

Projekt stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování

Bc. Adéla Křížanová

Diplomová práce
2021



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2020/2021

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE (projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Bc. Adéla Křížanová**
Osobní číslo: **M190616**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **Kombinovaná**
Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy užívané pro oceňování podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Zpracujte strategickou a finanční analýzu společnosti.
- V návaznosti na předchozí analýzy zpracujte finanční plán vybrané společnosti.
- Stanovte hodnotu vybrané společnosti pomocí vybraných výnosových metod oceňování a proveďte nákladovou a rizikovou analýzu projektu.

Závěr

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

Seznam doporučené literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Third edition. Hoboken: Wiley, 2012, 874 s. ISBN 9781118011522.
KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTÉS. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. Praha: Grada Publishing, 2017, 185 s. ISBN 9788027106806.
MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 551 s. ISBN 9788087865385.
MASSARI, Mario, Gianfranco GIANFRATE a Laura ZANETTI. *Corporate valuation: measuring the value of companies in turbulent times*. Hoboken: Wiley, 2016, 496 s. ISBN 9781119003335.
RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019, 152 s. ISBN 9788027120284

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **15. ledna 2021**
Termín odevzdání diplomové práce: **20. dubna 2021**

L.S.

doc. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitelka ústavu

Ve Zlíně dne 15. ledna 2021

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 v případě, že uzavřu licenční smlouvu uzavřenou 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 18.5.2021

Jméno a příjmení: Adéla Křížanová

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Náplní této diplomové práce je problematika stanovení hodnoty vybraného podniku za pomoci vybraných výnosových metod ocenění. Obsah této práce je konstruován do dvou hlavní částí, a sice teoretické a praktické části, která je dále rozdělena na analytickou a projektovou část. V teoretické části je nejprve provedena kritická literární rešerše, která se zabývá širokou problematikou v procesu oceňování podniku a vybraných výnosových metod. V rámci analytické části je provedena strategická a finanční analýza podniku. V rámci projektové části je sestaven finanční plán, analyzovány generátory hodnoty, vyčíslena provozně nutná aktiva a stanoveny náklady na kapitál. Závěrem projektové části je proveden samotný proces ocenění konkrétního podniku.

Klíčová slova: oceňování, hodnota podniku, diskontní míra, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, výnosové metody ocenění, diskontované cash-flow, ekonomická přidaná hodnota, kapitalizované čisté výnosy

ABSTRACT

The content of this master thesis is aimed at determining the value of a selected company using the selected yield valuation methods. The content of this thesis is constructed into two main parts, namely the theoretical and practical part, which is further divided into analytical and project part. In the theoretical part, a critical literature review is firstly performed secondly author deals with a wide range of issues in the process of business valuation and selected yield methods. Within the analytical part, the strategic and financial analysis of the company is presented. Within the project part, is compiled a financial plan, are analysed value generators, are quantified operationally necessary assets and company's capital costs. At the end of the project part, the whole process of valuing a specific company is completed.

Keywords: valuation, value determination, discount rate, financial analysis, strategic analysis, financial plan, yield valuation methods, discounted cash flow, economic value added, capitalized net income

Ráda bych tímto poděkovala vedoucí mé práce Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph. D za jeho vstřícnost, trpělivost a poskytnutí odborných rad. Poděkování patří také Ing. Miroslavě Dolejšové, Ph.D. a Ing. Tomáši Urbánkovi, Ph.D., za poskytnutí odborných rad z oblasti statistiky. Současně děkuji i vedení podniku za umožnění zpracování tématu a poskytnutí informací, i když podnik nechtěl být konkrétně jmenován.

„Svoboda bez vzdělání je nebezpečná, vzdělání bez svobody je zbytečné.“

(J. F. Kennedy)

OBSAH

ÚVOD	6
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	7
I TEORETICKÁ ČÁST	8
1 TEORETICKÝ ZÁKLAD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	9
1.1 POJETÍ PODNIKU A JEHO DŮVODY PRO OCENĚNÍ	9
1.2 HODNOTA PODNIKU.....	10
1.2.1 Hladiny hodnoty	11
1.2.2 Báze hodnoty	11
1.2.2.1 Tržní hodnota	11
1.2.2.2 Spravedlivá hodnota	12
1.2.2.3 Investiční (subjektivní) hodnota	13
1.2.2.4 Objektivizovaná hodnota	13
1.2.2.5 Kolínská škola.....	13
1.3 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU V ČESKÉ REPUBLICE	14
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	16
2.1 FAKTOR ČASU.....	16
2.2 FAKTOR RIZIKA	16
2.2.1 Obchodní a finanční riziko	17
2.2.2 Systematické a nesystematické riziko	17
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	18
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	19
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT	19
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	20
3.2.1 Analýza a prognóza relevantního trhu	20
3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.....	21
3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku	21
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	21
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	25
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	25
3.6 TVORBA FINANČNÍHO PLÁNU.....	26
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	28
4.1 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE MAJETKU.....	28
4.2 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU	29
4.3 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ	29
4.3.1 Metoda diskontovaného peněžního toku.....	30
4.3.1.1 Metoda DCF Entity.....	30
4.3.1.2 Metoda DCF Equity.....	33
4.3.1.3 Volba diskontní míry	34
4.3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	36
4.3.3 Metoda založená na ekonomické přidané hodnotě	36
4.4 KOMBINOVANÉ METODY	38
II PRAKTICKÁ ČÁST	40

5	PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉ SPOLEČNOSTI	41
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	42
6.1	MAKROPROSTŘEDÍ	42
6.1.1	Politické a legislativní vlivy	42
6.1.2	Ekonomické vlivy	42
6.1.3	Technologické vlivy	44
6.1.4	Sociální a demografické faktory	44
6.2	MIKROPROSTŘEDÍ	45
6.2.1	Analýza relevantního trhu	45
6.2.2	Analýza atraktivity trhu.....	47
6.2.3	Prognóza relevantního trhu	51
6.3	ANALÝZA KONKURENCESCHOPNOSTI A VNITŘNÍHO POTENCIÁLU.....	54
6.3.1	Stanovení tržního podílu v odvětví	54
6.3.2	Analýza konkurenční síly.....	55
6.3.3	Perspektivnost podniku na trhu.....	59
6.3.4	Prognóza tržeb analyzovaného podniku.....	59
6.4	SWOT ANALÝZA	61
7	FINANČNÍ ANALÝZA	63
7.1	ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	63
7.1.1	Analýza majetkové struktury	63
7.1.2	Analýza finanční struktury	65
7.1.3	Analýza výnosů a nákladů	67
7.1.4	Analýza přidané hodnoty a výsledku hospodaření.....	70
7.2	ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	72
7.3	POMĚROVÉ UKAZATELE	73
7.3.1	Analýza zadluženosti, majetkové a finanční struktury	73
7.3.2	Analýza likvidity	76
7.3.3	Analýza rentability	78
7.3.4	Hodnocení vlivu zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu	79
7.3.5	Analýza aktivity	80
7.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	81
7.4.1	Altmanův Z-skóre	81
7.4.2	Index IN05	82
8	SOUHRNNÉ HODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU	83
9	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	87
9.1	PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY PROVOZNĚ NUTNÉ	87
9.2	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	88
9.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	88
10	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	90
10.1	TRŽBY	90
10.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE	90
10.3	PRACOVNÍ KAPITÁL	91
10.4	INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU	94
11	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	96

11.1	PLÁNOVANÁ ROZVAHA	96
11.2	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	96
12	PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD.....	98
12.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	98
12.1.1	Náklady na cizí kapitál.....	98
12.1.2	Náklady na vlastní kapitál.....	99
12.1.2.1	Metoda oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	99
12.1.2.2	Stavebnicový model	101
12.1.2.3	Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál.....	102
12.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál	102
12.2	STANOVENÍ TEMPA RŮSTU.....	103
12.3	VÝPOČET HODNOTY METODOU DCF ENTITY	104
12.4	VÝPOČET HODNOTY METODOU ZALOŽENOU NA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTĚ.....	107
12.5	VÝPOČET HODNOTY METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	109
12.6	STANOVENÍ VÝSLEDNÉ HODNOTY PODNIKU	111
12.7	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA.....	112
12.8	NÁKLADOVÁ A RIZIKOVÁ ANALÝZA.....	113
	ZÁVĚR	116
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	118
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	122
	SEZNAM GRAFŮ	125
	SEZNAM TABULEK.....	126
	SEZNAM PŘÍLOH.....	130

ÚVOD

Oceňování podniku je v dnešní době čím dál víc aktuálním tématem, jelikož se firmy prodávají, různě slučují, transformují, krachují atd. Navíc se zpříšňují podmínky pro poskytování úvěrů, mnohem více se pojišťovny zaměřují na analýzy rizik. Důvodů je tedy spousta, záleží však hlavně na účelu, k jakému má hodnocení sloužit. Při hodnocení podniku podnikem samotným, dochází hlavně získání zpětné vazby z vytvořené činnosti, anebo také ze strany samotných majitelů. Z důvodu existence mnoho metod, postupů a různých účelů ocenění je logické, že se výsledky ocenění mohou lišit nejen v závislosti na zvolené metodě, ale i z pohledu subjektivního názoru oceňovatele.

Diplomová práce je rozdělena do dvou hlavních částí, a sice teoretické a praktické. Teoretická část v úvodu popisuje široký rámec, ve kterém je nejprve obecně popsán teoretický základ pro oceňování podniku, ve kterém je vysvětlen podnik jako předmět ocenění, různé hodnoty podniku a okrajově je vysvětlena i potřebná právní úprava oceňovatelů. Dále je vysvětlena potřeba faktoru času a rizika, v další kapitole je vysvětlen teoretický základ postupu oceňování podniku a metody ocenění podniku se zaměřením hlavně na výnosové metody.

Úvod praktické části nejprve představuje stručné představení vybraného podniku, následně je vypracována rozsáhlá strategická analýza, ve které je hlavním cílem zjistit všechny faktory, které ovlivňují podnik jako celek. Na tuto analýzu pak navazuje analýza finanční, která poskytuje i pro podnik určitou zpětnou vazbu o fungování podniku z hlediska různých finančních i nefinančních ukazatelů. Druhá část praktické části představuje již projektovou část, kde jsou nejprve rozděleny aktiva na provozně nutná a nenutná, provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty na základě výsledků předešlých analýz. Následně je sestaven finanční plán na základě analýzy hlavních generátorů hodnoty. Poslední kapitolu již výsledné stanovení hodnoty pomocí vybraných výnosových metod a provedená citlivostní analýza na změnu hlavních vstupních parametrů. V této kapitole je také okrajově provedena nákladová a riziková analýza v rámci projektu.

Tato diplomová práce poskytuje zejména vedení analyzovaného podniku nejen informaci o celkové hodnotě samotného podniku, ale nabízí také rozsáhlou analýzu strategického postavení i finančního zdraví podniku. Je tedy možnost, že tyto poznatky mohou být v budoucím rozhodování využity.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti k 1.1.2020 pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Jedná se konkrétně o metodu diskontovaného cash flow, metodu založenou na koncepci ekonomické přidané hodnoty a metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Tento užší výběr byl zvolen především z důvodu nejčastějšího využití těchto metod v oceňovací praxi a zároveň i z pohledu použitelnosti v podmínkách České republiky. Z důvodu citlivosti některých dat si vedení vybraného podniku nepřeje, aby byl v této diplomové práci zmiňován její konkrétní název, proto není nikde uveden.

Dosažení předem stanoveného cíle je v teoretické části využita kritická literární rešerše, kterou je poskytnut vhodný teoretický základ pro aplikaci postupů v praktické části. V praktické části je nejdříve dle dostupných informací stručně představena analyzovaná společnost, následně je zpracována strategická analýza, která obsahuje analýzu makroprostředí a mikroprostředí. Analýza makroprostředí je provedena pomocí tzv. PEST analýzy, čímž je charakterizováno několik faktorů, mezi které patří politika, ekonomika, sociální oblast a technologická. Analýza mikroprostředí je provedena pomocí analýzy atraktivity relevantního trhu a analýzy konkurenceschopnosti a vnitřního potenciálu, obě tyto analýzy vyúsťují v analýzu perspektivnosti, kde pomocí tzv. bostonské matice je zjištěno postavení vybraného podniku na trhu. Celá strategická analýza je završena SWOT analýzou, kde jsou stručně shrnuty silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby podniku.

Další část se zabývá analýzou finančního zdraví podniku, v níž je provedena horizontální a vertikální analýza výkazu rozvahy a výkazu zisku a ztráty, dále provedena analýza rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Analýza souhrnných ukazatelů vede k syntéze všech výsledků doposud provedených analýz. Za touto kapitolou je ještě zvlášť provedeno souhrnné zhodnocení finančního zdraví z pohledu strategické i finanční analýzy. Na klasickou finanční analýzu navazuje analýza a prognóza generátorů hodnoty, která svými výsledky podkládá rozhodující veličiny pro stanovení finančního plánu.

Před samotnou aplikací jednotlivých výnosových metod je nejprve stanovena diskontní míra. Výsledná hodnota podniku je určena za pomoci již zmíněných vybraných výnosových metod oceňování, kterou následně doprovází citlivostní analýza. Tato citlivostní analýza má za úkol zjistit citlivost výsledné hodnoty podniku na vstupní parametry v podobě tempa růstu a diskontní míry s cílem zjistit, jak ovlivňují celkový výsledek.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORETICKÝ ZÁKLAD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oblast týkající se stanovení hodnoty podniku se stává čím dál aktuálnějším tématem, obzvláště díky změně na tržní ekonomiku, kdy najednou vyvstala potřeba znát účetní hodnoty aktiv, ale i jejich tržní hodnotu zejména pro investory, vlastníky, či věřitele. (Kislingerová, 2001, s.1)

Podle Krabce (2009, s. 30) je oceňování podniku teoretickým ale i praktickým oborem, které využívá poznatky z oceňovacích standardů, ekonomické teorie a podnikových financí.

1.1 Pojetí podniku a jeho důvody pro ocenění

Důležitým krokem výkladu je vymezení samotného pojetí podniku jako takového. Lze se setkat s různými definicemi podniku. Podle Maříka (2018, s. 17) definice podniku jako něco jedinečného a méně likvidního aktiva, který má na výběr jen málo transparentní trhy, odpovídá skutečné situaci a nese s sebou důsledky do stanovení hodnoty podniku.

V praxi pro oceňovatele mají největší význam formulace stanovené přímo v zákoně. Do roku 2013 bylo pojetí podniku vyčleněno v obchodním zákoníku. Od roku 2014 platí nový občanský zákoník, který pojem podnik substituoval za pojem obchodní závod, ten je pak definován v § 502 občanského zákoníku, ale pojem podnik je i mezi veřejností více znám, proto se budeme zabývat definicí podniku jako takového. (Mařík, 2018, s. 17-18)

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (Česko, 2012, § 502)

Podnikáním se pak rozumí vykonávání soustavné činnosti samostatně, na vlastní účet, pod vlastním jménem, odpovědnosti a za účelem dosažení zisku (Dvořáček a Slunčík, 2012, s. 1). Je však ale důležité si uvědomit, že podnikání není vždy spjato s pojmem zisk, neboť existuje i tzv. neziskový sektor. V neziskovém sektoru vykazují podniky znaky podnikání, ale svůj zisk musí vložit hlavně na svůj rozvoj a ze zákona se zakazuje použití zisku v prospěch členů neziskového podniku, na rozdíl od podnikatelské sféry. (Majdúchová a Neumannová, 2014, s. 17)

Ocenění hraje klíčovou roli v mnoha oblastech financí – v podnikových financích, při fúzích a akvizicích, anebo při správě portfolia. Ocenění není objektivním příkladem a jakékoli

předsudky, které analytik do procesu přináší, se mohou dostat do hodnoty ocenění podniku. (Damodaran, 2012, s. 9)

V poslední době nejen vlastníci potřebují čím dál častěji znát hodnotu svého podniku nebo i jejich podílu, proto roste potřeba oceňování a je nutné jej provést s dávkou přesnosti. (Risius, 2007, s.1)

Podle Vochozky (2020, s.1) je v dnešní době hodnocení podniku více aktuálním tématem, jelikož se společnosti prodávají, různě slučují, transformují, krachují atd. Navíc se zpřísňují podmínky pro poskytování úvěrů, mnohem více se pojišťovny zaměřují na analýzy rizik. Důvodů je tedy spousta, záleží však hlavně na účelu, k jakému má hodnocení sloužit.

Při hodnocení podniku podnikem samotným dochází hlavně kvůli potřebě ze strany managementu při hodnocení podniku jako své zpětné vazby vytvořené činnosti, anebo také ze strany samotných majitelů. Při hodnocení z důvodu vlastnické změny ve společnosti je nutné určit tržní cenu. A při hodnocení podniku ze strany externích subjektů je důležité pro banky a jiné finanční situace zhodnotit podnik, aby jim mohly poskytnout finanční prostředky. Stejně tak například dodavatelé nám svým způsobem poskytují určitý čas na úhradu a tím i jistou formu krátkodobého úvěru. (Vochozka, s. 2020, s. 9-10)

1.2 Hodnota podniku

Podle Maříka (2018, s. 23-25) je hodnota ekonomickým pojmem, který je chápán jako vztah mezi daným subjektem a objektem za pomoci racionálního chování. Hodnota je vyjádřena očekávanými budoucími příjmy, které se převedou na jejich současnou hodnotu.

Podnik vytváří vlastnickou hodnotu tak, že se snaží postupně díky investovaným finančním prostředkům v budoucnu získat větší a větší hodnotu. Pomocí porovnání vkladů a nákladů investic, lze určit hodnotu, kterou podnik vytváří. Nesmí se však zapomenout v této souvislosti na časovou hodnotu peněz a riziko, které nám říká, že finanční obnos získaný zítra má menší hodnotu než dnes. (Koller, Goedhart a Wessels, 2015, s. 17)

Kislingerová (2001, s. 11) uvádí, že hodnotu podniku nelze jednoznačně určovat jako cenu, jako je tomu u jiného zboží. Konečná prodejní cena je výsledkem působení celé řady dalších faktorů, hrají podstatnou roli, které při jejím utváření. Mezi faktory patří např. faktory psychologické, časová tíseň, vztahy mezi kupujícími a prodávajícími a také dovednosti při jednání o ceně.

1.2.1 Hladiny hodnoty

Podnik lze oceňovat ve dvou různých hladinách. V hodnotě brutto se jedná o hodnotu podniku jako celku, tedy hodnota pro věřitele i vlastníky. V hodnotě netto se pak rozumí ocenění na úrovni kapitálu, který do podniku vložili pouze vlastníci. (Mařík, 2018, s. 19)

1.2.2 Báze hodnoty

Podle Maříka (2018, s. 25-26) lze říci, že báze hodnoty v sobě nesou základní předpoklady, na kterých ocenění dle typu staví. Při ocenění je tedy nutné si nejdříve vymezit tyto báze hodnoty a poté rozsah a přístup k jeho ocenění.

Mezi základní praktické otázky při tvorbě hodnoty patří:

- kolik je zájemce nebo samotný trh ochoten zaplatit – tzn. tržní ocenění;
- jakou má z podnik z hlediska určitého kupujícího či vlastníka hodnotu;
- jaká je spravedlivá hodnota pro určitou dvojici kupujícího a prodávajícího;
- jakou hodnotu lze určit za nejméně diskutabilní.

Pomocí těchto základních otázek se postupem času vyvinuly zásadní báze hodnoty, kterými jsou tržní hodnota, investiční (subjektivní) hodnota, spravedlivá hodnota, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup pomocí Kolínské školy. (Mařík, 2018, s. 25)

1.2.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota podle IVSC znamená: „*odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“ (International Valuation Standards 2011, s. 82)

Podle zákona o oceňování majetku je tržní hodnota definována velmi podobně jako: „*odhadovaná částka, za kterou by měly být majetek nebo služba směněny ke dni ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, a to v obchodním styku uskutečněném v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní. Principem tržního odstupu se pro účely tohoto zákona rozumí, že účastníci směny jsou osobami, které mezi sebou nemají žádný zvláštní vzájemný vztah a jednají vzájemně nezávisle.*“ (Česko, 2012, § 2)

Podle výše zmíněné definice také podobně definuje tržní hodnotu i Kislingerová (2001, s. 17), která říká, že na základě aktuálních přístupů definujících tržní hodnotu, lze chápat tržní

hodnotu jako směnu mezi dvěma informovanými subjekty, kteří mezi sebou jednájí dobrovolně a znají všechny skutečnosti ohledně tvorby tržní hodnoty.

První otázkou, kterou si lze položit je otázka, za kolik je ochoten zaplatit na trhu běžný zájemce. Z této otázky vyplývá, že existuje trh s podniky a na tomto trhu existuje více kupujících a více prodávajících, čímž se vytvářejí předpoklad pro vznik tržní ceny. Standardy navíc zdůrazňují, že tržní hodnota aktiva je zejména trhem uznané použitelnosti než jeho fyzického stavu. Avšak použitelnost pro určitý podnik se může lišit od použitelnosti, které vyznává trh nebo jiný podnik. Čímž lze vyvodit rozdíl mezi individuální a tržní hodnotou. (Mařík, 2018, s. 26)

Mařík (2018, s. 30) zdůrazňuje důležitost v české sféře oceňování i dalšího specifického pojmu v souvislosti s tržní hodnotou. Jedná se o cenu obvyklou, která se často objevuje ve znalecké praxi a podle zákona se oceňuje majetek a služba cenou obvyklou, nestanoví-li zákon jiný způsob oceňování. Pojem je definován v zákoně o oceňování takto: *„Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodejkách stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim. Obvyklá cena vyjadřuje hodnotu majetku nebo služby a určí se ze sjednaných cen porovnáním.“*

1.2.2.2 Spravedlivá hodnota

Pomocí této báze Mařík (2018, s. 32-33) odpovídá na otázku, za jakou hodnotu by bylo spravedlivé, aby byl podnik převeden mezi určitou dvojici subjektů s respektováním zájmů obou stran. Do roku 2017 byla tato hodnota označována v Mezinárodních oceňovacích standardech jako fair value, ale mnohdy se setkávala s nesprávným výkladem, jelikož v Mezinárodních účetních standardech existuje stejný pojem fair value, ale lišící se svým významem. Fair value dle mezinárodních účetních standardů lze přirovnat spíše k tržní hodnotě. Z toho důvodu bylo v roce 2017 změněno označení této báze na equitable value.

1.2.2.3 Investiční (subjektivní) hodnota

Investiční hodnota spojuje zvláštní majetek s investory, kteří si dopředu a společně stanoví cíle a kritéria na požadované aktivum. Investiční hodnota aktiva může nabývat vyšších i nižších hodnot, než je jeho hodnota tržní. (International Valuation Standards, 2011, str. 21)

Investiční hodnota značí do jisté míry znalosti a schopnosti investora. Navíc také jeho výnosový potenciál, očekávané riziko a jeho samotný postoj k riziku, ale také obchodní strategii, či silné a slabé stránky podniku. Tuto hodnotu obvykle označujeme jako hodnotu pro vlastníka. (Hitchner, 2017, s. 5, s. 35-36)

Podle Maříka (2018, s. 33-34) tato báze hodnoty hledá odpověď na otázku, jakou má podnik hodnotu z pohledu určitého subjektu. Jedná se tedy o hodnotu, která je specifická pro určitou skupinu lidí. V podstatě je z primárního hlediska určena přínosy, které určitá skupina získá z držby určitého aktiva a odráží v sobě finanční cíle skupiny.

1.2.2.4 Objektivizovaná hodnota

Jelikož subjektivní ocenění nedává prostor k práci odhadcům, pro odhadce je prospěšné vycházet z hodnoty objektivní nebo alespoň objektivizované, kterou zvládne určit pouze samotný profesionál, kdežto subjektivní hodnotu zvládne určit i finančně vzdělaný zájemce o koupi. (Mařík, 2018, s. 35)

Tento přístup k ocenění má svůj základ v Německu. Pro stanovení hodnoty je důležité, aby bylo ocenění postaveno na všeobecně uznávaných datech získaných z trhu. Druhou významnou podmínkou je fakt, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu a bude využito realistických očekávání v rámci vlivů, které působí na hodnotu podniku. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 119)

1.2.2.5 Kolínská škola

O funkcionální koncepci oceňování se často hovoří jako o tzv. Kolínské škole, právě kvůli vzniku v Kolíně nad Rýnem. Funkcionální oceňování se zabývá více praktickým potřebám, ale při současném zachování teoretického základu. (Krabec, 2009, s. 132-133)

Mnohem častým problémem je vymezení tržní hodnoty, jelikož se na něj vztahuje několik různých omezení, jako například rozsah transakcí s podobnými podniky není tak častý, nebo trhu chybí tzv. transparentnost anebo není zřejmé, zda podnik funguje v rámci pokračujícího podniku anebo se jedná pouze o synergii. (Mařík, 2018, s. 38)

Proto je u většiny podniků vycházeno ze subjektivního ocenění, na kterém byla založena i tzv. Kolínská škola. Tato škola si zakládá ocenění na obecných funkcích, které mají pro uživatele ocenění jeho výsledků. Mezi základní funkce oceňování a také i funkce oceňovatele patří:

- funkce poradenská;
- funkce rozhodčí;
- funkce argumentační;
- funkce komunikační;
- funkce daňová.

Pro tyto funkce pak odpovídají i odlišné báze hodnoty, jak je patrné i z názvů těchto funkcí. (Mařík, 2018, s. 38-40)

1.3 Právní úprava oceňování podniku v České republice

Kritéria pro určení oceňovací báze určují sami tvůrci účetních standardů. Existují rozličné skupiny uživatelů účetních informací, kteří se liší svými potřebami. Pokud je regulátorem stát a její státní instituce, jsou oceňovací báze podřízeny fiskálním zájmům státu a jeho administrativě, proto se věnuje zájmům uživatelů pouze okrajově. Důležitou zásadou je v kontinentální Evropě zásada opatrnosti, která do účetnictví promítá předpokládané ztráty, rizika a znehodnocení majetku, což významně ovlivňuje reálné hodnoty v účetnictví. (Strouhal a kol., 2013, s. 27)

Na druhou stranu pro anglosaské země je typické stanovení pravidel od určité profesní organizace, nikoliv od státu. Z toho důvodu se pravidla snaží respektovat zájmy uživatelů účetnictví. Typickým příkladem regulace účetnictví, které není podřízeno státním potřebám, je např. IASB, které vydává mezinárodní účetní standardy nazvané IFRS. (Strouhal a kol., 2013, s. 28)

Nutno podotknout, že v České republice aktuálně neexistuje žádný závazný zákon či předpis pro oceňování podniku, proto se oceňovatelé opírají především o teoretické poznatky. Nicméně aspoň v malé míře existují určité předpisy, které by oceňovatel měl znát. (Mařík, 2018, s. 22)

České předpisy se aplikují pouze pro dílčí okruh případů, např. Zákon o oceňování majetku č. 1515/1997 Sb. a navazující vyhláška MF ČR, zejména tyto předpisy obsahují pouze dílčí majetkové položky a o oceňování podniku jako celku je zmínka pouze minimální. V České

republiky se navíc můžeme řídit také i metodickým pokynem ČNB, který je však výhradně pro ty oceňovatele, kteří překládají své znalecké posudky ČNB. (Mařík, 2018, s. 22)

Z hlediska mezinárodních oceňovacích standardů jsou překládány ze strany výboru pro mezinárodní standardy (IVSC) tzv. mezinárodní oceňovací standardy (IVS) nikoliv závazné předpisy, ale pouze soubory mezinárodně uznávaných doporučení. V Americe jsou předpisy pro oceňování sestaveny Americkou společností odhadů (ASA) a její součástí jsou standardy pro oceňování podniku (BVS). (Mařík, 2018, s. 22-23)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Podle Mariniče (2014, s. 28) jsou základními hranicemi, které vymezují okruh pro finanční rozhodování, je riziko a čas, který ovlivňuje významně hodnotu peněz. Pohlížení na riziko je mnohdy individuální podle postoje k samotnému riziku, časový aspekt pak může způsobit znehodnocení nebo naopak zhodnocení peněz.

2.1 Faktor času

Prof. Damodaran (2011, s. 14) ve své publikaci vyzdvihuje význam diskontování a vysvětluje, že spočívá v tom, že prostředky získané dnes pro nás mají vyšší hodnotu než ty, které obdržíme v budoucnu. Jelikož nynější prostředky lze investovat s vidinou výnosu ve formě úroků či dividend. Jedná se o tzv. časovou hodnotu peněz.

Základními veličinami, které ovlivňují časovou hodnotu peněz je celkový objem kapitálu, dále celková časová délka neboli kapitálové období, a hlavně také celková výše úrokové míry. Úroková míra představuje v podstatě míru navýšení zapůjčené částky. (Marinič, 2014, s. 28-29)

Z definice časové hodnoty lze potvrdit, že není možné v rámci ocenění budoucí příjmy pouze sčítat. Nejprve se musí všechny budoucí příjmy přepočíst k datu ocenění na současnou hodnotu a až poté lze tyto současné hodnoty sečíst. (Mařík, 2018, s. 57)

2.2 Faktor rizika

Druhým neméně významným předpokladem, na který si musíme při ocenění dávat pozor a musí být zohledněn v diskontní míře, je riziko. Důležitým aspektem je, že čím vyšší je diskontní míra, tím vyšší hodnotu má míra riziko pro investora samotného. (Kislingerová, 2001, s. 104)

Riziko je v podstatě vyjádřením stupně nejistoty v různých podobách a vyjádřeních. Riziko lze vyjádřit jako určitý stav neinformovanosti, jako variabilitu možných výsledků, jako nebezpečí negativních odchylek od stanoveného cíle či předpokladu a také jako nebezpečí chybného rozhodnutí. (Majdúchová a Neumannová, 2014, s. 26-27)

Mařík (2018, s. 61-64) dělí rizika spojené s podnikatelskou činností do dvou základních kategorií, a sice na riziko obchodní a finanční a na riziko systematické a nesystematické. Obě členění se ale do jisté míry překrývají.

2.2.1 Obchodní a finanční riziko

Obchodní riziko je spjato s proměnlivostí čistých výnosů, která je zapříčiněna zejména proměnlivostí prodeje, tj. prodejní riziko, a výší fixních provozních nákladů, tj. provozní riziko. (Mařík, 2018, s. 60)

Prodejní riziko vzniká v důsledku kolísavosti výnosů zejména změnami týkajícími se prodeje, kdy podnik nedosáhne očekávaného zisku kvůli vývoji situace na trhu změřenou pomocí variability čistých tržeb. (Mařík, 2018, s. 61)

Provozní riziko je pak spojeno s tzv. provozní pákou, jinak řečeno podílem fixním provozních nákladů na celkových provozních nákladech. Fixní náklady však ale nereagují pružně na změny prodeje a výsledky hospodaření pak budou citlivé na změnu prodeje, jinými slovy lze konstatovat, že větší výkyvy zisku znamenají větší riziko. (Mařík, 2018, s. 61)

Co se týče finančního rizika, odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Věřitelům se platí za poskytnutí zdrojů určitý úrok, který je pak pro podnik fixní platbu, která je zahrnuta do nákladů a ovlivňuje tedy i výpočet daně z příjmů. S využitím cizích zdrojů pro podnik vzniká tzv. daňový štít, který pak navyšuje zisk pro samotné akcionáře. (Kislingerová, 2001, s. 123)

2.2.2 Systematické a nesystematické riziko

Ross, Westerfield, Jaffe a Jordan (2018, s. 335) uvádějí, že riziko systematické je takové, které ovlivňuje nejen konkrétního jedince ale i celý trh. Systematické riziko bývá také někdy označováno jako tržní. Mezi faktory tohoto rizika řadí například stupeň vývoje hrubého domácího produktu nebo cenové hladiny. Kalouda (2017, s. 225) shrnuje, že toto riziko ovlivňuje tedy všechny bez rozdílu, nelze jej pomocí diverzifikace ovlivnit a příkladem mohou být například daně či úroky.

Naproti tomu riziko nesystematické je opakem výše zmíněného rizika systematického a občas se můžeme setkat s označením rizika specifického či jedinečného. Jelikož toto riziko vyvolávají důvody spojené s konkrétní firmou a jeho oborem činnosti. Navíc toto riziko lze eliminovat pomocí diverzifikace. Příkladem mohou být chyby ze strany vedení, zkoušení nových, ale neověřených postupů v podniku atd. (Brealey, Myers a Allen, 2017, s. 174)

2.3 Diskontní míra

Jako nástroj promítnutí faktoru času a rizika lze určit diskontní míru. Pojem diskontní míra lze definovat podle funkcí, které má plnit. Diskontní míru lze definovat jako míru výnosnosti využívanou pro přepočet peněžní částky na její současnou hodnotu, a také jako míru výnosnosti, kterou očekává samotný investor při nabytí budoucího peněžního příjmu, avšak zohledněné i s rizikem, které tento výnos s sebou nese. (Mařík, 2018, s. 65)

Základním předpokladem při stanovení diskontní míry je správné zvolení stupně výnosů, které přináší aktivum bez zatížení rizika. Obecně lze předpokládat, že zcela bezriziková aktiva neexistují. Avšak nejvíce se tomuto předpokladu přibližují pouze státní pokladniční poukázky. Jelikož se při určení hodnoty podniku doporučuje použít nástroje s obdobnou délkou životnosti, jakou nesou jejich podkladová aktiva, mnoho odborníků tedy se přiklání k tomu, aby se v této situaci využila výnosnost desetiletých státních obligací. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 152)

Platí, že postup kalkulace by se měl odvíjet od báze hodnoty, kterou chceme zjistit, ale také podle investora, pro kterého je toto ocenění určeno. S ohledem na tyto možné báze hodnoty je u tržní hodnoty důležité při stanovení diskontní míry pracovat s tržními daty a tomu odpovídajícími metodami. Při investiční hodnotě se především vychází již z konkrétní situace potenciálního investora, především pak z jeho subjektivních možností alternativního využití kapitálu. (Mařík, 2018, s. 68-70)

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Základní myšlenkou před zahájením ocenění je – určit si důvod ocenění a jaká bude výsledná hodnota ocenění. Volba technik je pak úzce spjata a napojena na funkce, které by ocenění mělo splňovat. Avšak ať si zvolíme jakoukoliv techniku výpočtu ocenění, jako doporučený postup lze považovat podle Maříka (2018, s. 43-44, 70-71):

1. Sběr vstupních dat;
2. Analýza dat (makroprostředí, mikroprostředí, strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty, orientační ocenění dle generátorů hodnoty);
3. Sestavení finančního plánu;
4. Ocenění (volba metody a souhrnné ocenění dle zvolených metod).

3.1 Sběr vstupních dat

Rozsah dat, která jsou shromažďována a zpracována je významný a představuje nám téměř celé dění v podniku. Pro hodnotné ocenění je však důležité mít informace nejen z podniku, ale i z prostředí a odvětví, ve kterém podnik figuruje. Na fázi shromažďování dat pak přímo navazuje analytická fáze, které obsahuje analýzu makro a mikroprostředí a finanční analýzu podniku. (Kislingerová, 2001, s. 25)

Mařík (2018, s. 72-74) sběr dat dále rozděluje do následujících skupin:

1. Základní data o podniku – data, které identifikují daný podnik, předmět podnikání, historie podniku, a hlavně informace o majetkových podílech;
2. Ekonomická data – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditora a popřípadě podnikové plány;
3. Relevantní trh – vymezení trhu podniku, jeho segmentace, faktory vývoje na trhu;
4. Konkurenční struktura relevantního trhu – identifikace hlavních konkurentů, možných substitutů produktů, či bariér vstupu jiných podniků do odvětví;
5. Odbyt a marketing – data týkající se struktury odbytu výrobků, odběratelů a dle územní struktury, vymezení hlavních produktů, srovnání s konkurencí, cenová politika, reklama či výzkum a vývoj;
6. Výroba a dodavatelé – řízení kvality, úroveň technologií, kapacity a jejich využití, struktura dodavatelů a struktura zásob;

7. Pracovníci – struktura pracovníků, nároky na jejich kvalifikaci, situace na trhu práce, personální náklady.

3.2 Strategická analýza

Z definice pojmu strategie lze vyvodit i definici samotného strategického řízení. Jelikož strategické řízení se formuluje podle tvorby a realizace jednotlivých strategií. Obvykle je využíván hierarchický postup, který je založený na formulování poslání, cílů, technik a samotných strategií. Stručně lze říct, že strategie nám určuje cesty, jakými lze dosáhnout našeho poslání, vizí a cílů určitého podniku. (Synek a Kislingerová, 2015, s. 185)

Vochozka a Mulač (2012, s. 56) ve své publikaci uvádí, že strategická analýza je jedním z významných prostředkem pro správné řízení podniku. Skrývá v sobě informace, které jsou základem pro správné formulování cílů a tvorbu podnikové strategie.

Mařík (2018, s. 76-77) vymezuje možný postup strategické analýzy do tří kroků:

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu);
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku;
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku, která je výsledkem předchozích dvou kroků.

3.2.1 Analýza a prognóza relevantního trhu

Výchozím krokem strategické analýzy je podle Maříka (2018, s. 77) vymezení trhu, do kterého spadá vybraný podnik. Na začátku každé strategické analýzy by měl být trh vymezen, a to z několika hledisek. Z hlediska věcného, tj. z hlediska produktu, dále z hlediska územního, podle zákazníků či konkurentů.

Podle Krabce (2009, s. 104) je častou chybou při ocenění podniku opomenutí existence trhu oceňovaného podniku. Pokud oceňovatel oceňuje tržní hodnotou, je nutné nejprve určit vůči jakému trhu se ocenění vymezuje. Jinak řečeno je nutné určit právě tzv. relevantní trh pro dané aktivum.

Pomocí analýza makrookolí daného podniku je důležité vyhodnotit faktory, které vznikají mimo daný podnik. Jelikož tyto faktory sice nemají vliv na podnik v rámci trhu, ale je možnost na ně zareagovat. Nejčastěji se k této analýze využívá analýza PEST, jak už z názvu vyplývá, zabývá se politickými, ekonomickými, sociálními a technologickými vlivy působícími na podnik. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10)

Na analýzu by měla navazovat prognóza vývoje daného trhu či jeho částí. Při stanovení vývoje trhu podle tržního ocenění je nutné nalézt určité souvislosti mezi prognózou trhu a prognózou národohospodářských ukazatelů, které jsou v rámci státu volně k dispozici. Jedná se například o hrubý domácí produkt, inflaci, ukazatele spotřeby a jiné. Při prognóze vývoje trhu lze dosáhnout výsledku pomocí analýzy časových řad, regresní analýzy nebo odhadem budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím. (Mařík, 2018, s. 85-86)

3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

V části strategické analýzy, pro kterou je účelem odhadnutí vývoj tržních podílů daného podniku do budoucnosti se pojmenovává jako analýza konkurenční síly. Podle Maříka (2018, s. 94-96) lze postup rozdělit do čtyř částí:

- stanovit aktuálně existující tržní podíl daného podniku,
- identifikovat konkurenci,
- analyzovat vnitřní potenciál podniku a jeho hlavní faktory konkurenční síly,
- vytvořit prognózu tržních podílů.

V rámci analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly je častou chybou reálná úloha této části posudků. Je vhodné tedy zdůraznit funkce a úkoly analýzy těchto faktorů. Jednak je vhodné posoudit do jaké míry je podnik schopen zneužít pro svůj prospěch růst v rámci rozvoje trhu, ale i jak dobře je schopen čelit možným hrozbám, například zajištění potřebné kapacity výroby. Za druhé je pak vhodné vyhodnotit konkurenční sílu vůči hlavním konkurentům, která podniku přinese případné konkurenční výhody podniku. (Mařík, 2018, s. 97)

3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Mařík (2018, s. 112-114) uvádí ve své publikaci vlastní postup prognózy tržeb daného podniku. Navíc by tato prognóza měla navazovat na předešlé analýzy vnějšího a vnitřního okolí podniku, ale také z výsledků analýz časových řad tržeb oceňovaného podniku. Pokud růst trhu, který získáme z analýzy trhu vynásobíme růstem tržního podílu, pak jsme schopni získat odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku.

3.3 Finanční analýza

V dostupné literatuře můžeme najít celou řadu definicí pojmu „finanční analýza“. Častou definicí je však ta, která říká: „*finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech.*“ (Růčková, 2019, s. 9)

Jakýkoli údaj, zpráva, vědomost či stav, který jakýmkoliv způsobem přispěje k důležitým výsledkům, může být zdrojem pro finanční analýzu. (Kotulič, Király, Rajčániová, 2018, 27 s.)

Podle Kaloudy (2017, s. 58-59) tvoří zdroje vstupních dat nedílnou součást na zpracování kvalitní finanční analýzy. Lze konstatovat, že nejen standardní zdroje informací jsou cenné pro analytika, ale vlastně jakákoliv využitelná informace jako například fámy, pomluvy atd. Ale za ty standardně používané lze zařadit především účetní výkazy včetně výroční zprávy, získané jak z finančního účetnictví, tak i z vnitropodnikového účetnictví.

V rámci primární analýzy se často nejprve provádí analýza absolutních ukazatelů z jednotlivých položek účetních výkazů. Základním prostředkem je technika procentuálního rozboru, jejíž pomocí se provádí:

- **Horizontální analýza**, která zkoumá absolutní ukazatele v čase a zodpovídá na otázky – o kolik peněžních jednotek a procent se jednotlivé položky změnili v čase;
- **Vertikální analýza**, která zkoumá podíl jednotlivých položek účetních výkazů na určené souhrnné položce. V rozvaze je zpravidla touto souhrnnou položkou suma celkových aktiv, ve výsledovce pak tržby. (Čížinská, 2018, s. 199-200)

Možnostmi pro posuzování ekonomické situace podniku prostřednictvím určité soustavy ukazatelů je srovnávání, jednak vůči normě nebo dále v čase a prostoru. Východiskem srovnávání vzhledem k normě je srovnávání dosažených ukazatelů vzhledem k jejich plánovaným hodnotám. Není však vhodné srovnávat vykázané hodnoty podniku s tzv. doporučenými hodnotami, jelikož tyto hodnoty nezohledňují specifika prostředí daného podniku. Prostorová srovnatelnost souvisí s mezipodnikovým srovnáváním, zejména pro spolehlivější výsledky je nutné srovnávat vybraný podnik s podnikem ve stejném oboru podnikání. (Dluhošová a kol., 2010, s. 75-76)

Je vhodné poznamenat, že se často vyskytují problémy při práci s účetními výkazy. Mezi nejvýznamnější problémy patří:

- Ocenění majetku – ocenění v historické ceně, kvůli tomuto faktu je zkreslena horizontální analýza, ale i srovnávání poměrových ukazatelů v čase;
- Struktura aktiv – nesrovnatelnost meziročně nebo mezi podniky, z důvodu rozdílných technologií výroby nebo pracovní a investiční náročnosti;

- Poměrové ukazatele – tyto ukazatele jsou shodné na celém světě, avšak absorbují nedostatky účetnictví, a proto se podnik může zdát finančně zdravý v zemích s rozvinutým financováním než v oblasti převahy podniku s převahou bankovních úvěrů v pasivech. (Grünwald a Holečková, 2007, s. 64-65)

Mezi modely měření výkonnosti podniku založené na principu účetního zisku řadí Kiseľáková a Šoltés (2017, s. 19):

1. **modely finanční analýzy ex post** – analýza poměrových ukazatelů, pomocí kterých lze určit základní informace o finanční situaci podniku;
2. **modely finanční analýzy ex ante** – analýza predikčních a bonitních modelů, pomocí kterých lze předpovídat budoucí finanční situaci podniku.

Poměrové ukazatele jsou častým a oblíbeným nástrojem pro analýzu účetních výkazů, jelikož uživateli poskytnout rychlou představu o finanční situaci podniku. Mezi základní poměrové ukazatele patří:

- **ukazatele zadluženosti** – analyzují skladbu finančních zdrojů, přičemž se hledá optimální vztah mezi vlastním a cizím kapitálem, mezi základní ukazatele zadluženosti Knápková a kol. (2017, s. 87) řadí:

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}}$$

$$\text{míra zadluženosti} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

- **ukazatele likvidity** – dokáží měřit schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky, podle toho, jakou míru požadujeme, do čitatele dosazujeme majetek s různou dobou likvidnosti, tj. přeměnitelnosti na peníze, mezi ukazatele likvidity podle Čižinské (2018, s. 205) spadá:

$$\text{běžná likvidita (likvidita III. stupně)} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

$$\text{pohotová likvidita (likvidita II. stupně)} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásol}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

$$\text{hotovostní likvidita (likvidita I. stupně)} = \frac{KFM + \text{pen. prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- **ukazatele rentability** – měří výnosnost vloženého kapitálu, ukazatele, které se používají nejčastěji uvádí Brealey, Myers a Allen (2017, s. 740):

$$\text{ziskové rozpětí (return on sales – ROS)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$$

$$\text{rentabilita celkového kapitálu (return on assets – ROA)}$$

$$= \frac{\text{čistý zisk} + \text{zdanění}}{\text{aktiva}} = \frac{EBIT}{\text{aktiva}}$$

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu (return on equity – ROE)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

- **ukazatele aktivity** – podle Březinové (2017, s.181-182) měří efektivnost využití vložených prostředků,

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{krátk. závazky z obchodních vztahů}}{\text{výkonová spotřeba}} \times 360$$

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{průměrný stav pohledávek}}{\text{tržby}} \times 360$$

- **ukazatele kapitálového trhu** – pouze v případě, že je sledovaný podnik obchodován na kapitálovém trhu, lze využít pro posouzení finanční situace i tyto ukazatele, jak uvádí Knápková a kol. (2017, s.111-112):

$$P/E \text{ ratio} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{zisk na akcii}}$$

$$\text{dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní kurz akcie}}$$

Častou chybou při sledování poměrových ukazatelů je to, že nejsou v konečné fázi profilovány na více finančních oblastí, tudíž nejsou schopny komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku. Je však více než zřejmé, že mezi jednotlivými ukazateli existují určité vzájemné interakce, které se dají pomocí tzv. soustav ukazatelů analyzovat. Mezi nejvýznamnější patří pyramidový rozklad ukazatele ROE. Hlavním účelem tohoto rozkladu je určit vlivy dílčích ukazatelů na ukazatel vrcholový. (Strouhal, 2013, s. 217-218)

Výsledkem finanční analýzy by pak mělo být celkové zhodnocení finančního zdraví podniku. V rámci literatury lze odlišit dvě skupiny souhrnných ukazatelů, a sice bankrotních a

bonitních modelů. Cílem bankrotních modelů je zjistit, zda v podniku nehrozí bankrot, vychází z předpokladu, že má firma problémy s likviditou či rentabilitou vloženého kapitálu. K bankrotním modelům patří například Z-skóre (Altmanův model), anebo indexy důvěryhodnosti (indexy IN). Cílem bonitních modelů je pomocí bodového hodnocení oblasti hospodaření diagnostikovat finanční zdraví podniku a podle těchto dosažených bodů pak podnik zařadit do různých kategorií. Pro bonitní modely se využívá například Tamariho model či Kralickův Quicktest. (Knápková a kol., 2017, s. 132)

3.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná má významný dopad při analýze tvorby hodnoty, neboť pokud by byla špatně rozdělena a následně i oceněna neprovozní aktiva, pak tato chyba vede k ničení hodnoty podniku. (Krabec, 2009, s. 221)

Další fází i podle Vochozky a Mulače (2012, s. 137-138) v strategické analýze je rozdělení majetku na provozně nutná a nenutná aktiva. Navíc ale zdůrazňuje, že při rozdělení je nutné vycházet z předpokladu, že se podnik zaměřuje na jednu hlavní činnost. Pokud není podnik specializován pouze na jednu činnost, měla by se každá jeho jednotka oceňovat zvlášť.

Mařík (2018, s. 141-142) uvádí ve své publikaci několik důvodů pro rozdělení majetku:

- Určitá část majetku není vůbec využívána anebo jenom okrajově, navíc z něho neplynou žádné příjmy, proto by při ocenění výnosovými metodami došlo k podcenění. Jako příklad lze uvést pozemky, nadměrný peněžní kapitál atd.
- Aktiva, která nesouvisejí s chodem podniku by se měla vyčlenit, i když přináší příjmy, protože mohou být rizika odlišná s riziky hlavního chodu podniku.
- Třetím důvodem je pohled na ocenění aktiv v případě rozdělení. Jelikož na provozně nutná aktiva by se mělo pohlížet z hlediska výnosů a provozně nenutná aktiva by se měla oceňovat každá zvlášť nejčastěji pomocí prodejních cen.

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Nejprve je vhodné si vysvětlit, co si pod pojmem generátory hodnoty představit. Generátory hodnoty se rozumí souhrn několika základních podnikohospodářských veličin, které v rámci celku určují hodnotu daného podniku. Tyto generátory hodnoty se nejčastěji vyvozují s ohledem na předchozí způsob ocenění podniku, obvykle pomocí metody diskontovaných peněžních toků. (Mařík, 2018, s. 149-150)

Mařík (2018, s. 149) ve své knize vyčlenil tyto generátory hodnoty:

- tržby (obrat) a jejich růst;
- marži provozního zisku (korigovaného provozního zisku);
- investice do pracovního kapitálu a do provozně nutného majetku;
- diskontní míru a způsob financování;
- dobu existence podniku (dobu generování kladného peněžního toku).

Generátory hodnoty slouží jako podklad pro vytvoření finančního plánu. Nejčastěji jsou zobrazeny v rámci poměrových ukazatelů, které jsou v následné finanční analýze upraveny dle hodnoty podniku. Navíc je nezbytné, aby se hodnoty těchto položek, které vstupují do generátorů hodnoty vztahovaly pouze k hlavnímu chodu podniku, aby se tak vyloučila jednorázová povaha. (Marek, 2009, s. 531)

3.6 Tvorba finančního plánu

Funkcí finančního plánování je zajistit uskutečnění cílů podniku a případné zlepšení finančního zdraví podniku. Finanční zdraví se značí tím, že podnik je v uspokojivé finanční situaci tzn. uspokojivé likviditě a uspokojivé rentabilitě. Pokud je však narušeno, např. provozními obtížemi se sníženým odbytem či příliš vysokými náklady, dostane se podnik časem do finanční tísně, která může vyústit až ve finanční krizi a skončit úpadkem firmy. Ve finančních plánech se pak projevuje kompletní činnost podniku a současně plány působí i zpětně tak, že je finančně zabezpečují. (Synek, 2011, s. 371-374)

Koller, Goedhart a Wessels (2015, s. 185-187) ve své společné publikaci zdůrazňují promyšlení časového horizontu toho plánu ještě před samotným sestavením. Obvyklým způsobem je stanovené plánu na několik let a poté se stanovuje pokračující hodnota pomocí perpetuity. Ale období plánu je nutno vymezit tak, aby podnik dosáhl stabilního stavu pomocí konstantního tempa růstu a návratnosti kapitálu.

Podle Maříka (2018, s. 175-177) vychází finanční plán z předchozího kroku ocenění – z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Tyto stěžejní položky hlavního chodu podniku už máme naplánované, které budou zásadně ovlivňovat hodnotu podniku. Pokud však oceňovatel chce sestavit kompletní finanční plán výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků, musí tyto položky upravit o plán financování (předpokládané splátky úvěrů, navyšování vlastního kapitálu, dále doplnit méně významné položky výnosů, nákladů, pohledávek a závazků. Položky, které nesouvisejí s hlavním provozem je nutné doplnit do finančního plánu,

jako například plán odprodeje nepotřebného majetku, zisky z prodeje majetku, peněžní přebytky apod. Navíc je do plánu vhodné také zpracovat výplaty dividend či podílů na zisku a na závěr provést formální dopočet všech významných položek účetních výkazů, jako například dopočet nerozdělených zisků či výše dlouhodobého majetku ke konci každého roku.

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Podle Marka (2009, s. 532) jsou výnosové metody jediný vhodný postup při stanovení hodnoty podniku. Zakládá si na principu, který spočívá v tom, že hodnota určitého aktiva závisí na budoucím příjmu, nikoliv na nákladech z minulosti. V rámci těchto metod oceňování je důležité tyto budoucí příjmy nejprve diskontovat jinými slovy převést na současnou hodnotu k datu jejich ocenění.

Na druhou stranu podle Kislingerové (2001, s. 22) neexistuje žádná správná metoda, jelikož zvolení metody by mělo přímo souviset s cílem, který chce podnik dosáhnout.

4.1 Metody založené na analýze majetku

Stanovení hodnoty podniku pomocí majetkových metod ocenění je možné díky pěti přístupům. V případě pokračování činnosti podniku lze využít účetní hodnotu na principu historických cen, substanční hodnotu na principu historických cen anebo na principu úspory nákladů anebo majetkové ocenění založené na principu tržních cen. Likvidační hodnota se volí v opačném případě, kdy není předpokládána dlouhodobější existence podniku. (Mařík, 2018, s. 365-367)

Pomocí likvidační hodnoty lze stanovit hodnotu k určitému časovému momentu, v tomto časovém momentu se předpokládá, že podnik již nebude pokračovat ve své činnosti. Likvidační hodnota v podstatě představuje dolní mez hodnoty podniku. Majetek podniku bude postupně rozdělen, rozprodán či zlikvidován, navíc dojde i ke splacení všech podnikových závazků. (Dluhošová, 2010, s. 179)

Účetní metody vychází ze stavových veličin z rozvahy, hodnota je tedy odvozena z historických cen. Hodnotu vlastního kapitálu pak získáme pomocí součtu ocenění všech účetních hodnot aktiv a následným odečtením účetních hodnot závazků a dluhů. Výhodou této metody je snadná dostupnost dat a také snadný výpočet. Nevýhodou je její nepřesnost a východisko účetních hodnot, které nepřihlíží k tržnímu ocenění. (Dluhošová, 2010, s. 178)

Východiskem pro ocenění pomocí substance by měla být reprodukční pořizovací cena všech aktiv snižená o tržní ocenění všech závazků k datu ocenění. Oproti účetní metodě má několik předností, neboť k ocenění jsou použity tržní podmínky. Avšak nedostatek této metody se považuje fakt, že nebere v potaz vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku. (Dluhošová, 2010, s. 179)

4.2 Metody založené na analýze trhu

Použití těchto metod je pro znalce nejsložitější, jelikož vyžaduje průzkum dostupných, ale hlavně spolehlivých zdrojů informací a podobných investic. Nalézt podobné investice je mnohdy velkým oříškem, jelikož investice malých a středních podniků jsou často neveřejné. Mezi tři nejčastější metody, které se mimochodem využívají hojně v USA patří metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí a porovnání podniků pro vstup na burzu. (Kardoš a Jakubec, 2016, s. 71-73)

Podle Maříka (2018, s. 344-346) tento přístup připadá v úvahu u nás i v Evropě pouze pro omezený počet akciových společností. Pokud totiž chceme ocenit jinou než akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovatelné, musíme použít metodu tržního ocenění. Ale i tak je tato metody poměrně složitá, jelikož nalézt plně srovnatelný podnik, jehož cena je ještě navíc veřejně k dispozici, je téměř neproveditelné.

Mezi výhody použití těchto metod patří jednoduchost a pochopitelnost, použití aktuálních informací. Naopak mezi nevýhody lze zařadit nedostatek porovnatelných společností, nemožnost veřejně dostupných převodů akcií a její ne flexibilitnost. (Kardoš a Jakubec, 2016, s. 71-73)

4.3 Metody založené na analýze výnosů

Výnosové metody jsou založeny na stanovení současné hodnoty budoucích očekávaných příjmů (výnosů) vytvořených určitými aktivy podniku. Mezi výnosy můžeme zařadit diskontované peněžní toky, dividendový výnos, anebo kapitalizovaný zisk či ekonomickou přidanou hodnotu. Hlavním problémem je stanovení diskontní míry, jelikož může být stanovena podle reálné úrokové míry nebo podle průměrných kapitálových nákladů anebo podle očekávané výnosnosti akcií. (Marinič, 2014, s. 116)

Jak uvádí Marinič (2014, s. 116-120) mezi nejčastěji využívané výnosové metody patří:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (cash-flow)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (kapitalizovaných zisků)
- Metoda založená na ekonomické přidané hodnotě

4.3.1 Metoda diskontovaného peněžního toku

Podstatou oceňování pomocí metod diskontu cash flow je, že hodnota aktiv je odvozena od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Z metody DCF plynou tři základní problémy, které je důležité vyřešit při zpracování pomocí této metody:

- „co budeme diskontovat, tj. jaký tvar budoucího výnosu (FCFF, FCFE, dividenda, EVA);
- jakým způsobem budeme diskontovat, tj. jaký model použijeme;
- čím budeme diskontovat, tj. jak stanovíme diskontní míru.“ (Kislingerová, 2001, s. 159-160)

Nejprve by mělo být objasněno, co budeme diskontovat. Modely DCF totiž mohou pracovat s různými peněžními toky podle toho, pro koho je tok určen:

- volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (v angl. FCFF – free cash flow to the firm);
- volný peněžní tok pro vlastníky (v angl. FCFE – free cash flow to the equity);
- zvláštním případem pro akcionáře je dividenda (v angl. model DDM – dividend discount model);
- EVA (v angl. economic value added) – ekonomická přidaná hodnota, tj. peněžní tok, který převyšuje náklad akcionáře

4.3.1.1 Metoda DCF Entity

Při využití metody entity se diskontní míra vymezuje na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (dále jen „WACC“). (Koller, Goedhart a Wessels, 2015, s. 102)

Výpočet u této metody probíhá ve dvou krocích, které popisuje Mařík (2018, s. 198-199) ve své publikaci. Nejprve je nutné stanovit tzv. volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF), jehož výpočet je vyznačen v tabulce níže. Pro stanovení konečné hodnoty podniku jako celku (hodnota brutto) jej lze určit za pomoci diskontování. Dále pro stanovení konečné hodnoty vlastního kapitálu (hodnota netto) je nutné od hodnot brutto odečíst ke dni ocenění hodnotu cizího kapitálu.

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku pro DCF Entity (Mařík, 2011, s. 199)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (=KPVH _D 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 provozně nutného pracovního kapitálu
8.	- Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
9.	= Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)

Nicméně, než může být vypočten FCFF, je v prvním kroku nejprve důležité stanovit korigovaný výsledek hospodaření. Zjednodušeně lze říci, že výsledek hospodaření zjištěný z účetnictví je nezbytné upravit dle určitých obecných zásad. Jedná se zejména o vyloučení placečných úroků, mimořádných položek, nákladů na výzkum a vývoj apod. (Mařík, 2018, s. 200)

Výpočet hodnoty podniku je rozdělen do dvou kroků, jak již bylo řečeno výše, a sice na hodnotu brutto a hodnotu netto podniku. Hodnota brutto lze vypočítat podle následující všeobecného vzorce (Jakubec a Kardoš, 2016, s. 128-129):

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

kde: H_b je hodnota podniku,
 $FCFF_t$ volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t ,
 i_k kalkulovaná diskontní (úroková) míra,
 n počet let existence podniku.

Modifikací všeobecného vzorce vznikla tzv. Gordonova metody, která představuje verzi pro případ, kdy se očekává stabilní míra růstu podniku a FCFF. Je však využitelná hlavně ve větších nadnárodních podnicích, které svojí strategií vytvářejí pro svůj podnik trvalý a stabilní růst na trhu. (Jakubec a Kardoš, 2016, s. 129):

$$H_b = \frac{FCFF^t}{i_k - g}$$

kde: H_b je hodnota podniku,
 $FCFF_t$ volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t ,

i_k	kalkulovaná diskontní (úroková) míra,
g	předpokládané tempo růstu do nekonečna.

V praxi se však očekává, že podnik bude existovat nekonečně dlouho tzv. princip going-concern. Proto to takové dlouhé období není možné plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Možností výpočtu je tzv. dvoufázová metoda, kdy první fázi obsahuje období, kdy je oceňovatel schopen vypočítat odhad volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhou fázi obsahuje období od konce první fáze až do nekonečna, označována jako pokračující hodnota. Tuto metodu lze vypočítat podle následujícího vzorce (Mařík, 2018, s. 207):

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

kde: H_b	je hodnota podniku,
$FCFF$	volné peněžní tok do firmy,
T	délka první fáze v letech;
PH	pokračující hodnota;
i_k	kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Pokračující hodnotu lze zjistit pomocí Gordonova vzorce. Základní podmínkou tohoto vzorce je, aby $i_k > g$ tzn. aby kalkulovaná úroková míra převyšovala plánované tempo růstu volného peněžního toku. Znázornění pomocí vzorce je následující (Mařík, 2018, s. 212):

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

kde: $FCFF$	volné peněžní tok do firmy
T	poslední rok plánovaného období;
i_k	kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu;
g	předpokládané tempo růstu celé druhé fáze, tj. do nekonečna.

Další z možností zjištění pokračující hodnoty je využití tzv. parametrického vzorce, který využívá ve svém výpočtu dva základní generátory hodnoty. První ze dvou je tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření a druhým z nich je očekávaná rentabilita

nových investic do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Vyjádření pomocí vzorce je znázorněno jako (Mařík, 2018, s. 215-217):

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

kde: $KPVH_{T+1}$ korigovaný provozní výsledek hospodaření po úpravě daní v prvním roce po uplynutí prognózy,
 r_I rentabilita čistých investic,
 g / r_I míra investic,
 i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

Pomocí několika možných variant lze zjistit hodnotu brutto, která je celkovou hodnotou, avšak zachycující pouze provozní část podniku. Výsledná hodnota celkového vlastního kapitálu podniku, tj. hodnota netto, pomocí metody DCF Entity je vyznačena v následující tabulce (Mařík, 2018, s. 236-237):

Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou DCF Entity (Mařík, 2018, s. 237)

Hodnota brutto (označována jako provozní)
- Hodnota úročeného kapitálu ke dni ocenění
= Hodnota vlastního kapitálu (označována jako provozní)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná ke dni ocenění
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu

4.3.1.2 Metoda DCF Equity

Druhou možností, jaký budoucí výnos do modelu DCF použít je využití FCFE, které představuje volné peněžní toky pro vlastníky. Tento peněžní tok se zásadně liší od již zmiňovaného FCFF, jelikož je spojen s vyšší mírou rizika. (Kislíngerová, 2001, s. 172)

Výpočet volného peněžního toku pro DCF Equity podle Maříka (2018, s. 241) je znázorněn v následující tabulce:

Tabulka 3 Výpočet volného peněžního toku pro DCF Equity (Mařík, 2018, s. 241)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
- Investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
= FCFF
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

4.3.1.3 Volba diskontní míry

Stanovení diskontní míry závisí na volbě konkrétní metody DCF. Použije-li se:

- DCF entity, pak je nutné určit diskontní míru na bázi průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC),
- DCF equity, pak je diskontní míra při konkrétní úrovni zadlužení dána odhadem nákladů na vlastní kapitál. (Mařík, 2018, s. 242-243)

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady na kapitálu je:

$$WACC = N_{CK} \times (1 - d) \times \frac{CK}{K} + N_{VK} \times \frac{VK}{K}$$

kde: N_{CK} očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku, tj. náklady na cizí kapitál,

d sazba daně z příjmu stanovená pro oceňovaný podnik,

CK tržní hodnota úročeného cizího kapitálu vloženého do podniku,

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

N_{VK} očekávaná výnosnost vlastního kapitálu podniku při dané úrovni zadlužení, tj. náklady na vlastní kapitál,

VK tržní hodnota vlastního kapitálu. (Nývtová a Marinič, 2010, s. 120)

Náklady cizího kapitálu zahrnují úroky, které musí být zaplaceny věřitelům podniku a které jsou snížené o tzv. daňový štít. Tyto náklady se většinou vypočítávají pomocí váženého průměru efektivních úrokových sazeb, které musí podnik platit při využití cizího kapitálu.

Častými příklady cizího financování jsou bankovní úvěry, dluhopisy a jiné finanční výpomoci. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 63-64)

Vymezení nákladů vlastního kapitálu bývá mnohem složitějším problémem. Jedná se totiž o výnos, který investoři očekávají, která je navíc ovlivněna výnosem, který by investor mohl získat, pokud by investoval do jiného aktiva se stejným rizikem. (Pavelková a Knápková, 2012, s. 63)

Mezi nejčastější principy stanovení nákladů vlastního kapitálu se řadí stavebnicová metoda a model CAPM. Princip stavebnicové metody spočívá v tom, že se k bezrizikové úrokové míře sčítají jednotlivé rizikové prémie. Kislingerová (2001, s. 200-201) uvádí následující vzorec:

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l$$

- kde: r_e bezrizikový výnos,
 r_f přírážka za obchodní riziko,
 r_o přírážka za obchodní riziko,
 r_{fr} přírážka za finanční riziko,
 r_l přírážka za sníženou likviditu.

Druhou metodou při stanovení nákladů na vlastní kapitál, která je v praxi mnohem častější, je model CAPM (angl. capital asset pricing model). Důležitým krokem je rozdělení celkového rizika na systematickou a nesystematickou část, jelikož pro stanovení výnosu se pracuje se systematickou složkou. Náklady vlastního kapitálu se pak podle Kislingerové (2001, s. 188) vypočítají pomocí vzorce:

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

- kde: r_e náklad vlastního kapitálu v %,
 r_f bezriziková míra
 β koeficient systematického rizika i-tého cenného papíru
 r_m očekávaný výnos tržního portfolia
 $r_m - r_f$ riziková premie kapitálové trhu

Koeficient β vyjadřuje citlivost investice vůči změnám na trhu, stanovení tohoto koeficientu lze několika způsoby. Mezi nejčastější způsoby stanovené tohoto koeficientu lze zařadit

metodu odhadu podle historických let, metodu analogie nebo odhad na základě analýzy faktorů. Nejvhodnější metodou je i podle Maříka (2018, s. 262-267) považována metoda analogie, která spočívá v převzetí koeficientu od jiných podniků, avšak ovlivněna kapitálovou strukturou či obchodním rizikem. Koeficient β se pak dá vypočítat následovně:

$$\beta_Z = \beta_N \times (1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK})$$

kde: β_Z koeficient β vlastního kapitálu u zadluženého podniku,

β_N koeficient β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení,

d sazba daně z příjmu,

CK cizí kapitál podniku,

VK vlastní kapitál podniku.

4.3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Další metodou, pomocí které lze stanovit hodnotu podniku, je metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, tyto zisky jsou odhadovány z historických dat. Klíčovým faktorem je tzv. trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk po řadě úprav, jako například úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných nákladů a výnosů, vyloučení nákladů nesouvisející s hlavním provozem podniku atd. (Dluhošová, 2010, s. 178)

I v tomto případě je důležité nezapomenout na předpoklad nepřetržitého trvání podniku. Netto hodnota, jak je nazývána v německy mluvících zemích se pak určí jako podíl mezi trvale dosažitelným ziskem a náklady kapitálu, tj. mírou kapitalizace. (Kislingerová, 2001, s. 153-154)

4.3.3 Metoda založená na ekonomické přidané hodnotě

Podstatou ukazatele EVA je, že výše účetního zisku se značně liší právě od ekonomické zisku. Podle Knápkové a kol. (2017, s. 153) ekonomická přidaná hodnota představuje „*roz-díl mezi operativním ziskem po zdanění a náklady na použitý kapitál, tj. přebytek zisku po odečtení oportunitních nákladů na úplatný kapitál*“. Jinými slovy tento ukazatel měří, jak podnik za určité časové období přispívá svými aktivitami ke změně hodnoty pro vlastníky.

Ukazatel EVA se nejčastěji značí takto:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

- kde: NOPAT z angl. net operating profit after taxes, tj. zisk z hlavní činnosti po zdanění,
- WACC z angl. weighted average costs of capital, tj. průměrné vážené náklady na kapitál,
- C kapitál vázaný v aktivech, která jsou využita k hlavní činnosti, často tento pojem nahrazen NOA, což značí čistá operativní aktiva. Knápková a kol. (2017, s. 153)

Dalším způsobem pro vyjádření ukazatele EVA je:

$$EVA = (RONA - WACC) \times C$$

- kde: RONA z angl. return on assets, tj. rentabilita čistých operativních aktiv vypočtena jako $RONA = NOPAT / C$,
- RONA-WACC tzv. spread sloužící k srovnání výkonnosti v jednotlivých obdobích pro mezipodnikové srovnávání. Knápková a kol. (2017, s. 153)

Aby však mohla být účetní data správně převedena na ty ekonomická, a tak lépe odpovídala realitě, je nutné provedení několika úprav. Jednak v rozvaze, aby bylo možné určit čistá operativní aktiva (NOA) a jednak ve výkazu zisku a ztráty, aby bylo možné správné stanovení výše zisku z hlavní činnosti podniku po zdanění (NOPAT). (Pavelková a Knápková, 2012, s. 52-57)

Východiskem pro výpočet NOA je rozvaha. Úpravy tohoto výkazu jsou následující:

- Do NOA by měla být začleněna všechna aktiva, která daný podnik, ale které nejsou z nějakého důvodu zachycena v účetnictví. Pro zachycení aktiva v účetnictví totiž není podstatné vlastnické právo, ale to, zda máme pod kontrolou všechny užitky z tohoto aktiva.
- Aktiva by měla být zachycena ve skutečné hodnotě ocenění, nikoliv účetní.
- Pasiva by se měla upravit, pokud dojde ke změně na straně aktiv. Jde například o změnu vlastního kapitálu nebo navýšení závazků. (Mařík, 2018, s.324-326)

Nezbytné při úpravě NOA a NOPAT je synergie úprav mezi těmito ukazateli. Pokud jsou určité činnosti či aktiva zařazeny do NOA, pak je nutné, aby i náklady a výnosy s nimi související se promítly do výpočtu NOPAT a naopak. Hlavním rozdílem je v tom, že NOPAT by navíc měl v sobě odrážet i dopady úprav účetních dat na data ekonomická. Úpravy, které se promítnou do NOPAT jsou následující:

- Lze vycházet z výsledku hospodaření za účetní období, a proto je nutné vyloučit z finančních nákladů placené úroky, jinými slovy zpět přičíst k výsledku hospodaření.
- Z výsledku hospodaření je vhodné vyloučit mimořádné položky, které jsou jednak už svou povahou mimořádné (manka, pokuty atd.) a také ty mimořádné položky, které se svou výší nebudou opakovat (mimořádné odpisy, náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku apod.).
- Do výpočtu NOPAT je také potřebné vnést i vliv změny vlastního kapitálu.
- Posoudit operační, tj. provozně potřebný, dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek.
- Zvláště důležitou položkou je úprava daní, jelikož je třeba zjistit tzv. upravenou daň, která se vypočítá vynásobením NOPAT a daňové sazby. Avšak je důležité nezapomenout, že ne všechny úpravy provedené v NOPAT mají daňové účinky. (Mařík, 2018, s. 326-328)

Stanovení hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA má podobně jako metoda DCF několik různých variant ocenění, analogicky se jedná o metodu entity, equity a APV. Významnou úlohu při stanovení má tržní přidaná hodnota neboli MVA, jedná se o rozdíl mezi tržní hodnotou a investovaným kapitálem. Mezi ukazatelem MVA a EVA je jednoznačný vztah. MVA totiž představuje současnou hodnotu budoucích hodnot ukazatele EVA. Na současnou hodnotu jsou pak hodnoty EVA přepočteny pomocí diskontování za pomoci nákladů na kapitál, současně také ukazatel EVA vychází z účetních ukazatelů výkonnosti zisku. (Knápková a kol., 2017, s. 175-176)

4.4 Kombinované metody

Tyto metody jsou založeny na principu, že majetkové ani výnosové metody nejsou schopné komplexně zhodnotit hodnotu podniku jako celku. Majetkové metody se zaměřují na analýzu a ohodnocení majetku, výnosové metody pak na analýzu a ohodnocení budoucích užitků. Kombinované metody pak slučují oba tyto přístupy a jsou mnohdy nazývané jako metody praktické. (Kardoš a Jakubec, 2016, s. 74-75)

První ze dvou často používaných kombinovaných metod je metoda střední hodnoty tzv. Schmalenbachova metody. Tato metoda je založena na prostém aritmetickém průměru výnosové a majetkové hodnoty. Druhou metodou je metoda nadzisku tzv. přebytkového cash-flow. Podstata této metody spočívá ve srovnání vyprodukovaného zisku a jiného bezrizikového výnosu vloženého kapitálu. Rozdíl mezi nimi se pak nazývá právě nadzisk. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 162-163)

Závěrem při ocenění podniku je podle Maříka (2018, s. 469-470) nutnost použití více než jedné metody ocenění. Výsledky jednotlivých metod se však mohou lišit, není možné pak prostým průměrem vypočítat konečnou hodnotu podniku. Výsledná hodnota by měla být založena na konkrétní situaci daného podniku a volbě oceňovatele.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

Vybraná společnost vznikla zápisem do veřejného rejstříku 26.10.1995. Společnost je z hlediska právní formy společností s ručením omezeným, v čele se dvěma jednatelem. Sídlo má v Jihomoravském kraji ve městě Kyjov. Avšak po Jihomoravském kraji má několik poboček, a sice v Kyjově, Koryčanech, Polešovicích a Vracově. Navíc se firma zabývá také zásilkovým výdejem volně prodejných přípravků na českém i slovenském e-shopu. Vybraná společnost se zabývá provozováním lékáren standardního typu tzn. zaměřením na distribuci léčiv, výdej léčivých přípravků vázaných na recept, volně prodejných přípravků, kosmetiky i doplňků stravy.

Co se týče základní organizační struktury, ta se skládá z dvou řídicích pracovníků, tj. současných podílníků vybrané společnosti, kdy jeden z jednatelů vlastní 70 % a druhý jednatel zbylých 30% podílu vybrané společnosti. Co se týče personálu lékáren – nejvíce pracovníků je v lékárně Kyjov, kde je vedoucí lékárník, farmaceut, několik farmaceutických asistentů a administrativních pracovníků. Co se týče ostatních poboček lékárny, vždy je nutný minimálně jeden odborně vzdělaný personál nutný k této činnosti, popřípadě farmaceut. Konkrétně v posledním analyzovaném roce 2019 bylo 7 administrativních pracovníků pro e-shop, zbylých 11 pracovníků pro kamenné lékárny.

Tabulka 4 Průměrný stav zaměstnanců vybrané společnosti (vlastní zpracování)

	2015	2016	2017	2018	2019
Průměrný počet zaměstnanců	16	19	19	18	20
-z toho řídicích pracovníků	2	2	2	2	2

Důvodem stanovení hodnoty této vybrané společnosti je zjištění její hodnoty pro vedení, resp. pro vlastníky.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Analýza obecně je jedním z nejdůležitějších součástí vědecké metody, představuje rozložení na jednotlivé součásti, což znamená, že postupuje od celku k částem.

Cílem strategické analýzy je identifikace, analýza a ohodnocení všech relevantních vlivů, o kterých lze předpokládat, že budou mít vliv na závěrečnou volbu cílů a strategie podniku.

6.1 Makroprostředí

Makroekonomické prostředí je analyzováno pomocí tzv. PEST analýzy. Tato analýza představuje vhodný nástroj, který podniku určuje vlivy, které ovlivňují jeho fungování. Následující podkapitoly jsou věnovány postupně politickým, legislativním, ekonomickým, technologickým a sociálně-demografickým vlivům.

6.1.1 Politické a legislativní vlivy

Co se týče platné legislativy ČR tak společnost nejvíce ovlivňuje zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb., nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb. Z hlediska účetnictví jsou pro společnost důležité hlavně tyto základní zákony – zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb., zákon o dani z přidané hodnoty č. 235/2004 Sb., zákon o daních z příjmů č. 586/1992 Sb. a zákoník práce č. 262/2006 Sb.

Vybraná společnost vykazuje dlouhodobě zisk, proto jej ovlivňuje také hlavně výše sazby daně z příjmů. Sazba daně se již několik nezměnila a je ve stejné výši 19 %. Společnost je také ovlivněna daní z přidané hodnoty, vztahuje se na ni nejvíce snížená sazba daně 10 % nebo 15 %. V sazbě 10 % nalezneme hlavně léčiva, v 15% sazbě například ortopedické pomůcky, zdravotnické prostředky a jiný doplňkový prodej.

6.1.2 Ekonomické vlivy

Farmaceutická oblast je mimo jiné také ovlivněna řadou makroekonomických ukazatelů, mezi které patří například hrubý domácí produkt (HDP), inflace nebo nezaměstnanost.

Co se týče hrubého domácího produktu lze jej podle Českého statistického úřadu (ČSÚ) definovat jako peněžní vyjádření celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území. Používá se pro stanovení výkonnosti ekonomiky a lze jej vypočítat třemi různými metodami, které však poskytnout totožný výsledek. Podle tabulky je patrné, že vývoj HDP meziročně roste, nicméně co se týče roku 2020 nejsou zatím aktuální čísla

v Kč, ale meziročně je propad o 5,6 %. Nejvyšší propad pocítila česká ekonomika v 2. čtvrtletí roku 2020, kdy byl zaznamenán propad o 11 %. Tyto negativní změny na vliv HDP byly způsobeny koronavirovou krizí.

Ukazatel nezaměstnanosti se ve sledovaném období také vyvíjel kladně. V roce 2013 byly ale zaznamenány vůbec nejhorší údaje z pracovního trhu od vzniku samostatné České republiky. V roce 2019 naopak byla zaznamenána vůbec nejnižší nezaměstnanost. Ale již v roce 2019 ekonomové upozorňovali, že vrchol konjunktury je téměř za námi a měli pravdu, jelikož počátkem roku 2020 nezaměstnanost začala postupně růst. Ministryně práce a sociálních věcí však chtěla opět ekonomiku znovu nastartovat a firmy i jejich zaměstnance podpořit, a proto během roku 2020 prosadila různé varianty zaměstnancům i firmám. Jednalo se například o odpuštění plateb odvodů na sociální pojištění pro firmy do 50 zaměstnanců, vyplácení náhrad mezd z důvodu uzavření provozoven či ostatních překážek na straně zaměstnavatele. Nicméně nezaměstnanost stále roste a měsíční míra nezaměstnanosti za leden 2021 činila 4,3 %.

Míra inflace, která je měřena pomocí indexu spotřebitelských cen zaznamenala mírné výkyvy. V roce 2019 v průměru byla inflace bohužel už nad hranicí inflačního cíle ČNB, který je nastaven na 2 %. V důsledku aktuální koronavirové krize se očekává i v roce 2021 inflace nad 3 %.

Tabulka 5 Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů v letech 2013-2019
(ČSÚ, 2021)

	HDP (v mld. Kč)	Obecná míra nezaměstnanosti (průměr v %)	Míra inflace (průměr v %)	Směnný kurz (CZK/EUR)	Směnný kurz (CZK/USD)
2013	4142,8	7,02	1,4	25,974	19,565
2014	4345,8	6,1	0,4	27,533	20,746
2015	4625,4	5	0,3	27,283	24,6
2016	4796,9	5	0,7	27,033	24,432
2017	5110,7	2,9	2,5	26,3	23,382
2018	5409,7	2,2	2,1	25,643	21,735
2019	5748,8	2	2,8	25,672	22,934

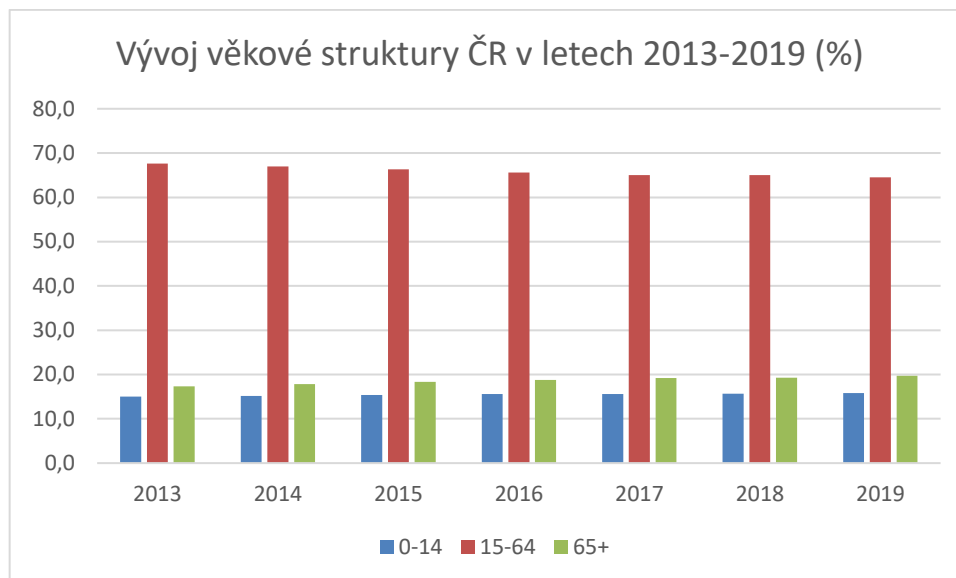
6.1.3 Technologické vlivy

Farmacie patří nejen v Česku, ale i ve většině vyspělých ekonomik k jednomu z nejvíce dynamickým průmyslovým oborům. Avšak na rozdíl od jiných evropských států je role farmacie v průmyslové skladbě stále pouze okrajová. Vysoká přidaná hodnota generovaná tímto oborem souvisí s technologickou náročností na výzkum a vývoj a potřebou kvalifikovaných pracovníků. Vývoji farmaceutického odvětví podle globálních studií pomáhá rostoucí význam digitalizace a další zavádění transformačních technologií, který směřuje ke zvýšení spokojenosti pacientů a k možnosti rychlejší diagnostiky. Dynamický trh ovlivňuje tlak na ceny, zvýšená dostupnost léčiv a také nejisté obchodní politiky. Nedostatečná výrobní kapacita však představuje výzvu pro toto odvětví.

V roce 2019 vzešla v platnost tzv. protipadělková směrnice, která kladla na vybraný podnik nároky na vybavení hardwarem a také další dovybavení IT programy. V rámci provozu e-shopu vybraného podniku došlo k další a významnější podpoře a spoluúčasti výrobních firem na marketingových aktivitách, což podniku umožnilo odlovení širšího spektra zákazníků. Rovněž podnik navázal spolupráci s externími firmami, které napomohly k lepší propagaci e-shopu. Tyto operace vedly k nárustu obrátu e-shopu.

6.1.4 Sociální a demografické faktory

Dlouhodobým trendem v oblasti struktury obyvatelstva je prodlužování délky života (viz graf 1). Na druhou stranu, ale ubývá obyvatel v produktivním věku. Dalším trendem je také růst vzdělanosti obyvatelstva, kdy stoupá počet obyvatel se středoškolským a vysokoškolským vzděláním, ale ubývá počet osob vyučených v určitých řemeslech. Pro vybraný podnik je však tento trend vyšší vzdělanosti přínosem.



Graf 1 Vývoj věkové struktury obyvatelstva ČR v letech 2013-2019 v % (vlastní zpracování, ČSÚ 2020)

Tabulka 6 Podíl osob v (%) v ČR v letech 2013-2019 (ČSÚ, 2020)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
0-14	15,0	15,2	15,4	15,6	15,6	15,7	15,8
15-64	67,6	67,0	66,3	65,6	65,0	65,0	64,5
65+	17,4	17,8	18,3	18,8	19,2	19,3	19,7

6.2 Mikroprostředí

Při analýze mikrookolí podniku je nejprve určen trh, na kterém se podnik pohybuje, dále pak analýza atraktivity tohoto trhu.

6.2.1 Analýza relevantního trhu

Vybraný podnik se dle standardní klasifikace ekonomických činností NACE řadí do sekce G – Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, oddílu 47 -Maloobchod, kromě motorových vozidel, který je možná dále rozčlenit na skupiny a třídy. Vybraný podnik spadá pod označení 47.73 MALOOBCHOD S FARMACEUTICKÝMI PŘÍPRAVKY.

NACE je statistickou klasifikací ekonomických činností, kterou používá Evropská unie od roku 1970. Vytváří tak rámec pro statistická data o činnostech v mnoha ekonomických oblastech. Statistiky, které vzniknou za použití NACE, lze srovnávat v celé Evropské unii. klasifikací, které vznikly převážně pod vedením Statistické divize Spojených národů.

Vybraný podnik se zabývá maloobchodní činností v oblasti farmacie. Podnik má síť maloobchodních prodejen v Jihomoravském kraji, ale zabývá se svou činností i v rámci e-shopu, který je dostupný po celé ČR i SR.

Relevantní trh lze tedy věcně vymezit jako velikost poptávky po léčivech a zdravotnických prostředcích. Z hlediska území vymezíme trh celé ČR. Zákazníky jsou běžní nakupující v kamenných prodejnách či prostřednictvím e-shopu. Konkurenty jsou provozovatelé lékáren v okolí.

Co se týče odhadu velikosti relevantního trhu, tak tento úkol je poměrně nesnadný, jelikož v ČR je k dispozici pouze malé množství podrobnějších a současně spolehlivých dat. Avšak podle statistických ročenek vydávaných ČSÚ formou Databáze národních účtů lze zjistit roční výdaje na spotřebu domácností podle účelu, konkrétně pod označením 06100 – výdaje na léčiva a zdravotnické prostředky.

Tabulka 7 Vymezení relevantního trhu pomocí údajů z Databáze národních účtů (ČSÚ 2020)

Rok	Vymezení relevantního trhu (v mil. Kč)
2000	10 384
2001	11 267
2002	12 068
2003	12 522
2004	14 394
2005	15 560
2006	16 996
2007	22 767
2008	26 071
2009	26 036
2010	27 115
2011	28 091
2012	27 724
2013	26 647
2014	27 868
2015	29 359
2016	30 635
2017	31 544
2018	31 834
2019	36 512

6.2.2 Analýza atraktivity trhu

Po vymezení relevantního trhu a získání základních dat o tomto trhu by měla následovat podrobnější kvalitativní charakteristika daného trhu. Jednou z variant je využít hodnocení atraktivity trhu. Tato analýza by měla přispět k poznání šancí a rizik spojených s daným trhem a poskytnout podklady pro určení rizikové přírážky pro diskontní míru.

V případě vybraného podniku jde o analýzu atraktivity trhu dle CZ NACE 47. Každému z daných faktorů je přiřazena určitá váha a bodové hodnocení. Konečná atraktivita je vyčíslena pomocí součinu získaných bodů a příslušných vah, nutností je i samotně zdůvodnění udělených bodů níže.

Tabulka 8 Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti a dle Maříka, 2018)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní			Průměr	Pozitivní			
		0	1	2		3	4	5	
Růst trhu	3					x			12
Velikost trhu	2				x				6
Intenzita konkurence	3						x		15
Průměrná rentabilita	2			x					4
Bariéry vstupu	1					x			4
Možnosti substituce	1						x		5
Citlivost na konjunkturu	1				x				3
Struktura zákazníků	2						x		10
Vlivy prostředí	1				x				3
Celkem	16								62

Z maximálního počtu bodů, který byl 96, tj. součet vah 16 vynásobený maximálním počtem bodů, získal analyzovaný podnik 62 bodů, což představuje 64,58 %. Tento podíl tak značí mírně nadprůměrný trh vzhledem k analýze jeho atraktivnosti. Významně pozitivním hodnocením je možnost růstu trhu, jelikož na území České republiky se nachází velké množství cílových zákazníků, kteří tento růst podporují. Dále jsou pozitivně hodnoceny možnosti substituce a intenzitou vysoké konkurence. Negativně je hodnocena pouze nízká rentabilita podniku v odvětví.

Růst trhu – Ve sledovaném období odvětví 47, kam vybraný podnik spadá patří k stabilním a rostoucím odvětvím, nasvědčuje tomu hlavně rostoucí vývoj tržeb. Vybranému podniku se daří tento trend kopírovat, mnohdy v rychlejším tempu oproti odvětví.

Vývoji farmaceutického odvětví podle globálních studií pomáhá rostoucí význam digitalizace a další zavádění transformačních technologií, který směřuje ke zvýšení spokojenosti pacientů a k možnosti rychlejší diagnostiky. Dynamický trh ovlivňuje tlak na ceny, zvýšená dostupnost léčiv a také nejisté obchodní politiky. Nedostatečná výrobní kapacita však představuje výzvu pro toto odvětví.

Avšak na druhou stranu hodně tomu odvětví přispívá i fakt, že lidé si mnohem častěji připlatí za to, aby byli krásní, mladí a hlavně zdraví. Proto někteří pacienti utrácí nehorázné peníze za přípravky, které nemají moc velký léčebný přínos, ale síla reklamy je až alarmující, kdežto pokud mají doplatit za kvalitní léčbu, pak mnohdy nedají ani korunu navíc. Růstový potenciál trhu je hodnocen 4 body z 6.

Velikost trhu – Česká republika představuje oproti zahraničí poměrně malý relevantní trh, ve kterém navíc oblast farmacie sice patří k jednomu z nejvíce dynamickým průmyslovým oborům. Avšak na rozdíl od jiných evropských států je role farmacie v průmyslové skladbě stále pouze okrajová, avšak s rostoucím charakterem.

Velikost trhu porostla ve sledovaném období o 6 miliard Kč. Hodnota velikosti trhu v roce 2019 činila 36,5 miliard Kč, což tvoří cca 0,64 % HDP České republiky. Kritérium velikosti je tedy hodnoceno průměrem 3 z 6 bodů.

Intenzita konkurence – Oblast farmacie je v současnosti vyšší intenzita konkurence. Systém podnikání v lékárenství je u nás nastaven tak, že podnikatele nutí se velmi rychle na trhu orientovat a čelit vysoce konkurenčnímu prostředí. Distributoři a výrobci navíc přesunují svůj zájem ve větší míře od lékařů na lékárníky, jelikož právě lékárníci jsou kompetentní osoby v otázce poradenství či samo léčení. Nakonec také i v ekonomickém směru léčby v tom smyslu, co se doplácí, nedoplácí. A právě v otázce doplatků za léčiva mohou být významné rozdíly v oblasti lékárenství.

V oblasti farmacie je také důležité si udržet krok s konkurencí i z hlediska nových technologií. Mnozí zákazníci uvítají internetový prodej, kde si pacienti můžou najít co potřebují, mnohdy tyto weby nabízí i chat přímo s odborným personálem za účelem poskytnutí poradenství z pohodlí domova pacienta. Navíc si pacienti rychle a efektivně mohou porovnávat ceny na jiných lékárenských webech, což usnadní čas i peníze, ale z pohledu konkurence je tento fakt vražedný. Kvůli vyšší konkurenci v odvětví farmacie je tento faktor hodnocen 5 body z 6. (Vydrová, 2021)

Průměrná rentabilita – Na základě údajů, které každoročně zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky, lze získat informace ohledně rentability v daném odvětví – CZ NACE 47 Maloobchod, kromě motorových vozidel. Bohužel bližší sekci v odvětví už MPO nenabízí, abychom vymezili pouze maloobchod v oblasti farmacie, které je dle CZ NACE řazeno pod 47.73.

Rentabilita vlastního kapitálu v odvětví od roku 2016 do roku 2018 rostla, v posledním analyzovaném roce mírně klesla na 15,03 %. Kdežto vybraný podnik svou rentabilitu v průběhu let nadále zvyšoval, kdy v roce 2019 dosáhla 6,19 %. Podobný vývoj měli i další ukazatele rentabilit jako jsou rentability aktiv, tržeb i úplatného kapitálu. Avšak při porovnání s odvětvím se sice vybranému podniku dařilo, ale ne až tak dobře jako v odvětví, proto kritérium průměrné rentability zhodnoceno na 2 body z 6. (MPO, 2019)

Bariéry vstupu – Faktor týkající se omezení vstupu na trh souvisí s přechozími body. Pokud se člověk rozhodne podnikat v oblasti farmacie, je s tím spojeno větší množství překážek týkající se platné legislativy či potřebného vstupního kapitálu či odborného vzdělání.

Mezi další možné bariéry či úskalí při začínajícím podnikání v tomto oboru může být samotné určení odpovídajících podnikatelských prostor, a to nejen velikostí, ale hlavně svým umístěním. Zpravidla jsou podnikatelé v pronajatých prostorách, orientují se na menší prostory, ale nejlépe tam, kde je velký pohyb lidí. Nejvhodnější místo pro lékárnu je dle mého názoru tam, kde je v blízkosti samotné zdravotnického zařízení. Kvůli ztíženým podmínkám pro vstup na trh je tento faktor hodnocen pozitivně 4 body z 6. (Vydrová, 2021)

Možnosti substituce – V rámci lékárenské praxe existuje pojem generická substituce, která je mimo jiné také zakotvena v zákoně č. 378/2007 Sb., o léčivech a na něj navazující vyhláška č. 84/2008 Sb., o správné lékárenské praxi. Tyto dva prameny ukládají lékárníkovi při výdeji léčiv možnost informovat pacienta o možných alternativách k vydávanému léčivu a s jeho souhlasem provést záměnu předepsaného přípravku za jiný přípravek shodných vlastností. Pojem generické substituce zavezla Světová zdravotnická organizace (WHO), která se tak snaží o redukci nákladů na léky pomocí levnějších ekvivalentů. Čímž touto možností substituce se rozšiřuje konkurence na trhu ze strany distributorů či samotných výrobců. Dosavadní studie provedené v ČR ukazují, že 18 % pacientů nepovažuje farmaceuta za kompetentního k provádění generické substituce, 56 % pacientů tuto možnost považuje za omezení svých pravomocí. Mnohdy je chyba i na straně lékárníka, kdy studie ukazují, že 79 % nebylo lékárníkem informováno o možnosti substituce. Ale ve větší míře je chyba na straně

pacienta, který nedůvěřuje formě náhrady. Z tohoto důvodu vysoké možnosti substituce je tento faktor ohodnocen 5 body z 6. (Macešková a kol., 2011)

Citlivost na konjunkturu – Zhodnocení citlivosti na konjunkturu, jinými slovy hospodářský cyklus, lze v rámci trhu zjistit například pomocí výkyvu ve využití kapacit, změnou zaměstnanosti či výkyvy cen.

Využití kapacit je v tomto segmentu nedostačující z hlediska hlavně výrobních kapacit. Dlouhodobá strategická partnerství jsou předpokladem pro to, aby mohly farmaceutické firmy optimalizovat dodavatelský řetězec. Díky těmto partnerstvím tak firmy mohou efektivněji řešit nedostatečnou výrobní kapacitu, která je důsledkem posunu směrem k biologickým léčivům a personalizovanému lékařství, jež si žádají zkrácení času potřebného k uvedení léčiv na trh. Podpora blízkých vztahů s dodavateli je zvláště zásadní pro udržení provozu splňujícího zákonné požadavky. Při pochybení by farmaceutické podniky mohly přijít o dobrou pověst. (Globální výhled pro farmaceutický průmysl v roce 2019, 2019)

V odvětví farmacie v roce 2019 působila více než stovka aktivních subjektů, kteří zaměstnávali téměř 11 tisíc pracovníků. Většina těchto pracovníků je soustředěna ve větších městech, ráz odvětví tak určují větší subjekty na trhu. Farmaceutický průmysl je navíc typická výraznou rolí podniků pod zahraniční kontrolou, což je projevuje i značnou exportní orientací oboru. (Kamenický, 2020)

Výkyvy cen mohou být způsobeny několika faktory. Technologičtí giganti nastupují do tohoto sektoru a stávají se tak přímými konkurenty. Také tlak na ceny, přísnější regulace a provozní neefektivita v důsledku postupující konsolidace odvětví nutí mnoho podniků v této oblasti k implementaci účinných strategií snižování nákladů, aby si udržely konkurenceschopnost. Tento faktor je hodnocen průměrem 3 z 6 bodů. (Globální výhled pro farmaceutický průmysl v roce 2020, 2020)

Struktura a charakter zákazníků – V rámci teorie propagačního mixu se označují složky marketingové komunikace, která mají jedinečné vlastnosti, plní určitou funkci a vzájemně se doplňují. Mezi dobře sestavený propagační mix patří správně cílená reklama, možnost osobního prodeje, podpora prodeje formou slev a jiných podpůrných nástrojů.

Odběrateli v oblasti lékárenství jsou hlavně cíloví zákazníci – občané. Formou střetnutí bývá nejčastěji osobní prodej nebo online prodej přes internetové stránky lékáren. Nemoci mají na počtu zákazníků v lékárnách také svůj významný podíl, jelikož žijeme v době, která nemocím přeje, doba přináší různé alergie či civilizační choroby.

Obecně lze ale říct, že v oblasti farmacie neexistuje zaměření na určitou skupinu zákazníků, lze tedy tento faktor hodnotit pozitivně, jelikož působení na trhu má širokou škálu možností. Tento faktor je tak hodnocen pozitivně 5 body z 6.

Vlivy prostředí – Podnik je nejen svou činností, ale i rozhodováním ovlivněn prostředím, ve kterém se nachází. Je nutné tak sledovat nové trendy a postupy přímých konkurentů. Zároveň však může podnik ovlivnit některý z faktorů makroprostředí, jež podnik není schopen ovlivnit, ale může se na tyto změny alespoň připravit pomocí určitých opatření. Z tohoto důvodu nijak zvlášť ovlivnitelného ze strany prostředí je tento faktor hodnocen průměrem 3 bodů z 6.

6.2.3 Prognóza relevantního trhu

Díky dostupným predikcím HDP byla provedena predikce relevantního trhu vzhledem v závislosti na HDP. Byla provedena regresní analýza, při které byl zjištěn vysoký koeficient determinace neboli přínosnost modelu, a sice nejvyšší byl zjištěn u logaritmického trendu a jeho trendové funkce 0,9527. Predikce by tak mohla být vyčíslena podle statistických metod, avšak opírala by se jen o data z minulosti. Proto vhodnější metodou výpočtu predikce relevantního trhu v závislosti na vývoji HDP byla zvoleno vyčíslení prognózy podle podložených dat. Z ČSÚ za rok 2020, kde jsou již známa aktuální čísla, predikce za roky 2021-2022 byla provedena zprůměrováním více časových predikcí na MFČR.

Všechny pomocné výpočty byly provedeny v MS Excel a do práce vloženy pouze důležité podklady.

Tabulka 9 Vývoj a prognóza relevantního trhu (vlastní zpracování)

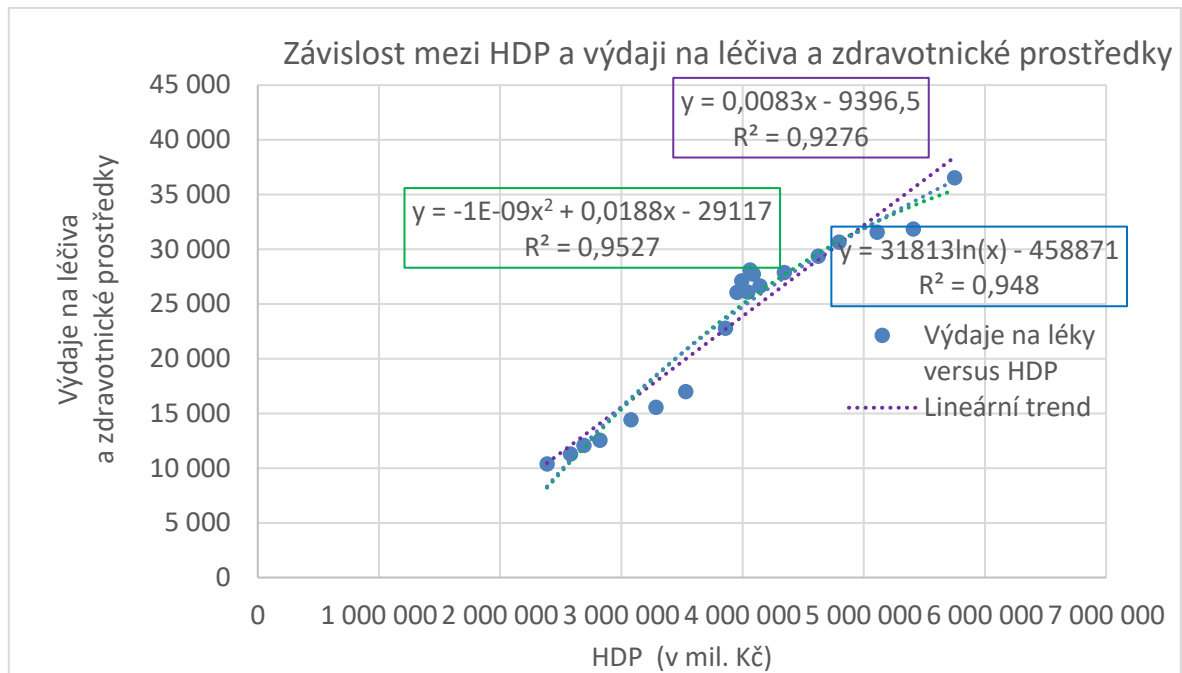
	Rok	HDP (mil.Kč b.c.)	Tempo růstu HDP	Podíl relevantního trhu na HDP	Relevantní trh (výdaje na léky atd.)	Tempo růstu relevantního trhu
Minulost	2000	2 386 289	-	0,44%	10 384	-
	2001	2 579 126	8,08%	0,44%	11 267	8,50%
	2002	2 690 982	4,34%	0,45%	12 068	7,11%
	2003	2 823 452	4,92%	0,44%	12 522	3,76%
	2004	3 079 207	9,06%	0,47%	14 394	14,95%
	2005	3 285 601	6,70%	0,47%	15 560	8,10%
	2006	3 530 881	7,47%	0,48%	16 996	9,23%
	2007	3 859 533	9,31%	0,59%	22 767	33,96%
	2008	4 042 860	4,75%	0,64%	26 071	14,51%
	2009	3 954 320	-2,19%	0,66%	26 036	-0,13%
	2010	3 992 870	0,97%	0,68%	27 115	4,14%
	2011	4 062 323	1,74%	0,69%	28 091	3,60%
	2012	4 088 912	0,65%	0,68%	27 724	-1,31%
	2013	4 142 811	1,32%	0,64%	26 647	-3,88%
	2014	4 345 766	4,90%	0,64%	27 868	4,58%
	2015	4 625 378	6,43%	0,63%	29 359	5,35%
	2016	4 796 873	3,71%	0,64%	30 635	4,35%
	2017	5 110 743	6,54%	0,62%	31 544	2,97%
	2018	5 409 665	5,85%	0,59%	31 834	0,92%
2019	5 748 805	6,27%	0,64%	36 512	14,69%	
Prognóza	2020	5 652 401	-1,68%	0,64%	36 175	-0,92%
	2021	5 918 064	4,70%	0,64%	37 876	4,70%
	2022	6 213 967	5,00%	0,64%	39 769	5,00%
Růst 2000-2019			4,78%			7,13%
Růst 2020-2022			2,67%			2,93%

Lze vidět z tabulky predikce vývoje HDP rostoucí tempo růstu pro budoucí roky. Avšak jelikož se jedná pouze o predikce vývoje, lze předpokládat jeho mírnou volatilitu. Avšak v konečném důsledku by měl být vývoj relevantního trhu pozitivní, což je pozitivní zpráva pro oceňovaný podnik.

Pro srovnání byla do práce vložena i predikce na základě statistických metod a podložení závislosti HDP a relevantního trhu, který je zvolen ze spotřebního koše z položky výdajů na léky a jiné zdravotnické prostředky, jak již bylo řečeno výše. Dalším důvodem, proč nelze tyto predikce dle minulosti využít, je fakt, že statistické predikce nepředpokládají vývoj i vzhledem k současné koronavirové krizi.

Tabulka 10 Predikce HDP dle lineárního a logaritmického trendu (vlastní zpracování, MFČR)

		Lineární trend	Logaritmický trend
Rok		HDP (mil.Kč b.c.)	HDP (mil.Kč b.c.)
Minulost	2000	2 386 289	2 386 289
	2001	2 579 126	2 579 126
	2002	2 690 982	2 690 982
	2003	2 823 452	2 823 452
	2004	3 079 207	3 079 207
	2005	3 285 601	3 285 601
	2006	3 530 881	3 530 881
	2007	3 859 533	3 859 533
	2008	4 042 860	4 042 860
	2009	3 954 320	3 954 320
	2010	3 992 870	3 992 870
	2011	4 062 323	4 062 323
	2012	4 088 912	4 088 912
	2013	4 142 811	4 142 811
	2014	4 345 766	4 345 766
	2015	4 625 378	4 625 378
	2016	4 796 873	4 796 873
	2017	5 110 743	5 110 743
	2018	5 409 665	5 409 665
2019	5 748 805	5 748 805	
Prognóza	2020	5 554 409	5 859 002
	2021	5 709 322	6 102 855
	2022	5 864 235	6 356 858



Graf 2 Závislost mezi HDP a relevantním trhem (vlastní zpracování)

6.3 Analýza konkurenceschopnosti a vnitřního potenciálu

Pro konečné posouzení perspektivnosti podniku je nutné posoudit vývojové možnosti podniku, do jaké míry je podnik schopen čelit konkurenci a možným hrozbám a také do jaké míry je schopen využít šance, které plynou z rozvoje trhu. Navíc je žádoucí zhodnotit také konkurenční sílu podniku vůči jeho hlavním konkurentům. Výsledná analýza se pak promítne do odhadu vývoje tržního podílu podniku a diskontní míry zachycující riziko daného podniku.

6.3.1 Stanovení tržního podílu v odvětví

Tržní podíl vybraného podniku v odvětví lze zjistit porovnáním jeho tržeb a tržeb za dané odvětví, které v tomto konkrétním případě představuje CZ-NACE 47 – Maloobchod, kromě motorových vozidel.

Tabulka 11 Vývoj tržního podílu podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti; MPO 2019)

ROK	CZ-NACE 47 (v tis. Kč)	Tržby podniku (v tis. Kč)	Tržní podíl (v %)
2013	411 717 678	84 906	0,0206%
2014	461 412 324	90 994	0,0197%
2015	498 355 583	86 238	0,0173%
2016	494 044 110	99 143	0,0201%
2017	535 461 041	99 869	0,0187%
2018	579 008 713	107 305	0,0185%
2019	613 681 395	112 700	0,0184%

Z tabulky vývoje tržního podílu minulých let je patrné, že si podnik snaží udržet svůj tržní podíl a pozici na trhu, podíl na trhu tak stagnuje kolem 0,02%. Avšak lze pozorovat růst trhu jako celku.

6.3.2 Analýza konkurenční síly

Tato analýza se snaží prozkoumat, zda je analyzovaný podnik schopen využít možné příležitosti a na druhou stranu, zda dokáže čelit konkurenci a hrozbám na trhu. Faktory ovlivňující tržní podnik podniku je možné rozdělit na přímé faktory, které jsou vnímané ze strany zákazníka, a nepřímé. Podle Maříka (2018) je-li dosažené hodnocení v rozmezí 40-60 %, je konkurenční síla podniku na dobré úrovni z pozice hlavního konkurenta. Pokud je hodnocení hranicí 40 %, podnik svou pozici na trhu zřejmě ztratí a pokud je hodnocení nad 60 % lze předpokládat, že podnik bude svoji pozici na trhu i nadále zvyšovat a posilovat.

Body jsou v rámci analýzy přiřazeny konkrétním kritériím, zdůvodnění udělených bodů lze nalézt pod tabulkou.

Tabulka 12 Analýza konkurenční síly podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti a dle Maříka, 2018)

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení						Váha x Body	
			Převaha konkurence			Průměr	Převaha podniku			
			0	1	2	3	4	5		6
Přímé faktory	Kvalita zboží	3				x				9
	Velikost sortimentu	2					x			8
	Cenová úroveň	3					x			12
	Intenzita reklamy	2			x					4
	Výhody místa	1				x				3
	Výhody distribuce	1						x		5
	Image podniku	1			x					2
Servis a služby personálu	1						x		5	
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	3				x				9
	Výkonný personál	2				x				6
	Majetek a investice	2						x		10
	Finanční situace	1				x				3
	Celkem	22								76

Na základě provedené analýzy bylo zjištěno 76 bodů z maximálních 132, tj. součet vah 22 vynásobený maximálním počtem bodů 6. Podnik dosáhl v procentuálním vyjádření 57,58 %. Což je-li hodnota v rozmezí 40-60 %, tak podle Maříka (2018) lze hodnotit konkurenční sílu podniku kladně, a sice konkurenční síla podniku je na dobré úrovni z pozice hlavního konkurenta.

Kvalita zboží – V rámci kvality zboží si lékárny spíše nemohou konkurovat. Lékárny totiž nabízí zákazníkům v mnoha případech totožný výrobek nebo stejnou léčivou látku, avšak od různých výrobců. Zákazník má tedy na výběr, zda svůj nákup provede na základě výrobce, doporučení ze strany lékaře či lékárníka anebo mnohdy podle ceny samotného výrobku. Z tohoto důvodu nelze rozpoznat převahu konkurence či podniku, proto je toto kritérium hodnoceno průměrem 3 bodů z 6.

Velikost sortimentu – Obdobně je tomu i v případě řešení velikosti sortimentu. Lékárny mezi sebou si mohou konkurovat především v nabídce léků skrz přímý prodej. V současné době se kvůli trendům v oblasti farmacie, estetiky a zdravého životního stylu lékárny také zaobírají různými kosmetickými doplňky. Lékárny nabízí široké spektrum homeopatik,

vitamínů, minerálů, zdravotnických prostředků, vlasové kosmetiky, péči o pleť, dětského sortimentu, dermo a nutrikosmetiky, sportovní výživou aj. Díky širokému spektru nabízeného zboží i díky možnosti přes e-shop lze hodnotit podnik kladně 4 body z 6.

Cenová úroveň – Lékárna nabízí v podstatě dva druhy produktů – léky na lékařský předpis a bez něj. Produkty nabízené na e-shopu jsou výhradně pouze pro přímý prodej bez předpisu. V případě léku bez předpisu si může cenu stanovit v podstatě libovolnou, počítá s obchodní marží a omezuje ji pouze dolní hranice ceny, za kterou produkt nakoupila od svých distributorů, nemají regulovanou cenu výrobce či obchodní přírážku. Jedinou regulací tak je pouze konkurenčním boj. U regulovaných léčiv je Státním ústavem pro kontrolu léčiv (SÚKL) stanovena výše maximální ceny, kterou však výrobce ani distributor nesmí překročit. Prodávat svůj sortiment za nižší cenu je ale samozřejmě možné, většinou však za cenu nízké marže.

Z výroční zprávy podniku bylo možné zjistit, že od roku 2015 se podniku daří zvyšovat svou obchodní marži, stejně tak markantně rostly tržby hlavně na e-shopu. Z tohoto důvodu lze cenovou úroveň hodnotit kladně jako převahu podniku 4 body z 6.

Intenzita reklamy – Co se týče reklamy, lze ji v podstatě rozdělit na dvě části. Na komunikaci se zákazníkem skrz přímý prodej v lékárnách a nepřímý kontakt skrz chat na e-shopu a také skrz reklamy přes internetové zdroje. Na druhou stranu samotné lékárny jsou v podstatě jen určitými prostředníky, jelikož reklamu jim dělají farmaceutické společnosti, které se snaží se produkty zviditelnit. Proto se lékárny oproti jiným například výrobním firmám příliš nevěnuje. Podpořit prodej léčiv, vitamínů a kosmetiky mohou jednak reklamní spoty a v neposlední řadě také samotní lékárníci. Z tohoto důvodu lze formu reklamy hodnotit spíše negativně, ve srovnání s jinými podniky stejného typu. Kritérium bylo ohodnoceno 2 body z 6.

Výhody místa – Poloha samotných lékáren je situována velmi výhodně. Lékárny Kyjov a Vracov jsou umístěny přímo v budovách buďto polikliniky nebo jiného zdravotnického zařízení. Menší pobočky v Koryčanech a Polešovicích jsou situovány v středu obcí, v samostatných budovách s možností parkování. Co se týče menších nevýhod umístění u zdravotnických zařízení, tak je nesnadnost parkování, jelikož jsou v budovy obsazeny ordinacemi doktorů, a proto vysokou poptávkou po samotných parkovacích místech v centru měst. Z těchto důvodů jsou výhody místa hodnoceny průměrem 3 bodů z 6, za výhody lze považovat místo, avšak velkou nevýhodou jsou parkovací místa.

Výhody distribuce – Pojem distribuce se často pojí s místem a umístěním produktu, jedná se vlastně o dostupnost produktu pro zákazníky. Distribuce léčiv z e-shopu je zajištěna

několika způsoby, buď podnik nabízí osobní vyzvednutí objednávky přímo na pobočce jedné z lékáren, anebo si můžete produkty nechat zaslat kurýrní službou domů. Z tohoto důvodu snadného procesu vyzvednutí hodnotím kladně toto kritérium distribuce 5 z 6 bodů.

Image podniku – Z hlediska image lékáren jsou jasné výhody i nevýhody podniku. Podnik vlastní 4 pobočky – Kyjov, Vracov, Koryčany a Polešovice. Lékárny Vracov, Koryčany a Polešovice jsou ve vlastnictví podniku, tudíž má vedení v podstatě volnou ruku při prezentaci. Problémem je lékárna v Kyjově, která se nachází v budově starší budovy polikliniky. Lékárny byly postupně rekonstruovány, avšak lékárna v Kyjově prošla rekonstrukcí již v roce 2005. Nejnovější budovou je budova ve Vracově, která byla vybudována v roce 2015. Toto kritérium je tedy hodnoceno spíše negativně z důvodu starších provedených rekonstrukcí na pobočkách, uděleno tak 2 body z 6.

Servis a služby personálu – Služby lékárny by měly spočívat hlavně ve správném poradenství při osobním výběru léčiv nebo prostřednictvím chatu na e-shopu. Dá se říct, že podnik se snaží přizpůsobit potřeby svým zákazníkům, proto hodnoceno 5 body z 6.

Kvalita managementu – Vrcholové vedení tvoří zkušení a kvalifikovaní odborníci s praxí. V rámci jednatelských pozic tvoří vedení podniku 2 členové, konkrétně s rodinnou vazbu matky a syna. Matka v tomto podniku byla už od začátku, více zaměřena na samotnou praxi, kdežto syn se přidal do podniku až posléze a řeší spíše současné trendy, otázky reklamy či samotné distribuce. Kritérium ohodnoceno průměrem 3 bodů z 6.

Výkonný personál – Co se týče personálu lékáren, nejvíce pracovníků je v lékárně Kyjov, kde je vedoucí lékárník, farmaceut, několik farmaceutických asistentů a administrativních pracovníků kvůli zázemí e-shopu. Co se týče ostatních poboček lékárny, vždy je nutný minimálně jeden odborně vzdělaný personál nutný k této činnosti, popřípadě farmaceut. Konkrétně v posledním analyzovaném roce 2019 bylo 7 administrativních pracovníků pro e-shop, zbylých 11 pracovníků pro kamenné lékárny. I z důvodu legislativních je tedy zajištěno odbornosti personálu, stejně tak je tomu i v ostatních konkurenčních lékárnách, proto hodnoceno průměrem 3 bodů z 6.

Majetek a investice – Z pohledu majetku a samotných investic lze podnik hodnotit spíše pozitivně, jelikož má většinu svých poboček ve vlastnictví, pouze pobočka Kyjov je v pronájmu. Navíc z interních materiálů společnosti bylo zjištěno, že podnik plánuje pořídit novou pobočku s větším zázemím skladu pro e-shop. Hodnoceno pozitivně 5 bodů z 6.

Finanční situace – Podnik je trvale ziskový, avšak oproti odvětví dosahuje nižších hodnot rentabilit. V rámci hodnot ukazatelů likvidity bylo zjištěno nadměrné množství peněz, které nejsou efektivně využity. Avšak daří se podniku z pohledu zadluženosti, jelikož využívá ve větší míře vlastní kapitál. Podrobnější údaje z finanční analýzy jsou obsahem další samostatné kapitoly. Finanční situace hodnocena průměrem 3 bodů z 6.

6.3.3 Perspektivnost podniku na trhu

Perspektivnost podniku na trhu je dána jednak atraktivností trhu, na kterém působí a jednak konkurenční silou, kterou se vyznačuje. Na základě předchozích analýz atraktivity trhu podnik dosáhl 64,58 %, z analýzy konkurenční síly 57,58 %.

Pomocí tzv. bostonské matice se podnik nachází v sektoru 5, označeným jako podnik s přijatelnou perspektivou.

Tabulka 13 Použití matice k posouzení perspektivnosti podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti a dle Maříka, 2018)

KONKUREČNÍ SÍLA	VELKÁ	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání. 3	Podniky s dobrou perspektivou. 2	Podniky s jednoznačnou perspektivou. 1
	STŘEDNÍ	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání. 6	Podniky s přijatelnou perspektivou. "PODNIK" 5	Podniky s dobrou perspektivou. 4
	MALÁ	Podniky téměř bez perspektivy. 9	Podniky s malou perspektivou. 8	Podniky s omezenou perspektivou. 7
		NÍZKÁ	STŘEDNÍ	VYSOKÁ
ATRAKTIVITA TRHU				

6.3.4 Prognóza tržeb analyzovaného podniku

Na základě předchozí analýzy konkurenceschopnosti a perspektivnosti daného podniku na trhu lze předpokládat, že si podnik udrží současný tržní podíl vzhledem k odvětví, který činí průměrně kolem 0,02 %, jak bylo vyčísleno v podkapitole týkající se stanovení tržního podílu na trhu.

Vývoj tržeb podniku byl vyčíslen pomocí vzorce pro tempo růstu tržeb, který se vypočítá jako součin indexu růstu trhu a indexu změny tržního podílu. Tržní podíl podniku vzhledem k CZ NACE byl pro predikované roky zvolen rostoucím charakterem, jelikož předchozí analýzy v rámci analýzy mikroprostředí vyšly pozitivně pro zvolený podnik, avšak kvůli opatrnosti vzhledem k současné koronavirové krizi byl zvolen pouze mírný rostoucí tržní podíl. Posledním krokem bylo vyčíslení samotných tržeb podniku dle vývoje tržního podílu a tempa růstu tržeb.

Tabulka 14 Vývoj tržního podílu a samotných tržeb podniku dle vývoje relevantního trhu (vlastní zpracování)

	Rok	Relevantní trh (výdaje na léky atd.)	Tempo růstu trhu	Tržní po- díl dle CZ NACE	Tempo růstu tr- žeb pod- niku	Tržby podniku (v tis.Kč)
Minulost	2013	26 647		0,0206%		84 906
	2014	27 868	4,58%	0,0197%	0,01%	90 994
	2015	29 359	5,35%	0,0173%	-7,48%	86 238
	2016	30 635	4,35%	0,0201%	21,24%	99 143
	2017	31 544	2,97%	0,0187%	-4,20%	99 869
	2018	31 834	0,92%	0,0185%	-0,16%	107 305
	2019	36 512	14,69%	0,0184%	14,07%	112 700
Prognóza	2020	36 175	-0,92%	0,0185%	-0,38%	112 270
	2021	37 876	4,70%	0,0186%	5,27%	118 182
	2022	39 769	5,00%	0,0187%	5,56%	124 758
Průměrné tempo růstu podniku 2013-2019					3,91%	
Průměrné tempo růstu podniku 2020-2022					3,48%	

Pro srovnání byla do práce vložena i predikce tržeb na základě statistických metody lineárního trendu. Vývoj tržeb dle statistiky předpokládá mírně vyšší hodnoty tržeb než pomocí podložených dat vývoje relevantního trhu. Tyto rozdíly vznikají, jelikož predikce dle minulosti nepředpokládají vývoj i vzhledem k současné koronavirové krizi. Proto je vhodnější zvolení predikcí dle tabulky 14. Průměrné tempo růstu v minulosti bylo vyčísleno na 3,91 %, pro budoucí roky na 3,48 %.

Tabulka 15 Prognóza vývoje tržeb vybraného podniku dle lineárního trendu
(vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

	Rok	CZ-NACE 47 (v tis. Kč)	Tržby podniku (v tis. Kč)
Minulost	2013	411 717 678	84 906
	2014	461 412 324	90 994
	2015	498 355 583	86 238
	2016	494 044 110	99 143
	2017	535 461 041	99 869
	2018	579 008 713	107 305
	2019	613 681 395	112 700
Prognóza	2020	638 838 604	115 827
	2021	670 202 511	120 457
	2022	701 566 418	125 087

6.4 SWOT analýza

Silné stránky (Strengths)

- Podnik působí na trhu již řadu let, vybudoval si tak silnou pozici na trhu.
- Výhodná lokalita (umístění poboček v dosahu zdravotnického zařízení), dopravní dostupnost
- Možnost prodeje i online přes e-shop, široký sortiment
- Možnost osobní komunikace lékárníka a zákazníka, také prostřednictvím e-shopu přes virtuální chat s lékárníkem
- Dostatek vlastního kapitálu k možné budoucí investiční činnosti
- Finanční stabilita

Slabé stránky (Weaknesses)

- Nevyužití cizích levnějších zdrojů financování, i přesto, že zvyšování podílu cizího kapitálu by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu díky daňovému štítu
- Vysoká likvidita, neefektivní využití volných peněžních prostředků
- Slabá marketingová komunikace
- Absence zavedení věrnostních karet

Příležitosti (Opportunities)

- Dynamický růst v oblasti nutrikosmetiky a doplňků stravy

- Nalezení nových metod oslovení zákazníků, nových distribučních cest
- Zvyšující se nemocnost lidí, sezónní nemoci
- Poskytování benefitů v podobě poukazů do lékáren ze strany zaměstnavatelů

Hrozby (Threats)

- Nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců
- Vstup nové konkurence
- Pokles poptávky, cenová válka, zdražení léčiv od distributorů
- Legislativní změny, zvýšení spotřební daně

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza je nezbytnou součástí v oblasti finančního řízení, protože působí jako zpětná vazba pro samotný podnik. Zejména jak se podnik vyvíjel, zda se mu podařilo splnit předpoklady, anebo zda došlo k situaci, kterou podnik nečekal a jak se s ní vypořádal.

Výsledky finanční analýzy mohou poskytnout cenné informace pro podnik v budoucnu, tyto výsledky slouží nejen pro vlastní účely podniku, ale i pro ty uživatele, kteří nejsou spjaty přímo s podnikem, ale jsou s ním spjaty hospodářsky či finančně.

Manažeři podniku potřebují informace z finanční analýzy hlavně pro dlouhodobé řízení, protože tyto informace přispívají k řešení různých rozhodovacích úloh. Avšak finanční analýzu jako zdroj informací využijí nejen manažeři, ale i investoři, vlastníci, obchodní partneři, státní instituce, zaměstnanci, auditoři, konkurenti, ale také odborná veřejnost.

K nejdůležitějším zdrojům dat patří účetní výkazy podniku, s těmi spjaté výroční zprávy a přílohy. Dále jako zdroj informací může sloužit odborný tisk či různé ekonomické statistiky získané kupříkladu z webových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, které dlouhodobě zpracovává analýzy a statistiky z odvětví průmyslu a obchodu.

Všechny výkazy, se kterými se dále pracuje, tj. výkaz rozvahy a výkaz zisku a ztráty za vybraný podnik, byly zpracovány a vloženy do příloh PI a PII. Pro srovnání s odvětvím byly využity pouze údaje z rozvahy a vloženy do přílohy PIII, pro srovnání výnosů a nákladů bylo využito výkazu zisku a ztráty pro konkurenční firmu, tento výkaz vloženo do přílohy PIV.

7.1 Absolutní ukazatele

Pro analýzu absolutních ukazatelů je využita horizontální a vertikální analýza výkazů. Jak již bylo zmíněno v teoretické část, horizontální analýza srovnává vývoj položek v čase, vertikální analýza pak znázorňuje procentuální podíly položek k určitým základnám.

7.1.1 Analýza majetkové struktury

Celková výše aktiv vybrané společnosti se ve sledovaném období 2016-2019 postupně navyšovala (Tabulka 6). Pohybovala se na nejnižší hranici 41,2 mil. Kč v roce 2015 i 2016, naopak nejvyšší byla v roce 2019 a to 45,5 mil. Kč. Touto výší aktiv se řadí do dle kategorizace účetních jednotek dle zákona o účetnictví do malých účetních jednotek. Z pohledu skladby majetku je vidět pokles dlouhodobého majetku. Z toho také vyplývá, že ve společnosti se změnil i podíl převládajících aktiv z dlouhodobých na oběžná. V posledním roce

2019 byl podíl dlouhodobého majetku na aktivech necelých 41 %, kdežto podíl oběžných aktiv na celkových aktivech narostl na necelých 59 %. Tato skutečnost tak může ovlivnit likvidnost společnosti.

Odepsanost majetku je malá, jelikož podnik vlastní 3 budovy, které se odepisují pomalu, jelikož jsou řazeny do odpisové skupiny, která se odepisuje 30 let. Dále podnik vlastní velké množství vybavení skladu a prodejen, jako jsou regály, pulty, vitríny apod. Tyto části jsou již plně odepsány. Celkově dle karet majetku je majetek odepsaný z 37,5 %. Roční odpisy roku 2019 činí 917 158 Kč.

Hodnota oběžných aktiv se ve sledovaném období přímo úměrně ve srovnání s dlouhodobým majetkem postupně zvyšovala. V roce 2019 hodnota oběžných aktiv činila necelých 27 mil. Kč. Největší položkou oběžných aktiv jsou zásoby, které se ve sledovaném období nijak markantně nezměnily a pohybovaly se okolo 12 mil. Kč. Zásoby z celé části tvoří zboží, které na společnost na skladě, jelikož se zabývá maloobchodem konkrétně s farmaceutickými přípravky dle CZ-NACE 477300. Co se týče položky pohledávek, největší část tvořily pohledávky z obchodních vztahů.

Významnou změnou v průběhu let je v položce peněžních prostředků, kdy v průběhu let vzrostla o 115 % na celkových 9 mil. Kč v roce 2019. Tato data mohou naznačovat, že se firma snaží optimalizovat množství svých peněžních prostředků s cílem využití těchto prostředků, například k investicím, které jim přinesou větší výnos než úrok, který je jim poskytnut na bankovním účtu.

V rámci srovnání majetkové struktury s odvětvím dlouhodobý majetek tvoří stejně jako u našeho podniku větší část aktiv. Jelikož podnik má pouze dlouhodobý hmotný majetek, nelze srovnávat tyto změny s odvětvím v průběhu let. V odvětví stejně tak převažují zásoby nad pohledávkami ale v menším poměru než u vybraného podniku. Významné změny v odvětví zaznamenala položka peněžních prostředků, která v odvětví klesala, kdežto v podniku významně rostla.

Tabulka 16 Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury výkazu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019	2017/2016	2018/2017	2019/2018
Aktiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-0,3%	6,9%	3,4%
B. Dlouhodobý majetek	50,2%	49,7%	44,1%	40,5%	-1,4%	-5,1%	-5,1%
B.I. DNM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B.II. DHM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-1,4%	-5,1%	-5,1%
B.III. DFM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. Oběžná aktiva	49,3%	49,3%	55,3%	58,6%	-0,3%	19,7%	9,7%
C.I. Zásoby	59,6%	55,7%	49,8%	48,3%	-6,7%	6,8%	6,4%
C.II. Pohledávky	33,2%	33,6%	27,0%	30,9%	-5,6%	-14,3%	21,8%
C.II.1. Dlouh. pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C.II.2. Krátk.pohledávky	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-5,6%	-14,3%	21,8%
C.IV. Peněžní prostředky	20,6%	25,5%	36,8%	33,9%	23,4%	72,6%	1,1%
D. Časové rozlišení aktiv	0,4%	1,0%	0,6%	0,9%	133,1%	-31,0%	48,5%

Tabulka 17 Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury výkazu v odvětví CZ NACE 47 (MPO 2019)

	2016	2017	2018	2019	2017/2016	2018/2017	2019/2018
Aktiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	7,0%	4,2%	9,5%
B. Dlouhodobý majetek	50,0%	49,9%	51,4%	50,9%	6,8%	7,3%	8,5%
B.I. DNM a DHM	96,6%	97,1%	97,6%	97,8%	7,3%	8,0%	8,7%
B.III. DFM	3,4%	2,9%	2,4%	2,2%	-8,4%	-13,0%	1,3%
C. Oběžná aktiva	48,9%	49,2%	47,7%	48,3%	7,6%	1,0%	10,9%
C.I. Zásoby	41,3%	36,7%	38,6%	38,8%	-4,3%	6,2%	11,7%
C.II. Pohledávky	29,2%	29,9%	34,2%	30,8%	10,1%	15,6%	-0,3%
C.III. Krátkodobý finanční majetek	5,4%	5,3%	2,4%	7,5%	7,1%	-54,0%	241,2%
C.IV. Peněžní prostředky	24,1%	28,1%	24,8%	22,9%	25,1%	-10,7%	2,6%
D. Časové rozlišení aktiv	1,2%	1,0%	1,0%	0,8%	-9,5%	0,8%	-4,5%

7.1.2 Analýza finanční struktury

V prvotním pohledu na složení závazků ve společnosti se zjistilo, že vlastní kapitál má rostoucí tendenci. Tyto stoupající kapitálové tendence tak snižují zadluženost. Nárůst vlastního kapitálu je způsobem především faktem, že podnik ponechává velkou část zisků ve

společnosti a převádí jej do výsledku minulých let. Například v roce 2018 byla z hospodářského výsledku 1,802 mil. Kč převedena celá část do výsledku minulých let a ten tak narostl na 33,5 mil. Kč.

Na první pohled je zřejmé, že se firmě daří, jelikož výsledek hospodaření se neustále zvyšuje. Největší nárůst byl zaznamenán mezi lety 2016-2017, kdy výsledek vzrostl o 206 %.

Pokud jde o cizí zdroje, poklesly úměrně ke zvýšení vlastního kapitálu. Nejvyšší položku tvoří krátkodobé závazky, které se pohybovaly v průměru kolem 9 mil. Kč. Dlouhodobé závazky tvoří menší část, zejména pak dlouhodobé úvěry, které firma v průběhu let část splatila ale také obdržela nové úvěry.

Z pohledu analýzy finanční struktury a srovnání s odvětvím lze pozorovat odlišnosti již v podílu vlastního a cizího kapitálu. V odvětví má vyšší procentuální podíl cizí kapitál, kdežto ve vybraném podniku má vlastní kapitál majoritní podíl. Významné rozdíly lze také vypořadovat ve skladbě vlastního kapitálu. V odvětví tvoří skoro poloviční podíl vlastního kapitálu právě základní kapitál podniků v odvětví, ale v analyzovaném podniku je základní kapitál pouze 0,3 % z vlastního kapitálu. Vysoký podíl v podniku totiž zabírají nerozdělené zisky minulých let.

Odvětví upřednostňuje krátkodobé závazky nad dlouhodobými stejně tak jako v podniku. Ovšem procentuální rozdělení je odlišné, jelikož v podniku tvoří krátkodobé závazky více než 98 %, v odvětví je poměr nižší, ale postupně zvyšující, kdy v roce 2019 už krátkodobé závazky tvořily až 70 % z celkových závazků podniků v odvětví. Můžeme si také všimnout výrazné změny v položce rezerv. Podnik netvoří žádné rezervy, nicméně v odvětví do roku 2018 podniky tvořili rezervy, tak v roce 2019 již došlo k výraznému poklesu.

Tabulka 18 Horizontální a vertikální analýza finanční struktury výkazu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019	2017/2016	2018/2017	2019/2018
Pasiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-0,3%	6,9%	3,4%
A. Vlastní kapitál	74,5%	77,3%	76,4%	78,7%	3,4%	5,7%	6,6%
A.I. Základní kapitál	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
A.V. VH za účetní období	1,2%	3,7%	5,4%	6,2%	206,0%	54,1%	23,0%
B.+C. Cizí zdroje	24,4%	21,7%	22,5%	19,6%	-11,2%	10,7%	-9,5%
B. Rezervy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. Závazky	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-11,2%	10,7%	-9,5%
C.I. Dlouhodobé závazky	1,3%	4,3%	1,9%	0,6%	182,2%	-50,7%	-70,2%
C.II. Krátkodobé závazky	98,7%	95,7%	98,1%	99,4%	-13,9%	13,4%	-8,4%
D. Časové rozlišení pasív	1,1%	1,0%	1,1%	1,6%	-5,7%	16,0%	47,6%

Tabulka 19 Horizontální a vertikální analýza finanční struktury výkazu v odvětví CZ NACE 47 (MPO 2019)

	2016	2017	2018	2019	2017/2016	2018/2017	2019/2018
Pasiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	7,0%	4,2%	9,5%
A. Vlastní kapitál	40,5%	42,5%	44,2%	44,6%	12,5%	8,1%	10,6%
A.I. Základní kapitál	47,4%	42,3%	39,0%	37,0%	0,4%	-0,4%	5,1%
A.V. VH za účetní období	15,0%	15,3%	16,9%	15,0%	14,7%	19,1%	-1,5%
B.+C. Cizí zdroje	58,7%	56,5%	54,9%	54,2%	3,0%	1,1%	8,3%
B. Rezervy	3,5%	4,2%	4,4%	3,5%	25,7%	4,3%	-13,0%
C. Závazky	96,5%	95,8%	95,6%	97,2%	2,2%	0,9%	10,0%
C.I. Dlouhodobé závazky	41,8%	28,9%	27,5%	28,9%	-29,4%	-3,7%	15,6%
C.II. Krátkodobé závazky	58,2%	71,1%	72,5%	70,3%	25,0%	2,8%	6,8%
D. Časové rozlišení pasív	0,8%	0,9%	1,0%	1,2%	20,5%	12,5%	31,5%

7.1.3 Analýza výnosů a nákladů

Výnosy kopírují zaměření společnosti a jejich obchodní charakter. Výnosovou část totiž zabírají hlavně tržby z prodeje zboží. Ve sledovaném období tyto tržby zabírají konstantně 99% z celkových výnosů. Největší podíl měly v roce 2016, kdy zabíraly 99,3%, z celkových 99,980 mil. Kč to bylo 99,219 mil. Kč. Celkové výnosy se během let postupně zvyšovaly, stejně tak se přímo úměrně vytvářel čím dál vyšší výsledek hospodaření.

Výše celkových nákladů se během sledovaného období postupně navyšovala přímo úměrně s rostoucími celkovými výnosy. Největší podíl na celkových nákladech mají náklady výkonové – průměrně kolem 91 % z celkových nákladů. Nejvíce se na výkonové spotřebě podílí položka nákladů na prodané zboží, což znovu potvrzuje obchodní charakter společnosti. Druhou nejvyšší položkou nákladů jsou náklady na služby a dále mzdové náklady. Co se týče celkových osobních nákladů, tak souhrnně se výše pohybovala na 6 % z celkových nákladů, mzdové náklady pak tvořily nejvyšší podíl z osobních nákladů s mírným tempem růstu, náklady na sociální a zdravotní pojištění se firmě dařilo naopak snižovat.

Jelikož firma vlastní dlouhodobý majetek, který se odepisuje, nalezneme ve výkazu zisku a ztráty také tuto položku. Tato položka úprav hodnot se v průběhu sledovaného období nijak zvlášť nevyvíjela.

Se zvyšujícími se výnosy souvisí i položka daně z příjmů, která se postupně zvyšovala. Nejvyšší nárůst platby této daně byl zaznamenán mezi lety 2016 a 2017, kdy nárůst činil 87,2 %, výše daně vyskočila z 156 tis. Kč na 292 tis. Kč v roce 2017.

Tabulka 20 Výchozí tabulka pro analýzu nákladů a výnosů vybrané společnosti
v tis. Kč (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
výnosy celkem (položky římských číslic I.-VII.)	99 890	100 815	108 272	113 893
náklady celkem (položky písmen z VZZ A-M)	99 352	99 354	106 067	111 126

Tabulka 21 Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019	2017/2016	2018/2017	2019/2018
I. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	0,4%	0,6%	0,9%	0,9%	48,5%	44,0%	15,3%
II. Tržby za prodej zboží	99,3%	99,1%	99,1%	99,0%	0,7%	7,4%	5,0%
A. Výkonová spotřeba	91,2%	91,0%	91,4%	91,4%	-0,3%	7,2%	4,7%
A.1. Náklady vynaložené na prodané zboží	92,2%	91,7%	91,6%	91,1%	-0,8%	7,1%	4,1%
A.2. Spotřeba materiálu a energie	1,0%	1,1%	1,0%	1,2%	8,0%	-5,1%	28,8%
A.3. Služby	6,8%	7,2%	7,4%	7,7%	5,6%	10,7%	9,5%
B.+C. Změna stavu zásob vlastní činnosti + Aktivace	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D. Osobní náklady	6,7%	6,7%	6,3%	6,5%	0,0%	0,8%	8,4%
D.1 Mzdové náklady	71,6%	71,7%	72,0%	72,2%	0,2%	1,2%	8,8%
D.2.1 Náklady na soc. zabezp. a zdrav. pojištění	32,0%	31,6%	30,7%	30,5%	-1,2%	-1,6%	8,1%
D.2.2 Ostatní náklady	7,7%	7,9%	8,2%	7,9%	2,7%	5,1%	5,1%
E.1 Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného maj.	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	7,1%	7,0%	-1,4%
F. Ostatní provozní náklady	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%	18,9%	30,9%	-9,4%
J. Nákladové úroky a podobné náklady	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	-12,7%	-84,0%	-87,0%
** VH před zdaněním					171,6%	50,9%	25,5%
L. Daň z příjmů	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	87,2%	38,0%	36,5%
*** VH za účetní období					206,0%	54,1%	23,0%

Z důvodu absence všech potřebných údajů pro srovnání s odvětvím bylo provedeno srovnání VZZ pouze s jedním z hlavních konkurentů, který má také svou pobočku v Kyjově a provozuje e-shop po ČR. Avšak z dostupných dat bylo možné zjistit pouze data pro období 2016-2018. Nicméně již podle těchto let bylo možné zjistit lepší konkurenční pozici ze strany našeho analyzovaného podniku. Hlavní odlišnosti lze již na první pohled spatřit ve výši výsledku hospodaření. Z pohledu horizontální a vertikální struktury lze zaznamenat podobné procentuální poměry. Stručný výkaz zisku a ztráty je vložen do přílohy IV.

Tabulka 22 Výchozí tabulka pro analýzu nákladů a výnosů konkurenční společnosti v tis. Kč (vlastní zpracování na základě výkazů konkurenční společnosti, 2016-2018)

	2016	2017	2018
výnosy celkem (položky římských číslic I.-VII.)	38 088	40 955	39 858
náklady celkem (položky písmen z VZZ A-M)	36 448	40 676	39 425

Tabulka 23 Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů (vlastní zpracování na základě výkazů konkurenční společnosti, 2016-2018)

	2016	2017	2018	2017/2016	2018/2017
I. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	0,0%	0,0%	0,1%	62,5%	346,2%
II. Tržby za prodej zboží	98,6%	98,5%	99,2%	7,5%	-2,0%
A. Výkonová spotřeba	92,1%	87,7%	88,2%	6,3%	-2,5%
A.1. Náklady vynaložené na prodané zboží	95,7%	96,0%	96,4%	6,7%	-2,1%
A.2. Spotřeba materiálu a energie a služby	0,9%	0,7%	0,5%	-11,3%	-37,5%
A.3. Služby	3,4%	3,2%	3,1%	1,6%	-6,8%
B.+C. Změna stavu zásob vlastní činnosti + Aktivace	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D. Osobní náklady	10,5%	11,0%	10,8%	16,5%	-4,2%
D.1 Mzdové náklady	74,0%	74,1%	73,9%	16,6%	-4,4%
D.2.1 Náklady na soc. zabezp. a zdrav. pojištění	33,7%	33,5%	33,4%	15,9%	-4,6%
D.2.2 Ostatní náklady	1,5%	1,5%	1,8%	21,4%	13,7%
E.1 Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného maj.	0,9%	0,9%	0,6%	4,9%	-31,6%
F. Ostatní provozní náklady	0,3%	0,3%	0,3%	7,5%	8,8%
J. Nákladové úroky a podobné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
** VH před zdaněním				34,1%	35,1%
L. Daň z příjmů	0,1%	0,1%	0,2%	21,1%	45,7%
*** VH za účetní období				37,1%	33,0%

7.1.4 Analýza přidané hodnoty a výsledku hospodaření

Z následujících tabulek je na první pohled vidět rostoucí trend výše přidané hodnoty v letech 2016-2019. Přidaná hodnota rostla z původních 9 030 tis. Kč v roce 2016 na 12 222 tis. Kč v roce 2019. Nejvýznamněji se na přidané hodnotě podílí osobní náklady, které postupem času mírně rostly, nejvyšší nárůst byl zaznamenán v roce 2019. O zbylou část se pak dělí odpisy, čistý zisk a v malé výši nákladové úroky. V tabulce je kromě přidané hodnoty vyznačen i přehled vývoje výsledku hospodaření a jeho jednotlivých částí. Jeho změny kopírují rostoucí trend přidané hodnoty.

V tabulce dělení VH jsou zobrazeny různé úhly pohledu na výsledek hospodaření. Nejpřísnější pohled na výsledek hospodaření nám zachycuje – VH za účetní období neboli Zisk po zdanění (EAT). Pokud k tomuto zisku přičteme další položky ovlivňující konečnou úpravu výsledku hospodaření, získáváme mnohem vyšší čísla, ale neznamená to, že jsou to lepší výsledky hospodaření než předtím. Nejmírnějším pohledem na výsledek hospodaření je tzv. EBITDA, který znamená – Zisk před úroky, zdaněním a odpisy.

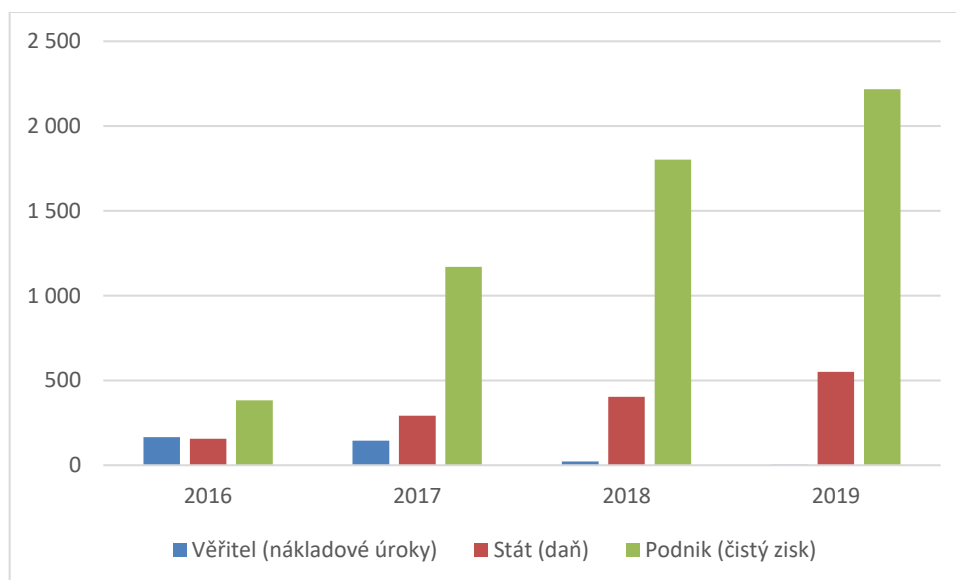
Tabulka 24 Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření vybraného podniku
(vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Osobní náklady	6613	6615	6668	7231
Odpisy	913	978	1046	1031
Nákladové úroky	165	144	23	3
VH za účetní období (EAT)	382	1169	1802	2217
Ostatní	957	1 212	1 747	1 740
PŘIDANÁ HODNOTA	9 030	10 118	11 286	12 222
Provozní VH	1 145	2 101	2 662	3202
Finanční VH	-607	-640	-457	-435
EBT	538	1 461	2 205	2 767
Daň z příjmů	156	292	403	550
VH za účetní období	382	1 169	1 802	2 217
EBT	538	1 461	2 205	2 767
EBIT	703	1 605	2 228	2 770
EBITDA	1 616	2 583	3 274	3 801

Z hlediska dělení EBIT můžeme také zaznamenat rostoucí trend. Velmi vysoký podíl na EBIT zaujímá ve sledovaných letech samotný zisk podniku. Podíl placených nákladových úroků se snižuje s poklesem úrokových sazeb na trhu. Placená daň vlivem vyšších zisků podniku roste.

Tabulka 25 Dělení výsledku hospodaření před úroky a zdaněním (EBIT) (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Věřitel (nákladové úroky)	165	144	23	3
Stát (daň)	156	292	403	550
Podnik (čistý zisk)	382	1 169	1 802	2 217
EBIT	703	1 605	2 228	2 770
(v %)	2016	2017	2018	2019
Věřitel (nákladové úroky)	23,5%	9,0%	1,0%	0,1%
Stát (daň)	22,2%	18,2%	18,1%	19,9%
Podnik (čistý zisk)	54,3%	72,8%	80,9%	80,0%
EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%



Graf 3 Dělení VH vybraného podniku před úroky a zdaněním (EBIT) v letech 2016-2019 (v tis. Kč) (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

7.2 Rozdílové ukazatele

V následující tabulce 12 je uveden vývoj čistého pracovního kapitálu (ČPK) v letech 2016-2019. Čistá pracovní kapitál představuje tu část oběžného majetku, která je financována dlouhodobým kapitálem. ČPK ve všech hodnocených letech nabývá kladných hodnot, což svědčí o tom, že krátkodobé závazky jsou nižší než krátkodobý majetek, který je zdrojem pro splácení těchto závazků. Podnik má tedy k dispozici určitou finanční rezervu, která mezi sledovanými lety roste. Nejvyšší hodnotu ČPK dosahoval v roce 2019. Tento ukazatel je však vždy vhodné poměřit s oběžnými aktivy, abychom mohli určit, zda je tento čistý

pracovní kapitál dostatečný pro potřeby podniku. Touto problematikou se budeme zabývat v části analýzy likvidity.

V porovnání s odvětvím mají i ostatní podniky v odvětví určité finanční polštáře. Významným rozdílem je vývoj hodnoty čistého pracovního kapitálu, kdy v podniku postupně roste ve sledovaném období, kdežto v odvětví byla nejvyšší hodnota zaznamenána v roce 2016.

Tabulka 26 Výpočet ČPK v letech 2016-2019 (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
Oběžná aktiva	20 371	20 312	24 304	26 672
Krátkodobé závazky	9 918	8 542	9 688	8 879
ČPK	10 453	11 770	14 616	17 793

Tabulka 27 Výpočet ČPK v letech 2016-2019 (MPO 2019)

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
Oběžná aktiva	105 666 621	113 731 817	114 916 694	127 454 259
Krátkodobé závazky	71 298 794	89 100 200	91 610 974	97 838 886
ČPK	34 367 827	24 631 617	23 305 720	29 615 373

7.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou považovány za základní nástroj finanční analýzy, jelikož umožňuje získat rychlou představu o finanční situaci podniku. V podstatě lze vytvářet velké množství ukazatelů, které by se daly do poměru s různými položkami rozvahy, výkazu zisku a ztráty či cash flow. Ale v praxi se osvědčilo několik základních ukazatelů, mezi tyto skupiny patří ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity atd. Tyto ukazatele budou vypočteny na datech podniku níže.

7.3.1 Analýza zadluženosti, majtkové a finanční struktury

V tabulce níže jsou uvedeny ukazatele zadluženosti, majtkové a finanční struktury v sledovaných letech. Podnik vykazuje spíše klesající charakter zadluženosti. V roce 2019 dosahovala 19,64 %, což může být způsobeno především splacením velké části dlouhodobých bankovních úvěrů.

Při analýze zadluženosti je důležitým parametrem tzv. zlaté pravidlo financování, které říká velice jednoduchou a na první pohled zřejmou věc – aby struktura aktiv a pasiv byla časově sladěná. To znamená, aby dlouhodobá aktiva byly kryty dlouhodobými závazky. Totéž platí samozřejmě i pro krátkodobé rozlišení aktiv a pasiv. Toto pravidlo by mělo být dodrženo,

jelikož krátkodobé zdroje jsou poměrně drahé a dostupné jen po omezenou dobu a jejím základním cílem je poskytnout firmě krátkodobý užitek, ze které by měla získat větší zisk, než jsou náklady na tyto zdroje. Jinak je tomu v případě dlouhodobých zdrojů, kdy je má firma k dispozici po delší dobu a vynaloží je na dlouhodobé aktivity, zejména investice.

Toto pravidlo vyplývá z ukazatele poměru dlouhodobých zdrojů a dlouhodobého majetku, můžeme tedy vidět z tabulky, že podniku se daří pokrýt dlouhodobý kapitál dlouhodobým majetkem, kdy poměr dosahuje hodnot větších jak 1. Také má firma možnost dlouhodobý majetek pokrýt též vlastním kapitálem, což svědčí o vysoké finanční stabilitě.

Z hlediska úrokového krytí lze podnik hodnotit kladně, jelikož se hodnoty pohybují nad doporučenou hranicí – 5. Úrokové krytí podniku dosahuje v posledním analyzovaném roce 2019 až 900násobek této hodnoty. Tento ukazatel můžeme charakterizovat tak, že firma nemá problémy s vytvářením zisků pro krytí úroků z půjček, což může vést k možnosti dalšího přijetí nového bankovního úvěru.

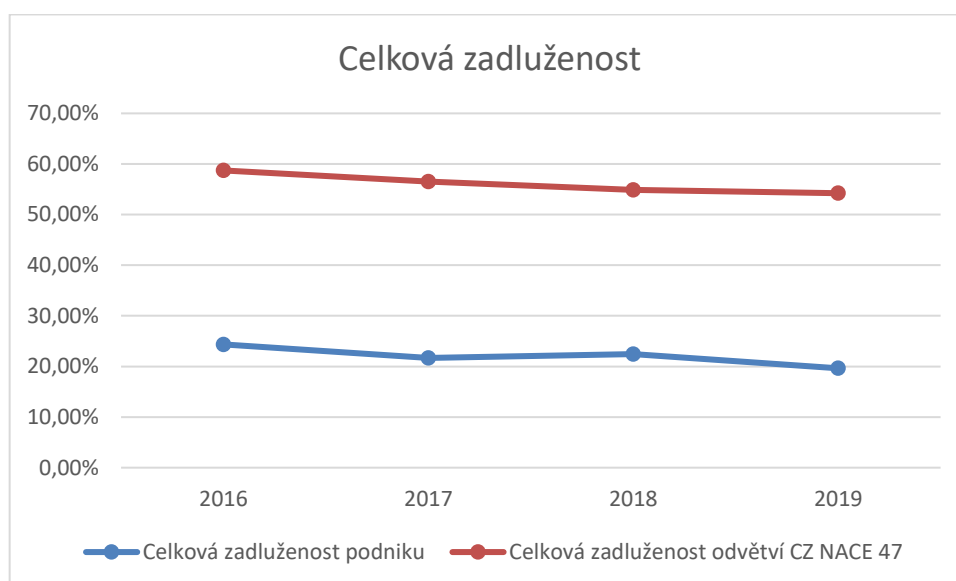
Podnik tedy využívá konzervativní strategie financování, kdy vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje financují veškerou část DM a také větší část OM (zejména trvalý oběžný majetek a také část pohyblivou). Touto strategií si podnik zajišťuje finanční stabilitu, jelikož má dostatek vlastních zdrojů, avšak nevýhodou je fakt, že vlastní zdroje jsou považovány za dražší zdroj financování.

Tabulka 28 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku
(vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
Celková zadluženost	24,35%	21,68%	22,45%	19,64%
Míra zadluženosti	0,33	0,28	0,29	0,25
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	1,34%	4,27%	1,90%	0,63%
Dlouhodobé cizí zdroje/Dlouhodobý kapitál	0,44%	1,18%	0,56%	0,16%
Vlastní kapitál/DM	1,48	1,55	1,73	1,94
Dlouhodobé zdroje/DM	1,49	1,57	1,74	1,95
Úrokové krytí (počítáno z EBIT)	4,26	11,15	96,87	923,33

Tabulka 29 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku (MPO 2019)

	2016	2017	2018	2019
Celková zadluženost odvětví CZ NACE 47	58,72%	56,55%	54,86%	54,22%
Míra zadluženosti	1,45	1,33	1,24	1,22
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	40,37%	27,65%	26,34%	28,13%
Dlouhodobé cizí zdroje/Dlouhodobý kapitál	36,94%	26,88%	24,66%	25,49%
Vlastní kapitál/DM	0,81	0,85	0,86	0,88
Dlouhodobé zdroje/DM	1,28	1,17	1,14	1,18



Graf 4 Srovnání vývoje celkové zadluženosti podniku s odvětvím (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti 2016-2019; MPO 2019)

V porovnání podniku s odvětvím lze pozorovat podobný vývoj, a sice klesající charakter celkové zadluženosti. Avšak v odvětví se nachází v průměru mnohem více podniků, které se blíží svou zadlužeností k 60 %, proto lze konstatovat, že vybraný podnik s tímto nemá problém. Zlaté pravidlo financování, tj. krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji je splněno i v odvětví, jelikož dosahuje hodnot větších jak 1. Avšak již nemají podniky v odvětví možnost pokrýt dlouhodobý majetek vlastním kapitálem, jako je tomu u vybraného podniku

7.3.2 Analýza likvidity

Z pohledu analýzy likvidity se zabýváme jinými slovy problematikou schopnosti podniku splácet své krátkodobé závazky. Podle toho, jaká je požadovaná míra jistoty od tohoto měření, dosadí se do čitatele majetkové složky s odlišnou dobou likvidnosti, tj. přeměnitelnosti na peníze. Běžná, pohotová i hotovostní likvidita dosahují ve vybraném podniku dobrých hodnot, avšak mnohdy nad hranicemi doporučených hodnot.

Doporučená hodnota běžné likvidity je v rozmezí 1,5-2,5. Ve sledovaném období byla u horní hranice v letech 2016 a 2017. V dalších letech už dosahovala běžná likvidita vyšších hodnot než doporučených. Příliš vysoká hodnota tohoto ukazatele svědčí o zbytečně vysoké hodnotě čistého pracovního kapitálu a drahém financování. Z tohoto pohledu jsme jako podnik nespokojeni, protože neumíme financovat a necháváme si peníze „ležet ladem“ ve firmě.

Ukazatel pohotové likvidity by měl dosahovat hodnot v rozmezí 1-1,5. Ve vybraném podniku hodnota ve sledovaném období kolísala, v letech 2016 a 2018 byla pod hranicí, což lze konstatovat, že podnik se spoléhal na případný prodej zásob.

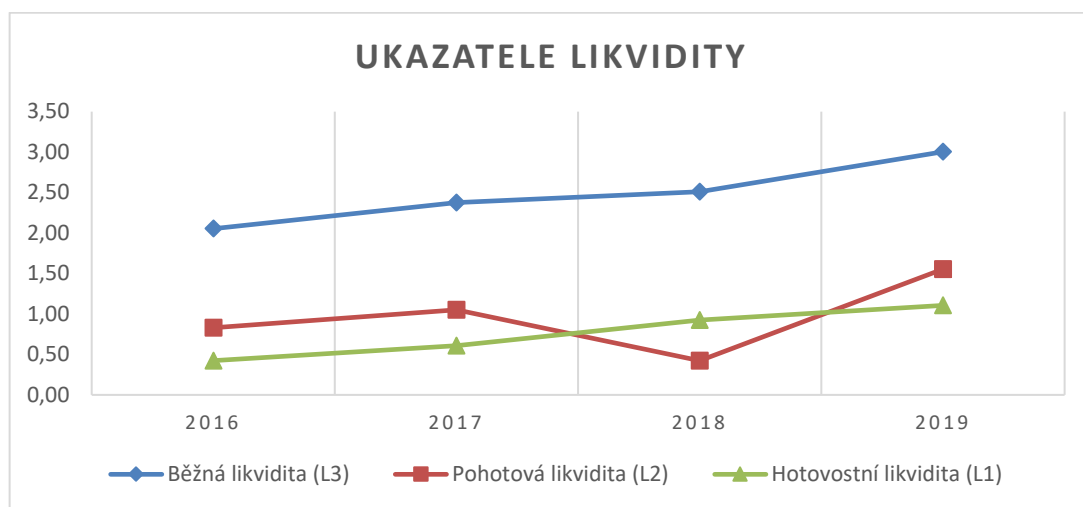
Doporučená hranice u hotovostní likvidity, často označovány jako okamžité likvidity, je v rozmezí 0,2-0,5. V tomto rozmezí se podnik pohyboval pouze v roce 2016, v dalších letech se hodnota zvyšovala. Tyto vysoké hodnoty značí neefektivní využití finančních prostředků, jak již bylo zmíněno i u běžné likvidity.

Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech značí krátkodobou finanční stabilitu podniku. Podíl by měl dosahovat 30-50 %. Tento ukazatel dosahuje rostoucí trend, v roce 2019 až 66,71 %, což opět potvrzuje, že podnik je překapitalizován, protože kryje svým vlastním kapitálem a dlouhodobými zdroji nejen dlouhodobý majetek, ale i část oběžných aktiv.

Celkově lze z pohledu likvidity shrnout, že analyzovaný podnik nemá problém se splácením závazků, také se několikrát ale potvrdilo, že podnik je překapitalizován, jelikož si spoustu peněz nechává v podniku jen tak „ležet ladem“. Tato vysoká likvidita a vysoká ČPK snižuje rentabilitu podnikání.

Tabulka 30 Ukazatele likvidity podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
Běžná likvidita (L3)	2,05	2,38	2,51	3,00
Pohotová likvidita (L2)	0,83	1,05	0,42	1,55
Hotovostní likvidita (L1)	0,42	0,61	0,92	1,11
ČPK/OA	51,31%	57,95%	60,14%	66,71%
ČPK/A	25,32%	28,59%	33,23%	39,11%



Graf 5 Vývoj likvidity podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

Tabulka 31 Ukazatele likvidity v odvětví (MPO 2019)

	2016	2017	2018	2019
Běžná likvidita	1,48	1,28	1,25	1,3
Pohotová likvidita	0,87	0,81	0,77	0,8
Hotovostní likvidita	0,44	0,43	0,34	0,4
ČPK/OA	32,52%	21,66%	20,28%	23,24%
ČPK/A	15,89%	10,65%	9,67%	11,22%

V rámci porovnání ukazatelů likvidity i v odvětví lze spatřit nižší hodnoty těchto jednotlivých ukazatelů. Podniky v odvětví umí efektivněji využívat finanční prostředky. Hodnoty všech tří stupňů likvidity dosahují hodnot v doporučeném rozmezí. Podíly čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech a také aktivech celkem v odvětví dosahuje nižších hodnot než u podniku, ale podobně jako u podniku se tento podíl snižuje. Lze tedy konstatovat, že podniky v odvětví nemají problém s přebytkem kapitálu, hodnotí se jako finančně stabilní.

7.3.3 Analýza rentability

Rentabilita neboli výnosnost, je měřítko, pomocí kterého můžeme posuzovat schopnost dosahovat zisk použitím investovaného kapitálu. Ukazatele rentabilit na rozdíl od absolutních hodnot zisku neignorují efektivnost využití kapitálu a majetku. Slouží jako hlavní kritérium pro alokaci kapitálu. Obecně každý z ukazatelů rentability ve vybraném podniku v průběhu sledovaného období rostl, signalizuje to fakt, že podnik je trvale více ziskovým.

Při bližším pohledu na jednotlivé ukazatele rentability, lze analyzovat poměrně nízkou rentabilitu tržeb (ROS), tzn. že podnik má nízkou schopnost transformovat zásoby na hotové peníze. Vykazuje tak nízké hodnoty zisku připadající na 1 Kč tržeb, avšak s pozitivním postupně rostoucím trendem.

Ukazatel rentability celkového kapitálu (ROA) měří výkonnost podniku. Použitím EBIT v čitateli je možné měřit výkonnost podniku bez vlivu zadlužení daňového zatížení. Hodnota tohoto ukazatele v podniku dosahuje kladných a rostoucích hodnot. Lze tedy konstatovat, že efektivnost využití kapitálu a majetku roste.

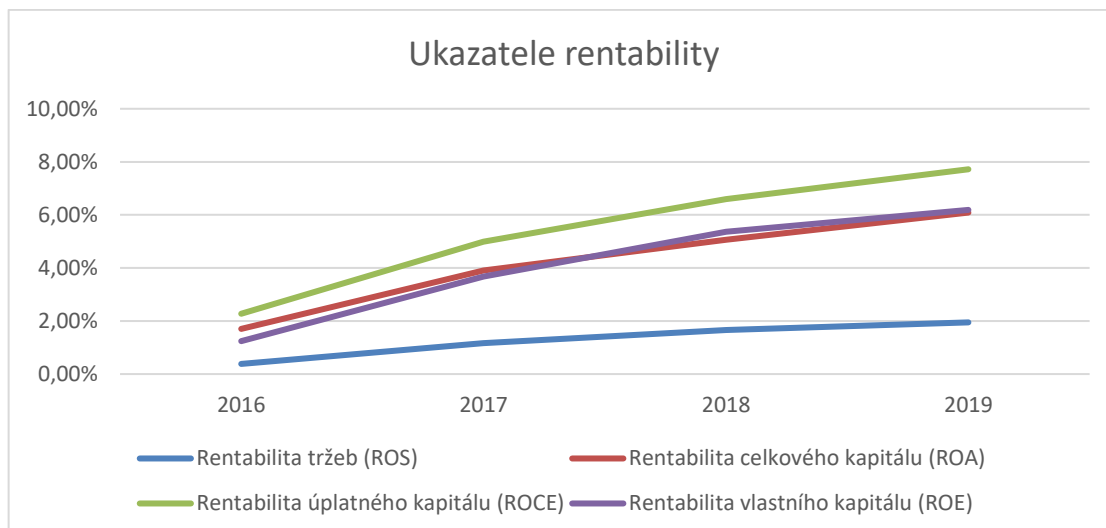
Z ukazatele rentability úplatného kapitálu (ROCE) vyplývá, že podnik efektivně využíval cizí úročený kapitál, jelikož byla schopna jej zhodnotit více než kolik činily placené úroky.

Měřením rentability vlastního kapitálu (ROE) lze měřit výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Ukazatel by měl být vyšší, než činí úroky z dlouhodobých vkladů, což podnik splňuje. Výrazný vliv mělo postupné zvyšování vlastního kapitálu při nižším růstu zisku.

Obecně lze shrnout, že vysoká likvidita a vysoká čistý pracovní kapitál má negativní vliv na rentabilitu, jelikož ji snižuje, což výpočet ukazatelů rentabilit potvrdilo.

Tabulka 32 Ukazatele rentability podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
Rentabilita tržeb (ROS)	0,38%	1,16%	1,66%	1,95%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	1,70%	3,90%	5,07%	6,09%
Rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)	2,27%	4,99%	6,59%	7,72%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	1,24%	3,68%	5,36%	6,19%



Graf 6 Vývoj rentabilit podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

V porovnání s odvětvím měl podnik mnohem nižší ukazatele rentabilit. Avšak lze si všimnout, že rentabilita u vybraného podniku neustále roste, kdežto v odvětví kolísá, a dokonce v roce 2019 klesá.

Tabulka 33 Ukazatele rentability v odvětví (MPO 2019)

	2016	2017	2018	2019
Rentabilita tržeb (ROS)	2,66%	1,85%	3,09%	2,88%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	8,81%	9,14%	10,34%	9,79%
Rentabilita úplatného kapitálu (ROCE)	15,62%	16,08%	17,99%	16,33%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	11,22%	15,32%	16,46%	15,03%

7.3.4 Hodnocení vlivu zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu

Posouzení vlivu dalšího zadlužení na rentabilitu vlastního kapitálu lze provést s pomocí multiplikátoru vlastního kapitálu.

Tabulka 34 Multiplikátor vlastního kapitálu podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
EBT/EBIT	0,77	0,91	0,99	1,00
A/VK	1,34	1,29	1,31	1,27
Multiplikátor	1,03	1,18	1,30	1,27

Z tabulky vyplývá, že multiplikátor vlastního kapitálu je vyšší než hodnota 1. Tím pádem lze říci, že zvyšováním podílu cizího kapitálu by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu ve všech sledovaných letech.

7.3.5 Analýza aktivity

V následující tabulce 17 jsou uvedeny vybrané ukazatele aktivity vybraného podniku a jejich vývoj ve sledovaném období 2016-2019.

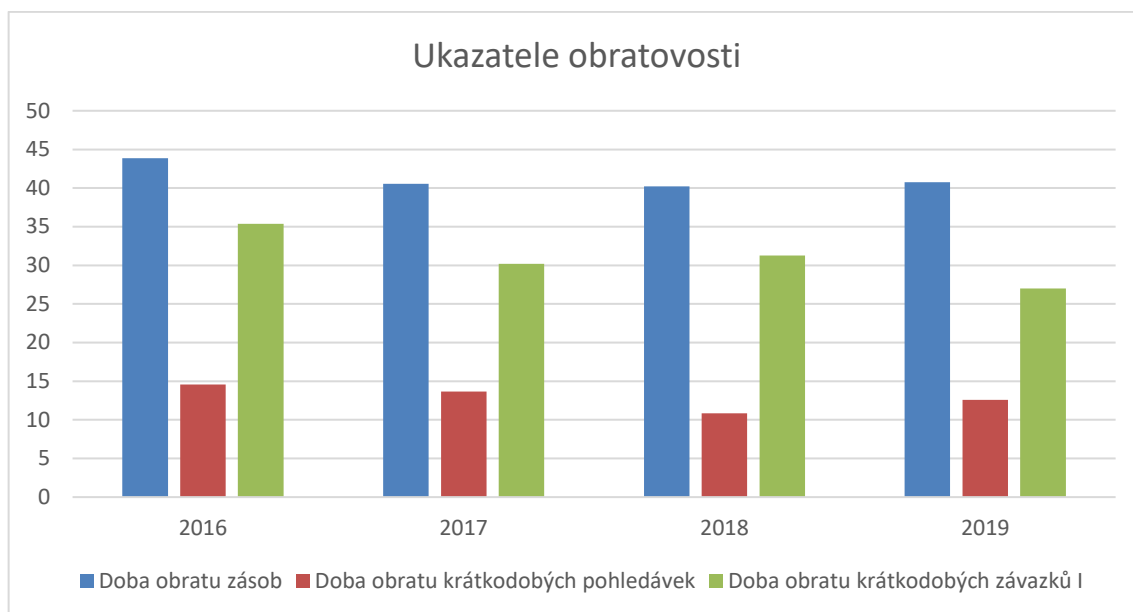
Jak lze z tabulky vidět u obratovosti aktiv, podnik hospodaří se svým majetkem efektivně, jelikož dosahuje hodnot nad 1. Doba obratu zásob je poměrně stabilní, přibližně kolem 40 dnů. Tento ukazatel značí, že vybranému podniku se zkracuje doba přeměny zásob na tržby, což může souviset s postupně vyššími výnosy.

Ukazatel doby obratu pohledávek je také poměrně stabilní, pouze v roce 2016 vyšší, postupně pak klesající charakter. Z tohoto ukazatele lze vyčíst, že podnik dostával například v roce 2019 zaplacený své pohledávky za 13 dnů, ale z ukazatele doby obratu krátkodobých závazků vyplývá, že samotný podnik platí své závazky za 27 dnů. Tento fakt, že doba obratu krátkodobých závazků je větší, než doba obratu pohledávek staví podnik do pozice dlužníka tzn. platí svým dodavatelům v průměru později, než odběratelé platí podniku.

Z tabulky tedy vyplývá, že nejvyšší doba obratu ve sledovaném období je u zásob a největší obratovost mají krátkodobé pohledávky.

Tabulka 35 Ukazatele aktivity podniku a odvětví (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti; MPO 2019)

	2016	2017	2018	2019
Obrat celkových aktiv (podnik)	2,41	2,44	2,46	2,50
Obrat celkových aktiv (odvětví)	2,28	2,3	2,4	2,32
Doba obratu zásob	44	41	40	41
Doba obratu krátkodobých pohledávek	15	14	11	13
Doba obratu krátkodobých závazků I	35	30	31	27
Doba obratu krátkodobých závazků II	24	24	32	27
Obratovost krátkodobých pohledávek	24,70	26,39	33,14	28,60
Obratovost krátkodobých závazků	10,18	11,93	11,51	13,33



Graf 7 Vývoj ukazatelů obratovosti podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

Z důvodu absence údajů z odvětví ohledně krátkodobých pohledávek bylo provedeno pouze srovnání s odvětvím v hlavním ukazateli, a sice v ukazateli celkové obratovosti aktiv. Jelikož ukazatele obratovosti a doby obratu pohledávek a závazků se většinou porovnají vzájemně mezi sebou, bylo vynecháno i toto srovnání s odvětvím.

Při srovnání obratovosti aktiv s odvětvím lze pozorovat v podniku vyšší hodnoty než v daném odvětví, lze tedy usoudit, že podnik v porovnání s odvětvím majetek lépe využívá.

7.4 Souhrnné ukazatele

Nevýhodou finančních ukazatelů je vlastnost, že charakterizují pouze určitou oblast v podniku a mají tedy omezenou vypovídací schopnost. Tento nedostatek řeší souhrnné ukazatele, které nám dají možnost posoudit podnik jako celek, vyjadřují finanční situaci a výkonnost podniku jednou hodnotou.

7.4.1 Altmanův Z-skóre

Pro výpočet souhrnného ukazatele Z-skóre pro vybraný podnik byl použit model, kdy hodnoty vah odpovídají modelu z roku 1968. V roce 1983 byly tyto váhy upraveny i pro společnosti obchodované na veřejných trzích.

Z hlediska dosažených hodnot lze o podniku říci, že se nachází ve velmi uspokojivé finanční situaci, jelikož se tento ukazatel pohybuje poměrně vysoko nad hranicí 2,99. Podnik se

v žádném v sledovaném roce nenacházel v tzv. šedé zóně, která je při $Z = 1,81-2,99$. Podnik se tedy nachází v dobré finanční kondici a nehrozí mu bankrot. Nejvýraznější je hodnota Z-skóre ovlivněna dobrou obratovostí aktiv a nízkou zadlužeností.

Tabulka 36 Výpočet Altmanova Z-skóre podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
0,717*ČPK/A	0,182	0,205	0,238	0,280
0,847*nerozdělené zisky/A	0,621	0,628	0,610	0,624
3,107*EBIT/A	0,053	0,121	0,157	0,189
0,42*VK/cizí zdroje	1,285	1,497	1,429	1,684
0,998*T/A	2,409	2,437	2,456	2,495
Z-skóre	4,550	4,889	4,891	5,273

7.4.2 Index IN05

Jako další souhrnný ukazatel jsme použili index IN05, který vychází z indexu IN01, avšak aktualizován z roku 2005, proto jeho název IN05.

Podle toho kritéria lze říci, že se podnik po sledované období nachází nad úrovní šedé zóny (0,9-1,6) ve třech sledovaných letech 2017-2019. V roce 2016 se podnik nachází pod horní hranicí šedé zóny. Jednoduše řečeno, podnik si tvořil až od roku 2017 významnou hodnotu a byl ve velmi dobré finanční situaci. Nejvýznamněji je tento ukazatel ovlivněn vysokým výsledkem úrokového krytí, které dosahuje v roce 2019 hodnoty 36,933, tudíž v tomto roce dosahoval index nejvyšších hodnot.

Tabulka 37 Výpočet indexu IN05 podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
0,13 * A/CZ	0,534	0,600	0,579	0,662
0,04 * EBIT/NÚ	0,170	0,446	3,875	36,933
3,97*EBIT/A	0,068	0,155	0,201	0,242
0,21*V/A	0,508	0,514	0,517	0,526
0,09*OA/krátk. závazky	0,185	0,214	0,226	0,270
Index IN05	1,465	1,929	5,398	38,633

8 SOUHRNNÉ HODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU

Z provedené strategické analýzy vyplývá pozitivní vývoj budoucí činnosti podniku. Analýza makroprostředí potvrdila budoucí růst ekonomiky, avšak je nutno počítat i s výkyvy ekonomiky kvůli koronavirové krizi. Avšak v daném odvětví vybraného podniku tomu bude naopak, právě tak, že budou tržby růst díky prodeji ochranných hygienických pomůcek atd.

Vybraný podnik se zabývá maloobchodní činností v oblasti farmacie. Relevantní trh lze tedy věcně vymezit jako velikost poptávky po léčivech a zdravotnických prostředcích. Co se týče odhadu velikosti relevantního trhu, byl tento úkol poměrně nesnadný, jelikož v ČR je k dispozici pouze malé množství podrobnějších a současně spolehlivých dat. Avšak podle statistických ročenek vydávaných ČSÚ formou Databáze národních účtů lze zjistit roční výdaje na spotřebu domácností podle účelu, konkrétně pod označením 06100 – výdaje na léčiva a zdravotnické prostředky.

SWOT analýzou byly stručně a přehledně shrnuty silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby, které by mohly ovlivnit fungování podniku. Mezi silné stránky patří fakt, že podnik je již dobře zavedený a fungující v okolí, má známé jméno, má vhodné umístění v centru měst, snadnou dopravní dostupnost, využívá prodej i přes e-shop. Z pohledu finančního hlediska je finančně stabilní díky dostatečnému množství vlastního kapitálu. Mezi slabé stránky lze zařadit slabší marketingovou komunikaci, absenci věrnostních karet a programů, z pohledu finančního pak nevyužití cizího levnějšího zdroje financování, vysoká likvidita a neefektivní využití volných peněžních prostředků.

Mezi příležitosti lze zařadit růst v oblasti podnikání, nalezení nových metod oslovení zákazníků, poskytování benefitů či fakt, že populace je více a více nemocná, přispívají i sezónní nemoci. Mezi hrozby podniku patří nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců, vstup nové konkurence, pokles poptávky, cenové války, zdražení léčiv či legislativní změny.

Z tabulky vývoje tržního podílu minulých let je patrné, že si podnik snaží udržet svůj tržní podíl a pozici na trhu, podíl na trhu tak stagnuje kolem 0,02 %.

Perspektivnost podniku na trhu je dána jednak atraktivností trhu, na kterém působí a jednak konkurenční silou, kterou se vyznačuje. Na základě předchozích analýz atraktivity trhu podnik dosáhl 64,58 %, z analýzy konkurenční síly 57,58 %. Pomocí tzv. bostonské matice se analyzovaný podnik označuje za podnik s přijatelnou perspektivou, lze tedy zhodnotit

konkurenční sílu podniku kladně, a sice konkurenční síla podniku je na dobré úrovni z pozice hlavního konkurenta.

Co se týká provedené finanční analýzy, podnik se řadí dle kategorizace účetních jednotek mezi malé účetní jednotky. Z pohledu skladby majetku jde vidět pokles dlouhodobého majetku, oběžná aktiva tak mají převládající podíl na celkové výši aktiv, což významně ovlivnilo likvidnost podniku. Navíc došlo v průběhu sledovaného období k vysokému nárůstu peněžních prostředků, což může značit fakt, že se podnik bude v budoucnu snažit o využití těchto prostředků na případné investice.

V prvotním pohledu na složení finanční struktury podniku byla zjištěna rostoucí tendence vlastního kapitálu, čímž byla zapříčiněna snižující se zadluženost. Nárůst vlastního kapitálu byl způsoben především tím, že podnik si ponechává velkou část zisků ve společnosti a převádí je pouze do výsledků hospodaření minulých let. Na první pohled se tedy podniku daří, jelikož se mu daří stále zvyšovat zisk. Navíc využívá převážně vlastní zdroje, dlouhodobých úvěrů měl ve sledovaném období minimum, hlavně na nákup osobních automobilů.

Výnosy kopírují zaměření společnosti a jejich obchodní charakter. Výnosovou část totiž zabírají hlavně tržby z prodeje zboží. Celkové výnosy se během let postupně zvyšovaly, stejně tak se přímo úměrně vytvářel čím dál vyšší výsledek hospodaření. Výše celkových nákladů se během sledovaného období postupně navyšovala přímo úměrně s rostoucími celkovými výnosy. Největší podíl na celkových nákladech mají náklady výkonové – průměrně kolem 91 % z celkových nákladů. Nejvíce se na výkonové spotřebě podílí položka nákladů na prodané zboží, což znovu potvrzuje obchodní charakter společnosti.

V rámci analýzy rozdílových ukazatelů bylo zjištěno kladného hodnocení na čistý pracovní kapitál. ČPK ve všech hodnocených letech nabývá kladných hodnot, což svědčí o tom, že krátkodobé závazky jsou nižší než krátkodobý majetek, který je zdrojem pro splácení těchto závazků. Podnik má tedy k dispozici určitou finanční rezervu, která mezi sledovanými lety roste.

Při analyzování pomocí poměrových ukazatelů však bylo zjištěno i několik nedostatků. Analýza zadluženosti v daném podniku byla zjištěna spíše v kladném měřítku, jelikož podnik zachovává tzv. zlaté pravidlo financování, které říká, aby byla hlavně dlouhodobá aktiva kryta dlouhodobými závazky. Podniku se podařilo tento poměr splnit, navíc má možnost dlouhodobý majetek pokrýt též vlastním kapitálem, což svědčí o vysoké finanční stabilitě. Stejně tak lze hodnotit podnik kladně z hlediska úrokového krytí, jelikož dosahuje kladných

hodnot a lze tento ukazatel charakterizovat tak, že firma nemá problémy s vytvářením zisků pro krytí úroků z půjček, což může vést k možnosti dalšího přijetí nového bankovního úvěru. Podnik tedy využívá konzervativní strategie financování, kdy vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje financují veškerou část DM a také větší část OM (zejména trvalý oběžný majetek a také část pohyblivou). Touto strategií si podnik zajišťuje finanční stabilitu, jelikož má dostatek vlastních zdrojů, avšak nevýhodou je fakt, že vlastní zdroje jsou považovány za dražší zdroj financování.

Z pohledu analýzy likvidity bylo zjištěno dobrých hodnot, avšak mnohdy až za hranicemi doporučených hodnot. Příliš vysoká hodnota ukazatele běžné likvidity svědčí o zbytečně vysoké hodnotě čistého pracovního kapitálu a drahém financování. Z tohoto pohledu jsme jako podnik nespokojeni, protože neumíme financovat a necháváme si peníze „ležet ladem“ ve firmě. Celkově lze z pohledu likvidity shrnout, že analyzovaný podnik nemá problém se splácením závazků, také se několikrát ale potvrdilo, že podnik je překapitalizován, jelikož si spoustu peněz nechává v podniku jen tak „ležet ladem“. Tato vysoká likvidita a vysoká ČPK snižuje rentabilitu podnikání.

Při analýze rentability podniku byla zjištěna rostoucí tendence těchto ukazatelů, avšak s porovnáním s odvětvím podnik dosahuje nižších hodnot. Obecně lze shrnout, že vysoká likvidita a vysoký čistý pracovní kapitál má negativní vliv na rentabilitu, jelikož ji snižuje, což výpočet ukazatelů rentabilit potvrdilo. Také při hodnocení vlivu zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu byla zjištěna hodnota multiplikátoru vlastního kapitálu větší než hodnota 1, tím pádem lze říct, že zvyšováním podílu cizího kapitálu by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu ve všech sledovaných letech.

V rámci analýzy aktivity bylo zjištěno, díky kladným hodnotám větším než 1 u ukazatelů obratu aktiv, že podnik hospodaří se svým majetkem efektivně. Doba obratu zásob je poměrně stabilní, přibližně kolem 40 dnů. Tento ukazatel značí, že vybranému podniku se zkracuje doba přeměny zásob na tržby, což může souviset s postupně vyššími výnosy. Doba obratu závazků je nižší než doba obratu pohledávek, což staví podnik do pozice dlužníka tzn. platí svým dodavatelům v průměru později, než odběratelé platí podniku.

Jelikož nevýhodou finančních ukazatelů je vlastnost, že charakterizují pouze určitou oblast v podniku a mají tedy omezenou vypovídací schopnost. Tento nedostatek řeší souhrnné ukazatele, které nám dají možnost posoudit podnik jako celek, vyjadřují finanční situaci a výkonnost podniku jednou hodnotou. Z hlediska dosažených hodnot Altmanova Z-skóre lze o

podniku říci, že se nachází ve velmi uspokojivé finanční situaci, jelikož se tento ukazatel pohyboval poměrně vysoko nad hranicí 2,99. Podnik se tedy nachází v dobré finanční kondici a nehrozí mu bankrot. Nejvýraznější je hodnota Z-skóre ovlivněna dobrou obratovostí aktiv a nízkou zadlužeností. Z pohledu souhrnného ukazatele indexu IN05 lze také podnik hodnotit kladně, jelikož si podnik tvořil až od roku 2017 významnou hodnotu a byl ve velmi dobré finanční situaci. Nejvýznamněji je tento ukazatel ovlivněn vysokým výsledkem úrokového krytí, které dosahuje v roce 2019 hodnoty 36,933, tudíž v tomto roce dosahoval index nejvyšších hodnot.

9 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ

Před hlavním úkolem, a sice oceněním podniku je potřeba učinit několik přípravných kroků a jedním z nich je právě i rozdělení aktiv. Aktiva, která jsou nezbytná pro základní zaměření podniku se nazývají provozně nutná aktiva nebo provozně potřebná. Všechna ostatní aktiva jsou pak provozně nenutná či neprovozní. Důvodů pro rozdělení aktiv je několik, jako příklad můžeme uvést:

- Určitá část majetku není vůbec využívána anebo jenom okrajově, navíc z něho neplynou žádné příjmy, proto by při ocenění výnosovými metodami došlo k podcenění. Jako příklad lze uvést pozemky, nadměrný peněžní kapitál atd.
- Aktiva, která nesouvisejí s chodem podniku by se měla vyčlenit, i když přináší příjmy, protože mohou být rizika odlišná s riziky hlavního chodu podniku.
- Třetím důvodem je pohled na ocenění aktiv v případě rozdělení. Jelikož na provozně nutná aktiva by se mělo pohlížet z hlediska výnosů a provozně nenutná aktiva by se měla oceňovat každá zvlášť nejčastěji pomocí prodejních cen.

9.1 Peněžní prostředky provozně nutné

Mezi provozně nenutná aktiva se nejčastěji řadí dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek, peněžní prostředky a ostatní nepotřebná aktiva. Jelikož podnik nemá ve sledovaném období žádný dlouhodobý ani krátkodobý finanční majetek, ani žádné ostatní provozně nepotřebná aktiva, je možné v našem případě označit za provozně nepotřebná aktiva pouze peněžní prostředky.

K určení potřebné výše peněžních prostředků je využit ukazatel hotovostní likvidity. Každý podnik by si totiž měl pro svůj provoz udržovat peněžní prostředky v určité nezbytné výši. Obecně se doporučuje ponechat si peněžní prostředky ve výši 20 % krátkodobých závazků. Z praktických důvodů je vhodné použít krátkodobé závazky pouze neúročené tzn. bez bankovních úvěrů, ale jelikož podnik nemá žádné krátkodobé úvěry, hodnota je totožná ve všech letech.

V následující tabulce můžeme vidět, že vybraný podnik má neustále se zvyšující hotovostní likviditu. Zvýšená potřeba peněžních prostředků může vznikat v souvislosti s růstem podniku, ať jsou to peníze na budoucí investice, inovace aj. Z interních zdrojů podniku bylo zjištěno, že je v blízké budoucnosti plánováno pořízení další budovy.

Tabulka 38 Výpočet provozně nutného aktiva (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
Krátkodobé závazky (v tis. Kč)	9 918	8 542	9 688	8 879
Peněžní prostředky v pokladně a na účtě (v tis. Kč)	4 198	5 181	8 943	9 820
Hotovostní likvidita	0,42	0,61	0,92	1,11
Provozně nutná likvidita (max. 0,2)	0,2	0,2	0,2	0,2
Peněžní prostředky provozně nutné (v tis. Kč)	1 984	1 708	1 938	1 776

9.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozdělení aktiv v předchozím kroku je nutné vyčíslit provozně nutný investovaný kapitál. Výpočet vychází z rozvahy, jedná se o bilanční sumu upravenou ve dvou směrech, a sice tak, že z aktiv jsou vyřazeny položky nepotřebné a oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých nejsme schopni vyčíslit jejich náklady. Jako příklad lze uvést závazky vůči zaměstnancům, dodavatelům či státu. Provozně nutný investovaný kapitál pak získáme součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

Tabulka 39 Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-
+ Dlouhodobý hmotný majetek	20 739	20 456	19 410	18 423
Dlouhodobý majetek provozně nutný	20 739	20 456	19 410	18 423
+ Zásoby	12 139	11 322	12 095	12 874
+ Pohledávky	4 034	3 809	3 266	3 978
+ Provozně nutná výše peněžních prostředků	1 984	1 708	1 938	1 776
+ Ostatní aktiva (Časové rozlišení)	39	43	272	404
- Krátkodobé závazky	9 918	8 542	9 688	8 879
- Ostatní pasiva (Časové rozlišení)	457	431	500	738
Pracovní kapitál provozně nutný	7 821	7 909	7 383	9 415
Investovaný kapitál provozně nutný	28 560	28 365	26 793	27 838

9.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Po úpravě aktiv je vhodné vyloučit z výsledků hospodaření položky nákladů a výnosů, které taktéž nesouvisí s hlavním předmětem činnosti. Z praktického použití je vhodné vycházet již z provozního výsledku hospodaření, abychom nemuseli očistit i finanční výsledek hospodaření v dalším kroku. Takto upravený výsledek hospodaření je nazýván jako korigovaný

provozní výsledek hospodaření, jinými slovy, výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.

Tabulka 40 Výpočet KPVH (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
Provozní VH	1 145	2 101	2 662	3 202
- Tržby z prodeje DM a materiálu	29	208	-	4
+ ZC prodaného DM a materiálu	-	-	-	-
- Vyloučení mimořádných výnosů	206	74	14	75
+ Vyloučení mimořádných nákladů	575	683	909	818
KPVH před daní	1 485	2 502	3 557	3 941
+ Odpisy DM	913	978	1046	1031
KPVH před odpisy a daněmi	2 398	3 480	4 603	4 972

10 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Generátory hodnoty slouží jako podklad pro vytvoření finančního plánu. Je nezbytné, aby se hodnoty těchto položek, které vstupují do generátorů hodnoty vztahovaly pouze k hlavnímu chodu podniku, aby se tak vyloučila jednorázová povaha.

10.1 Tržby

Tržby podniku, jak již bylo řečeno, pochází především z prodeje zboží, tržby z prodeje výrobků a služeb jsou v malém rozsahu. Položka tržeb je navíc v rámci oceňování považována za jeden z nejdůležitějších generátorů hodnoty, jelikož se od této hodnoty odvíjí celý výkaz zisku a ztráty.

Vývoj tržeb a jejich predikce byla vyčíslena již v kapitole strategické analýzy. Průměrné tempo růstu od roku 2000-2019 na 3,91 %. Predikcí tržeb bylo zjištěno průměrné tempo růstu 3,48 %. Lze však předpokládat určitou míru volatility, vzhledem k již zmiňované koronavirové krizi.

Tabulka 41 Prognóza vývoje tržeb (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

	2019	2020	2021	2022
Tržby (v tis. Kč)	112 700	112 270	118 182	124 758
Tempo růstu	-	-0,38%	5,27%	5,56%
Průměrné tempo růstu	3,48%			

10.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže vyjadřuje podíl KPVH před odpisy a daněmi a daných tržeb podniku. Po provedení analýzy minulého vývoje bude provedena prognóza provozní ziskové marže metodou „shora“. Z pohledu oceňování se považuje tato metoda za důležitější než metoda „zdola“.

Tabulka 42 Vývoj provozní ziskové marže v letech 2016-2019 (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
KPVH před odpisy a daněmi	2398	3480	4603	4972
Tržby	99143	99869	107305	112700
Provozní zisková marže (%)	2,42%	3,48%	4,29%	4,41%
Průměrná zisková marže (%)	3,65%			

Z tabulky lze vidět, že hodnoty ziskové marže rostou díky rostoucímu tempu obou položek. Průměrná hodnota dosáhla za sledované období 3,65 %.

Podnik by neměl kvůli zachování konkurenční pozice výrazně zvyšovat ceny, dalším důvodem je také udržení tržního podílu. Proto byla výše ziskové marže stanovena na 4,50 %.

Tabulka 43 Prognóza ziskové marže metodou „shora“ (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2020	2021	2022
KPVH před odpisy a daněmi	5 052	5 318	5 614
Tržby	112 270	118 182	124 758
Průměrná zisková marže (%)	4,50%		

10.3 Pracovní kapitál

Dalším nezbytným generátorem hodnoty, který je důležitý pro stanovení hodnoty podniku, je pracovní kapitál. Nutno však podotknout, že pojem pracovního kapitálu pro účely plánování a následné ocenění je jiný než pracovní kapitál, který byl stanoven ve finanční analýze. Aktuálně určený pracovní kapitál je totiž nutné očistit o položky, které patří do provozně nenutných aktiv, a navíc dalším rozdílem je, že se odečítá pouze neúročený cizí kapitál. Jedná se tedy o ten pracovní kapitál, který jsme si již vypočetli v předchozí kapitole 9.2. při rozdělení aktiv na provozně nutné a nenutné.

Tabulka 44 Výpočet upraveného pracovního kapitálu 2016-2019 (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

v tis. Kč	2016	2017	2018	2019
+ Zásoby (=zboží)	12 139	11 322	12 095	12 874
+ Pohledávky (krátkodobé)	4 034	3 809	3 266	3 978
+ Provozně nutná výše pen.prostředků	1 984	1 708	1 938	1 776
+ Ostatní aktiva (Časové rozlišení)	39	43	272	404
- Krátkodobé závazky (neúročené)	9 918	8 542	9 688	8 879
- Ostatní pasiva (Časové rozlišení)	457	431	500	738
Pracovní kapitál provozně nutný	7 821	7 909	7 383	9 415
Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál	11,29%			

Pro analýzu náročnosti výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti lze využít jakýkoliv ukazatel, který dává do poměru tržby a sledovanou položku rozvahy. Pro praxi se nejčastěji uvádí použití ukazatele doby obratu ve dnech.

Z důvodu předmětu činnosti vybraného podniku není položka zásob nijak dále rozčleněna, jelikož celá položka zásob představuje pouze zboží. Doba obratu zásob je v minulosti poměrně stabilní, přibližně kolem 40 dnů. Důvodem stabilního vývoje doby obratu zásob může být fakt, že podnik nijak výrazně nerozšiřuje sortiment, avšak z důvodu koronavirové krize se cyklus dodávek může zpozdít, zároveň i způsob doplňování zásob se může měnit. Proto i pro prognózu vývoje tohoto ukazatele je stanovena doba obratu zásob na 43 dnů.

Tabulka 45 Analýza a prognóza doby obratu zásob (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

	Analýza				Prognóza		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu zásob (dny)	44	41	40	41	43	43	43

Další položkou spadající do pracovního kapitálu je položka pohledávek. Dlouhodobé pohledávky by správně měly být vyjmuty z aktiv jako součást provozně nenutných aktiv, ale jelikož podnik ve sledovaném období měl pouze krátkodobé pohledávky, tento krok nebyl potřeba provádět. U krátkodobých pohledávek lze při analýze minulosti spatřit rostoucí trend, největší podíl na těchto pohledávkách mají pohledávky z obchodních vztahů, které se k roku 2019 navýšily. Z hlediska analýzy vývoje lze konstatovat rostoucí konkurenci, která svým působením může poskytovat výhodnější obchodní úvěry a tím i růst doby obratu, tj. průměrné splatnosti, pohledávek. Proto byla prognóza stanovena ve vyšší, avšak stabilní výši při zachování poměru pohledávek z obchodních vztahů a ostatních pohledávek.

Tabulka 46 Analýza a prognóza doby obratu krátkodobých pohledávek (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

	Analýza				Prognóza		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu krátkodobých pohledávek (dny)	15	14	11	13	17	20	22
Pohledávky z obch.vztahů	9	9	9	11	15	18	20
Pohledávky ostatní	6	3	2	2	2	2	2
z toho pohledávky stát	3	1	1	1	1	1	1
z toho krátk.poskyt.zálohy	1	1	1	1	1	1	1
z toho jiné pohledávky	2	2	0	0	0	0	0

V rámci analýzy závazků lze vidět z následující tabulky opačný průběh oproti pohledávkám. Lze analyzovat klesající charakter, ale i zde představují závazky z obchodních vztahů největší podíl. Nejvýznamnější pokles těchto závazků byl zaznamenán mezi rokem 2018 a 2019. Důvodem snížení těchto závazků může být například využití skonta za včasnou platbu či jiné podobné výhody, čímž dochází ke snižování doby splatnosti závazků. Kvůli klesajícímu trendu byla prognóza sestavena také ve stejném trendu. Hlavní poklesy jsou předpokládány v budoucnu právě u závazků z obchodních vztahů, proto ostatní položky byly prognózovány ve stejné výši vzhledem k poslednímu analyzovanému roku v minulosti.

Tabulka 47 Analýza a prognóza doby obratu krátkodobých závazků (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

	Analýza				Prognóza		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu krátkodobých závazků (dny)	36	31	32	28	23	21	17
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	1	1	1	1	1
Krátkodobé závazky z obch.vztahů	22	22	29	24	19	17	13
Závazky ostatní	14	8	3	3	3	3	3
z toho závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0
z toho závazky k zaměstnancům	1	1	1	1	1	1	1
z toho závazky SP,ZP	1	1	1	1	1	1	1
z toho závazky stát	1	1	1	1	1	1	1
z toho dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0
z toho jiné závazky	11	6	0	0	0	0	0

Díky takto zjištěným dobám obratu jednotlivých položek oběžných aktiv a závazků, lze stanovit konkrétní hodnota upraveného plánovaného pracovního kapitálu. Kdy je potřeba ještě stanovit prognózu peněžních prostředků, která bude stanovena pomocí ukazatele okamžité likvidity ve výši doporučené hodnoty 0,2. Výše těchto peněžních prostředků by měla odpovídat minimálně výši krátkodobých neúročených závazků vynásobených 0,2. Časové rozlišení bylo ponecháno dle poslední hodnoty z roku 2019. Následující tabulka tak předvídá položky pracovního kapitálu do budoucích let 2020-2022. Koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál v predikovaných letech rostl poměrně více než v minulých letech, kdy byla hodnota 11,29%, v predikovaných letech byl spočítán na 73,37 %. Lze tedy předpokládat postupné navyšování pracovního kapitálu vzhledem k tržbám.

Tabulka 48 Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Prognóza		
	2020	2021	2022
+ Zásoby	13 410	14 116	14 902
+ Pohledávky	5 302	6 566	7 624
+ Provozně nutná výše pen.prostředků	1 435	1 379	1 178
+ Ostatní aktiva (Časové rozlišení)	404	404	404
- Krátkodobé závazky	7 173	6 894	5 891
- Ostatní pasiva (Časové rozlišení)	738	738	738
= Upravený provozně nutný pracovní kapitál	12 639	14 833	17 479
Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál	73,37%		

10.4 Investice do dlouhodobého majetku

Jako poslední predikovaný generátor hodnoty budou vypočteny investice do dlouhodobého majetku. Nutno připomenout, že se jedná o dlouhodobý majetek provozně nutný, tzn. ten který se týká pouze hlavní činnosti podniku.

Plánování investiční činnosti je podle mnoha autorů tou nejtěžší částí v rámci analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Důvodů je spousta, ale mezi nejčastější patří například fakt, že investice se nevyvíjejí plynulým tempem, je tedy obtížnější je predikovat do budoucna. Stejně tak existuje několik metod a přístupů plánování investiční náročnosti. V této práci byl zvolen globální přístup, který vychází z postupu analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku vzhledem k tržbám. Především pak využití investic brutto, tj. skutečné investiční výdaje do provozně nutného dlouhodobého majetku a jejich relaci k tržbám. Z důvodu absence dlouhodobého nehmotného majetku, je analyzován a následně predikován pouze dlouhodobý hmotný majetek podniku.

Koeficient náročnosti tržeb na investice v brutto vyjádření lze tedy jednoduše vypočítat jako podíl investic brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku a tržeb. Investice brutto se dopočítaly jako výše dlouhodobého majetku daného roku mínus výše dlouhodobého majetku minulého roku plus odpisy.

Díky kladné hodnotě investic brutto v letech 2017 a 2019 je patrná investiční činnost, avšak minimální, jelikož investice nedosahují ani v jednom ze sledovaných let vyšších hodnot, než je hodnota odpisů, lze tedy konstatovat, že podniku se nedaří investovat své finanční prostředky do nákupu nového majetku, či jejich obnovu.

Tabulka 49 Vývoj investic do provozně nutného dlouhodobého majetku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
DHM provozně nutný	20 739	20 456	19 410	18 423
Odpisy	913	978	1 046	1 031
Investice netto (změna stavu majetku)	-283	-1046	-987	-18423
Investice brutto (netto + odpisy)	-	695	0	44
Tržby	99 652	100 512	108 231	113 768
Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto	0,18%			

Kvůli chybějícím informacím o výši plánovaných investic ze strany podniku, budou predikovány investice, podle již zmiňovaného globálního přístupu, který bude vycházet z predikovaných tržeb pro následující tři roky a vypočteného koeficientu náročnosti tržeb.

Podle celkového součtu tržeb za příští tři roky (2020-2022), které činí 355 210 tis.Kč odhadneme investice brutto pro tyto tři roky celkem dle předpokládaného koeficientu náročnosti na investice 0,18%. Výsledný odhad investic brutto pro plán tržeb v letech 2020-2022 by mohl být 639 tis. Kč. Avšak kvůli nejisté situaci v rámci koronavirové krize a také z důvodu nedostatečných informacích o investicích ze strany podniku, byla prognóza v rámci zajištění určité opatrnosti zachována ve stejném trendu a sice takovém, že se jeho účetní hodnota snižovala o investice netto každoročně 987 tis. Kč, tj. o hodnotu brutto a hodnotu odpisů.

Tabulka 50 Prognóza DHM a odpisů (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2020	2021	2022
DHM	17436	16449	15462
Odpisy	1046	987	928
Podíl odpisů na DHM (%)	6,00%	6,00%	6,00%

11 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Na analýzu generátorů hodnoty navazuje finanční plán, kde rozhodující veličiny finančního plánu jsou právě generátory hodnoty a měly by tak tvořit jasnou a patrnou kostru tohoto finančního plánu. Pro snadnější porovnání s minulostí budou uvedeny i poslední známé hodnoty z roku 2019. Finanční plán pak bude sestaven na další roky 2020-2022. Výsledné plánované výkazy byly vloženy do příloh.

11.1 Plánovaná rozvaha

Dlouhodobý majetek bude i v predikovaných letech tvořen pouze dlouhodobým hmotným majetkem. Neočekává se nákup dlouhodobého nehmotného či finančního majetku. Podíl odpisů na DHM byl predikován ve výši 6 %. DHM se postupně odepisuje a snižuje se tak účetní hodnota, není uvažována významná investice. Hodnoty nejsou predikovány dle očekávaných tržeb ale na základě zjednodušeného odpisového plánu.

Položky oběžných aktiv a krátkodobých závazků byly vyčísleny v předchozí analýze generátorů hodnoty pomocí dob obrátů, které jsou závislé na vývoji tržeb v dalším období. Dlouhodobé pohledávky nebyly predikovány, jelikož nebyly ani v minulosti vykazovány. Provozně nutná výše peněžních prostředků byla stanovena ve výši 0,2 krátkodobých predikovaných závazků podniku. Aktivní časové rozlišení je plánováno v poslední známé hodnotě roku 2019.

Základní kapitál se v podniku neplánuje zvyšovat, zůstává tedy neměnný ve výši 100 tis. Kč, stejně tak rezervní fond ve výši 10 tis. Kč. Podnik si stejně tak jako v minulých letech ponechává zisky minulých let v podniku. Díky konzervativnímu způsobu financování v minulosti se předpokládá vývoj i v budoucnu, nepředpokládá se tedy žádné navyšování cizích zdrojů financování. Položky pasiv jsou ovlivněny vývojem pracovního kapitálu, hlavně díky predikci krátkodobých závazků. Výše dlouhodobých závazků byla stanovena nulová, jelikož už v roce 2019 pouze dobíhal firemní úvěr na auto, v roce 2020 se došlo k úplnému splacení toho úvěru. Díky rovnosti aktiv a pasiv je splněn bilanční princip.

11.2 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Tržby podniku byly predikovány již v předchozích kapitolách. Tržby za prodej zboží tvoří majoritní část, minoritní podíl tvoří tržby z prodeje výrobků a služeb, ty byly predikovány na základě stejného tempa růstu jako tržby za prodej zboží.

U výkonové spotřeby se očekává taktéž stejný vývoj v budoucnu jako u hlavních predikovaných tržeb za zboží. Z tohoto důvodu výkonová spotřeba představuje stejný poměr k těmto tržbám jako v minulosti. Položky aktivace a změna stavu výrobků nebyly v minulosti vykazovány, proto o nich není uvažováno ani v budoucnu.

Osobní náklady se budou nadále zvyšovat dle růstu tržeb, přispívá tomuto vývoji zvyšování mezd a požadavků ze strany zaměstnanců.

Úpravy hodnot jsou převzaty z odpisového plánu, položka se bude snižovat z důvodu absence investic. Ostatní provozní a finanční výnosy jsou predikovány dle roku 2019 s neměnou hodnotou, proto je finanční výsledek po celé období stabilní, mění se hlavně výše provozní VH.

Finální výsledek hospodaření před zdaněním bude v každém z predikovaných let kladný, postupně bude mírně růst. Se změnou sazby daně není uvažováno, proto bylo počítáno s 19 %. Položka VH po zdanění pak odpovídá položce VH běžného období v rozvaze.

12 PROJEKT STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD

Následující kapitola se zabývá již samotným stanovením hodnoty vybraného podniku pomocí vybraných výnosových metod oceňování, kterými bude metoda diskontovaného cash flow, metoda ekonomické přidané hodnoty a metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

12.1 Stanovení diskontní míry

Před samotným oceněním vybranými výnosovými metodami je zapotřebí stanovit výši diskontní míry, pomocí které budou diskontovány vypočtené volné peněžní toky. Důležitou funkcí diskontní míry je zohlednění faktoru času a rizik.

Nezbytné je vypočítat diskontní míru nejenom na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál, ale také pomocí nákladů pro vlastníky, která je vyjádřena pomocí nákladů na vlastní kapitál a také na úrovni nákladů na cizí kapitál.

12.1.1 Náklady na cizí kapitál

Tento druh nákladů je oproti nákladům na vlastní kapitál poměrně jednodušší, ale hlavně přesnější ke zjištění. Nákladem toho kapitálu je totiž úrok, který platí podnik svému věřiteli, nejčastěji bance. Pro výpočet úrokové míry byl zvolen poměr mezi nákladovými úroky a průměrným stavem závazků k úvěrovým institucím ve sledovaném období.

Na základě interních zdrojů bylo zjištěno, že vybraný podnik využívá v malé míře financování pomocí úvěru. Podnik měl ve zvoleném období pouze dva úvěry, konkrétně na pořízení osobních automobilů. V roce 2019 již dobíhají poslední splátky jistiny druhého úvěru, které byly ke konci roku 2019 stanoveny ve výši 56 tis. Kč.

Tabulka 51 Výpočet nákladů na cizí kapitál (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
Závazky k úvěrovým institucím ke konci roku (v tis. Kč)	135	381	188	56
Průměrný stav závazků ve sledovaném období (v tis. Kč)	190	190	190	190
Nákladové úroky roku (v tis. Kč)	17	16	10	3
Úroková sazba - stav ke konci roku v %	12,59%	4,20%	5,32%	5,36%
Úroková sazba - průměrný stav v %	8,95%	8,42%	5,26%	1,58%

12.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Tento druh nákladů je dán požadovanou výnosností investorů s ohledem ale i na míru rizika spojenou s touto investicí. Jinými slovy, čím vyšší riziko, tím vyšší výnosnost. Tyto náklady jdou velmi obtížné zjistit, jelikož se o nich ve firmě neúčtuje, avšak víme, že existují. Proto se při zjišťování těchto nákladů zakládá na srovnání s jinými podobnými investicemi, ale pořád bereme v úvahu i podobnou míru rizika.

Náklady na vlastní kapitál jsou v následující podkapitole určeny pomocí několika modelů, kterými jsou metoda oceňování kapitálových aktiv, stavebnicový model a průměrná rentabilita v odvětví. Závěrečným krokem pro zjištění nákladů na vlastní kapitál je zprůměrování těchto hodnot, čímž je vyhodnocena konečná míra nákladů.

12.1.2.1 Metoda oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Tato metoda je považována za základní a také hojně využívaný model k zjištění nákladů vlastního kapitálu. Tyto náklady jsou pomocí metody CAPM vypočteny na základě následujícího vzorce:

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

Před samotným výpočtem je nutné znát hodnotu jednotlivých parametrů. Jedná se o hodnotu bezrizikové úrokové míry, koeficientu beta a tzv. rizikové prémie.

Hodnota bezrizikové úrokové míry se nejčastěji stanovuje na úrovni výnosnosti desetiletých státních dluhopisů.

Koeficient β vyjadřuje citlivost investice vůči trhu, vymezuje se pomocí něj tržní riziko. Hodnoty koeficientu β a rizikové prémie však nejsme schopni určit, jelikož se nejedná o podnik obchodovaný na veřejných trzích, proto použijeme model CAPM s náhradními odhady β . Koeficient β lze určit pomocí nezávislé prognózy nebo metodou analogie, kdy použijeme β podobných podniků nebo za určité odvětví, přitom musíme zohlednit vliv kapitálové struktury, tj. poměr vlastního a cizího kapitálu. Výpočet koeficientu podle konkrétního poměru zadlužení lze vypočítat následovně:

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

Tabulka 52 Výpočet koeficientu beta při zohlednění vlivu kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování dle Damodarana a výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
β nezadlužená	0,91	1,08	1,03	0,99
sazba daně	19%	19%	19%	19%
CK (tis.Kč)	10 053	8 923	9 876	8 935
VK (tis.Kč)	30 769	31 808	33 610	35 826
β zadlužená	1,15	1,33	1,28	1,19

Poslední veličinou v modelu CAPM je riziková prémie, která určuje výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia. Vypočítá se jako rozdíl předpokládané výnosnosti kapitálu na trhu a bezrizikové úrokové míry. Riziková prémie se stanovuje na základě ratingu dané země. Podle stránek prof. Damodarana je Česká republika v ratingu A1. Pro poslední analyzovaný rok 2019 byla výše rizikové prémie pro ČR stanovena na úrovni 5,80 %.

Tabulka 53 Výpočet nákladů na vlastní kapitál podle CAPM (vlastní zpracování dle Damodarana, MPO a výkazů společnosti, 2016-2019)

	2016	2017	2018	2019
Výnos státních dluhopisů - 10R	0,53%	1,50%	2,01%	1,51%
β nezadlužená	0,91	1,08	1,03	0,99
β zadlužená	1,15	1,33	1,28	1,19
riziková prémie	6,69%	5,89%	6,94%	5,80%
Náklady na vlastní kapitál - r_e	8,23%	9,31%	10,86%	8,41%

12.1.2.2 Stavebnicový model

Princip tohoto modelu spočívá ve přiřítání rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Tato bezriziková úroková míra je použita ve stejné výši jako v předchozím modelu CAPM. Jedná se tedy o výnosnost desetiletých státních dluhopisů, kterou jsme získali z materiálu na MPO ČR. Dalšími přírážkami jsou přírážky za velikost podniku, produkční sílu, finanční stabilitu a riziko dělení produkční síly.

Náklady na vlastní kapitál se vypočítají pomocí následujícího vzorce:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr}$$

Následující tabulka znázorňuje stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicového modelu, který je sestaven na základě metodiky výpočtu dle Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Veškeré potřebné informace jsou k dispozici ve statistikách právě na stránkách MPO.

Tabulka 54 Náklady na vlastní kapitál pomocí stavebnicového modelu (vlastní zpracování na základě údajů z MPO)

	2016	2017	2018	2019
r_f	0,48%	0,98%	1,98%	1,55%
r_{LA}	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
r_{POD}	10,00%	10,00%	4,39%	2,72%
r_{FINSTAB}	0%	0%	0%	0%
r_{FINSTRU}	0,00%	0,00%	0,01%	0,01%
r_e	15,48%	15,98%	11,38%	9,28%

Pro přesnější výsledky a zjednodušení výpočtu rizikových přírážek podniku v odvětví byla tato metoda dopracována pomocí benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA na stránkách MPO. Kam lze vyplnit některé údaje z výkazů a pomocí samostatných výpočtů lze pomocí této interaktivní statistiky dopracovat potřebné údaje.

Bezriziková míra výnosu (r_f) byla stanovena podle výnosnosti desetiletých státních dluhopisů, kterou jsme získali z materiálu na MPO ČR.

Přírážka za velikost podniku (r_{LA}) je závislá na velikosti úplatných zdrojů, jinými slovy hodnotami vlastního kapitálu a bankovních úvěrů. Přírážka byla vypočtena ve všech letech na stejné úrovni. Jelikož podnik nedosahuje hraniční hodnoty 100 mil. Kč, je tato přírážka stanovena právě na 5,00 %.

Přirážka za podnikatelské riziko (r_{POD}), jinými slovy přirážka za nižší stabilitu. Její hodnoty vychází z porovnání rentability aktiv a nákladů na cizí kapitál. Jelikož v letech 2016 a 2017 dosahoval podnik nízkých hodnot, byla připočtena přirážka ve výši 10,00 %.

Přirážka za finanční stabilitu (r_{FINSTAB}) nebude připočtena, protože celková (běžná) likvidita dosahuje ve sledovaném období vždy větší hodnoty než průměr v průmyslu.

Přirážka za finanční strukturu (r_{FINSTRU}) nebude taktéž připočtena, jelikož ve sledovaném období dosáhl ukazatel úrokové krytí, tj. EBIT/úroky vždy hodnotu větší než 3. Proto tato přirážka se blíží k nule.

12.1.2.3 Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál

Kvůli stanovení dvěma způsoby výpočtů nákladů na vlastní kapitál, budou k jednotlivým metodám výpočtu přiřazeny váha y pomocí váženého průměru vypočtena výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál daného podniku v roce 2019.

Nejvyšší váha bude přiřazena metodě CAPM, jelikož tato metody vychází z tržních dat. Stavebnicovému modelu INFA je přidělena nižší váha. Ostatní metody nebyly vypočteny, jelikož podnik by například pro výpočet dividendového modelu musel být akciovou společností, v případě využití rentability v odvětví také nebylo přihlédnuto, jelikož firma dosahuje nižších hodnot než v odvětví. Mohlo by tak dojít ke zkreslení výsledné hodnoty. Navíc i v odborných literaturách jsou doporučovány právě tyto dva modely CAPM a stavebnicového modelu k určení nákladů na vlastní kapitál.

Tabulka 55 Přehled nákladů na vlastní kapitál v 2019 (vlastní zpracování)

Metoda	Váha	2019
CAPM	2	8,41%
INFA	1	9,28%
Výsledná hodnota N_{VK}		8,70%

12.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Průměrné náklady kapitálu (WACC) jsou průměrným výdajem pro firmu, který musí zaplatit za získání všech druhů kapitálu. Pro výpočet těchto nákladů je zvolen postup výpočtu:

$$WACC = N_{CK} \times (1 - d) \times \frac{CK}{K} + N_{VK} \times \frac{VK}{K}$$

kde:

N_{CK} náklady na cizí kapitál,

N_{VK} náklady na vlastní kapitál,

d sazba daně z příjmu,

K celkový kapitál.

Následující tabulka udává veškeré veličiny potřebné k výpočtu těchto nákladů. Je zde zohledněna i sazba daně z příjmu 19 %, jelikož jsou nákladové úroky daňově uznatelnými výdaji. Je nutné zdůraznit, že CK je v poměru k VK velmi velmi malý, tudíž více ovlivňuje výši WACC kapitál vlastní.

Tabulka 56 Výpočet WACC (vlastní zpracování)

Položka	Hodnota v 2019
N_{CK}	1,58%
N_{VK}	8,70%
CK/K	19,96%
VK/K	80,04%
WACC	7,22%

12.2 Stanovení tempa růstu

Nezbytnou součástí před samotným stanovením hodnoty vybraného podniku je nutné určit tempo růstu pro pokračující hodnotu. Pro stanovení je možné vycházet z několika možností. První možností je vycházet z predikce HDP, jehož tempo růstu činilo v roce 2019 2,4 %. Pro další roky se očekává významný pokles z důvodu již zmiňované koronavirové krize. Pro rok 2020 byl pokles stanoven na -5,6 %. Další variantou je odvození od samotného tempa růstu tržeb dle dřívějších analýz. Tempo růstu minulých let bylo vyčísleno na 3,91 %. Pro predikované období 3,48 %.

Po přihlédnutí k několika vybraným faktorům, avšak se zajištěním určité opatrnosti lze tempo růstu (g) odhadnout na úrovni 2,4 %, což odpovídá růstu HDP. Pokud by bylo totiž tempo růstu stanoveno nad úroveň tempa růstu HDP, znamenalo by to, že daný podnik bude dlouhodobě výkonnější než konkurence a zvyšoval by neúměrně svůj tržní podíl. Proto bylo tempo růstu i pro budoucí období ponecháno s důrazem na stabilitu na úrovni 2,4 %.

12.3 Výpočet hodnoty metodou DCF Entity

Po zpracování strategické a finanční analýzy, finančního plánu lze přistoupit k vlastnímu ocenění podniku. Základní a nejčastěji využívanou metodou je metoda DCF Entity. Jak již bylo řečeno v teoretické části, princip této metody spočívá v tom, že diskontováním budoucí časové řady peněžních toků lze získat ocenění investovaného kapitálu. Diskontní míru představují náklady na kapitál. Z důvodu obtížného vymezení konkrétních nákladů na závazky z obchodních vztahů, které jsou často poskytovány formou obchodního úvěru, je totiž zřejmé až nemožné oddělit náklady na tento typ úvěru od cen dodávek, proto lze použít náhradní způsob a lze tak pracovat s oběžnými aktivy sníženými o tyto závazky, tedy jinými slovy s pracovním kapitálem. Pro potřeby výpočtů investovaného kapitálu lze však modifikovat tento pojem na upravený pracovní kapitál, kde nejsou odpočítávány od oběžných aktiv krátkodobé bankovní úvěry, ale pouze neúročené závazky. Tyto úpravy však byly provedeny již v kapitole v rámci generátorů hodnot.

Jedná se tedy o nejčastěji využívanou výnosovou metodu ocenění. Metody je rozdělena do dvou fází, tudíž i budoucí predikce vývoje je rozdělena na dvě fáze. V první fázi lze použít informací vypočtených již v rámci finančního plánu, ve druhé pak bude spočtena pokračující hodnota pomocí Gordonova a parametrického vzorce.

Následující tabulka shrnuje jednotlivé hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu, který byl vypočten již v kapitole analýzy generátorů hodnoty. S tímto kapitálem se pak bude dále pracovat při výpočtu volného peněžního toku.

Tabulka 57 Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu podniku (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2019	2020	2021	2022
+ Provozně nutný DM	18 423	17 436	16 449	15 462
+ Provozně nutný upr. PK	9 415	12 639	14 833	17 479
Provozně nutný investovaný kapitál	27 838	30 075	31 282	32 941

Volný peněžní tok do podniku bude vypočten pomocí úpravy korigovaného provozního výsledku hospodaření o daň, odpisy a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Opět úprava klasického výsledku hospodaření na korigovaný byl proveden již v předchozí kapitole analýzy generátorů hodnoty. Tabulka tak znázorňuje podrobný postup výpočtu volného peněžního toku (FCFF) z tohoto výsledku upraveného korigovaného výsledku hospodaření.

Tabulka 58 Výpočet volného peněžního toku do podniku (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2020	2021	2022
KPVH před daněmi	4 006	4 331	4 686
- Daň 19 %	761	823	890
KPVH po dani	3 245	3 508	3 796
+ Odpisy	1 046	987	928
Předběžný peněžní tok z provozu	4 291	4 495	4 724
- Investice do provozně nutného DM (brutto)	59	0	-59
- Investice do provozně nutného PK	3 224	2 194	2 646
Volný peněžní tok do podniku (FCFF)	1 008	2 301	2 137

Výpočet 1. fáze lze dosáhnout pomocí převedení FCFF na současnou hodnotu pomocí diskontní míry na úrovni WACC, která bude převedena také na současnou hodnotu pomocí odúročitele. Závěrečným součtem v následující tabulce byla zjištěna současná hodnota 1. fáze ve výši 4,765 mil. Kč. Tohoto výsledku lze dosáhnout také za pomoci vzorce pro hodnotu brutto podniku 1. fáze:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i)^n} = H_{1.fáze} = \frac{940}{(1+0,0722)^1} + \frac{2002}{(1+0,0722)^2} + \frac{1733}{(1+0,0722)^3} = 4\,675 \text{ tis. Kč}$$

Tabulka 59 Výpočet současné hodnoty 1. fáze podniku (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2020	2021	2022
Volný peněžní tok do podniku (FCFF)	1 008	2 301	2 137
Diskontní míra (%)	7,22%		
Odúročitel (tj. SH) pro diskontní míru	0,9327	0,8699	0,8113
Diskontované FCFF	940	2 002	1 733
Současná hodnota (SH) 1.fáze	4 675 tis. Kč		

Pro výpočet hodnoty 2. fáze je potřeba znát tempo růstu trhu. Toto tempo bylo vyčísleno před samotnou kapitolou o výpočtu této hodnoty na 2,4 % (g). Druhá fáze představuje tzv. pokračující hodnotu, která začíná koncem první fáze až do nekonečna, tedy rokem 2023 do nekonečna. Tuto hodnotu lze určit pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce, které byly podrobně vysvětleny již v teoretické části.

Při výpočtu **podle Gordonova vzorce** se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Zdůrazním, že do výpočtu Gordonova vzorce je třeba využít odhad volného cash

flow pro rok T+1, tedy pro další rok, pro který již není vyčíslen plán. KPVH po zdanění v roce 2023 lze určit tak, že se KPVH roku 2022 zvýší o tempo růstu „g“. KPVH roku 2023 bude tedy v následujícím tvaru:

$$KPVH_{2023} = KPVH_{2022} * (1 + g) = 3796 * (1 + 0,024) = 3886,76 \text{ tis. Kč}$$

Obdobným způsobem se pak vypočítá i FCFF pro T+1, je však nutné dopočítat také čisté investice v čase T+1.

$$\text{Čisté investice}_{(netto)2023} = \text{Provozně nutný investovaný kapitál roku 2022} * g = 32941 * 0,024 = 790,58 \text{ tis. Kč}$$

Rozdíl mezi $KPVH_{2023}$ a $\text{Čistými investicemi}_{2023}$ budou získané volné peněžní toky pro první rok druhé fáze, které pak budou diskontovány za pomoci WACC na současnou hodnotu.

$$FCFF_{2023} = KPVH_{2023} - \text{Čisté investice}_{2023} = 3886,76 - 790,58 = 3096,17 \text{ tis. Kč}$$

Závěrečným výpočtem při použití Gordonova vzorce pak bude stanovena hodnota druhé fáze, tj. pokračující hodnoty:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1(2023)}}{i_k - g} = \frac{3096,17}{0,0722 - 0,024} = 64236 \text{ tis. Kč}$$

Druhá možnost výpočtu **podle parametrického vzorce** pracuje s dvěma základními generátory hodnoty, a sice s tempem růstu KPVH snížených o daň a očekávané rentability nových čistých investic do provozně nutného kapitálu. Rentabilita investic je odvozena z rentability investovaného kapitálu, kde míra výnosnosti (rentability) investovaného kapitálu je podstatným generátorem tvorby hodnoty podniku. Jak již bylo zmíněno v teoretické části, pokud podnik chce tvořit novou hodnotu, je potřeba, aby rentabilita investovaného kapitálu byla vyšší než náklady kapitálu.

$$\text{Míra investic } m_I = \frac{\text{Investice netto}}{KPVH} = \frac{790,58}{3886,76} = 0,2034 = 20,34 \%$$

$$\text{Rentabilita investovaného kapitálu } r_K = \frac{g}{m_I} = \frac{0,024}{0,2034} = 0,11799 = 11,80 \%$$

Závěrečným výpočtem při parametrickém vzorci pak bude stanovena hodnota druhé fáze, tj. pokračující hodnoty:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1(2023)} * (1 - \frac{g}{r_I})}{i_K - g} = \frac{3886,76 * (1 - \frac{0,024}{0,1180})}{0,0722 - 0,024} = \frac{3096,17}{0,0482} = 64236 \text{ tis. Kč}$$

Při použití jedné nebo druhé metody výpočtu byl dosažen stejný výsledek pokračující hodnoty ve výši 64 236 tis. Kč. Výhodou parametrického vzorce je fakt, že usnadní určení, zda podnik tvoří hodnotu, pokud je rentabilita investovaného kapitálu vyšší než náklady kapitálu, což bylo u vybraného podniku splněno.

Současné hodnoty druhé fáze lze dosáhnout součinem pokračující hodnoty a odúročitelem pro rok 2022

$$\text{Současná hodnota 2. fáze} = PH * (1+i)^{2022} = 64\,236 * 0,8113 = 52\,115 \text{ tis. Kč}$$

Pokud je již známa současná hodnota obou fází, nezbyvá než určit výslednou hodnotu vlastního kapitálu vybraného podniku za pomoci součtu současných hodnot obou fází a očištění o úročený cizí kapitál (tj. závazky k úvěrovým institucím roku 2019) a neprovozní majetek (tj. nenutné peněžní prostředky roku 2019), jak lze vidět ve výpočtu v následující tabulce:

Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF Entity (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
+ Současná hodnota 1. fáze	4 675
+ Současná hodnota 2. fáze	52 115
Hodnota podniku brutto	56 790
- Hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění	56
Hodnota podniku netto	56 734
+ Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění	8 044
= Výsledná hodnota VK	64 778 tis. Kč

12.4 Výpočet hodnoty metodou založenou na ekonomické přidané hodnotě

Další možností výpočtu hodnoty podniku lze pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě. Tato hodnota značí čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je ponížen o náklady kapitálu. Znovu se vychází z KPVH po dani, který je možný označit za NOPAT. Hodnota NOA značí neoperativní čistá aktiva, která budou vyčíslena jako provozně nutný investovaný kapitál, který byl také stanoven v předchozí kapitole. Diskontní míra bude stanovena na úrovni WACC. Samotný výpočet bude rozdělen na dvě fáze s tempem růstu ve výši 2,4 %, jako u předchozí metody výpočtu, aby bylo dosaženo stejných parametrů pro výpočet výsledné hodnoty podniku.

V následující tabulce je vypočtena současná hodnota první fáze, které bylo dosaženo za pomoci vzorce pro výpočet, který byl vysvětlen již v teoretické části.

Tabulka 60 Výpočet hodnoty první fáze metodou EVA (vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2019	2020	2021	2022
NOPAT		3 245	3 508	3 796
NOA	27 838	30 075	31 282	32 941
WACC (%)		7,22%		
WACC * NOAT-1		2 010	2 171	2 259
EVA (NOPAT-WACC*NOAT-1)		1 235	1 337	1 537
Diskontní míra (%)		7,22%		
Odúročitel pro diskontní míru		0,9327	0,8699	0,8113
Diskontovaná EVA		1 152	1 163	1 247
Současná hodnota 1.fáze		3 562 tis. Kč		

Druhá fáze bude vypočtena stejným způsobem jako u předchozí metody, kdy pokračující hodnota bude stanovena na základě budoucí hodnoty ukazatele EVA v roce 2023, tedy T+1. Je tedy nejprve důležité určit hodnotu NOPAT pro rok 2023 za pomoci součinu NOPAT za poslední rok plánu (2022) a tempa růstu 2,4 %. Dosazením do vzorce bude vypočtena hodnota pokračující hodnota.

$$EVA_{2023} = NOPAT_{2023} - NOA_{2022} * WACC$$

$$EVA_{2023} = 3 796 * 1,024 - 32 941 * 0,0722 = 1 508,76 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{EVA_{T+1(2023)}}{WACC - g} = \frac{1508,76}{0,0722 - 0,024} = 31 302,15 \text{ tis. Kč}$$

Zhodnocení pomocí metody EVA je jednoduché, podnik totiž tvoří hodnotu, pokud je hodnota EVA kladná a zároveň platí, že NOPAT/NOA je větší než WACC. Což vybraný podnik splňuje. Nezbytným krokem je opět převedení i druhé fáze na současnou hodnotu, pomocí součinu pokračující hodnoty a odúročitelem pro rok 2022.

$$\text{Současná hodnota 2. fáze} = PH * (1+i)^{2022} = 31 302,15 * 0,8113 = 25 395 \text{ tis. Kč}$$

Výslednou hodnotu podniku je možné spočítat za pomoci součtu obou fází, čímž je vypočtena tržní přidaná hodnota (MVA). Poté je analogicky provedeno očištění o úročený cizí

kapitál (tj. závazky k úvěrovým institucím roku 2019) a neprovozní majetek (tj. nenutné peněžní prostředky roku 2019), jak lze vidět ve výpočtu v následující tabulce:

Tabulka 61 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody EVA
(vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
+ Současná hodnota 1. fáze	3 562
+ Současná hodnota 2. fáze	25 395
MVA	28 957
+ NOA k datu ocenění	27 838
Hodnota podniku brutto	56 795
- Hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění	56
Hodnota podniku netto	56 739
+ Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění	8 044
= Výsledná hodnota VK	64 783 tis. Kč

12.5 Výpočet hodnoty metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda stanovení hodnoty vybraného podniku je založena na minulé výkonnosti podniku a budoucí růstové možnosti nejsou brány v potaz. Základem ocenění je totiž výnosový potenciál k datu ocenění.

Postup výpočtu je přehledně určen v následující tabulce. Nejprve je nutné vymezit trvale odnímatelný čistý výnos, který je základní vstupní veličinou pro stanovení výsledné hodnoty podniku.

Výpočet dle této metody vychází z výsledku hospodaření před zdaněním, který bude upraven o odpisy a dále o náklady a výnosy nesouvisející s hlavní činností vybraného podniku. Výsledek po této korekci bude značit upravený VH, který bude poté přepočten cenovým indexem na ceny k datu ocenění, nejprve je zapotřebí z běžných meziročních indexů vypočítat bazické index vztažené k datu ocenění. Je však nutné nezapomenout VH objektivizovat a přiřadit jim váhy, jelikož je výnosový potenciál vyvozen z přechozí úrovně výnosů.

Tabulka 62 Úpravy vedoucí ke stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu
(vlastní zpracování na základě výkazu společnosti; ČSÚ 2021)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
+ VH před zdaněním	538	1 461	2 205	2 767
+ Odpisy	913	978	1 046	1 031
- Finanční výnosy	3	21	27	26
- Tržby z prodeje DM a materiálu	29	208	0	4
+ ZC prodaného DM a materiálu	0	0	0	0
Upravený VH před zdaněním	1 419	2 231	3 251	3 794
Cenový index řetězový	1,007	1,025	1,021	1,028
Cenový index bazický (vztažený k roku 2019)	0,930	0,953	0,973	1,000
Upravený index o inflaci	1 527	2 342	3 342	3 794
Váhy	1	2	3	4
Upravený VH o inflaci a váhy	1 527	4 683	10 026	15 176

Následným sečtením upravených VH za 2016-2019 a následným vydělením součtem vah lze získat trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy. Dalším krokem je odečtení odpisů a daně, čímž lze získat odhad trvalého čistého výnosu. Kalkulovanou úrokovou míru na úrovni nákladů pouze na vlastní kapitál 8,70 % se sníží o odhad dlouhodobé inflace 2 %. Pro správnější způsob výpočtu je nejprve provedena korekce odnímatelného čistého výnosu, kdy je předpokládáno dosažení rentability vlastního kapitálu na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu pro upřesnění z tabulky je následující:

$$TČV = ČV \text{ před korekcí} * \left(1 - \frac{i_{inf}}{n_{VK}}\right) = 1\,709 * \left(1 - \frac{0,02}{0,087}\right) = 1\,316 \text{ tis. Kč}$$

Provozní hodnota vlastního kapitálu je následně vypočtena pomocí vzorce pro věčnou rentu, kdy se TČV po korekci vydělí kalkulovanou úrokovou mírou 6,70 %. Posledním krokem je přičtení neprovozních aktiv. Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí této metody je stanovena na 27 691 tis. Kč.

Tabulka 63 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody KPV
(vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
Součet upraveného VH o inflaci a váhy	31 412
Součet vah	10
= Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	3 141
- Odpisy	1 031
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech a před daní	2 110
- Daň 19 %	401
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech a po dani	1 709
Trvale odnímatelný čistý výnos po korekci	1 316
Náklady VK očištěno o dlouh.inflaci	6,70 %
Provozní hodnota VK	19 647
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	8 044
Výsledná hodnota VK	27 691 tis. Kč

12.6 Stanovení výsledné hodnoty podniku

V dosažení hlavního cíle této práce bylo dosaženo hodnoty pomocí tří základních výnosových metod, a sice DCF Entity, EVA a paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Pro porovnání byla vložena i účetní hodnota VK k 1.1.2020. Výsledným hodnotám jednotlivých metod byly přiřazeny váhy a pomocí váženého aritmetického průměru vypočtena výsledná hodnota k 1.1.2020.

Tabulka 64 Přehled výsledných hodnot pomocí použitých výnosových metod ocenění (vlastní zpracování)

Metoda ocenění	Hodnota VK (tis. Kč)	Váha
DCF Entity	64 778	2
EVA	64 783	2
KČV	27 691	1
Účetní hodnota	35 826	-
Výsledná hodnota podniku	57 363 tis. Kč	

Pomocí metody DCF Entity a EVA bylo dosaženo téměř totožného výsledků, mírně výkyvy byly vypočteny kvůli zaokrouhlení. Totožnost výsledků je z důvodu stejných vstupních indikátorů. Byla použita stejná úroveň diskontní míry na úrovni WACC, stejný provozně nutný investovaný kapitál a stejný korigovaný provozní výsledek hospodaření. Na základě těchto dvou metod byla zjištěna výsledná hodnota na 64 778 tis. Kč.

Pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů (KČV) bylo dosaženo nižší hodnoty, jelikož tato metoda nezohledňuje budoucí predikci vývoje podniku. Navíc tato metoda

nepracuje s diskontní mírou na úrovni WACC, jako tomu bylo v předchozích metodách, ale pracuje s náklady pouze na vlastní kapitál, které jsou upraveny o vliv dlouhodobého vývoje inflace. Díky této metodě tak byla stanovena nižší hodnota a sice 27 691 tis. Kč.

Pokud bychom však odečetli od hodnoty pomocí metody DCF Entity nebo EVA hodnotu pomocí metody KČV výsledným rozdílem je pak růstový potenciál podniku. Lze tedy závěrem konstatovat, že hodnota pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů představuje dolní hranici hodnoty podniku.

Výsledná tržní hodnota analyzovaného podniku je stanovena k datu ocenění 1.1.2020 pomocí výnosových metod oceňování ve výši **57 363 tis. Kč**.

12.7 Citlivostní analýza

Na závěr bude ještě provedena citlivostní analýza, která dokáže posoudit citlivost výsledků při změně vstupních parametrů. Parametrem bude snížení či zvýšení tempa růstu nebo diskontní míry. Bude však provedena analýza na každý parametr, nikoliv obou parametrů současně.

Tabulka 65 Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu u použitých metod ocenění (vlastní zpracování)

tis. Kč	Diskontní míra			Tempo růstu		
	-1 p.b.	původní	+1 p.b.	-1 p.b.	původní	+1 p.b.
DCF+EVA	6,22%	7,22%	8,22%	1,4%	2,4%	3,4%
	80 390	64 778	54 540	59 891	64 778	72 234
	24,10%	0%	-15,80%	-7,54%	0%	11,51%
	5,70%	6,70%	7,70%			
KČV	31 134	27 691	25 137			
	12,43%	0%	-9,22%			

Z výsledků citlivostní analýzy je zřejmé, že hodnotu podniku ovlivňuje nejvíce změna diskontní míry u metody DCF a EVA. Při snížení diskontní míry o jeden procentní bod na 6,22 % se hodnota vlastního kapitálu podniku zvýší o 24,10 % na výslednou hodnotu 80 390 tis. Kč. Při zvýšení diskontní míry o jeden procentní bod na 8,22 % se hodnota vlastního kapitálu podniku sníží o 15,80 % na výslednou hodnotu 54 540 tis. Kč.

Změna tempa růstu se projeví ve výsledné hodnotě opačným způsobem. Při snížení tempa růstu o jeden procentní bod na 1,4 % se výsledná hodnota sníží o 7,54 % na 59 891 tis. Kč. Při zvýšení tempa růstu o jeden procentní bod na 3,4 % se výsledná hodnota zvýší o 11,51 % na 72 234 tis. Kč.

Citlivostní analýza u metody kapitalizovaných čistých výnosů byla provedena pouze na změnu diskontní míry, jelikož s tempem růstu v této metodě není uvažováno. U této metody se změna diskontní míry projevila mnohem menší změnou, což může být zapříčiněno rozdílnou velikostí a strukturou kapitálu.

12.8 Nákladová a riziková analýza

Nutno podotknout, že v rámci diplomové práce by mělo být součástí projektové části vyhodnocení z hlediska časové, nákladové a rizikové analýzy. Nicméně netýká se to všech témat, jelikož mé vybrané téma ve své projektové části žádné nové poznatky neimplementuje do chodu podniku, je tato část popsána pouze stručně.

Nákladovou analýzu lze provést například z hlediska nákladů ušetřených za odborný znalecký posudek. Znalecké posudky a ocenění podniků by mělo být zpracováno dle zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku v platném znění, metodiky České komory odhadců majetku a poté dle orientace podniku dle Evropských oceňovacích standardů (EVS) či Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS). Cenu znaleckého posudku si stanovuje znalec vždy individuálně po dohodě s klientem, neexistují pro určená ceny žádné normativy. Cenu tak může ovlivnit několik faktorů, mezi které patří například typ podniku, rozsah a účel ocenění, počet požadovaných metod ocenění a stav podkladů nutných k vyhotovení posudku.

Průměrně se dle dostupných ceníků odhadců cena pro ocenění podniku pohybuje například pro náš vybraný podnik podle kategorie účetní jednotky, kdy vybraný podnik je malou účetní jednotkou, tak cena se stanovuje mezi 20.000-25.000Kč. (Zima, 2021)

Jiní znalci si stanovují ceny i podle obrátu, podle obrátu podniku lze cenu určit na 18.000Kč. Jiní znalci určují cenu posudku dle metodě ocenění, například pomocí výnosové metody diskontovaných peněžních toků se cena pohybuje mezi 30.000-100.000Kč. (Podnik, akcie, podíly, 2021) Další znalecké společnosti poskytují i online vyplnění všech potřebných údajů k stanovení posudku a následné stanovení individuální ceny. (Spočítejte si tržní hodnotu vaší firmy, 2021).

Průměrná cena posudku by tak v rámci vybraného podniku mohla být kolem 25.000Kč.

Rizikovou analýzu lze zjednodušeně provést z hlediska několika faktorů rizik. V rámci obchodního rizika lze hodnotit například podle Maříka (2018).

Rizika na úrovni oboru:

- Dynamiku oboru – vybraný podnik v rámci oboru maloobchodu s farmaceutickými prostředky s mírně rostoucím trendem – přiměřené riziko
- Závislost oboru na hospodářském cyklu – vybraný podnik je značně závislý na hospodářském cyklu – zvýšené riziko
- Potenciál inovací v oboru – vybraný podnik se nachází v oboru s mírným technologickým růstem – přiměřené riziko
- Určování trendů v oboru – vybraný podnik se snaží reagovat na trendy v oboru – přiměřené riziko

Rizika na úrovni trhu:

- Kapacita trhu, možnost expanze – vybraný podnik se nachází na domácím trhu, který je nasycen, případné hledání nových zahraničních trhů – vysoké riziko
- Rizika dosažení tržeb – vybraný podnik má prokazatelnou historii tržeb, s prognózovatelným mírným nárůstem tržeb – nízké riziko
- Rizika proniknutí na nové trhy – vybraný podnik má již svůj okruh zavedeného zboží, rozhodující jsou pro něj spíše stávající než nové trhy – nízké riziko

Rizika z konkurence:

- Konkurence – jiné podniky mají obtížnější vstoupit na nový trh, působení již existující konkurence je vysoké – zvýšené riziko
- Konkurenceschopnost produktů – vybraný podnik má parametry a životnost s průměrnou konkurencí – zvýšené riziko
- Ceny – vybraný podnik vykazuje ceny a marže srovnatelné s konkurencí – přiměřené riziko
- Reklama a propagace – vybraný podnik vykazuje nepravidelné, spíše sporné přínosy v rámci prosazování – zvýšené riziko

Rizika z managementu:

- Vize, strategie – vybraný podnik má jasnou vizi a strategii, kterou si postupně vytváří – přiměřené riziko

- Klíčové osobnosti – vybraný podnik jen obtížně může nahradit klíčové osobnosti na pozici vedení – zvýšené riziko
- Organizační struktura – jednoduchá a přiměřená struktura, komunikace běžná – nízké riziko

Specifické faktory:

- Postavení podniku vůči odběratelům – silné, větší počet odběratelů, několik málo s vyšším podílem – přiměřené riziko
- Postavení podniku vůči dodavatelům – slabší, vyšší podíl velkých dodavatelů, kteří mají rozhodující váhu – zvýšené riziko
- Bariéry vstupu do odvětví – mírné překážky – vysoké riziko

V rámci rizika financování lze určit několik rozhodujících faktorů dle Maříka (2018):

- Podíl úročeného cizího kapitálu na vlastním kapitálu – nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita – nízké riziko
- Krytí úroků – dosahuje vyšších hodnot nad 10 a více – nízké riziko
- Běžná a okamžitá likvidita – vysoká likvidita, dostačující prostředky – nízké riziko
- Průměrná doba inkasa pohledávek – mírně převyšuje splatnost faktur – přiměřené riziko

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce s názvem „Projekt stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování“ bylo stanovit tržní hodnotu vybraného podniku k 1.1.2020, který nechtěl být jmenován. Důvodem ocenění byl vybrán interní zájem znát tuto hodnotu.

Teoretická část byla zpracována na základě české i zahraniční odborné literatury. Nejprve byl popsán podnik jako předmět ocenění, varianty kategorií hodnoty, důvody ocenění i právní úprava v rámci České republiky. Na tuto obecnou část navazovala problematika faktoru času a rizika, která vstupuje do ocenění pomocí diskontní míry v podobě nákladů kapitálu. Navazovala část, která se zabývala teoretickým postupem již při samotném ocenění podniku, ve které byl kladen důraz na výnosové metody ocenění, ostatní metody byly popsány pouze okrajově.

Na základě teoretického konceptu byla zpracována praktická část, ve které byla na úvod stručně představena činnosti podniku, poté bylo provedena strategická analýza, ve které byl podnik analyzován nejprve z hlediska vnějších faktorů pomocí PEST analýzy. V rámci analýzy vnitřních faktorů byla provedena analýza mikroprostředí, kde byl nejprve vymezen relevantní pro vybraný podnik i s analýzou atraktivity toho trhu podle prof. Maříka. V další části byl podnik analyzován z hlediska jeho vnitřního potenciálu a konkurenceschopnosti, stanovení tržního podílu v odvětví. V závěru strategické analýzy byly zjištěny silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby za pomoci využití SWOT analýzy.

Další částí byla analýza finančního zdraví, ve které byl podnik podroben analýze z hlediska absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů se závěrečným zhodnocením provedených analýz finančního zdraví. Na základě těchto analýz byl potvrzen podnik jako finančně zdravý a stabilní, který každoročně zvyšuje svůj zisk, tím i potvrzení předpokladu neomezeného trvání podniku.

V rámci projektové části došlo nejprve k rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná, které následně sloužily k analýze a prognóze generátorů hodnoty. Nejdůležitějším generátorem jsou tržby, které byly predikovány již v rámci strategické analýzy za pomoci závislosti na HDP a relevantního trhu. Poté byl sestaven finanční plán, stanovena diskontní míry na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál, která významně ovlivňovala výslednou hodnotu podniku, čímž bylo zjištěno i za pomoci citlivostní analýzy. Ke stanovení hodnoty bylo použito nejčastěji používaných výnosových metod oceňování, čímž byla zjištěna výsledná

hodnota vlastního kapitálu podniku na 57,363 mil. Kč. Tato hodnota byla získána za pomoci váženého aritmetického průměru za pomoci určení vah k jednotlivým metodám, kdy metody DCF Entity a EVA byla přiřazena váha vyšší než metodě kapitalizovaných čistých výnosů pomocí paušální metody, jelikož tato metoda nezohledňuje budoucí vývoj podniku. Tyto výsledné hodnoty byly ještě podrobeny analýzy citlivosti dosažených výsledků při změně diskontní míry a tempa růstu.

Nutno podotknout, že v rámci diplomové práce by mělo být součástí projektové části vyhodnocení z hlediska časové, nákladové a rizikové analýzy. Nicméně netýká se to všech témat, jelikož mé vybrané téma ve své projektové části žádné nové poznatky neimplementuje do chodu podniku, proto je tato část popsána pouze stručně v závěru práce.

Domnívám se, že cíl této diplomové práce byl splněn a doufám, že i když nechtěl být podnik jmenován, výsledky tohoto projektu poslouží i interním potřebám tohoto podniku.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, 2017. *Principles of corporate finance*. 12th ed. New York: McGraw-Hill Education, 896 s. ISBN 978-1-259-25333-1.

ČESKO, 2012. Zákon č. 89/2012 ze dne 3. února 2012 Občanský zákoník. In: Sbíрка zákonů [online]. [cit. 2021-02-01]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2021. *Statistiky – HDP, národní účty – Národní účty – Časové řady výdajů na konečnou spotřebu domácností*. [online]. [cit. 2021- 03-20]. Dostupné z: https://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenkavyber.spotr_dom

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2021. *Hlavní makroekonomické ukazatele*. [online]. [cit. 2021- 03-20]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2020. *Demografická příručka - 2019*. [online]. [cit. 2021-04-08]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/demograficka-prirucka-2019>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2021. *Inflace - druhy, definice, tabulky*. [online]. [cit. 2021-04-08]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. *Základy finančního řízení podniku*. 1.vyd. Praha: Grada, 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8.

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. Hoboken: Wiley, xvii, 230 s. ISBN 9781118004777.

DAMODARAN, Aswath, 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques fore Determining the Value of Any Asset*. Hoboken: Wiley , 874 s. ISBN 9781118011522.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol., 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

DVOŘÁČEK, Jiří a Peter SLUNČÍK, 2012. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. Praha: C.H.Beck, 173 s. ISBN 978-80-7400-224-3.

Globální výhled pro farmaceutický průmysl v roce 2019, 2019. *Deloitte* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/global-life-sciences-sector-outlook.html>

Globální výhled pro farmaceutický průmysl v roce 2020, 2020. *Deloitte* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/globalni-vyhled-pro-farmaceuticky-prumysl-2020.html>

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2007. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 320 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

HITCHNER, James R, 2017. *Financial valuation: applications and models*. Fourth edition with website. Hoboken, New Jersey: Wiley, 1296 s. ISBN 978-1-119-31231-4.

International valuation standards 2011. London: International Valuation Standards Council, 2011. ISBN 978-0-9569313-0-6

KALOUDA, František, 2017. *Finanční analýza a řízení podniku*. 3. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-646-0.

KAMENICKÝ, Jiří, 2020. Farmaceutický průmysl v Česku – malý, ale dynamický obor. *STATISTIKA&MY* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/life-sciences-and-healthcare/articles/global-life-sciences-sector-outlook.html>

KARDOŠ, Peter a Miroslav JAKUBEC, 2016. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer, 281 s. ISBN 978-80-8168-460-9.

KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTÉS, 2017. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. 1.vyd. Praha: Grada, 185 s. Prosperita firmy. ISBN 978-802-7106-806.

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

KNÁPKOVÁ, Adriana a kol., 2017. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. 3. komplet.aktualiz. vydání. Praha: Grada, 232 s. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2015. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Sixth edition. Hoboken: Wiley, 825 s. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-87370-0.

KOTULIČ, Rastislav, Péter KIRÁLY a Miroslava RAJČÁNIOVÁ, 2018. *Finančná analýza podniku*. Tretie, prepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 232 s. ISBN 978-80-8168-888-1.

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

MACEŠKOVÁ, Božena a kol, 2011. Generická substituce, záměny a náhrady léčiv – současný rozsah. *ProLékaře.cz: Česká a slovenská farmacie* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <https://www.prolekare.cz/casopisy/ceska-slovenska-farmacie/2011-2/genericka-substituce-zameny-a-nahrady-leciv-soucasny-rozsah-35024>

MAREK, Petr, 2009. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MARINIČ, Pavel, 2014. *Hodnotový management ve finančním řízení: hodnota versus finance*. Praha: Wolters Kluwer, 260 s. ISBN 978-80-7478-405-7.

MAŘÍK, Miloš, 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

MAJDÚCHOVÁ, Helena a Anna NEUMANNOVÁ, 2014. *Podnik a podnikanie*. Druhé prepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Sprint 2, 251 s. ISBN: 978-80-89710-04-1.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, 2019. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2019*. [online]. [cit. 2020-04-20]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticky-materialy-a-statistiky/analyticky-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2019--255382/>

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

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

Podnik, akcie, podíly, 2021. *Brázda-audit a.s.* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <http://www.brazda-audit.cz/podnik-akcie-podily/>

RISIUS, M. Jeffrey, 2007. *Business Valuation: A Primer for the Legal Profession*. American Bar Association, 196 s. ISBN 9781590317464.

ROSS, Stephen A., Randolph WESTERFIELD, Jeffrey F. JAFFE a Bradford D. JORDAN, 2018. *Corporate finance: core principles & applications. Fifth edition*. New York: McGraw-

Hill-Education, xxxi, 680 s. The McGraw-Hill education series in finance, insurance, and realstate. ISBN 978-1-260-08327-9.

RŮČKOVÁ, Petra, 2019. *Finanční analýza: metody, ukazatele a využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada, 160 s. ISBN 978-80-271-2028-4.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

Spočítejte si tržní hodnotu vaší firmy, 2021. *InBase* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <https://inbase.cz/oceneni-firmy-online/>

STROUHAL, J. a kol. 2013. *Oceňování v účetnictví*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 420 s. ISBN 978-80-7478-366-1.

SYNEK, Miloslav, 2011. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 480 s. Grada. ISBN 978-80-247-3494-1.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, xxviii, 526 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-274-8.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-802-4743-721.

VOCHOZKA, Marek, 2020. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 480 s. Grada. ISBN 978-80-271-1701-7.

VYDROVÁ, Michaela, 2021. Marek Hampel: Konkurence je vysoká, na internetu dokonce vražedná. *Podnikatel.cz: Obchod a marketing* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <https://www.podnikatel.cz/clanky/konkurence-je-vysoka-na-internetu-vrazedna/>

ZIMA, Libor, 2021. Ceník oceňování podniků. *Ing. Libor Zima - soudní znalec* [online]. [cit. 2021-5-2]. Dostupné z: <https://znalec-zima.cz/soudni-znalec-zima/sluzby/ocenovani-podniku/cenik/>

Výroční zprávy podniku 2016-2019

Interní materiály podniku

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

APV	Adjusted present value
ASA	American Society of Appraisers
β	Keficient systematického rizika
β_N	Koeficient β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
β_Z	Koeficient β vlastního kapitálu u zadluženého podniku
C	Kapitál
CAPM	Capital asset pricing model
CK	Cizí kapitál
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
ČV	Čistý výnos
d	sazba daně z příjmu
DCF	Discounted Cash Flow
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	Earnings after Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before taxes
EVA	Economic Value Added
EVS	European Values Study
FCFE	Free Cash Flow to the Firm
FCFF	Free Cash Flow to the Equity

g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí
H _B	Hodnota podniku brutto
H _N	Hodnota podniku netto
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
i _k	Kalkulovaná úroková míra
INFA	Benchmarkingový diagnostický systém finančních ukazatelů
IVSC	International Valuation Standard Committee
K	Kapitál
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MF	Ministerstvo financí
m _I	Míra investic
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Market Value Added
n	počet let
N _{CK}	Náklady cizího kapitálu
NOA	Net Operating Assets
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes
N _{VK}	Náklady vlastního kapitálu
OM	Oběžný majetek
P/E	Price to Earnings
PEST	Political, economic, socio-cultural and technological
PH	Pokračující hodnota

PK	Pracovní kapitál
r_e	Náklady vlastního kapitálu
r_f	Přirážka za obchodní riziko, Bezrizikový výnos
r_f	Bezrizikový výnos
$r_{finstab}$	Přirážka za finanční stabilitu
$r_{finstru}$	Přirážka za finanční strukturu
r_i	Rentabilita investic
r_l	Přirážka za sníženou likviditu
r_k	Rentabilita investovaného kapitálu
r_{LA}	Přirážka za velikost podniku
r_m	Očekávaný výnos tržního portfolia
$r_m - r_f$	Riziková prémie kapitálové trhu
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Capital Employed
ROE	Return on Equity
RONA	Return of Net Assets
ROS	Return on Sales
r_{podn}	Přirážka za podnikatelské riziko
r_o	Přirážka za obchodní riziko
SH	Současná hodnota
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, and Threats
TČV	Trvale odnímatelný čistý výnos
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Vývoj věkové struktury obyvatelstva ČR v letech 2013-2019 v % (vlastní zpracování, ČSÚ 2020)	45
Graf 2 Závislost mezi HDP a relevantním trhem (vlastní zpracování).....	54
Graf 3 Dělení VH vybraného podniku před úroky a zdaněním (EBIT) v letech 2016-2019 (v tis. Kč) (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)	72
Graf 4 Srovnání vývoje celkové zadluženosti podniku s odvětvím (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti 2016-2019; MPO 2019).....	75
Graf 5 Vývoj likvidity podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	77
Graf 6 Vývoj rentabilit podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	79
Graf 7 Vývoj ukazatelů obratovosti podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	81

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku pro DCF Entity (Mařík, 2011, s. 199) .31	
Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou DCF Entity (Mařík, 2018, s. 237)	33
Tabulka 3 Výpočet volného peněžního toku pro DCF Equity (Mařík, 2018, s. 241).34	
Tabulka 4 Průměrný stav zaměstnanců vybrané společnosti (vlastní zpracování).....	41
Tabulka 5 Vývoj hlavních makroekonomických ukazatelů v letech 2013-2019 (ČSÚ, 2021).....	43
Tabulka 6 Podíl osob v (%) v ČR v letech 2013-2019 (ČSÚ, 2020).....	45
Tabulka 7 Vymezení relevantního trhu pomocí údajů z Databáze národních účtů (ČSÚ 2020).....	46
Tabulka 8 Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti a dle Maříka, 2018)	47
Tabulka 9 Vývoj a prognóza relevantního trhu (vlastní zpracování)	52
Tabulka 10 Predikce HDP dle lineárního a logaritmického trendu (vlastní zpracování, MFČR).....	53
Tabulka 11 Vývoj tržního podílu podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti; MPO 2019).....	55
Tabulka 12 Analýza konkurenční síly podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti a dle Maříka, 2018)	56
Tabulka 13 Použití matice k posouzení perspektivnosti podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti a dle Maříka, 2018).....	59
Tabulka 14 Vývoj tržního podílu a samotných tržeb podniku dle vývoje relevantního trhu (vlastní zpracování).....	60
Tabulka 15 Prognóza vývoje tržeb vybraného podniku dle lineárního trendu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti).....	61
Tabulka 16 Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury výkazu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	65
Tabulka 17 Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury výkazu v odvětví CZ NACE 47 (MPO 2019).....	65
Tabulka 18 Horizontální a vertikální analýza finanční struktury výkazu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	67

Tabulka 19 Horizontální a vertikální analýza finanční struktury výkazu v odvětví CZ NACE 47 (MPO 2019).....	67
Tabulka 20 Výchozí tabulka pro analýzu nákladů a výnosů vybrané společnosti v tis. Kč (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019).....	68
Tabulka 21 Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019).....	69
Tabulka 22 Výchozí tabulka pro analýzu nákladů a výnosů konkurenční společnosti v tis. Kč (vlastní zpracování na základě výkazů konkurenční společnosti, 2016-2018).....	70
Tabulka 23 Horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů (vlastní zpracování na základě výkazů konkurenční společnosti, 2016-2018).....	70
Tabulka 24 Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření vybraného podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti).....	71
Tabulka 25 Dělení výsledku hospodaření před úroky a zdaněním (EBIT) (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	72
Tabulka 26 Výpočet ČPK v letech 2016-2019 (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	73
Tabulka 27 Výpočet ČPK v letech 2016-2019 (MPO 2019).....	73
Tabulka 28 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	74
Tabulka 29 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury podniku (MPO 2019).....	75
Tabulka 30 Ukazatele likvidity podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	77
Tabulka 31 Ukazatele likvidity v odvětví (MPO 2019)	77
Tabulka 32 Ukazatele rentability podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	78
Tabulka 33 Ukazatele rentability v odvětví (MPO 2019).....	79
Tabulka 34 Multiplikátor vlastního kapitálu podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019).....	79
Tabulka 35 Ukazatele aktivity podniku a odvětví (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti; MPO 2019)	80

Tabulka 36 Výpočet Altmanova Z-skóre podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019).....	82
Tabulka 37 Výpočet indexu IN05 podniku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	82
Tabulka 38 Výpočet provozně nutného aktiva (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	88
Tabulka 39 Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019).....	88
Tabulka 40 Výpočet KPVH (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019).....	89
Tabulka 41 Prognóza vývoje tržeb (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)	90
Tabulka 42 Vývoj provozní ziskové marže v letech 2016-2019 (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti).....	90
Tabulka 43 Prognóza ziskové marže metodou „shora“ (vlastní zpracování)	91
Tabulka 44 Výpočet upraveného pracovního kapitálu 2016-2019 (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)	91
Tabulka 45 Analýza a prognóza doby obratu zásob (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti)	92
Tabulka 46 Analýza a prognóza doby obratu krátkodobých pohledávek (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti).....	92
Tabulka 47 Analýza a prognóza doby obratu krátkodobých závazků (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti).....	93
Tabulka 48 Prognóza provozně nutného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)...	94
Tabulka 49 Vývoj investic do provozně nutného dlouhodobého majetku (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti).....	95
Tabulka 50 Prognóza DHM a odpisů (vlastní zpracování).....	95
Tabulka 51 Výpočet nákladů na cizí kapitál (vlastní zpracování na základě výkazů společnosti, 2016-2019)	99
Tabulka 52 Výpočet koeficientu beta při zohlednění vlivu kapitálové struktury vybraného podniku (vlastní zpracování dle Damodarana a výkazů společnosti, 2016-2019)	100

Tabulka 53 Výpočet nákladů na vlastní kapitál podle CAPM (vlastní zpracování dle Damodarana, MPO a výkazů společnosti, 2016-2019).....	100
Tabulka 54 Náklady na vlastní kapitál pomocí stavebnicového modelu (vlastní zpracování na základě údajů z MPO).....	101
Tabulka 55 Přehled nákladů na vlastní kapitál v 2019 (vlastní zpracování)	102
Tabulka 56 Výpočet WACC (vlastní zpracování).....	103
Tabulka 57 Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu podniku (vlastní zpracování).....	104
Tabulka 58 Výpočet volného peněžního toku do podniku (vlastní zpracování)	105
Tabulka 59 Výpočet současné hodnoty 1. fáze podniku (vlastní zpracování).....	105
Tabulka 60 Výpočet hodnoty první fáze metodou EVA (vlastní zpracování).....	108
Tabulka 61 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody EVA (vlastní zpracování)	109
Tabulka 62 Úpravy vedoucí ke stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu (vlastní zpracování na základě výkazu společnosti; ČSÚ 2021).....	110
Tabulka 63 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody KPV (vlastní zpracování)	111
Tabulka 64 Přehled výsledných hodnot pomocí použitých výnosových metod ocenění (vlastní zpracování)	111
Tabulka 65 Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu u použitých metod ocenění (vlastní zpracování)	112

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 Stručná rozvaha vybraného podniku 2016-2019.....	131
Příloha 2 Stručný VZZ vybraného podniku 2016-2019	132
Příloha 3 Stručná rozvaha odvětví CZ-NACE 47 2016-2019	133
Příloha 4 Stručný VZZ konkurenční firmy 2016-2018	134
Příloha 5 Plánovaná rozvaha podniku 2020-2022	135
Příloha 6 Plánovaný VZZ podniku 2020-2022.....	136

PŘÍLOHA P I: STRUČNÁ ROZVAHA VYBRANÉHO PODNIKU 2016-2019

	2016	2017	2018	2019
Aktiva celkem (A.+B.+C.+D.) [v tis. Kč]	41 279	41 162	43 986	45 499
B. Dlouhodobý majetek [v tis. Kč]	20 739	20 456	19 410	18 423
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek [v tis. Kč]	-	-	-	-
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek [v tis. Kč]	20 739	20 456	19 410	18 423
B.III. Dlouhodobý finanční majetek [v tis. Kč]	-	-	-	-
C. Oběžná aktiva [v tis. Kč]	20 371	20 312	24 304	26 672
C.I. Zásoby [v tis. Kč]	12 139	11 322	12 095	12 874
C.II. Pohledávky [v tis. Kč]	4 034	3 809	3 266	3 978
C.II.1. Dlouhodobé pohledávky [v tis. Kč]	-	-	-	-
C.II.2. Krátkodobé pohledávky [v tis. Kč]	4 034	3 809	3 266	3 978
C.IV. Peněžní prostředky [v tis. Kč]	4 198	5 181	8 943	9 041
D. Časové rozlišení aktiv [v tis. Kč]	169	394	272	404
Pasiva celkem [v tis. Kč]	41 279	41 162	43 986	45 499
A. Vlastní kapitál [v tis. Kč]	30 769	31 808	33 610	35 826
A.I. Základní kapitál [v tis. Kč]	100	100	100	100
A.V. VH za účetní období [v tis. Kč]	382	1 169	1 802	2 217
B.+C. Cizí zdroje [v tis. Kč]	10 053	8 923	9 876	8 935
B. Rezervy [v tis. Kč]	-	-	-	-
C. Závazky [v tis. Kč]	10 053	8 923	9 876	8 935
C.I. Dlouhodobé závazky [v tis. Kč]	135	381	188	56
C.II. Krátkodobé závazky [v tis. Kč]	9 918	8 542	9 688	8 879
D. Časové rozlišení pasív [v tis. Kč]	457	431	500	738

Příloha 1 Stručná rozvaha vybraného podniku 2016-2019

**PŘÍLOHA P II: STRUČNÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY VYBRANÉHO
PODNIKU 2016-2019**

	2016	2017	2018	2019
I. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb [v tis. Kč]	433	643	926	1068
II. Tržby za prodej zboží [v tis. Kč]	99219	99869	107305	112700
A. Výkonová spotřeba [v tis. Kč]	90622	90394	96945	101546
A.1. Náklady vynaložené na prodané zboží [v tis. Kč]	83549	82903	88814	92462
A.2. Spotřeba materiálu a energie [v tis. Kč]	930	1004	953	1227
A.3. Služby [v tis. Kč]	6143	6487	7178	7857
B.+C. Změna stavu zásob vlastní činnosti + Aktivace [v tis. Kč]	0	0	0	0
D. Osobní náklady [v tis. Kč]	6613	6615	6668	7231
D.1 Mzdové náklady [v tis. Kč]	4732	4742	4800	5223
D.2.1 Náklady na soc. zabezp. a zdrav. pojištění [v tis. Kč]	1515	1497	1473	1593
D.2.2 Ostatní náklady [v tis. Kč]	366	376	395	415
E.1 Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného maj. [v tis. Kč]	913	978	1046	1031
F. Ostatní provozní náklady [v tis. Kč]	594	706	924	837
J. Nákladové úroky a podobné náklady [v tis. Kč]	165	144	23	3
** VH před zdaněním [v tis. Kč]	538	1461	2205	2767
L. Daň z příjmů [v tis. Kč]	156	292	403	550
*** VH za účetní období [v tis. Kč]	382	1169	1802	2217

Příloha 2 Stručný VZZ vybraného podniku 2016-2019

PŘÍLOHA P III: STRUČNÁ ROZVAHA ODVĚTVÍ CZ-NACE 47 2016-2019

	2016	2017	2018	2019
Aktiva celkem (A.+B.+C.+D.) [v tis. Kč]	216 234 787	231 363 508	241 032 202	263 991 171
B. Dlouhodobý majetek [v tis. Kč]	108 054 372	115 357 840	123 823 433	134 347 057
B.I. Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek [v tis. Kč]	104 380 773	111 991 278	120 898 829	131 380 584
B.III. Dlouhodobý finanční majetek [v tis. Kč]	3 673 599	3 366 561	2 927 604	2 966 470
C. Oběžná aktiva [v tis. Kč]	105 666 621	113 731 817	114 916 694	127 454 259
C.I. Zásoby [v tis. Kč]	43 623 543	41 749 829	44 321 353	49 500 213
C.II. Pohledávky [v tis. Kč]	30 886 199	34 020 791	39 322 804	39 216 209
C.III. Krátkodobý finanční majetek [v tis. Kč]	5 657 075	6 057 363	2 786 710	9 508 473
C.IV. Peněžní prostředky [v tis. Kč]	25 499 804	31 903 833	28 485 826	29 229 364
D. Časové rozlišení aktiv [v tis. Kč]	2 513 795	2 273 852	2 292 076	2 189 857
Pasiva celkem [v tis. Kč]	216 234 787	231 363 508	241 032 202	263 991 171
A. Vlastní kapitál [v tis. Kč]	87 503 205	98 409 605	106 416 268	117 703 207
A.I. Základní kapitál [v tis. Kč]	41 508 323	41 662 510	41 494 922	43 595 757
A.V. VH za účetní období [v tis. Kč]	13 142 403	15 080 481	17 956 157	17 694 242
B.+C. Cizí zdroje [v tis. Kč]	126 969 081	130 830 870	132 228 542	143 147 944
B. Rezervy [v tis. Kč]	4 416 150	5 553 231	5 791 708	5 039 376
C. Závazky [v tis. Kč]	122 552 931	125 277 640	126 436 834	139 108 568
C.I. Dlouhodobé závazky [v tis. Kč]	51 254 137	36 177 440	34 825 861	40 269 682
C.II. Krátkodobé závazky [v tis. Kč]	71 298 794	89 100 200	91 610 974	97 838 886
D. Časové rozlišení pasív [v tis. Kč]	1 762 502	2 123 033	2 387 393	3 140 020

Příloha 3 Stručná rozvaha odvětví CZ-NACE 47 2016-2019

**PŘÍLOHA P IV: STRUČNÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY
KONKURENČNÍ FIRMY 2016-2018**

	2016	2017	2018
I. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb [v tis. Kč]	8	13	58
II. Tržby za prodej zboží [v tis. Kč]	37 536	40 352	39 546
A. Výkonová spotřeba [v tis. Kč]	33 560	35 687	34 784
A.1. Náklady vynaložené na prodané zboží [v tis. Kč]	32 128	34 270	33 543
A.2. Spotřeba materiálu a energie [v tis. Kč]	292	259	162
A.3. Služby [v tis. Kč]	1140	1158	1079
B.+C. Změna stavu zásob vlastní činnosti + Aktivace [v tis. Kč]	-	-	-
D. Osobní náklady [v tis. Kč]	3 827	4 459	4 270
D.1 Mzdové náklady [v tis. Kč]	2 831	3 302	3 157
D.2.1 Náklady na soc. zabezp. a zdrav. pojištění [v tis. Kč]	954	1 106	1 055
D.2.2 Ostatní náklady [v tis. Kč]	42	51	58
E.1 Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného maj. [v tis. Kč]	344	361	247
F. Ostatní provozní náklady [v tis. Kč]	106	114	124
J. Nákladové úroky a podobné náklady [v tis. Kč]	-	-	-
** VH před zdaněním [v tis. Kč]	208	279	377
L. Daň z příjmů [v tis. Kč]	38	46	67
*** VH za účetní období [v tis. Kč]	170	233	310

Příloha 4 Stručný VZZ konkurenční firmy 2016-2018

PŘÍLOHA P V: STRUČNÁ PLÁNOVANÁ ROZVAHA VYBRANÉHO PODNIKU 2020-2022

	2019	2020	2021	2022
Aktiva celkem (A.+B.+C.+D.) [v tis. Kč]	45 499	45 998	48 242	50 049
B. Dlouhodobý majetek [v tis. Kč]	18 423	17 436	16 449	15 462
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek [v tis. Kč]	-	-	-	-
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek [v tis. Kč]	18 423	17 436	16 449	15 462
B.III. Dlouhodobý finanční majetek [v tis. Kč]	-	-	-	-
C. Oběžná aktiva [v tis. Kč]	26 672	28 158	31 389	34 183
C.I. Zásoby [v tis. Kč]	12 874	13 410	14 116	14 902
C.II. Pohledávky [v tis. Kč]	3 978	5 302	6 566	7 624
C.II.1. Dlouhodobé pohledávky [v tis. Kč]	-	-	-	-
C.II.2. Krátkodobé pohledávky [v tis. Kč]	3 978	5 302	6 566	7 624
C.IV. Peněžní prostředky [v tis. Kč]	9 820	9 447	10 707	11 657
Provozně nenutné	8 044	8 012	9 328	10 479
Provozně nutné	1 776	1 435	1 379	1 178
D. Časové rozlišení aktiv [v tis. Kč]	404	404	404	404

	2019	2020	2021	2022
Pasiva celkem [v tis. Kč]	45 499	45 998	48 242	50 049
A. Vlastní kapitál [v tis. Kč]	35 826	38 087	40 610	43 420
A.I. Základní kapitál [v tis. Kč]	100	100	100	100
A.III. Fondy ze zisku [v tis. Kč]	10	10	10	10
A.IV. VH minulých let [v tis. Kč]	33 499	35 716	37 977	40 500
A.V. VH za účetní období [v tis. Kč]	2 217	2 261	2 523	2 810
B.+C. Cizí zdroje [v tis. Kč]	8 935	7 173	6 894	5 891
B. Rezervy [v tis. Kč]	-	-	-	-
C. Závazky [v tis. Kč]	8 935	7 173	6 894	5 891
C.I. Dlouhodobé závazky [v tis. Kč]	56	-	-	-
C.II. Krátkodobé závazky [v tis. Kč]	8 879	7 173	6 894	5 891
D. Časové rozlišení pasív [v tis. Kč]	738	738	738	738

Příloha 5 Plánovaná rozvaha podniku 2020-2022

**PŘÍLOHA P VI: STRUČNÝ PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY
VYBRANÉHO PODNIKU 2020-2022**

	2019	2020	2021	2022
I. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb [v tis. Kč]	1 068	1 123	1 182	1 248
II. Tržby za prodej zboží [v tis. Kč]	112 700	112 270	118 182	124 758
A. Výkonová spotřeba [v tis. Kč]	101 546	101 159	106 486	112 411
A.1. Náklady vynaložené na prodané zboží [v tis. Kč]	92 462	92 156	97 009	102 406
A.2. Spotřeba materiálu a energie [v tis. Kč]	1 227	1 214	1 278	1 349
A.3. Služby [v tis. Kč]	7 857	7 789	8 199	8 656
B.+C. Změna stavu zásob vlastní činnosti + Aktivace [v tis. Kč]	-	-	-	-
D. Osobní náklady [v tis. Kč]	7 231	7 203	7 583	8 005
D.1 Mzdové náklady [v tis. Kč]	5 223	5 203	5 477	5 782
D.2.1 Náklady na soc. zabezp. a zdrav. pojištění [v tis. Kč]	1 593	1 587	1 671	1 764
D.2.2 Ostatní náklady [v tis. Kč]	415	413	435	459
E.1 Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného maj. [v tis. Kč]	1 031	1 046	987	928
III. Ostatní provozní výnosy [v tis. Kč]	79	79	79	79
F. Ostatní provozní náklady [v tis. Kč]	837	837	837	837
Provozní VH [v tis. Kč]	3 202	3 227	3 550	3 904
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy [v tis. Kč]	20	20	20	20
J. Nákladové úroky a podobné náklady [v tis. Kč]	3	3	3	3
VII. Ostatní finanční výnosy [v tis. Kč]	26	26	26	26
K. Ostatní finanční náklady [v tis. Kč]	478	478	478	478
Finanční VH [v tis. Kč]	- 435	- 435	- 435	- 435
** VH před zdaněním [v tis. Kč]	2 767	2 792	3 115	3 469
L. Daň z příjmů [v tis. Kč]	550	530	592	659
*** VH za účetní období [v tis. Kč]	2 217	2 261	2 523	2 810

Příloha 6 Plánovaný VZZ podniku 2020-2022