimkou roku 2015 kdy byly pouze 19 %. Ostatní výnosy jsou v poměru k celkovým výnosům nevýznamné. Společnost se soustřeďuje v průběhu let více na svou podnikatelskou činnost, proto nevykazuje velké množství jiných výnosů.

Další analýzou je horizontální analýza, ve které můžeme vidět meziroční změny ve výnosech. Celkové výnosy nejsou zcela stabilní položkou společnosti, můžeme vidět meziroční

pokles v letech 2011/2012 o téměř 17 %, a následný růst v letech 2012/2013 o 12 %, a v letech 2013/2014 o necelých 6 %. Mezi lety 2014/2015 je vidět výrazný růst výnosů, a to o téměř 122 % a to z 13 839 tis. Kč na 30 693 tis. Kč. Významnou položkou výnosů jsou tržby za prodej zboží, jejichž hodnoty meziročně opět kolísají. Je vidět stejný vývoj jako u celkových výnosů, a to pokles mezi lety 2011/2012 a růst ve zbytku sledovaného období. Nejvýraznější růst se nachází v posledním sledovaném roce a to o 28 %. Položka výkonů kolísá ve sledovaném období téměř minimálně, vždy do deseti procent, opět s výjimkou posledního roku, kdy je značný nárůst o 170 % z téměř 10 000 tis. Kč na 24 865 tis. Kč. Prvotní pokles je pravděpodobně zapříčiněn nedostatečným množstvím zakázek nebo ztrátou zákazníka, později opakem. Společnost se nachází v situaci, kdy každá zakázka je důležitá, stejně jako každý jediný zákazník. Mezi posledními roky 2014-2015 společnost získala zákazníka s opakovanými zakázkami.

Další zkoumanou částí analýzy je vertikální analýza nákladů. Jednou z nejdůležitějších položek nákladů jsou náklady na zboží, tato položka nám ve vztahu k celkovým nákladům ve sledovaných letech postupně klesá, v roce 2011 tvořily tyto náklady 35 %, kdy v roce 2015 už jen 16 %. Společnost se postupně začíná zaměřovat více na výrobu, než přeprodej. Avšak majoritní položkou nákladů společnosti je výkonová spotřeba, ta ve sledovaných letech kolísá, ale v širším pohledu roste, tedy kdy v roce 2011 tvořila pouze 38,9 %, v roce 2015 tvořila už 58 %. Položky spotřeba materiálu a energie a služby jsou obě rovnoměrně promítnuty ve výkonové spotřebě. Položka osobních nákladů v poměru k celkovým nákladům od roku 2011 do 2014 postupně roste, avšak v roce 2015 klesá na polovinu, tedy 13 % což je zapříčiněno jednak celkovým zvyšováním nákladů, a poté fluktuací zaměstnanců. Další pro společnost významnou položkou jsou odpisy DHM a DNM, které nejsou v poměru k celkovým nákladům tak výrazné, avšak tento poměr postupně v letech stoupá. Ostatní položky nákladů nejsou velice významné.

Co se týče horizontální analýzy nákladů, je viditelné, že celkové náklady se meziročně mírně mění. V prvních letech meziročně klesly o 16 %, ve zbytku sledovaných let rostly, ze začátku pomaleji o 13 a 6 %, později mezi lety 2014/2015 vzrostly výrazně o 124 %. V širším pohledu tedy z 13 780 tis. Kč v roce 2011, na 30 711 tis. Kč v roce 2015. Opět přímo spojeno s výrobou, tedy v závislosti na odvedené práci. Ostatní položky nákladů meziročně kolísají, přičemž nejvýraznější procentuální změny jsou mezi lety 2014/2015. Zmíníme významné položky, jako náklady na zboží a výkonová spotřeba. Položka nákladů na zboží mezi prvními

lety 2011/2012 klesla o 34 %, v dalším roce vzrostla o 9 % a v dalším roce o 10 %, v posledním roce vzrostla o 31 %. Výkonová spotřeba opět v roce 2012 poklesla, a to o 11 %, v následujících letech o pár procent vzrostla, přičemž v posledním roce opět vzrostla nejvýrazněji a to o 243 %, příčinou byla zejména spotřeba materiálu a energie v návaznosti na zvýšenou výrobu, jak již bylo uvedeno výše.

V poslední tabulce této podkapitoly je zachycen vývoj vybraných položek výkazu zisku a ztráty, ve formě výpočtu EBITDA z čistého zisku (EAT). Na první pohled je viditelný pokles čistého zisku, tedy rozdílu výnosů a nákladů v letech. Hodnota daní v průběhu let postupně klesala, čím byl tedy ovlivněn i čistý zisk před zdaněním. Položka nákladových úroků ve sledovaných letech kolísá, kdy v roce 2011 byla jeho hodnota téměř čtyřnásobná než v roce 2014, v následujícím roce hodnota opět stoupá z 63 tis. Kč na 148 tis. Kč, což je dáno splacením krát. bankovního úvěru a navýšením o další. I když většina sledovaných položek klesá, položka odpisů podle předpokladů stoupá. V prvních čtyřech sledovaných letech stoupá přiměřeně, avšak v posledním roce několikanásobně více, a to o 413 %. A následně vlivem růstu odpisů, roste i hodnota EBITDA. Tato skutečnost je zapříčiněna nárůstem DM, tedy pořízením nového majetku.

Tabulka 19 Vývoj vybraných položek VZZ

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Výnosy	14 004	11 649	13 089	13 839	30 693
Náklady	13 780	11 515	12 982	13 719	30 711
<b>EAT</b>	224	134	107	120	-18
Daň	52	31	16	6	0
<b>EBT</b>	276	165	123	126	-18
Nákladové úroky	231	177	119	63	148
<b>EBIT</b>	507	342	242	189	130
Odpisy	398	445	606	639	3 281
<b>EBITDA</b>	905	787	848	828	3 411

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Účelem analýzy rozdílových ukazatelů je napomoci finančnímu řízení podniku s orientací na jeho likviditu. K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům můžeme zařadit čistý pracovní kapitál (ČPK) neboli provozní kapitál, což je rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji. Čistý pracovní kapitál má vliv především na platební schopnost podniku, jelikož představuje tu část oběžného majetku, která je financována dlouhodobým



kapitálem. Pokud má být podnik likvidní, musí mít potřebnou výši relativně volného kapitálu.

Tabulka 20 Vývoj čistého pracovního kapitálu v letech 2011-2015

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Oběžný majetek	1 754	2 079	2 228	3 328	8 728
Krátkodobé závazky	2 237	2 059	2 404	5 152	19 447
Krátkodobé bankovní úvěry	338	88	0	267	0
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	<b>-821</b>	<b>-68</b>	<b>-176</b>	<b>-2 091</b>	<b>-10 719</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky je patrné, že společnost nemá dostatečné množství likvidních aktiv na pokrytí krátkodobých závazků, tedy čistý pracovní kapitál nabývá záporných hodnot. Tímto společnost postrádá dostatečný „finanční polštář“, a případné akutní krátkodobé závazky je nucena pokrýt z dlouhodobého majetku, jenž není příliš likvidní. Tato skutečnost se dále promítne při zkoumání poměrových ukazatelů finanční analýzy.

### 7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Tato podkapitola finanční analýzy se bude zabývat analýzou poměrových ukazatelů společnosti, jenž nám pomůže nastínit finanční situaci, ve které se podnik nachází. Níže se budeme zabývat nejčastěji využívanými ukazateli, a to ukazateli zadluženosti, likvidity, aktivity a rentability.

#### 7.3.1 Analýza zadluženosti

V následující tabulce jsou zachyceny některé z vybraných ukazatelů stavu zadluženosti společnosti v letech 2011-2015.

Tabulka 21 Ukazatele zadluženosti

	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	60%	55%	54%	62%	76%
Míra zadluženosti	1,56	1,25	1,20	1,68	4,86
Vlastní kapitál/Dlouhodobý majetek	0,47	0,57	0,59	0,52	0,23
Dlouhodobé zdroje/Dlouhodobý majetek	0,89	0,98	0,97	0,74	0,31
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	0,58	0,58	0,53	0,26	0,07
Úrokové krytí (počítáno z EBIT)	2,19	1,93	2,03	3,00	0,88

Zdroj: vlastní zpracování

Základním z ukazatelů je celková zadluženost společnosti, přičemž doporučené hodnoty pro tento ukazatel jsou mezi 30-60 %. Ve vybraných letech tento ukazatel kolísá, ale přesto se drží ve vysokých hodnotách. V roce 2015 se dokonce vyšplhal až na 76 %, což značí přílišnou zadluženost společnosti, což by měla společnost brát na vědomí. Míra zadluženosti, která vyjadřuje poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu, má hodnoty vždy vyšší než jedna, což naznačuje převahu cizích zdrojů nad vlastním kapitálem. Co se týče poměru vlastního kapitálu k dlouhodobému majetku hodnoty ve sledovaných letech 2011-2015 nepřesahují hodnotu 1, což značí, že podnik nevyužívá ke krytí dlouhodobého majetku pouze vlastní kapitál. Tato skutečnost nastiňuje skutečnost, že podnik dává přednost výnosu před finanční stabilitou, na což by si společnost měla dávat pozor, aby nebyla ohrožena kontinuita podnikání. Dalším poměr vyjadřuje krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji, pomocí tohoto ukazatele můžeme říci, jakou strategii podnik volí. Jelikož výsledné hodnoty nedosahují ani hodnoty 1, můžeme říci, že podnik je podkapitalizován a volí agresivní strategii financování, která je levnější, ale zároveň více riziková. Společnost tedy dává přednost cizím zdrojům před vlastními.

Následujícím ukazatelem je poměr dlouhodobých cizích zdrojů k celkovým cizím zdrojům, kde vidíme, že v prvních třech sledovaných letech 2011-2013 podnik své cizí zdroje rozděloval téměř rovnoměrně mezi dlouhodobé a krátkodobé. V následujících letech tento poměr klesal ve prospěch krátkodobých zdrojů, což opět znamená zvyšování rizika pro podnik, a také zdražování zdrojů. Posledním ukazatelem zadluženosti je úrokové krytí společnosti, které udává schopnost podniku splácet své úroky. Doporučená hodnota u tohoto ukazatele je 5, kterou podnik v žádném sledovaném roce nevytvořil, avšak ve většině sledovaných let dosahují hodnoty více než 1, což značí, že společnost je schopna splatit úroky. Hodnoty však jak již bylo řečeno, nejsou v dostačující hladině, aby zbylo dostatek finančních prostředků pro další účely. V roce 2015 společnost nevytvořila ani dostatečný zisk před zdaněním k pokrytí daných úroků natož pak dalších závazků.

### 7.3.2 Analýza likvidity

Schopnost podniku dostát svým závazkům, tedy úroveň likvidity je ve všech sledovaných letech (2011-2015) pod úrovní doporučených hodnot. U všech námi vybraných ukazatelů je likvidita na velice nízké úrovni, můžeme u všech sledovat zvyšující tendenci do roku 2013, potom hodnoty opět klesají. Tento vývoj můžeme sledovat i v níže uvedeném grafu. Pokud se společnost ocitne v situaci, kdy bude potřebovat rychle zvýšit svou likviditu má možnost

využít krátkodobé bankovní úvěry, na základě dobrých vztahů se svojí bankou. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech je v záporných hodnotách, jelikož podnik prosazuje riskantní finanční politiku, je podkapitalizován.

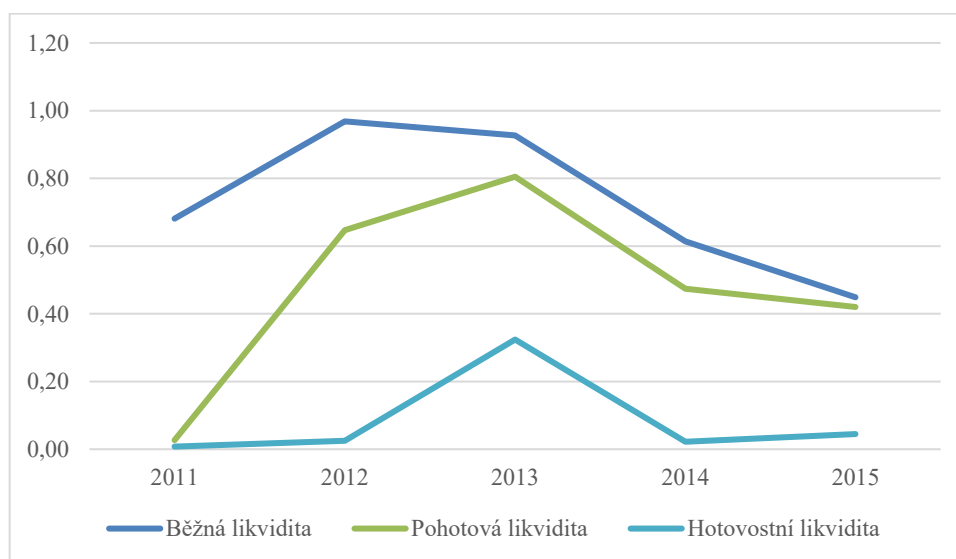
Tabulka 22 Analýza likvidity

	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	0,68	0,97	0,93	0,61	0,45
Pohotová likvidita	0,03	0,65	0,80	0,47	0,42
Hotovostní likvidita	0,01	0,03	0,32	0,02	0,04
ČPK/OA	-0,47	-0,03	-0,08	-0,63	-1,23

Zdroj: vlastní zpracování

V níže uvedeném grafu č. 1 jsou tedy zachyceny hodnoty ukazatelů likvidity v průběhu námi sledovaných let 2011-2015.

Graf 1 Vývoj likvidity společnosti



Zdroj: vlastní zpracování

### 7.3.3 Analýza rentability

Následující ukazatele zachycují schopnost podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, tedy vytvářet nové zdroje.

Tabulka 23 Analýza rentability

	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita tržeb (ROS)	1,60%	1,15%	0,82%	0,87%	-0,06%
Rentabilita výnosů	3,62%	2,94%	1,85%	1,37%	0,42%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	4,93%	3,66%	2,59%	1,62%	0,47%
Rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)	6,40%	4,76%	3,51%	2,92%	2,21%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	5,63%	3,26%	2,54%	2,77%	-0,42%

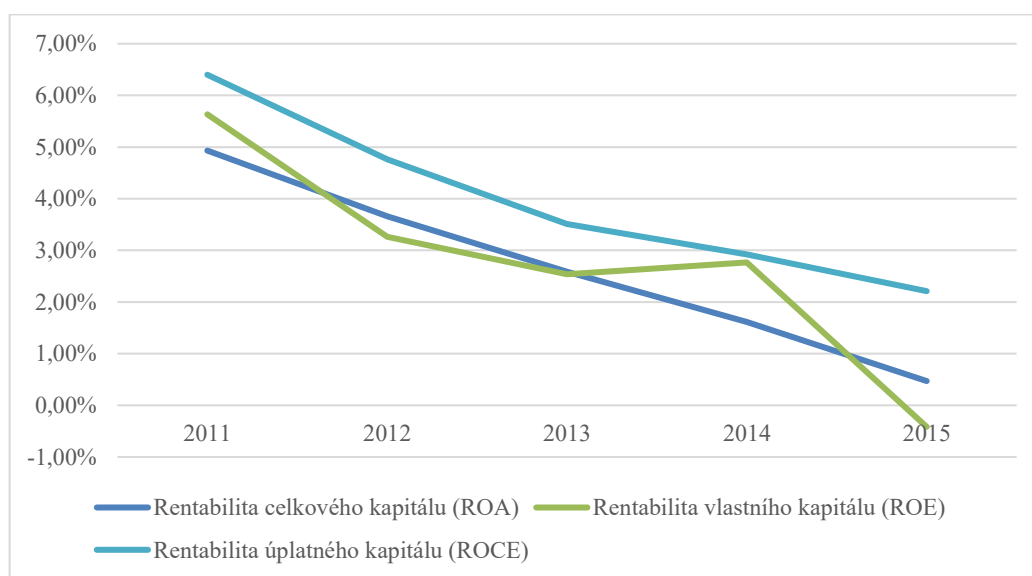
Zdroj: vlastní zpracování

Ve sledovaných letech 2011-2015 je na první pohled jasný pokles rentability u hodnoty všech ukazatelů, což je zapříčiněno především poklesem výsledku hospodaření společnosti. Tato skutečnost není zapříčiněna poklesem výnosů, výnosy společnosti ve sledovaných letech rostly, avšak ne dostatečně, aby pokryly rychlejší růst nákladů.

Prvním ukazatelem tabulky je rentabilita tržeb, která vyjadřuje ziskovou marži, tj. ukazatel úspěšnosti podnikání. Ukazatel ROS je počítán z čistého zisku společnosti, přičemž je viditelné že podnik je ve sledovaných letech téměř neziskový, hodnoty postupně klesají až na negativní hodnotu v roce 2015. ROA také klesá, tedy klesá i produkční síla podniku ve sledovaných letech.

Vývoj některých ukazatelů rentability je zachycený v následujícím grafu č. 2, přičemž můžeme vidět, že ROA a ROCE klesá postupně, kdežto ROE v roce 2014 oproti ostatním ukazatelům mírně stoupá a v roce 2015 zase klesá rychleji.

Graf 2 Vývoj rentability společnosti v letech 2011-2015



Zdroj: vlastní zpracování

### 7.3.4 Analýza aktivity

V následující podkapitole jsou zachyceny ukazatele aktivity, pomocí nichž se řídí aktiva neboli posouzení, zda je společnost schopna využívat efektivně vložené prostředky. U obratu aktiv všeobecně platí, že čím větší hodnota ukazatele tím lépe, přičemž minimální doporučená hodnota je 1. Tento ukazatel počítán ať už z výnosů nebo z tržeb se výrazně neliší, a dosahuje ve všech sledovaných letech vyšší hodnoty než 1. Což vypovídá o schopnosti společnosti efektivně využít svůj majetek a úměrné majetkové vybavenosti. Doba obratu zásob představuje dobu nutnou k převedení peněžních fondů přes výrobky a zboží zpět do peněžních fondů. Tato doba ve společnosti v průběhu sledovaných let kolísá, kdy nejdelší cyklus je v roce 2014, a to 20 dní. Nejkratší dobu obrat zásob trval v roce 2015, a to sedm dní. Jak již bylo uvedeno dříve, společnost se snaží vyjít vstříc zákazníkům – vyrábět rychle a kvalitně.

Následující dva ukazatele jsou provázány prostřednictvím časového nesouladu, přičemž tento nesoulad přímo ovlivňuje likviditu podniku, která je velice nízká. Doba obratu pohledávek zachycuje období prodeje na obchodní úvěr, do doby, než podnik obdrží platbu od odběratelů. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím větší je potřeba úvěrů a tím i nákladů. V námi sledovaném podniku se tento ukazatel zvýšil výrazně, kdy v roce 2011 byl 32 dní, a v posledním roce, tj. 2015 byl až 86 dní. Doba obratu závazků oproti tomu zachycuje dobu od vzniku závazku do jeho zaplacení, a ve sledovaných letech se postupně zvyšuje. Důležité u těchto dvou ukazatelů je, aby doba obratu závazků byla vždy alespoň na úrovni doby obratu pohledávek, což se podniku daří. Dokonce se podniku daří mít dobu obratu závazků na úrovni vyšší než dvě výše uvedené doby, což znamená, že dodavatelské úvěry financují pohledávky i zásoby. Je však důležité najít kompromis mezi těmito hodnotami aktivity, aby příliš nesnižovali likviditu společnosti.

Tabulka 24 Analýza aktivity

	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,36	1,25	1,39	1,17	1,11
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,36	1,25	1,40	1,18	1,11
Doba obratu zásob (dny)	12,9	15,1	8,1	19,9	6,5
Doba obratu pohledávek (dny)	31,85	41,29	31,99	64,17	85,74
Doba obratu závazků (dny)	57,69	63,64	66,53	135,06	228,16
Obratovost pohledávek	11,30	8,72	11,25	5,61	4,20
Obratovost závazků	6,24	5,66	5,41	2,67	1,58

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.4 Souhrnné ukazatele

### 7.4.1 Z-skóre (Altmanův model)

Jeden z nejznámějších a nepoužívanějších modelů, který vychází z diskriminační analýzy, a ve výsledku vypovídá o finanční situaci podniku.

V následující tabulce je zachycen model z-skóre, podle následujícího vztahu:

$$Z - skóre = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,420 * X_4 + 0,998 * X_5 \quad (19)$$

kde:  $X_1$  = Pracovní kapitál/Aktiva;  $X_2$  = Nerozdělené zisky/Aktiva;  $X_3$  = EBIT/Aktiva;

$X_4$  = Vlastní kapitál/Cizí zdroje;  $X_5$  = Tržby/Aktiva

V prvních třech sledovaných letech se hodnota z-skóre nachází v hladině mezi 1,81-2,99 (tab. č. 25), tedy můžeme tvrdit, že finanční situace společnosti je uspokojivá. V následujících dvou letech hodnota tohoto ukazatele klesá pod hodnotu 1,81, což znamená, že se podnik dostává do situace s finančními problémy. Což je dáno zvýšením nákladů a financováním skrz zvýšení cizích zdrojů podniku.

Tabulka 25 Výpočet Altmanova Z-skóre společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015
0,717 x ČPK/A	-0,06	-0,01	-0,01	-0,13	-0,28
0,847 x nerozdělené zisky/A	0,30	0,35	0,36	0,30	0,13
3,107 x EBIT/A	0,15	0,11	0,08	0,05	0,01
0,420 x VK/cizí zdroje	0,27	0,34	0,35	0,25	0,09
0,998 x T/A	1,36	1,24	1,39	1,17	1,11
<b>Z-skóre</b>	<b>2,02</b>	<b>2,04</b>	<b>2,16</b>	<b>1,64</b>	<b>1,06</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 7.4.2 Index IN05

Dalším souhrnným ukazatelem je index IN05, na základě vztahu:

$$IN05 = 0,13 * \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,04 * \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} + 3,97 * \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}} + 0,21 * \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}} + 0,09 * \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry}} \quad (20)$$

Hodnoty indexu IN05 se nacházejí pod úrovní 0,9 (tab. č. 26), což značí, že podnik netvoří hodnotu, což je pravděpodobně zapříčiněno finanční situací podniku, kdy podnik volí riskantní politiku financování.

Tabulka 26 Výpočet indexu IN05 společnosti

	2011	2012	2013	2014	2015
0,13 x A/CK	0,216	0,237	0,240	0,209	0,171
0,04 x EBIT/NÚ	0,088	0,077	0,081	0,120	0,035
3,97 x EBIT/A	0,196	0,145	0,103	0,064	0,019
0,21 x V/A	0,286	0,262	0,294	0,249	0,233
0,09 x OA/(KZ+KBU)	0,061	0,087	0,083	0,055	0,040
<b>Index IN05</b>	<b>0,847</b>	<b>0,808</b>	<b>0,801</b>	<b>0,697</b>	<b>0,498</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 7.5 Zhodnocení finanční situace podniku

V rámci výše uvedené finanční analýzy bylo poukázáno na současný stav společnosti neboli to, co se společnosti daří, a naopak kde jsou případné nedostatky. Společnost se v současné době zabývá více než jedním oborem podnikání, mezi něž patří především obraběčská činnost a výroba těsnění. Strojírenský průmysl a jeho jednotlivá odvětví v současném postavení trhu stále roste a rozvíjí se, nedochází zde k nedostatku odběratelů a potřebného kapitálu. V rámci samotné společnosti je také plánovaný rozvoj jak po majetkové stránce, tak i z ostatních podnikatelských hledisek.

V rámci výsledku hospodaření společnosti v průběhu námi sledovaných let docházelo k postupnému poklesu, a to až do záporných hodnot v roce 2015. K této situaci došlo i přes výrazný nárůst výnosů v průběhu let, a to ještě vyšším nárůstem hodnoty nákladů. Pomocí majetkové struktury je nastíněno složení majetku společnosti, které se skládá převážně z DHM. Oběžných aktiv společnost vlastní poměrně méně, přičemž nejvýraznější položkou jsou krátkodobé pohledávky. Bilanční suma se v průběhu sledovaných let o poznání zvyšuje, a to téměř trojnásobně. U finanční struktury společnosti je viditelné získávání zdrojů, mezi nimiž převládají cizí zdroje. Tento poměr mezi VK a cizími zdroji se v průběhu let ještě více prohlubuje, kdy v roce 2015 tvoří cizí zdroje až 76 % pasiv. Tímto způsobem financování volí podnik velice rizikovou finanční politiku.

Právě tato struktura financování se projevila ve výsledcích poměrových ukazatelů, především u ukazatelů zadluženosti a likvidity. V analýze zadluženosti vidíme právě převahu cizích zdrojů nad zdroji vlastními, kdy vyvstává skutečnost, že společnost je podkapitalizovaná a volí agresivní finanční politiku. U analýzy likvidity jsou opět výsledkem nedostačující hodnoty, které svědčí o chybějícím likvidním majetku společnosti. Přičemž se společnost tuto skutečnost snaží vyrovnat krátkodobými zdroji financování. U ukazatelů rentability také

nenacházíme příliš lichotivé výsledky. Podnik je rentabilní, avšak ne na příliš vysoké úrovni, a navíc rentabilita v průběhu sledovaných let klesá. Naopak analýza aktivity je velice pozitivní, tedy podnik dokáže efektivně využít svůj majetek a doby obratu má na úrovni, kdy dodavatelské úvěry „financují“ pohledávky i zásoby. Právě tato skutečnost pravděpodobně také snižuje hodnoty likvidity, proto by se společnost měla snažit najít optimální rovnováhu mezi těmito dvěma ukazateli.

Ve finanční analýze byly také vypočítány dva souhrnné ukazatele, a to Altmanovo Z-skóre a Index IN05. U obou těchto ukazatelů vyšly ve všech sledovaných letech ne příliš lichotivé hodnoty. Z těchto výsledků můžeme říci, že podnik se dostává do bodu, kdy má finanční problémy a podnik nevytváří hodnotu.

Závěrem finanční analýzy je viditelné, že podnik čelí určitým problémům, především z hlediska své finanční politiky a v budoucnu by měl přistoupit k určitým změnám, aby zlepšil svou situaci. Závěrem této kapitoly končí praktická část této diplomové práce, následovat bude projektové zpracování poznatků diplomové práce.



## 8 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Následná část diplomové práce je již částí projektovou, jejíž první částí je sestavení strategického finančního plánu. Ten je potřebný pro budoucí sestavení hodnoty společnosti pomocí výnosových metod oceňování. Tento strategický plán bude sestaven pro období 2016-2020, a jeho obsahem bude plán výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkaz peněžních toků. Finanční plány budou sestaveny na základě minulého vývoje a budoucího očekávání vybrané společnosti. U položek, které společnost neevidovala v minulých letech, nebyly plánovány ani pro následující období. Závěrem této kapitoly bude finanční analýza a zhodnocení finančního zdraví podniku na základě plánovaných výkazů.

### 8.1 Plán výkazu zisku a ztráty

#### Výnosy

Budoucí tržby společnosti byly naplánovány v rámci strategické analýzy v předchozí části práce. Tento budoucí vývoj v procentech byl naplánován jak u položky tržby za zboží, tak i tržby za vlastní výrobky a služby. Vývoj významných výnosů je tedy možné vidět v tabulce č. 27, přičemž společnost nevykazuje mnoho druhů výnosů. Dalším významným výnosem, který je vhodné zmínit, jsou Ostatní finanční výnosy, jejichž budoucí vývoj je založen na průměrném vývoji za poslední tři roky. Ostatní položky výnosů nejsou významné nebo nemají pravidelný charakter, proto je v budoucím plánování neuvažujeme.

Tabulka 27 Plán výnosových položek VZZ

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za prodej zboží	5 819	5 970	6 263	6 594	6 900	7 125
<b>Výkony</b>	<b>24 865</b>	<b>25 511</b>	<b>26 764</b>	<b>28 175</b>	<b>29 485</b>	<b>30 446</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	24 865	25 511	26 764	28 175	29 485	30 446
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0	0
Aktivace	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	9	9,29	9,59	9,91	10,23	10,56

Zdroj: vlastní zpracování

## Náklady

Vývoj položky Nákladů vynaložených na prodané zboží byl odvozen od položky Tržeb za prodané zboží. Položka Výkonové spotřeby byla v předchozích letech vždy průměrně 42,92 % celkových nákladů, avšak v poledním roce byl vývoj více než 200 %. Z tohoto důvodu byl vývoj výkonové spotřeby naplánován pomocí trendové funkce, jelikož se nepředpokládá další skokové zvýšení.

Další významnou položkou nákladů, jsou Osobní náklady, budoucí vývoj této položky byl naplánován pomocí trendové funkce, jelikož se plánuje postupné zvyšování počtu zaměstnanců. Největší část této položky tvoří mzdové náklady, dále potom položky Nákladů na SP a ZP, jejichž hodnota je v odpovídající výši ke mzdovým nákladům. Položka Daně a poplatky je odvozena pomocí průměrného podílu na tržbách.

Odpisy byly stanoveny na základě odpisového plánu, který byl převzat z plánu investic společnosti. Ostatní významné položky nákladů jsou naplánovány podle očekávání vybraného podniku.

Tabulka 28 Plán nákladových položek VZZ

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Náklady vynaložené na prodané zboží	5 030	5 161	5 414	5 700	5 965	6 159
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>17 842</b>	<b>15 250</b>	<b>16 456</b>	<b>18 075</b>	<b>19 889</b>	<b>21 731</b>
<i>Spotřeba materiálu a energie</i>	14 555	9 120	9 841	10 809	11 894	12 995
<i>Služby</i>	3 287	6 131	6 615	7 266	7 995	8 301
Osobní náklady	4 003	4 320	4 753	5 047	5 417	5 774
Daně a poplatky	21	63	66	77	79	81
Odpisy DNM a DHM	3 281	4 613	4 428	3 891	2 928	1 720
Ostatní provozní náklady	347	403	499	583	665	744
Nákladové úroky	148	156	138	225	187	162
Ostatní finanční náklady	39	37	35	33	31	28

Zdroj: vlastní zpracování

## 8.2 Plánovaná rozvaha

### Aktiva

Plán dlouhodobého majetku je naplánován na základě interního investičního plánu společnosti. Mezi budoucí nejvýznamnější investice budou patřit investice do strojních zařízení,

konkrétněji pořízení novějších CNC strojů, omílací stroj, aj. V roce 2016 bylo také naplánováno rozšíření budovy provozu společnosti, čímž se hodnota DHM také zvýší. Společnost neplánuje investice do nehmotného dlouhodobého majetku. V plánovaném období se také společnost nehodlá pouštět do změn v podílech v ovládaných a řízených osobách.

Zásoby, které tvoří převážně materiál a vlastní výrobky byly naplánovány podle budoucího předpokladu vývoje společnosti. Jejich mírný rostoucí trend je zapříčiněn plánovaným rozšiřováním výroby, vytvářením nových obchodních vztahů a tím i zvyšování odbytu. Společnost neplánuje pravidelně vykazovat položku dlouhodobých pohledávek, jelikož se jí již několik let snaží vykazovat v co nejnižší hodnotě. Avšak očekává nárůst krátkodobých pohledávek, které jsou přímo spjaty se zvyšujícím se odbytem.

Časové rozlišení společnost v minulých letech nevytvářela, proto se s nimi ani do budoucna neuvažuje.

Tabulka 29 Plán aktivních položek rozvahy

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>27 659</b>	<b>30 911</b>	<b>38 368</b>	<b>44 206</b>	<b>50 780</b>	<b>53 197</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>18 931</b>	<b>19 484</b>	<b>24 383</b>	<b>23 897</b>	<b>26 623</b>	<b>25 988</b>
DNM	0	0	0	0	0	0
DHM	18 931	19 484	24 383	23 897	26 623	25 988
DFM	0	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>8 728</b>	<b>11 427</b>	<b>13 985</b>	<b>20 309</b>	<b>24 157</b>	<b>27 209</b>
Zásoby	555	744	1 056	1 288	1 572	1 823
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	7 308	9 789	11 856	17 866	21 081	23 826
KFM	865	894	1 073	1 155	1 504	1 560
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

### Pasiva

Co se týče pasivní strany plánované rozvahy společnosti, neplánuje v nejbližších letech zvyšovat či snižovat základní kapitál, stejně jako fondy ze zisku. Výsledek hospodaření pro nadcházející roky byl převzat z plánu výkazu zisku a ztráty. Dále vzhledem ke skutečnosti, že společnost neplánuje vyplácení zisku společníkům ani jiné přerozdělování, bude položka výsledku hospodaření minulého období tvořit kumulované zisky předchozích let.

Další položky, tedy krátkodobé a dlouhodobé závazky byly naplánovány dle předpokladů společnosti. Společnost plánuje nadále čerpat úvěry, především současný dlouhodobý bankovní úvěr. Je i předpoklad využití krátkodobého bankovního úvěru v případě potřeby. Položka časového rozlišení je pro budoucí roky naplánována na stejné úrovni jako v předchozím roce.

Tabulka 30 Plán pasivních položek rozvahy

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>27 659</b>	<b>30 911</b>	<b>38 368</b>	<b>44 206</b>	<b>50 780</b>	<b>53 197</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>4 319</b>	<b>5 807</b>	<b>7 054</b>	<b>8 202</b>	<b>9 436</b>	<b>10 618</b>
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
Fondy ze zisku	10	10	10	10	10	10
VH minulých let	4 227	4 209	5 697	6 944	8 092	9 326
VH běžného období	-18	1 488	1 247	1 147	1 235	1 181
<b>Cizí kapitál</b>	<b>21 009</b>	<b>25 104</b>	<b>31 314</b>	<b>36 004</b>	<b>41 344</b>	<b>42 579</b>
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	19 447	21 473	25 701	30 130	35 452	36 803
Bankovní úvěry	1 562	1 775	2 994	2 419	1 710	1 297
- dlouhodobé	1 562	1 398	2 920	2 419	1 710	1 297
- krátkodobé	0	377	74	0	0	0
<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 331</b>	<b>1 856</b>	<b>2 619</b>	<b>3 455</b>	<b>4 182</b>	<b>4 479</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 8.3 Plánované Cash-flow

V následující tabulce č. 31 je možné vidět cash-flow vybrané společnosti. Plánované cash-flow vychází z plánovaných výsledků hospodaření upraveného o další položky rozvahy. Peněžní tok je rozdělen dle provozních, investičních a finančních činností. Kompletní finanční plán peněžních toků je uveden v příloze PIV.

V tabulce můžeme vidět, že společnost plánuje dále využívat dlouhodobé bankovní výpomoci, což je zachyceno finančními činnostmi, v plánu je splácení podle možností, proto snížení v roce 2017. Co se investiční činnosti týče společnost má v plánu během let obnovovat a kompletně rozšiřovat svůj dlouhodobý majetek. V průběhu let je možné si povšimnout postupného zvyšování finančních toků, což je pro společnost ve vztahu s její nízkou likviditou přínosný tah. Tato skutečnost také naznačuje, že ve společnosti dochází ke zhodnocení investic do dlouhodobého majetku.

Tabulka 31 Plánované cash-flow společnosti

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PS KFM</b>	<b>865</b>	<b>894</b>	<b>1 073</b>	<b>1 155</b>	<b>1 504</b>
CF z provozní činnosti	5 358	7 983	3 988	6 713	1 553
CF z investiční činnosti	-5 493	-6 282	-4 407	-7 073	-1 910
CF z finanční činnosti	164	-1 522	501	709	413
<b>CF Celkem</b>	<b>29</b>	<b>179</b>	<b>82</b>	<b>349</b>	<b>56</b>
<b>KS KFM</b>	<b>894</b>	<b>1 073</b>	<b>1 155</b>	<b>1 504</b>	<b>1 560</b>

Zdroj: vlastní zpracování

#### 8.4 Finanční analýza plánu

Ve výše vypracované tabulce č. 32 je možné vidět stručnou finanční analýzu plánů společnosti, konkrétně poměrové ukazatele zadluženosti, likvidity, aktivity a rentability. Tato finanční analýza je nezbytnou součástí plánování podniku, aby bylo možné stanovit předpoklad vývoje podniku, jeho budoucí finanční situaci, a následně samotný předpoklad nekončného trvání tohoto vybraného podniku.

Tabulka 32 Finanční analýza plánu společnosti

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Zadluženost</b>					
Celková zadluženost	81%	82%	81%	81%	80%
Míra zadluženost	4,32	4,44	4,39	4,38	4,01
Úrokové krytí z EBIT	12,35	11,76	7,07	8,86	9,68
<b>Likvidita</b>					
Běžná likvidita	0,52	0,54	0,67	0,68	0,74
Pohotová likvidita	0,49	0,50	0,63	0,64	0,69
Okamžitá likvidita	0,041	0,042	0,038	0,042	0,042
<b>Aktivita</b>					
Obrat aktiv	1,02	0,86	0,79	0,72	0,71
Doba obratu zásob	8,50	11,51	13,34	15,55	17,47
Doba obratu pohledávek	111,9	129,2	185,0	208,6	228,3
Doba obratu závazků	245,5	280,1	312,0	350,8	352,6
<b>Rentabilita</b>					
ROS	4,7%	3,8%	3,3%	3,4%	3,1%
ROA	6,2%	4,2%	3,6%	3,3%	2,9%
ROE	25,6%	17,7%	14,0%	13,1%	11,1%

Zdroj: vlastní zpracování

Co se týče zadluženosti, jsou uvedeny tři nejvýznamnější ukazatele, celkovou zadluženost, míru zadluženosti a úrokové krytí. Celková zadluženost v budoucnosti nadále roste, což odpovídá předchozímu trendu, společnost ráda využívá cizí zdroje, v posledním roce vidíme mírný pokles. Míra zadluženost společnosti udržuje v budoucnu téměř stabilní hladinu, což je oproti předchozím letům změna. Tedy nemění se výrazně podíl vlastního kapitálu ke kapitálu cizímu. Úrokové krytí společnosti dosahuje dostačujících hodnot, tedy společnost bude vytvářet dostatečnou hodnotu na splácení věřitelům, a také tvořit hodnotu pro vlastníky.

Co se týče likvidity společnosti, je viditelné, že všechny tři ukazatele likvidity – běžná, pohotová, okamžitá dosahují velice nízkých hodnot. Trend z minulých let se nějak výrazně nezměnil, což není pro společnost velice dobré, pokud by se dostala do situace, kdy by nutně potřebovala hotovostní aktiva.

U ukazatelů aktivity můžeme vidět u většiny pozitivní vývoj, s výjimkou obratu aktiv. Tento ukazatel se v budoucích letech snižuje, a to až pod hodnotu 1, což značí, že společnost nebude efektivně využívat svá aktiva. Avšak ukazatele doby obratu závazků, pohledávek a zásob se v meziročně stále zvyšují. Stále pokračuje stav, kdy doba obratu závazků je větší než doba obratu pohledávek a zásob dohromady, což značí výhodu, kde dodavatelské úvěry financují tyto pohledávky a zásoby. Tato skutečnost však pravděpodobně stojí za nízkými ukazateli likvidity.

Ukazatele rentability jsou všechny v kladných hodnotách, což značí pozitivní vývoj hospodaření oproti předchozím rokům. Je však možné si všimnout mírného klesajícího charakteru u všech rentabilit.

## 9 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY VYBRANÉ SPOLEČNOSTI POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ

Následující kapitola projektové části diplomové práce se bude zabývat samotným stanovením hodnoty vybrané společnosti pomocí zvolených výnosových metod oceňování. Tato část volně navazuje na předchozí strategickou analýzu, jež se zabývala minulým i budoucím vývojem podniku a finanční analýzu, jež zhodnotila finanční situaci, v níž se podnik nachází. Na základě těchto dvou analýz byla stanovena přijatelně dobrá budoucí perspektiva společnosti, a tím i pokračování její existence (going on concern). Po splnění tohoto kritéria je možné pokračovat v oceňování společnosti pomocí výnosových metod. Pro následující ocenění byly zvoleny tyto metody:

- metoda diskontovaného cash flow,
- metoda ekonomické přidané hodnoty,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

Závěr projektové části tvoří shrnutí dosažených výsledků použitých metod a stanovení výsledné hodnoty vybrané společnosti ke dni 1. 1. 2016 na úrovni entity, což je hlavním cílem této práce. Zjištěná hodnota společnosti bude sloužit pro interní potřeby managementu.

### 9.1 Vyčíslení provozně nutných aktiv a korigovaného VH

Při dalším výpočtu je nutné brát ohled na skutečnost, že účetní pohled ne vždy odráží reálnou ekonomickou situaci, v níž se společnost nachází, tudíž je nutné provést úpravy rozvahy. Tyto úpravy zahrnují především aktivaci chybějících položek a vyčlenění neoperativních aktiva a neúročeného cizího kapitálu. V návaznosti na tyto úpravy a dodržení symetrie NOA a NOPAT, je důležité upravit i výkaz zisku a ztrát, čímž bude stanoven i čistý operativní zisk.

#### 9.1.1 Stanovení NOA (C)

V rámci výpočtu NOA je nutné provést tři základní úpravy, a to aktivovat položky, které nejsou v aktivech vykazovány, vyčlenit neoperativní aktiva a snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

Vybraná společnost nemá žádný majetek pořízen formou leasingu, ani jej touto formou pořizovat neplánuje. U dlouhodobého majetku nevznikají žádné významné oceňovací rozdíly, proto budou pro výpočet EVA použity hodnoty dlouhodobého majetku uvedené v rozvaze.

Společnost také v blízké době neplánuje investovat finanční prostředky do výzkumu a vývoje, nevytváří žádné nadbytečné rezervy, proto také výše tichých rezerv nebyla shledána jako významná. Bylo ale nutné snížit aktiva o pasiva, která nejsou úročena. Zde byly zařazeny krátkodobé závazky a položky pasivního časového rozlišení. Výsledná hodnota operativních aktiv je dána součtem dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Tabulka 33 Vymezení NOA v letech 2015-2020

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>18 931</b>	<b>19 484</b>	<b>24 383</b>	<b>23 897</b>	<b>26 623</b>	<b>25 988</b>
DHM	18 931	19 484	24 383	23 897	26 623	25 988
DFM	0	0	0	0	0	0
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	<b>-13 050</b>	<b>-11 902</b>	<b>-14 334</b>	<b>-13 276</b>	<b>-15 477</b>	<b>-14 073</b>
Zásoby	555	744	1 056	1 288	1 572	1 823
Pohledávky	7 308	9 789	11 856	17 866	21 081	23 826
KFM	865	894	1 073	1 155	1 504	1 560
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0
(-) Neúročené závazky	21 778	23 329	28 319	33 585	39 634	41 282
<b>NOA</b>	<b>5 881</b>	<b>7 582</b>	<b>10 049</b>	<b>10 621</b>	<b>11 146</b>	<b>11 915</b>

Zdroj: vlastní zpracování

V dalším kroku je nutné upravit finanční strukturu společnosti a zajistit její rovnost s položkou NOA. Především je nutné vyloučit z cizích zdrojů neúročené závazky. Významnou položkou je Ekvivalenty VK, která slouží jako vyrovnávací položka k zjištění konzistence mezi aktivy a pasivy.

Tabulka 34 Úprava finanční části rozvahy – stanovení C

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>4 319</b>	<b>6 184</b>	<b>7 129</b>	<b>8 202</b>	<b>9 436</b>	<b>10 618</b>
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	10	10	10	10	10	10
VH minulých let	4 227	4 209	5 697	6 944	8 092	9 326
VH běžného období	-18	1 488	1 247	1 147	1 235	1 181
Ekvivalenty VH	0	377	75	0	0	0
<b>Cizí zdroje</b>	<b>1 562</b>	<b>1 398</b>	<b>2 920</b>	<b>2 419</b>	<b>1 710</b>	<b>1 297</b>
Bankovní úvěry a výpomoci	1 562	1 398	2 920	2 419	1 710	1 297
<b>C</b>	<b>5 881</b>	<b>7 582</b>	<b>10 049</b>	<b>10 621</b>	<b>11 146</b>	<b>11 915</b>

Zdroj: vlastní zpracování



### 9.1.2 Vymezení NOPAT

Nejdůležitější zásadou pro určení NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pro určení NOPAT je nezbytné vyjít z výsledku hospodaření z běžné činnosti (před zdaněním). První úpravou, kterou je nutné provést, je vyloučení finančních nákladů, jakou jsou nákladové úroky z úvěru a leasingu. Jelikož společnost nevyužívá leasing, budou vyloučeny úroky z úvěru.

Posledním krokem výpočtu NOPAT je výpočet upravené daně. Toto může být provedeno pomocí dvou způsobů, prvním je stanovení dodatečné daně z rozdílu vzniklého mezi EBT NOPBT a následného přičtení k původní výši daně. Druhým způsobem je vynásobení upraveného EBT daňovou sazbou. V našem případě byl použit první způsob výpočtu, tento výpočet je zachycen v tabulce č. 35. Upravení korigovaného provozního VH dosahuje ve všech plánovaných letech kladných hodnot.

Tabulka 35 Vymezení korigovaného výsledku hospodaření

v tis. Kč	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBT – původní	-18	1 488	1 247	1 147	1 235	1 181
EBT – po úpravách	130	1 644	1 385	1 372	1 422	1 343
Rozdíl (EBT původní – EBT po úpravách)	-148	-156	-138	-225	-187	-162
Původně placená daň	0	283	237	218	235	224
Dodatečně vypočítaná daň	-25	-30	-26	-43	-36	-31
<b>NOPAT (KPVH)</b>	<b>105</b>	<b>1332</b>	<b>1 122</b>	<b>1 112</b>	<b>1 151</b>	<b>1 088</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 9.2 Stanovení diskontní míry

V předchozí části byla vymezena kapitálová struktura a následně i korigovaný provozní výsledek hospodaření, v následujícím kroku je třeba s jednotlivými druhy kapitálu spojit související náklady. Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál je nezbytným krokem v procesu ocenění podniku. Pro následný výpočet nákladů na vlastní kapitál bude použito několik metod, což povede k objektivní hodnotě těchto nákladů.

### 9.2.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady kapitálu, který podnik získává ve formě dluhu, jsou vyjádřeny v podobě úroku, který musí podnik zaplatit. V tomto případě vybraná společnost využívá ke svému dlouhodobému a příležitostně i krátkodobému financování bankovní úvěry.

Vzhledem k faktu, že společnost využívá více bankovních úvěrů a v minulých letech také změnila bankovní institut, bude k výpočtu na cizí kapitál použit výpočet zobrazený v tabulce č. 35. Také je nutné podotknout, že v průběhu sledovaných let dochází ke splacení některých úvěrů a nabytí nových.

Tabulka 36 Náklady na bankovní úvěry

v tis. Kč	Hodnota
Stav B. úvěru na konci roku	1 562
Průměrný stav B. úvěru	1 847
Nákladové úroky	148
Úroková sazba úvěru – stav B. úvěru na konci roku	9,48%
<b>Úroková sazba úvěru – průměrný stav B. úvěru</b>	<b>8,01%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

## 9.2.2 Náklady na vlastní kapitál

Jak již bylo výše uvedeno, pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bude použito několik metod, které přinášejí poněkud rozdílné výsledky. Výsledná celková hodnota nákladů na vlastní kapitál bude následně získána přidělením vah jednotlivým metodám, podle toho, jak odrážejí vypovídací schopnost použitých metod.

### 9.2.2.1 Model oceňování kapitálových aktiv CAPM

Tento model je jedním z nejběžněji používaných modelů pro výpočet nákladů vlastního kapitálu. Pro jeho výpočet je nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, hodnotu koeficientu  $\beta$  a rizikovou prémii.

Hodnota „bezrizikové“ úrokové míry vychází z údajů o bezrizikové úrokové míře zveřejňované na stránkách MPO. Koeficient  $\beta$  je převzat z webových stránek profesora Damodarana, přičemž se jedná o náhradní odhady, jelikož skutečná analyzovaná společnost není obchodovaná na kapitálovém trhu. Bude použita metoda analogie, přičemž společnost spadá do sektoru Machinery. Riziková premie je potom čerpána ze stejné stránky, její údaje vychází z ratingového ohodnocení České republiky. Samotný výpočet nákladů na vlastní kapitál je proveden na základě následujícího vztahu.

$$N_{VK(CAMP)} = r_f + (\beta_z * \text{riziková premie}) \quad (21)$$

Tabulka 37 Náklady na vlastní kapitál stanovené modelem CAPM

Položky	Hodnota
$r_f$ – bezriziková sazba (%)	0,58
$\beta$ – nezadlužená	1,06
$\beta$ – zadlužená	5,24
Riziková prémie	6,69
<b><math>r_e</math> – náklady na vlastní kapitál (%)</b>	<b>35,61</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.2.2.2 *Stavebnicový model*

#### Stavebnicový model MPO

V následující tabulce č. 38 je možné vidět stavebnicový model sestavený dle metodiky výpočtu MPO, který je založen na principu přičítání jednotlivých přírážek k bezrizikové úrokové míře. Informace potřebné k sestavení výsledného procenta nákladů na vlastní kapitál jsou čerpány ze statistik MPO.

Tabulka 38 Náklady na vlastní kapitál stanovené stavebnicovým modelem (MPO)

Položky	Hodnota
Bezriziková sazba – $r_f$	0,58 %
Riziková přírážka za velikost podniku - $r_{LA}$	2,00 %
Riziková přírážka za obchodní riziko - $r_{\text{podnikatelské}}$	3,44 %
Riziková přírážka za finanční stabilitu - $r_{\text{finstab}}$	1,92 %
Riziková přírážka za finanční strukturu - $r_{\text{finstr}}$	1,66 %
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>9,6 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle MPO

#### Stavebnicový model – vybraný podnik

Ještě přesnější výsledky je možné získat, pokud se tento stavebnicový model aplikuje přímo na námi vybraný podnik. Rizikovou prémii za velikost podniku ( $r_{LA}$ ) j potom možné stanovit v hodnotě 5 %, jelikož úplatný kapitál společnosti je menší než 0,1 mld. Kč. Riziková prémie podnikatelského rizika je získána z údajů na stránkách MPO, jelikož společnost je v situaci, kdy přebírá hodnoty odvětví, toto nám udává poměr ROA k nákladům na cizí kapitál. Příliš nízká likvidita podniku určuje, aby hodnota další rizikové přírážka, a to za finanční stabilitu

byla na úrovni 10 %. Riziková přírážka za finanční strukturu je 10%, což se odvíjí od poměru EBIT/nákladových úroků, který je menší než 1 (0,878).

Tabulka 39 Náklady na VK stanovené stavebnicovým modelem – vybraný podnik

Položka	Hodnota
Bezriziková sazba - $r_f$	0,58%
Riziková přírážka za velikost podniku - $r_{LA}$	5,00%
Riziková přírážka za obchodní riziko - $r_{podnikatelské}$	3,01%
Riziková přírážka za finanční stabilitu - $r_{finstab}$	10,00%
Riziková přírážka za finanční strukturu - $r_{finstr}$	10,00%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>28,59%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.2.2.3 Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Při tomto modelu využíváme poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než náklady na cizí kapitál a lze je tedy spočítat jako náklady na cizí kapitál zvýšené o rizikovou přírážku. Výše rizikové přírážky se obvykle doporučuje v hodnotě 2 – 3 %. U námi sledovaného podniku bylo rozhodnuto použít přírážku ve výši 2,5 %.

Tabulka 40 Odvození nákladů na VK z nákladů na cizí kapitál

Položka	Hodnota
Náklady na cizí kapitál	8,01%
Přírážka	2,50%
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>10,51%</b>

### 9.2.2.4 Průměrná rentabilita odvětví

Další možností, jak získat náklady na vlastní kapitál je odvození tyto náklady od rentability odvětví. Námi vybraný podnik spadá do odvětví C-25 (Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení) a potřebné informace je možné získat z finančních analýz ministerstva průmyslu a obchodu. Jelikož tato metoda není příliš vhodná, bude jí přidělena v závěru přidělena nízká váha.

Tabulka 41 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle průměrné rentability odvětví

Položka	Hodnota
Průměrná rentabilita odvětví	15,33
<b>Náklady na vlastní kapitál - <math>r_e</math></b>	<b>15,33</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě MPO

### 9.2.2.5 Souhrnné stanovení nákladů na vlastní kapitál

V následující tabulce č. 42 je zobrazen přehled výše vypočítaných nákladů na VK stanovených různými metodami. Jednotlivým metodám jsou přiděleny váhy, podle jejich vypovídající schopnosti. Nejvyšší váhu mají metody, které zachycují přímo situaci ve vybraném podniku (CAMP, Stavebnicová metoda – podnik). Oproti tomu metody, které zobrazují spíše obecnou situaci, mají menší váhu. Průměrná hodnota nákladů na VK je ve výsledku 25,13 %.

Tabulka 42 Průměrné náklady na vlastní kapitál

	Váha	N <sub>VK</sub>	Přepočtené N <sub>VK</sub>
CAMP	4	35,61%	142,44%
Stavebnicový model (MPO)	2	9,60%	19,20%
Stavebnicový model (podnik)	2,5	28,59%	71,48%
Odvození od nákladů na cizí kapitál	1	10,51%	10,51%
Průměrná rentabilita v odvětví	0,5	15,33%	7,67%
Celkem	10	x	251,29%
<b>Průměrné náklady na VK</b>			<b>25,13%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.2.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Hodnotu vážených průměrných nákladů na kapitál získáme pomocí dosazení do následujícího vzorce.

$$WACC = N_{CK}(1 - T) \frac{CK}{C} + N_{VK} \frac{VK}{C} \quad (22)$$

V následující tabulce jsou zobrazeny veškeré údaje potřebné pro výpočet WACC, přičemž náklady na cizí kapitál jsou ještě sníženy o daňový štít. Společnost má celkově vysoké náklady na kapitál, což není příliš příznivá zpráva pro management podniku.

Tabulka 43 Výpočet průměrných nákladů na kapitál

Položka	Hodnota
Náklady na vlastní kapitál	25,13%
Náklady na cizí kapitál	8,01%
Vlastní kapitál	20216
Cizí kapitál	1562
Kapitál celkem - C	21778
<b>WACC</b>	<b>23,79%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.3 Stanovení hodnoty podniku

Závěrečná část projektové části této diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti k datu 1. 1. 2016, a to na úrovni entity. Při samotném výpočtu bude použita dvoufázová metoda, která dělí období vybraného podniku na dvě pomyslné části. Pro stanovení hodnoty zvolené společnosti byly vybrány metody diskontovaného cash-flow, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů. Přehled zjištěných výsledků jednotlivých metod a jejich srovnání bude uvedeno v závěru projektové části.

#### 9.3.1 Odhad tempa růstu „g“

Nejdříve, než dojde k samotnému výpočtu jednotlivých metod, je nezbytné určit tempo růstu, které je možné stanovit několika způsoby. Při stanovení můžeme vycházet z predikce vývoje HDP ve stálých cenách uveřejňovaných ČNB, tempo růstu činilo v roce 2015 4,6 %, v roce 2016 však jen 2,4 %, do budoucna se nemá výrazně měnit (pouze na 2,8 %). Další možností je stanovení tempa růstu na základě odvození od průměrného tempa růstu tržeb společnosti, které zahrnuje minulé i budoucí odvětví, tedy roky 2011-2020, kdy tempo činilo 15,03 %. Také je dobré přihlídnout k životní fázi cyklu podniku, přičemž vybraný podnik se nachází mezi fázemi růstu a zralosti, takže je možné předpokládat mírně zrychlené tempo růstu. Následně po přihlídnutí ke všem výše uvedeným faktům, a také po zohlednění zásady opatrnosti bylo odhadnuto tempo růstu – g na úrovni 6 %.

#### 9.3.2 Ocenění metodou diskontovaného Cash-flow

Při výpočtu této výnosové metody diskontovaného cash-flow vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření, jenž byl vypočten v kapitole 9.2.1. Výpočet je zachycen v následující tabulce č. 44.

Tento korigovaný výsledek hospodaření je nutné snížit o nově vypočítanou daň, již upravený KPVH je posléze ještě očištěn o výši odpisů, které byly převzaty z plánovaného VZZ. Následně jej upravíme také o výši investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. První investice byly získány jako rozdíl mezi dvěma obdobími (upravený o odpisy) a investice do pracovního kapitálu byly vypočteny také jako rozdíl mezi dvěma obdobími. Po těchto úpravách jsou získány peněžní toky za období 2016-2020, tedy období plánu. Tyto peněžní toky je ještě nutné převést na současnou hodnotu, a to za pomoci kalkulované úrokové míry na úrovni WACC – 23,79 %. Výsledná hodnota 1. fáze, je potom záporná a vychází nám -514,89 tis. Kč.

Tabulka 44 Výpočet 1. Fáze metodou DFC

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
<b>KPVH před zdaněním</b>	1 644	1 385	1 372	1 422	1 343
Upravená daň	312	263	261	270	255
<b>KPVH po zdanění</b>	1 332	1 122	1 112	1 151	1 088
Odpisy	4 613	4 428	3 891	2 928	1 720
Investice do provozně nutného DM	-5 165	-9 328	-3 405	-5 654	-1 085
Investice do provozně nutného PK	-1 148	2 433	-1 058	2 201	-1 404
FCFF	-369	-1 345	539	626	319
<b>Diskontované CF</b>	-298	-878	284	267	110
<b>Hodnota 1. fáze</b>	-514,89				

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším krokem je vypočítání hodnoty druhé fáze pomocí dvou vzorců, a to Gordonova a parametrického. Jako tempo růstu byla v kapitole 9.3.1. zvolena hodnota 6 %.

### 9.3.2.1 *Gordonův vzorec*

Pro použití Gordonova vzorce se předpokládá stabilní a trvalý růst peněžního toku v druhé fázi. Nejdříve dochází k vymezení KPVH po dani a netto investic v prvním roce po skončení plánu, na základě čehož bude určen peněžní tok pro tento rok (2021).

$$KPVH_{2021} = KPVH_{2020} * (1 + g) = 1088 * (1 + 0,06) = 1153,28 \text{ tis. Kč}$$

$$Investice_{netto\ 2021} = C_{2020} * g = 5881 * 0,06 = 352,86 \text{ tis. Kč}$$

$$FCFF_{2021} = KPVH_{2021} - I_{netto\ 2021} = 1153,28 - 352,86 = 800,42$$

$$PH = \frac{FCFF_{2021}}{i_K - g} = \frac{800,42}{0,2379 - 0,06} = 4499,27 \text{ tis. Kč}$$

Po dosažení veškerých známých a potřebných údajů do vzorce byla zjištěna pokračující hodnota ve výši 4499,27 tis. Kč.

### 9.3.2.2 *Parametrický vzorec*

Druhou možností, jak vypočítat pokračující hodnotu, tedy druhou fázi je parametrický vzorec, který má odlišný postup než Gordonův vzorec. Opět je však výchozí hodnotou korigovaný provozní výsledek hospodaření a čistých investic pro rok 2021, dochází zde však k rozšíření o míru investic a rentabilitu investic.

$$m_I = \frac{Investice_{neto\ 2021}}{KPVH_{2021}} = \frac{352,86}{1153,28} = 0,31$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0,06}{0,31} = 0,196 = 19,6\%$$

$$PH = \frac{KPVH_{2021} * (1 - \frac{g}{r_I})}{i_K - g} = \frac{1153,28 * (1 - \frac{0,06}{0,196})}{0,2379 - 0,06} = 4498,23 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota druhé fáze vypočítané parametrickým vzorcem je pouze lehce odlišná od první metody, což je pravděpodobně dáno zaokrouhlováním

Výsledná hodnota 1. fáze byla převzata z předchozího výpočtu (tab. 44), hodnota 2. fáze byla získána pomocí vzorců k výpočtu druhé fáze. Úročený cizí kapitál byl převzat také z předchozího výpočtu v tabulce 34, z čehož je získána výsledná hodnota společnosti k 1. 1. 2016 vypočítaná metodou DCF, tedy -529 tis. Kč.

Tabulka 45 Výsledná hodnota společnosti podle metody DCF

v tis. Kč	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	-514,89
Současná hodnota 2. fáze	1 548
<b>Hodnota brutto</b>	<b>1 033</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 562
<b>Hodnota netto</b>	<b>-529</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota vlastní kapitálu podle metody DCF</b>	<b>-529</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 9.3.3 Ocenění podniku pomocí ekonomické přidané hodnoty

Následující výnosovou metodou použitou pro výpočet hodnoty podniku je ekonomická přidaná hodnota. U této metody se opět vychází z KPVH po dani, který je také možné označit jako NOPAT. Hodnota NOPAT je poté dále snížena o součin čistých operativních aktiv (NOA) a vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Diskontní míra je pro naše potřeby stanovena na úrovni WACC.

Potřebný výpočet je zobrazen v následující tabulce č. 46, přičemž hodnota první fáze za pomoci ekonomické přidané hodnoty nabývá záporných hodnot, a to - 2297 tis. Kč.



Tabulka 46 Výpočet 1. fáze za pomoci ekonomické přidané hodnoty

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019	2020
NOA	7 582	10 049	10 621	11 146	11 915
NOPAT	1 332	1 122	1 112	1 151	1 088
WACC*NOA <sub>T-1</sub>	1 399	1 804	2 391	2 527	2 652
<b>EVA</b>	<b>-67</b>	<b>-682</b>	<b>-1 279</b>	<b>-1 375</b>	<b>-1 564</b>
Odúročitel	0,808	0,653	0,527	0,426	0,344
Diskontovaná EVA	-54,5	-444,8	-674,2	-585,7	-537,9
<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>-2297,0</b>				

Zdroj: vlastní zpracování

Počátek 2. fáze výpočtu je stejný jako u předchozí metody, a to stanovení hodnoty NOPAT pro následující rok plánu, tedy čistý operativní zisk pro rok 2021. Následuje stanovení ekonomické přidané hodnoty pro tentýž rok, přičemž hodnota tempa růstu je stanovena na 6 %.

$$NOPAT_{2021} = NOPAT_{2020} * (1 + g) = 1088 * (1 + 0,06) = 1153,28 \text{ tis. Kč}$$

$$\begin{aligned} EVA_{2021} &= NOPAT_{2021} - (NOA * WACC) = 1153,28 - (11915 * 0,2379) \\ &= -1319,13 \text{ tis. Kč} \end{aligned}$$

$$PH = \frac{EVA_{2021}}{WACC - g} = \frac{-1319,13}{0,2379 - 0,06} = -7415 \text{ tis. Kč}$$

Po dosazení veškerých potřebných hodnot do vzorců byla zjištěna hodnota pokračující hodnoty – 7415 tis. Kč. Po diskontování této zjištěné hodnoty dostaneme hodnotu 2. fáze, ta spolu s fází 1. tvoří dohromady hodnotu přidanou trhem (MVA), což již můžeme vidět v tabulce č. 47.

Tabulka 47 Výsledná hodnota společnosti podle EVA

v tis. Kč	Hodnota
Současná hodnota 1. fáze	-2 297,0
Současná hodnota 2. fáze	-2 550,8
<b>MVA</b>	<b>-4 847,8</b>
NOA k datu ocenění	5 881,0
<b>Hodnota brutto</b>	<b>1 033,2</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 562,0
<b>Hodnota netto</b>	<b>-528,8</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	0,0
<b>Výsledná hodnota podle metody EVA</b>	<b>-528,8</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Po přičtení NOA (k datu ocenění) právě k této hodnotě MVA je získána brutto hodnota podniku. Opět je od brutto hodnoty nutné odečíst hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění, čímž získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu podnik k 1. 1. 2016.

Jak je tedy možné vidět v tabulce č. 47 hodnota stanovená pomocí ekonomické přidané hodnoty, je stejná jako hodnota vypočítaná předchozí metodou (tab. č.45). Důvodem je především použití stejné diskontní míry na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitálu a stejným operativním ziskem.

### 9.3.4 Ocenění podniku za pomoci čistých kapitalizovaných výnosů

Princip této metody je založen na analýze minulých výsledků hospodaření a odhadu jejich následného vývoje do budoucna. Prvním krokem výpočtu je upravení daných výsledků hospodaření o inflaci. Výpočet vychází z VH před zdaněním, který je následně upraven o odpisy, a nepravidelné položky nákladů a výnosů. Na základě těchto úprav je získán upravený výsledek hospodaření (UVH), který je ještě nutné upravit pomocí bazického indexu (vliv inflace). Závěrem jsou jednotlivým UVH přiděleny jednotlivé váhy. Hodnoty potřebné ke stanovení indexů jsou převzaty ze stránek ČSÚ.

Tabulka 48 Úprava výsledku hospodaření pro výpočet odnímatelného výnosu

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014	2015
VH před zdaněním	276	165	123	126	-18
Odpisy	398	445	606	639	3 281
Finanční výnosy	0	1	0	3	9
Tržby z prodeje DM a materiálu	0	0	0	103	0
ZC prodaného DM	0	0	0	0	0
<b>Upravený VH před daní</b>	<b>674</b>	<b>609</b>	<b>729</b>	<b>659</b>	<b>3 254</b>
Cenový index řetězový	1,019	1,033	1,014	1,004	1,003
Cenový index bazický	0,948	0,979	0,993	0,997	1,000
<b>UVH upravený o inflaci</b>	<b>710,94</b>	<b>621,86</b>	<b>734,11</b>	<b>660,98</b>	<b>3 254,00</b>
Váhy	1	2	3	4	5
<b>UVH * váha</b>	<b>711</b>	<b>1 244</b>	<b>2 202</b>	<b>2 644</b>	<b>16 270</b>

Zdroj: vlastní zpracování, ČSÚ

Následnou částí výpočtu stanovujeme samotnou hodnotu, kdy výpočet vychází z aritmetického průměru UVH za výše sledované období (2011-2015). Tento trvale odnímatelný čistý výnos je upraven o odpisy a následně i daň. Závěrem je podělen kalkulovanou úrokovou mírou, což je úroková míra vlastního kapitálu (25,13%), která je snížena o dlouhodobý

inflační cíl ČNB – tedy 2 %. Úpravo o neprovozní majetek k datu ocenění neprovádíme, jelikož firma žádný takový majetek neneviduje.

Tabulka 49 Výsledná hodnota získaná metodu KČV

v tis. Kč	Hodnota
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	1 538
Odpisy	3 281
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech	-1 743
Daň	0 (-331)
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	-1 743
Kalkulovaná úroková míra	23,13%
Provozní hodnota VK	-7 536
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota podle metody ČKV</b>	<b>-7 536</b>

Zdroj: vlastní zpracování

#### 9.4 Shrnutí výsledků použitých metod

Pro stanovení hodnoty vybraného podniku bylo zvoleno několik výnosových metod. Těmito metodami byly ekonomická přidaná hodnota, metoda diskontovaného cash flow a na závěr i metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Přehled výsledných hodnot těchto metod je zachycen v následující tabulce č. 50. U metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty byla za diskontní míru použita hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál na úrovni 23,79 %. U metody kapitalizovaných čistých výnosů byly za diskontní míru dosazeny průměrné náklady na vlastní kapitál očištěné o vliv inflace. Metoda DCFF a EVA dávají stejné závěrečné výsledky, jelikož vycházejí ze stejného korigovaného VH a provozně nutného kapitálu. Výsledná hodnota je však v záporných hodnotách, a to -529 tis. Kč, což pro podnik není pozitivní správa.

Tabulka 50 Shrnutí výsledků použitých metod oceňování

v tis. Kč	DCFF	EVA	KČV
Diskontní míra	23,79%	23,79%	23,13%
Současná hodnota I. fáze	-514,89	-2297,0	x
Současná hodnota II. fáze	1 548	-2 550,8	x
Provozní hodnota brutto	1 033	1 033,2	
Provozní hodnota netto	-529	-528,8	-7 536
<b>Hodnota vlastního kapitálu</b>	<b>-529</b>	<b>-528,8</b>	<b>-7 536</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Metoda čistých kapitalizovaných čistých výnosů na rozdíl od dvou předešlých metod odráží pouze současný vývoj společnosti, nezohledňuje tedy budoucí vývoj. Výsledná hodnota získaná pomocí této metody je také záporná, a to -7 536 tis. Kč. Tato hodnota je oproti předchozí hodnotě poměrně výrazně nižší, tedy ještě více záporná. Tato skutečnost značí o budoucím zlepšení situace podniku, jelikož tuto hodnotu můžeme označit jako dolní limit výnosového ocenění námi vybrané společnosti. Tedy rozdíl mezi dvěma metodami (-7 007 tis. Kč) představuje růstový potenciál společnosti.

**Námi stanovená výsledná hodnota společnosti, je tedy na základě výše uvedených skutečností stanovena k 1. 1. 2016 v hodnotě – 529 tis. Kč.**

#### 9.4.1 Citlivostní analýza zjištěných výsledků

V následující citlivostní analýze je možné vidět, jak jsou námi zjištěné výsledky závislé na zvolené diskontní míře a u DCF a EVY i tempu růstu. Pro zjednodušení se předpokládá, že nedojde ke změně obou parametrů (diskontní míry, tempa růstu) současně, vlivy změn parametrů jsou zachyceny v následující tabulce č. 51.

Tabulka 51 Citlivostní analýza výsledků

v tis. Kč	Diskontní míra			Tempo růstu -g		
	-1,00%	původní	1,00%	-1,00%	původní	1,00%
diskontní míra	22,79%	23,79%	24,79%	5,00%	6,00%	7,00%
<b>DCF + EVA</b>	<b>-369</b>	<b>-529</b>	<b>-669</b>	<b>-524</b>	<b>-529</b>	<b>-536</b>
Změna v %	30,20%	x	-26,50%	0,95%	x	-1,32%
diskontní míra	22,13%	23,13%	24,13%	x		
<b>KČV</b>	<b>-7 876</b>	<b>-7 536</b>	<b>-7 223</b>			
Změna v %	-4,51%	x	4,30%			

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky (51) je tedy patrné, že námi vybraný podnik je výrazněji citliví na změny diskontní míry než na změny tempa růstu. Snížení diskontní míry o 1 % způsobilo zvýšení hodnoty kapitálu stanovené pomocí DCF a EVA o 30%. Oproti tomu opačný krok, tedy zvýšení diskontní míry mělo za následek pokles výsledné hodnoty stanovené metodami DCF a EVA o 26,5 %. Pokud se zaměříme na stejné zvýšení/snížení diskontní míry u KČV, je také patrné zvýšení/snížení u této metody není tak výrazné, je na obě strany okolo 4,5 %. Tento rozdíl je pravděpodobně způsoben rozdílnou velikostí a strukturou kapitálu. U změny tempa růstu není změna po upravení procent +/- 1 % příliš výrazná, změny hodnot jsou ve výsledku rozdílné od originálu o cca 1 %. Jelikož je podnik závislý na těchto parametrech je jim vhodné věnovat pozornost, především potom diskontní míře.

## ZÁVĚR

Hlavním cílem této práce bylo stanovení hodnoty vybrané společnosti k datu ocenění, tedy k 1. 1. 2016, a to za pomoci výnosových metod oceňování

Počáteční část práce se zabývá teoretickými poznatky z oblasti oceňování a následné zpracování literární rešerše, což je jedním z dílčích cílů práce. Rešerše byla provedena na základě českých i zahraničních zdrojů, zde získané informace dávají poté podklad pro vypracování hlavního cíle práce.

Na základě získaných informací a znalostí je tedy vypracována praktická část diplomové práce. V úvodu této práce je charakterizována námi vybraná firma, v další části je zpracována strategická a finanční analýza. V rámci strategické analýzy je provedena analýza vnějšího a vnitřního prostředí. Analýza makroprostředí je provedena pomocí PEST analýzy, která zkoumá politické, technologické, ekonomické a sociální prostředí. Na základě další části, analýzy vnitřního prostředí byla stanovena prognóza relevantního trhu a jeho prognóza, dále také a analýza konkurenční síly a prognóza tržeb podniku. Strategická analýza stanovuje, že společnost působí na atraktivním trhu (53 %) a disponuje průměrnou konkurenční silou v hodnotě 52 %. Tudíž je možné tvrdit, že společnost má průměrně dobrou perspektivu. Dále byla zpracována finanční analýza, v rámci níž, bylo provedeno množství jednotlivých analýz. Jmenovitě horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, analýza poměrových ukazatelů, analýza rozdílových ukazatelů a analýza souhrnných ukazatelů. Poměrové ukazatele byly zaměřeny na ukazatele rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity, u analýzy souhrnných ukazatelů byla provedena analýza indexu IN05 a Z-skóre. Finanční analýza zhodnocuje tedy současnou finanční situaci podniku, která není příliš ideální. Klíčovým je strategie financování, jež je ve vybrané společnosti agresivní. Tedy zde převažují cizí zdroje, které jsou levnější, ale více rizikové, společnost je podkapitalizovaná. Dále společnost vykazuje velice nízké ukazatele likvidity, což je možný budoucí problém, v současnosti však podnik neomezují. Ukazatele aktivity jsou oproti tomu vysoké, což značí nevyvážený poměr mezi likviditou a aktivitou.

Na výše uvedené navazuje projektová část diplomové práce, v rámci něhož, byl vypracován strategický finanční plán pro období 2016-2020, který vycházel z prognózy tržeb získané v rámci strategické analýzy. Jednotlivé položky výkazů byly naplánovány na základě minulého vývoje, očekávání a plánů společnosti a budoucího vývoje. Strategický finanční plán obsahoval plánovanou rozvahu, výkaz zisku a ztráty a plán cash-flow. Následným důležitým

krokem bylo vymezení jednotlivých parametrů pro samotný výpočet hodnoty, přičemž se jednalo o čistá operativní aktiva a čistý operativní zisk. Následovalo stanovení nákladů na kapitál, jak cizí, tak vlastní. Stanovení nákladů na vlastní kapitál proběhlo na základě několika metod, kterým byla přiřazena váha dle jejich vypovídací schopnosti. Na základě těchto dvou nákladů na kapitál byly i následně stanoveny vážené průměrné náklady kapitálu. Pozornost byla také věnována předpokládanému tempu růstu –  $g$ , tento parametr byl stanoven na základě vývoje HDP, tempa růstu tržeb společnosti a další faktorů.

Po zjištění veškerých parametrů bylo přistoupeno k samotnému ocenění podniku. První použitou metodou byla metoda diskontovaných cash-flow, následovala ekonomická přidaná hodnota. Tyto dvě metody vycházeli ze stejných parametrů, tedy stejné diskontní míry, zisku i celkového kapitálu. Jejich výsledky byly totožné, což je i kontrolní funkce výpočtu. Jako třetí a víceméně doplňkovou metodou byla metoda kapitalizovaných čistý výnosů, jenž oproti předchozím metodám vychází pouze z minulých údajů společnosti. Výsledek této metody byl o poznání nižší než u předchozích dvou metod, představuje tedy dolní hranici hodnoty podniku. Práce byla na závěr doplněna citlivostní analýzou zjištěných výsledků, tedy vlivem diskontní míry a tempa růstu na výsledné hodnoty. Zde bylo stanoveno, že společnost je citlivá na změny diskontní míry, proto by tuto skutečnost mělo vedení podniku brát v úvahu.

V závěru bych ráda doporučila možné opatření ke zlepšení stávající situace podniku a její příznivější budoucí vývoj. Hlavní problém vidím ve zvolené finanční politice podniku, kdy je podnik podkapitalizován a k financování využívá převážně cizí zdroje. Vhodné by proto byl přínos nového kapitálu do společnosti (zvýšení vlastního kapitálu), ať už vkladem stávajícího společníka nebo přizváním nového. Právě nový pohled na společnost by mohl přinést inovativní přístupy a změnu strategií, díky čemuž by možné i získat určitou konkurenční výhodu. Také by se společnost měla snažit optimalizovat poměr aktivity a likvidity, přičemž ukazatele aktivity (doby obratu) jsou až zbytečně vysoké, zato ukazatele likvidity jsou nevyhovující. Dílčím cílem společnost by nemělo být získání kladného výsledku hospodaření, ale snaha o optimalizaci hospodaření s majetkem společnosti a následná tvorba hodnoty.

Vybraná společnost byla k datu 1. 1. 2016 oceněna ve výši -529 tis. Kč, čímž byl naplněn cíl diplomové práce. Věřím, že má práce bude pro vybranou společnost přínosem.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

- ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken: John Wiley, 2010, xi, 275 s. Wiley finance. ISBN 978-0-470-48179-0.
- Český statistický úřad [online]. Praha: Český statistický úřad, 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace)
- Cílování inflace v ČR [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)
- Damodaran online. Data: current [online]. 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- Etrzby.: Finanční správa [online]. Praha: Finanční správa, ©2016-2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <http://www.etrzby.cz/cs/kdo-co-a-kdy>
- Finanční správa [online]. Praha: Finanční správa, ©2013-2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <http://www.financnisprava.cz/cs/dane/danovy-system-cr/popis-systemu>
- HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ. Finance podniku. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2009, 179 s. ISBN 978-80-7357-492-5.
- International valuation standards 2011. London: International Valuation Standards Council, 2011. ISBN 978-0-9569313-0-6.
- KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, xvi, 367 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and manage the value of companies. Sixth edition. Hoboken: Wiley, 2015, xvii, 825. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-87370-0.
- KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

- MAJDÚCHOVÁ, Helena a Anna NEUMANNOVÁ. Podnik a podnikanie. Druhé prepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Sprint 2, 2014, 215 s. Economics. ISBN 978-80-89710-04-1.
- Makroekonomická predikce: Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, ©2000-2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce>
- MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.
- MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MAŘÍK - 2, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- Ministerstvo práce a sociálních věcí* [online]. Praha, 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <http://www.mpsv.cz/cs/>
- Měnový kurz* [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy\\_kurz\\_jako\\_nastroj\\_menove\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html)
- Panorama* [online]. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz//cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.
- PINTO, Jerald E, Elaine HENRY, Thomas R ROBINSON a John D STOWE. Equity asset valuation. Second edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2010. CFA institute investment series. ISBN 978-0-470-57143-9.
- PRAT, S.P. & GRABOWSKI, R.J., c2010. Cost of capital: applications and examples 4th ed., Hoboken, N.J.: John Wiley.
- SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, xi, 121 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071793671.
- VEBER, Jaromír. Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2009, 734 s.



VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011, 246 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

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

*Zpracovatelský průmysl* [online]. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2017 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/>

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

ATP	Model arbitrážního oceňování
BÚ	Bankovní úvěr
C	Celkový kapitál
CAMP	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash-Flow
CZ	Cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČRÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované Cash Flow
DM	Dlouhodobý majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBT	Earnings Before Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
EU	Evropská unie
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok firmy

---

HDP	Hrubý domácí produkt
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFČR	Ministerstvo financí české republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MPSV	Ministerstvo práce a sociálních věcí
MVA	Market Value Added
NOA	Čistá operativní aktiva/Net operating Assets
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění/Net Operating Profit After Taxes
NOPBT	Čistý provozní zisk před zdaněním/Net Operating Profit Before Taxes
N <sub>CK</sub>	Náklady na cizí kapitál
N <sub>VK</sub>	Náklady na vlastní kapitál
OA	Oběžný majetek
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociální a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
UVH	Upravený výsledek hospodaření
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obrázek 1 Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění.....	15
Obrázek 2 Organizační struktura podniku .....	46

**SEZNAM TABULEK**

Tabulka 1 Výpočet FCF.....	35
Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku.....	37
Tabulka 3 Výpočet FCFE .....	38
Tabulka 4 Vývoj stavu zaměstnanců .....	45
Tabulka 5 Vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů .....	48
Tabulka 6 Vývoj mezd v průběhu let 2011-2016 .....	49
Tabulka 7 Údaje relevantního trhu .....	50
Tabulka 8 Průměrná rentabilita v odvětví.....	52
Tabulka 9 Analýza atraktivity trhu .....	53
Tabulka 10 Vývoj tržeb daného trhu .....	54
Tabulka 11 Velikost tržního podílu společnosti .....	54
Tabulka 12 Diagram konkurenční síly podniku .....	56
Tabulka 13 Predikce vývoje tržeb .....	57
Tabulka 14 SWOT Analýza společnosti.....	57
Tabulka 15 Horizontální analýza majetkové struktury společnosti.....	59
Tabulka 16 Vertikální analýza majetkové struktury podniku.....	60
Tabulka 17 Horizontální analýza finanční struktury společnosti .....	61
Tabulka 18 Vertikální analýza finanční struktury společnosti .....	62
Tabulka 19 Vývoj vybraných položek VZZ .....	64
Tabulka 20 Vývoj čistého pracovního kapitálu v letech 2011-2015 .....	65
Tabulka 21 Ukazatele zadluženosti .....	65
Tabulka 22 Analýza likvidity .....	67
Tabulka 23 Analýza rentability.....	68
Tabulka 24 Analýza aktivity.....	69
Tabulka 25 Výpočet Altmanova Z-skóre společnosti.....	70
Tabulka 26 Výpočet indexu IN05 společnosti.....	71
Tabulka 27 Plán výnosových položek VZZ .....	73
Tabulka 28 Plán nákladových položek VZZ .....	74
Tabulka 29 Plán aktivních položek rozvahy.....	75
Tabulka 30 Plán pasivních položek rozvahy .....	76
Tabulka 31 Plánované cash-flow společnosti.....	77
Tabulka 32 Finanční analýza plánu společnosti .....	77

Tabulka 33 Vymezení NOA v letech 2015-2020 .....	80
Tabulka 34 Úprava finanční části rozvahy – stanovení C .....	80
Tabulka 35 Vymezení korigovaného výsledku hospodaření .....	81
Tabulka 36 Náklady na bankovní úvěry .....	82
Tabulka 37 Náklady na vlastní kapitál stanovené modelem CAPM .....	83
Tabulka 38 Náklady na vlastní kapitál stanovené stavebnicovým modelem (MPO) .....	83
Tabulka 39 Náklady na VK stanovené stavebnicovým modelem – vybraný podnik .....	84
Tabulka 40 Odvození nákladů na VK z nákladů na cizí kapitál .....	84
Tabulka 41 Náklady na vlastní kapitál stanovené dle průměrné rentability odvětví .....	84
Tabulka 42 Průměrné náklady na vlastní kapitál .....	85
Tabulka 43 Výpočet průměrných nákladů na kapitál .....	85
Tabulka 44 Výpočet 1. Fáze metodou DFC .....	87
Tabulka 45 Výsledná hodnota společnosti podle metody DCF .....	88
Tabulka 46 Výpočet 1. fáze za pomoci ekonomické přidané hodnoty .....	89
Tabulka 47 Výsledná hodnota společnosti podle EVA .....	89
Tabulka 48 Úprava výsledku hospodaření pro výpočet odnímatelného výnosu .....	90
Tabulka 49 Výsledná hodnota získaná metodu KČV .....	91
Tabulka 50 Shrnutí výsledků použitých metod oceňování .....	91
Tabulka 51 Citlivostní analýza výsledků .....	92

**SEZNAM GRAFŮ**

Graf 1 Vývoj likvidity společnosti.....	67
Graf 2 Vývoj rentability společnosti v letech 2011-2015.....	68

## **SEZNAM PŘÍLOH**

P I: ROZVAHA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI 2011-2015

P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY VYBRANÉ SPOLEČNOSTI 2011-2015

P III: HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA NÁKLADŮ A VÝNOSŮ

P IV: PLÁN CASH-FLOW 2016-2020



## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

ROZVAHA (v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>10 281</b>	<b>9 340</b>	<b>9 360</b>	<b>11 694</b>	<b>27 659</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>8 527</b>	<b>7 261</b>	<b>7 132</b>	<b>8 366</b>	<b>18 931</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	8 527	7 261	7 132	8 366	18 931
<i>Pozemky</i>	554	554	554	554	554
<i>Stavby</i>	7 750	6 346	5 956	5 596	5 054
<i>Samostatné movité věci a soubory hmotných movitých věcí</i>	223	361	622	2 216	13 323
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 754</b>	<b>2 079</b>	<b>2 228</b>	<b>3 328</b>	<b>8 728</b>
Zásoby	499	689	293	760	555
<i>Materiál</i>	356	465	292	692	461
<i>Zboží</i>	143	224	1	68	94
Dlouhodobé pohledávky	1 186	0	0	0	0
<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	1 186	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	49	1 336	1 156	2 448	7 308
<i>Pohledávky z obchodních vztahů</i>	0	1 267	1 108	1 372	1 094
<i>Stát - daňové pohledávky</i>	0	0	0	1 017	6 169
<i>Krátkodobé poskytnuté zálohy</i>	49	69	48	59	45
Krátkodobý finanční majetek	20	54	779	120	865
<i>Peníze</i>	20	34	20	49	98
<i>Účty v bankách</i>	0	20	759	71	767
Časové rozlišení	0	0	0	0	0

<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>10 281</b>	<b>9 340</b>	<b>9 360</b>	<b>11 694</b>	<b>27 659</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>3 976</b>	<b>4 110</b>	<b>4 217</b>	<b>4 337</b>	<b>4 319</b>
Základní kapitál	100	100	100	100	100
Fondy ze zisku	10	10	10	10	10
Výsledek hospodaření minulých let	3 642	3 866	4 000	4 107	4 227
<i>Nerozdělený zisk minulých let</i>	3 642	3 866	4 000	4 107	4 227
Výsledek hospodaření běžného účetního období	224	134	107	120	-18
<b>Cizí zdroje</b>	<b>6 183</b>	<b>5 131</b>	<b>5 077</b>	<b>7 284</b>	<b>23 340</b>
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	2 237	2 059	2 404	5 152	19 447
<i>Závazky z obchodních vztahů</i>	999	655	1 132	3 797	3 227
<i>Závazky k zaměstnancům</i>	106	136	146	192	204
<i>Závazky ze soc. zabezpečení a ZP</i>	186	124	196	142	215
<i>Stát - daňové závazky a dotace</i>	246	444	230	321	79
<i>Jiné závazky</i>	700	700	700	700	15 722
Bankovní úvěry a výpomoci	3 946	3 072	2 673	2 132	1 562
<i>Bankovní úvěry dlouhodobé</i>	3 608	2 984	2 673	1 865	1 562
<i>Krátkodobé bankovní výpomoci</i>	338	88	0	267	0
Časové rozlišení	122	99	66	73	2 331
<i>Výdaje příštích období</i>	122	99	66	73	1 835
<i>Výnosy příštích období</i>	0	0	0	0	496

## PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

<b>VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (v tis. Kč)</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Tržby za prodej zboží	5 365	3 482	4 165	4 534	5 819
Náklady vynaložené na prodané zboží	4 868	3 206	3 501	3 841	5 030
<b>Obchodní marže</b>	<b>497</b>	<b>276</b>	<b>664</b>	<b>693</b>	<b>789</b>
<b>Výkony</b>	<b>8 594</b>	<b>8 166</b>	<b>8 844</b>	<b>9 199</b>	<b>24 865</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	8594	8166	8844	9199	24865
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0
Aktivace	0	0	0	0	0
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>5363</b>	<b>4770</b>	<b>4978</b>	<b>5206</b>	<b>17842</b>
Spotřeba materiálu a energie	2 597	2 923	2 543	3 041	14 555
Služby	2766	1847	2435	3287	2165
<b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>	<b>3728</b>	<b>3672</b>	<b>4530</b>	<b>4686</b>	<b>7812</b>
Osobní náklady	2776	2743	3377	3654	4003
<i>Mzdové náklady</i>	<i>1 974</i>	<i>1985</i>	<i>2453</i>	<i>2632</i>	<i>2904</i>
<i>Odměny členům orgánů obchodní korporace</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění</i>	<i>671</i>	<i>669</i>	<i>800</i>	<i>880</i>	<i>906</i>
<i>Sociální náklady</i>	<i>131</i>	<i>89</i>	<i>124</i>	<i>142</i>	<i>193</i>
Daně a poplatky	20	33	35	26	21
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	398	445	606	639	3218
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	103	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	45	0	80	0	0
Ostatní provozní náklady	50	74	157	243	347
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>529</b>	<b>377</b>	<b>435</b>	<b>227</b>	<b>160</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	231	177	119	63	148
Ostatní finanční výnosy	0	1	0	3	9
Ostatní finanční náklady	22	36	193	41	39
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-253</b>	<b>-212</b>	<b>-312</b>	<b>-101</b>	<b>-178</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	52	31	16	6	0
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>224</b>	<b>134</b>	<b>107</b>	<b>120</b>	<b>-18</b>

**PŘÍLOHA P III: HORIZONTÁLNÍ A VETIKÁLNÍ ANALÝZA  
VÝNOSŮ A NÁKLADŮ SPOLEČNOSTI**

(v tis. Kč.)	2011	2012	2013	2014	2015
Náklady na zboží	35,3%	27,8%	27,0%	28,0%	16,4%
Výkonová spotřeba	38,9%	41,4%	38,3%	37,9%	58,1%
<i>spotřeba mat. a energie</i>	18,8%	25,4%	19,6%	22,2%	47,4%
<i>služby</i>	20,1%	16,0%	18,8%	15,8%	10,7%
Osobní náklady	20,1%	23,8%	26,0%	26,6%	13,0%
Daně a poplatky	0,1%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%
Odpisy DHM a DNM	2,9%	3,9%	4,7%	4,7%	10,7%
Ostatní provozní náklady	0,4%	0,6%	1,2%	1,8%	1,1%
Nákladové úroky	1,7%	1,5%	0,9%	0,5%	0,5%
Ostatní finanční náklady	0,2%	0,3%	1,5%	0,3%	0,1%
Daň z příjmu	0,4%	0,3%	0,1%	0,04%	0%
<b>NÁKLADY</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

(v tis. Kč.)	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Náklady na zboží	-34%	9%	10%	31%
Výkonová spotřeba	-11%	4%	5%	243%
<i>spotřeba mat. a energie</i>	13%	-13%	20%	379%
<i>služby</i>	-33%	32%	-11%	52%
Osobní náklady	-1%	23%	8%	10%
Daně a poplatky	65%	6%	-26%	-19%
Odpisy DHM a DNM	12%	36%	5%	413%
Ostatní provozní náklady	48%	112%	55%	43%
Nákladové úroky	-23%	-33%	-47%	135%
Ostatní finanční náklady	64%	436%	-79%	-5%
Daň z příjmu	-40%	-48%	-63%	-100%
<b>NÁKLADY</b>	<b>-16%</b>	<b>13%</b>	<b>6%</b>	<b>124%</b>

(v tis. Kč.)	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej zboží	38,3%	29,9%	31,8%	32,8%	19,0%
Výkony	61,4%	70,1%	67,6%	66,5%	81,0%
Tržby za prodej DM a mat.	-	-	-	0,7%	-
Ostatní provozní výnosy	0,3%	-	0,6%	-	-
Ostatní finanční výnosy	-	0,01%	-	0,02%	0,03%
<b>VÝNOSY</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

(v tis. Kč.)	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Tržby za prodej zboží	-35,1%	19,6%	8,9%	28,3%
Výkony	-5,0%	8,3%	4,0%	170,3%
Tržby za prodej DM a mat.	-	-	-	-100,0%
Ostatní provozní výnosy	-100,0%	-	-100,0%	-
Ostatní finanční výnosy	-	-100,0%	-	200,0%
<b>VÝNOSY</b>	<b>-16,8%</b>	<b>12,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>121,8%</b>

**PŘÍLOHA P IV: PLÁN CASH-FLOW 2016-2020**

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>PS peněžních prostředků</b>	<b>865</b>	<b>894</b>	<b>1 073</b>	<b>1 155</b>	<b>1 504</b>
Výsledek hospodaření	1 488	1 247	1 147	1 235	1 181
Odpisy aktiv	4 613	4 428	3 891	2 928	1 720
Změna stavu zásob	189	312	232	283	251
Změna stavu pohledávek	2 481	2 067	6 010	3 215	2 745
Změna stavu krátkodobých závazků	2 026	4 228	4 429	5 322	1 351
Zvýšení/Snížení krátkodobých BÚ	377	-303	-74	0	0
Zvýšení/Snížení ČAP	-475	763	837	727	297
<b>CF provozní</b>	<b>5 358</b>	<b>7 983</b>	<b>3 988</b>	<b>6 713</b>	<b>1 553</b>
Nabití DM	5493	6282	4407	7073	1910
<b>CF investiční</b>	<b>-5493</b>	<b>-6282</b>	<b>-4407</b>	<b>-7073</b>	<b>-1910</b>
Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0	0
Zvýšení/Snížení dlouhodobých BÚ	-164	1 522	-501	-709	-413
<b>CF z financování</b>	<b>164</b>	<b>-1522</b>	<b>501</b>	<b>709</b>	<b>413</b>
Celkové CF	29	179	82	349	56
<b>KS KFM</b>	<b>894</b>	<b>1 073</b>	<b>1 155</b>	<b>1 504</b>	<b>1 560</b>