

Projekt ocenění společnosti s využitím výnosových metod oceňování

Bc. Jiří Paprčka

Diplomová práce
2016



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2015/2016

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Jiří Paprčka**
Osobní číslo: **M14328**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt ocenění společnosti s využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši týkající se metod a postupů využívaných pro stanovování hodnoty podniku.

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky vývoje hospodaření společnosti.
- Na základě provedené analýzy vypracujte finanční plán společnosti.
- Stanovte hodnotu společnosti s využitím vybraných výnosových metod.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. Principles of corporate finance. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, c2014, 889, 50 s. ISBN 978-0-07-803476-3.

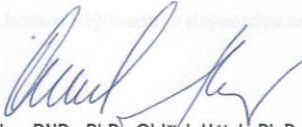
DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 9781118004777.
KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. ISBN 9788024728650.

MARŠÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 9788086929675.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 9788072018727.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016


doc. RNDr. PhDr. Oldřich Hájek, Ph.D.
děkan




doc. Ing. Miloš Král, CSc.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl jsem seznámen s tím, že na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považuji 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 práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

.....

podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. s využitím výnosových metod oceňování. Zvolený problém byl řešen s využitím analýzy vnějšího okolí a vnitřního potenciálu podniku. V rámci projektové části byla hodnota společnosti stanovena metodou diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů na základě strategického finančního plánu a diskontní míry. Výsledky této práce slouží k informativním účelům vedení společnosti.

Klíčová slova: oceňování společnosti, výnosové metody oceňování, diskontní míra, strategický finanční plán, finanční analýza, generátory hodnoty

ABSTRACT

This master's thesis deals with the determination of the value of the company called KKS-SERVIS, spol. s r.o. with the aid of yield valuation methods. The selected problem was solved by analyzing the external environment and the internal potential of the company. In the project section the value of the company was determined by using the discounted cash flow, economic value added and the capitalized earnings based on the strategic financial plan and the discount rate. The results of this thesis are for information purposes of the company's management.

Keywords: company valuation, yield valuation methods, discount rate, strategic financial plan, financial analysis, value drivers

Na tomto místě chci poděkovat vedoucímu diplomové práce panu Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph.D., za cenné rady při zpracování této práce. Dále děkuji Ing. Martinu Juráskovi za rady při zpracování statistické části práce. Děkuji také společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o., za možnost vypracovat dané téma v jejich společnosti. A na závěr bych rád poděkoval celé mojí rodině a blízkým za podporu.

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

OBSAH

ÚVOD.....	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE.....	11
I TEORETICKÁ ČÁST.....	12
1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ	13
1.2 HODNOTA PODNIKU.....	13
1.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	14
1.4 KATEGORIE HODNOTY	14
1.4.1 Tržní hodnota	14
1.4.2 Subjektivní (investiční) hodnota	15
1.4.3 Objektivizovaná hodnota	16
1.4.3.1 Vztah mezi objektivizovanou hodnotou a tržní hodnotou	17
1.4.4 Kolínská škola.....	17
1.5 ZÁKONNÁ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ	19
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	21
2.1 FAKTOR ČASU.....	21
2.2 FAKTOR RIZIKA	21
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	22
3 ZÁKLADNÍ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	24
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	24
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	24
3.3 ANALÝZA FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU.....	25
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	28
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	28
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	31
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	32
4.1 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ	32
4.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků.....	32
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	36
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	38
4.2 METODY TRŽNÍ	39
4.3 METODY MAJETKOVÉ.....	40
II PRAKTICKÁ ČÁST	41
5 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI.....	42
5.1 ZÁKLADNÍ IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI.....	42
5.2 PŘEDMĚT ČINNOSTI SPOLEČNOSTI	42
5.3 VÝVOJ SPOLEČNOSTI	42
5.4 CERTIFIKACE FIRMY	43
6 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	44
6.1 ANALÝZA MAKROOKOLÍ.....	44
6.1.1 Politické a legislativní prostředí.....	44

6.1.2	Ekonomické prostředí	45
6.1.3	Sociální prostředí	51
6.1.4	Technologické prostředí	52
6.2	ANALÝZA MIKROOKOLÍ	52
6.2.1	Analýza odvětví	52
6.2.2	Odhad velikosti relevantního trhu	53
6.2.3	Analýza atraktivity trhu	54
6.2.4	Prognóza vývoje relevantního trhu	56
6.3	ANALÝZA KONKURENCE A VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU	57
6.3.1	Dosavadní tržní podíl	57
6.3.2	Identifikace hlavních konkurentů	59
6.3.3	Identifikace hlavních dodavatelů a odběratelů	60
6.3.4	Identifikace zaměstnanců	61
6.3.5	Diagram konkurenční síly	61
6.3.6	Stanovení budoucího tržního podílu	63
6.4	SWOT ANALÝZA	63
6.5	PERSPEKTIVNOST PODNIKU A PROGNÓZA TRŽEB	64
7	FINANČNÍ ANALÝZA	66
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	66
7.1.1	Majetková struktura společnosti a odvětví	66
7.1.2	Finanční struktura společnosti a odvětví	67
7.1.3	Analýza výnosů společnosti a odvětví	67
7.1.4	Analýza nákladů společnosti a odvětví	68
7.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ	70
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	71
7.3.1	Analýza zadluženosti	71
7.3.2	Analýza likvidity	71
7.3.3	Analýza rentability	72
7.3.4	Analýza aktivity	73
7.3.5	Další poměrové ukazatele	73
7.4	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ FINANČNÍ ANALÝZY	74
8	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	77
9	PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY.....	78
9.1	TRŽBY	78
9.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE	78
9.3	PRACOVNÍ KAPITÁL	80
9.4	DLOUHODOBÝ MAJETEK A INVESTICE	81
10	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....	83
10.1	ZÁKLADNÍ VARIANTA	83
10.1.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	83
10.1.2	Plánovaný výkaz peněžních toků	84
10.1.3	Plánovaná rozvaha	85
10.2	OPTIMISTICKÁ VARIANTA	87
10.3	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU	89
11	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ.....	90

11.1	STANOVENÍ NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL.....	90
11.1.1	Model oceňování kapitálových aktiv - CAPM.....	90
11.1.1.1	Znalost beta koeficientu odvětví při nulovém zadlužení	91
11.1.1.2	Beta koeficient s využitím obchodního a finančního rizika.....	91
11.1.1.3	Expertní stanovení beta koeficientu	92
11.1.2	Stavebnicové modely	93
11.1.2.1	Model INFA	93
11.1.2.2	Komplexní stavebnicová metoda I.....	94
11.1.3	Vážené průměrné náklady na vlastní kapitál	95
11.2	VYMEZENÍ INVESTOVANÉHO KAPITÁLU A KORIGOVANÉHO VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ.....	96
11.3	METODA DCF	97
11.3.1	DCF entity – základní varianta	97
11.3.2	DCF entity – optimistická varianta	100
11.3.3	DCF equity – základní varianta.....	102
11.3.4	DCF equity – optimistická varianta	102
11.4	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	103
11.5	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY.....	105
11.5.1	EVA – základní varianta	105
11.5.2	EVA – optimistická varianta	106
11.6	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ	107
11.7	ANALÝZA CITLIVOSTI.....	108
	ZÁVĚR	110
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	112
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	116
	SEZNAM OBRÁZKŮ	117
	SEZNAM PŘÍLOH.....	120

ÚVOD

Oceňování podniku je stále rozsáhlejší disciplínou, které se dnes věnují nejen katedry vysokých škol, znalecké ústavy, investiční banky, ale také vedení a majitelé malých a středních firem. Zjistit hodnotu podniku vychází z různých podnětů. Může se jednat o důvody související s vlastnickými změnami, nebo naopak o důvody, kdy k vlastnickým změnám nedochází.

Cílem diplomové práce je stanovit tržní hodnotu společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. s využitím výnosových metod oceňování k datu 1. 1. 2016. Jedná se o podnik s dvaceti zaměstnanci, jehož předmětem činnosti je stavebnictví. Zjištěná hodnota má informativní charakter pro management podniku, který zvažuje možnost budoucího prodeje.

Práce je rozdělena na dvě hlavní části, teoretickou a praktickou. Teoretická část, která je zpracována z dostupných tuzemských i zahraničních zdrojů, definuje podnik jako předmět ocenění, uvádí kategorie hodnoty a legislativní rámec pro ocenění. Na obecné základy pro ocenění podniku navazuje faktor času a rizika, který je zohledněn v diskontní míře. Důležitou částí teoretického základů je objasnění postupu při oceňování podniku a charakteristika základních metod oceňování s důrazem na metody výnosové.

Praktickou část tvoří dva hlavní oddíly. První oddíl je analytický, kde je společnost nejprve stručně charakterizována. Na základní charakteristiku navazuje strategická analýza, která je hlavním pilířem ocenění. Jejím úkolem je analýza okolí podniku, konkurence a vnitřního potenciálu podniku. Následně je provedena SWOT analýza, která shrnuje výsledky strategické analýzy. Na závěr je stanovena perspektivnost podniku a prognóza tržeb pro následující tři roky. V této prognóze tržeb se již odráží finanční zdraví podniku, které je předmětem finanční analýzy. Druhým oddílem praktické části je projekt, který se skládá ze strategického finančního plánu a samotného ocenění společnosti. Strategický finanční plán vychází z prognózy generátorů hodnoty a je sestaven pro základní a optimistickou variantu. Ocenění společnosti předchází výpočet diskontní míry, korigovaného výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu. Na základě těchto výpočtů je stanovena výsledná hodnota společnosti s využitím metody diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů.

Hlavním výsledkem diplomové práce je tržní hodnota společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. k datu 1. 1. 2016.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Teorie oceňování patří v současné době k významným ekonomickým disciplínám a zjištění hodnoty podniku vychází z různých podnětů.

Hlavním cílem diplomové práce je zjistit tržní hodnotu stavební společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. k datu 1. 1. 2016 s využitím výnosových metod oceňování. Tržní hodnota pro ocenění je zvolena z toho důvodu, že vedení uvažuje o prodeji společnosti, ale prozatím není znám konkrétní kupující. Ke splnění hlavního cíle diplomové práce je nezbytné, aby došlo k naplnění dílčích cílů. Mezi dílčí cíle patří provedení literární rešerše z dostupných tuzemských i zahraničních zdrojů. Na základě literární rešerše je poté vypracována praktická část práce, která se skládá z analytické a projektové části.

V praktické části diplomové práce jsou využity teoretické metody, jako je analýza okolí podniku a vnitřního potenciálu, finanční analýza, ale také empirické metody v podobě pozorování, jak podnik funguje a dotazování managementu podniku a zaměstnanců. K analýze vnitřního potenciálu podniku je využit také standardizovaný rozhovor s vedením podniku, pomocí něhož byly hodnoceny nepřímé faktory konkurenční síly. Výsledkem strategické analýzy je prognóza tržeb oceňované společnosti, pro kterou je využita regresní analýza mezi relevantním trhem a indexem stavební produkce. Finanční analýza společnosti je provedena za delší časové období, konkrétně za roky 2008 – 2015, z důvodu zhodnocení dopadu finanční krize na hospodaření podniku.

Projektová část diplomové práce se skládá ze strategického finančního plánu a ocenění podniku. Finanční plán je vypracován pro roky 2016 – 2018 a vychází z prognózy generátorů hodnoty. Ocenění podniku je provedeno metodou diskontovaných peněžních toků ve formě entity i equity, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů.

V závěru ocenění je provedena citlivostní analýza hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu o jeden procentní bod.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Nový občanský zákoník mění označení z podniku na obchodní závod. Konkrétní definice zní následovně:

„Obchodní 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“. (2014, s. 58)

Dle Maříka je podnik kombinací materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk. Tato definice je výstižnější také s ohledem na cíl podnikání, kterým je dosažení zisku. (2011a, s. 16)

Kislingerová uvádí, že podnik je entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti. (2001, s. 10)

1.2 Hodnota podniku

Kislingerová i Mařík se shodují na tom, že objektivní hodnota podniku neexistuje, jelikož je závislá na plánech a budoucnosti, a tím je subjektivní. Z toho plyne, že neexistuje jediné, obecně platné a správné ocenění

Dle Maříka lze podnik ocenit na různých hladinách:

- „Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak věřitele.
- Hodnota netto – ocenění na úrovni vlastníků podniku, v principu se tedy oceňuje vlastní kapitál.“ (2011a, s. 16)

Zde považuji za nutné zmínit, že hodnota není (na rozdíl od ceny) skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase. Hodnota vyjadřuje částku, kolem níž by se měla pohybovat cena. (Dluhošová, 2010, s. 171)

Damodaran uvádí, že existují dva oceňovací přístupy (intrinsic a relative). První přístup je určen peněžními toky, které očekáváme, že dané aktivum bude produkovat a jistotou se kterou tyto peněžní toky dosáhne. Druhý přístup oceňuje aktiva na základě obdobných aktiv na trhu. (2011, s. 4 – 5)

Dle Damodarana je hodnota každého podniku, který oceňujeme na základě peněžních toků určena čtyřmi faktory:

- Schopností generovat cash flow.
- Očekávanou mírou růstu těchto cash flow.
- Délkou období k dosažení stabilního růstu.
- Náklady na kapitál. (2014, s. 515)

1.3 Důvody pro ocenění podniku

Dle Mařika lze ocenění definovat jako službu, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Proto rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů a mohou sloužit k různým účelům. Dluhošová uvádí následující důvody pro ocenění podniku: „koupě a prodej podniku, vklad do nově zakládaného podniku, fúze, rozhodování o sanaci nebo likvidaci, uvádění podniku na burzu, poskytování úvěrů, ocenění majetkových účastí společníků.“ (2011a, s. 35; 2010, s. 171 – 172)

1.4 Kategorie hodnoty

Existence různých kategorií hodnoty dokládá, že hodnota je vždy vázána účelem ocenění a subjekty dané transakce (Krabec, 2009, s. 111)

Při oceňování lze hledat odpověď na tyto zásadní otázky:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaká je tedy **tržní hodnota**?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? Jaká je **subjektivní hodnota**?
- Jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou? Jaká je **objektivizovaná hodnota**? (Mařík, 1998, s. 11)

1.4.1 Tržní hodnota

Krabec uvádí, že podmínkou užití kategorie tržní hodnoty je přítomnost dostatečně likvidního trhu, kde prodávající a kupující v rámci probíhajícího procesu soutěže v konečném důsledku vytvářejí rovnovážnou tržní cenu. (2009, s. 234)

Mezinárodní oceňovací standardy IVS vypracované mezinárodní organizací pro oceňování IVSC kladou na definici tržní hodnoty mimořádný důraz a tuto definici lze považovat za jádro oceňovacích standardů. Definice zní následovně:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ Již ze samotné definice tržní hodnoty vyplývá, že v žádném případě nemůže být jednoznačnou a zcela objektivní veličinou. Je to podle definice pouze odhad ceny.

Oceňovatel musí získat všechna významná data. Žádné ocenění se neobejde bez vlastního úsudku oceňovatele. Zpráva však musí uvádět, do jaké míry oceňovatel zakládá podklady pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu, nebo zda je odhad do větší míry založen na vlastním úsudku oceňovatele z důvodu nedostatku srovnatelných údajů o trhu. V každém případě však platí, že pokud neexistuje dostatečně fungující trh, je velmi problematické určit tržní hodnotu jako bodový odhad, tedy jako jedno číslo. Tržní hodnota je pak vyjádřitelná pouze jako odhad intervalový, který může být velmi široký.

Je nutné dodat, že není vždy nutné, aby fungující trh existoval pouze jako místní trh, ale lze využít také data ze zahraničních trhů, což platí především pro běžné metody odhadu diskontní míry. (Mařík, 2011a, s. 22 – 26)

1.4.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Podnik lze považovat za fixní aktivum, které bývá jedinečné. Trhy pro fixní aktiva jsou odlišné od trhů pro akcie, dluhopisy apod., jsou především méně likvidní. Na otázku, jaká je hodnota podniku pak většinou neodpovídáme, že je dána pravděpodobnou cenou na trhu. Prioritou je v tomto případě individuální názor účastníků transakce. Hodnota je tedy dána užitkem majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, stávajícího vlastníka apod. (Mařík, 1998, s. 26)

IVS definuje subjektivní hodnotu následovně:

„Hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Ter-

mín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ (Mařík, 2011a, s. 26)

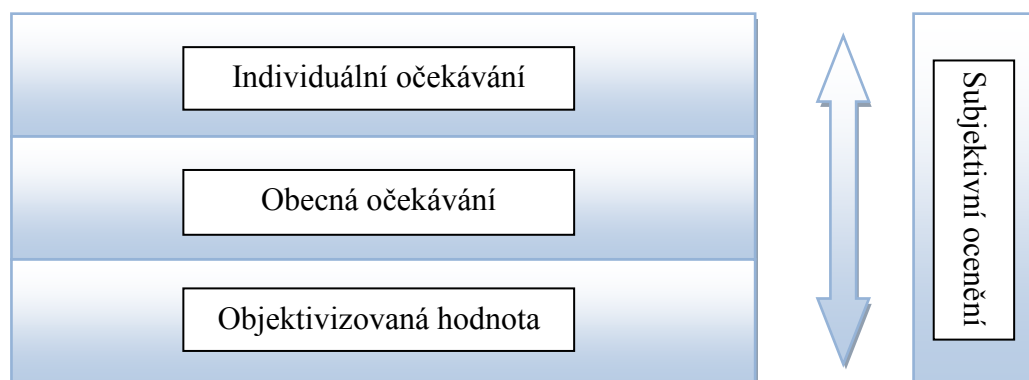
Mařík uvádí následující charakteristiky investiční hodnoty:

- „Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. Reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků, případně investora.
- Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.“ (2011a, s. 27)

1.4.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivní hodnota podniku neexistuje, v této souvislosti se lze setkat s pojmem objektivizovaná hodnota podniku. „Tato hodnota je definována jako typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná hodnota stanovená za předpokladu, že podnik bude pokračovat dále ve své činnosti. Při hledání objektivizované hodnoty podniku se vychází ze stavu podniku v okamžiku ocenění. Změny v hospodaření podniku jsou zohledněny pouze v rozsahu, který byl k datu ocenění již rozpracován a schválen (např. investice, které již byly schváleny a jsou ve stádiu realizace). Z hlediska výnosů se do kalkulace ocenění zahrnují pouze ty výnosy, které budou dosaženy z dnešního hlediska s vysokou pravděpodobností, tzn. výnosové a růstové příležitosti, které se k datu ocenění jeví jako nesporné a doložitelné.“ (Valentová Worshová, metody oceňování)

Objektivizovanou hodnotu lze považovat za dolní mez hodnoty podniku. Následující obrázek znázorňuje vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění.



Obrázek 1 Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 29)

1.4.3.1 Vztah mezi objektivizovanou hodnotou a tržní hodnotou

Dle Maříka lze tržní hodnotou chápat jako určitou formu objektivizace. Objektivizací lze rozumět postup založený na datech, která jsou nezávislá na konkrétním znalci nebo investorovi. (2011a, s. 29)

Krabec uvádí, že objektivizovaná hodnota je přímo konstruována pro ocenění podniků, zatímco tržní hodnota je primárně konstruována pro ocenění aktiv, pro která existuje trh (nemovitosti, věci movité, finanční nástroje) a její použití pro ocenění podniku je spíše méně významné. (2009, s. 239)

1.4.4 Kolínská škola

Je založena na subjektivním postoji. V základním případě, a tím je nákup a prodej podniku, je východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího.

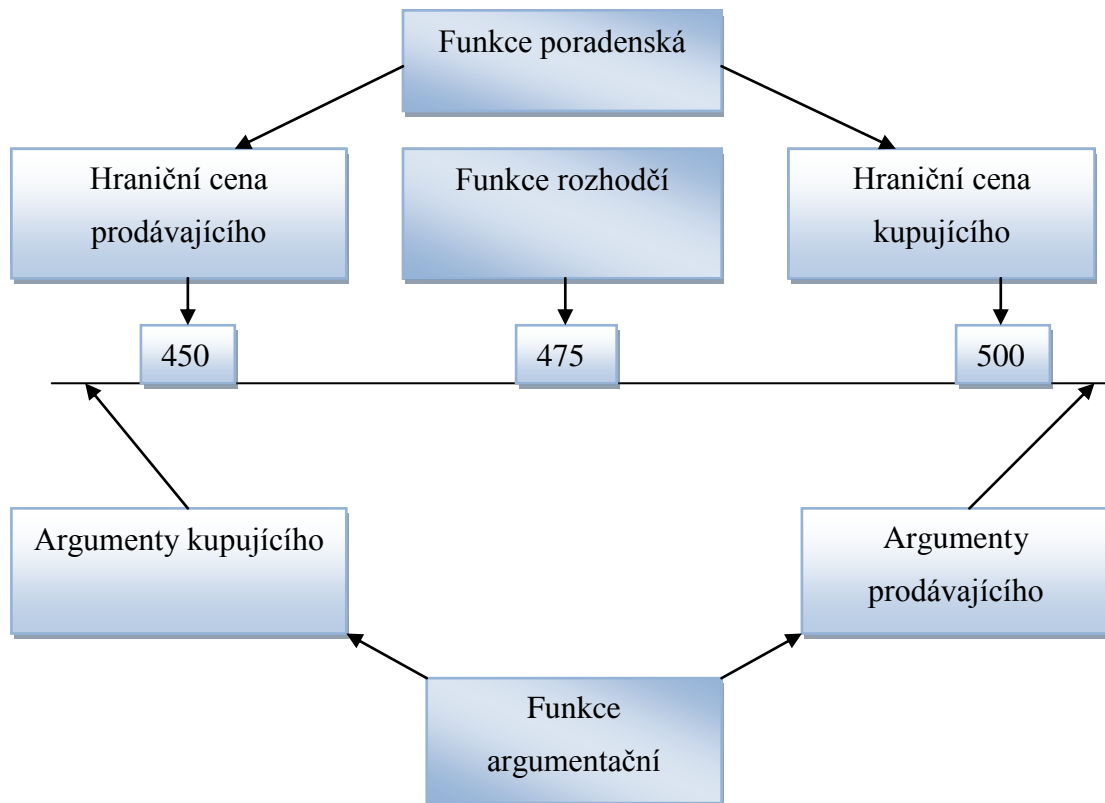
Dle Maříka rozeznává Kolínská škola několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

- „Funkci daňovou.
- Funkci komunikační.
- Funkci poradenskou.
- Funkci rozhodčí.
- Funkci argumentační.“

Funkce **daňová** slouží k poskytnutí podkladů pro daňové účely. Při funkci **komunikační** jde o to, poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami. Nejdůležitější je funkce **poradenská**, která určuje hraniční ceny. Maximální cena, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal, je hraniční cena kupujícího a minimální cena, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal, je hraniční cena prodávajícího. Po poradenské funkci nastupuje funkce **rozhodčí**, kterou provádí nezávislý oceňovatel, rozhodčí. Oceňovatel by měl odhadnout hraniční ceny účastníků transakce a nalézt spravedlivou cenu v rámci odhadnutého rozpětí. Poslední je funkce **ar-**

gumentační, kde oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání. (Mařík, 1998, s. 14 – 15)

Jednotlivé funkce znázorňuje následující obrázek.



Obrázek 2 Hlavní funkce oceňování dle Kolínské školy (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 31)

Následující tabulka srovnává využití jednotlivých přístupů k ocenění:

Subjektivní hodnota <ul style="list-style-type: none">• koupě a prodej podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná,• rozhodování mezi sanací a likvidací podniku
Tržní hodnota <ul style="list-style-type: none">• uvádění podniku na burzu,• prodej podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout prodejní cenu
Objektivizované ocenění <ul style="list-style-type: none">• při poskytování úvěru,• při zjišťování současné reálné bonity podniku

Obrázek 3 Využití přístupů k ocenění (vlastní zpracování dle Maříka, 1998, s. 17 – 18)

1.5 Zákonná úprava oceňování

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Přesto existují určité předpisy, které se uplatňují alespoň určitým dílčím způsobem. Mařík je dělí následovně:

- „České předpisy“
 - Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na ně navazující Vyhlášky Ministerstva financí ČR
 - Metodický pokyn České národní banky
- Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy
 - Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)
 - Evropské oceňovací standardy (EVS)
- Národní standardy některých zemí
 - Americké oceňovací standardy US PAP
 - Německý standard IDW S1.“ (2011a, s. 18 – 19)

Krabec uvádí rozdíl mezi IVS a standardem IDW S1 používaným v SRN, který spočívá v tom, že německý standard se vztahuje výhradně na ocenění podniků, zatímco IVS se zabývá oceňováním veškerých aktiv. (2009, s. 209)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

2.1 Faktor času

Damodaran uvádí, že peníze získané dnes jsou preferovanější, než peníze získané v budoucnu. Pro toto tvrzení uvádí tři důvody:

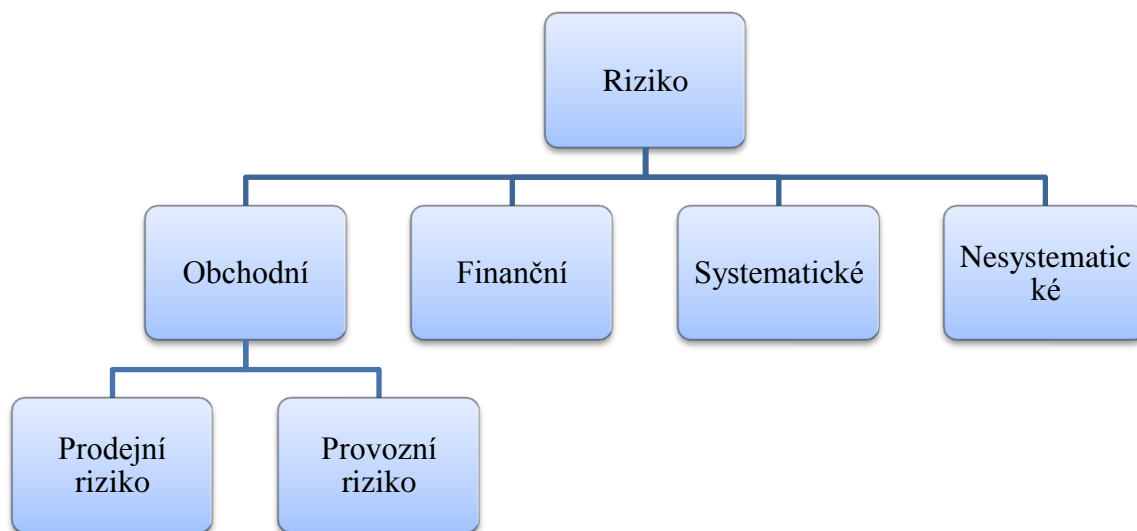
- Lidé preferují spotřebu dnes před spotřebou v budoucnu
- Inflace snižuje kupní sílu v čase, za stejnou částku si v budoucnu koupíme méně
- Slíbený peněžní tok v budoucnu nemusí být uskutečněn

Proces, ve kterém jsou reflektovány tato tvrzení, se nazývá diskontování. Diskontní míra se skládá z očekávané výnosnosti (reflektující spotřebitelské preference), inflace a nejistoty spojené se získáním peněžních toků. (2011, s. 14 – 15)

2.2 Faktor rizika

S ohledem na to, že budoucí výnosy (volné CF, zisky, EVA atd.) ze kterých je hodnota odvozena, jsou rizikové a nejisté, ocenění probíhá za podmínek rizika.

Mařík dělí rizika následovně:



Obrázek 4 Vymezení rizik (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 41)

Obchodní riziko je dle Maříka způsobeno především proměnlivostí prodeje, tato část rizika je označena jako riziko prodejní a úrovní fixních provozních nákladů, tuto část rizika značíme jako provozní riziko. **Prodejní riziko** závisí na variabilitě poptávky v jednotlivých segmentech trhu, diverzifikaci podnikových aktivit a intenzitě konkurence. **Provozní riziko** je dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech, tedy provozní pákou. Platí, že čím vyšší má podnik podíl fixních nákladů na celkových nákladech, tím větší je provozní riziko a naopak. (2011a, s. 42)

Pro porovnání různých podniků se používá stupeň provozní páky:

$$\frac{\% \text{ změna zisku}}{\% \text{ změna tržeb}}$$

Finanční riziko dle Kislingerové odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Jedná se o úrok, který podniky platí věřiteli za poskytnutí cizích zdrojů a tento úrok zpravidla představuje fixní platbu. (2001, s. 123)

Pro porovnání různých podniků se používá stupeň finanční páky:

$$\frac{\text{změna zisku na 1 akcii (v \%)} }{\text{změna EBITu (v \%)} }$$

Brealey, Myers a Allen uvádí, že riziko, které může být eliminováno diverzifikací, se nazývá specifické riziko (**nesystematické**). Existuje také riziko, které nemůže být odstraněno diverzifikací, v tomto případě se jedná o riziko tržní (**systematické**). K faktorům tohoto rizika patří například vývoj hrubého domácího produktu, úrokových měr, cenové hladiny. (2014, s. 174)

Dle Maříka je riziko portfolia tím nižší, čím vyšší je negativní korelace jednotlivých cenových papírů v daném portfoliu. (2011a, s. 45)

Kislingerová k této problematice dodává, že specifické riziko lze vyjádřit jako součin rizika provozního a finančního (2001, s. 125)

2.3 Diskontní míra

Prostřednictvím diskontní míry se do oceňování promítá faktor času a rizika. Jak uvádí Synek a Kislingerová, kapitál stejně jako ostatní výrobní faktory něco stojí, má své náklady. „Financuje-li firma celou investici vlastním kapitálem, pak náklady je požadovaný vý-

nos z kapitálu (vyjádřený např. v dividendách nebo pomocí oportunitních výnosů). Je-li investice financována plně úvěrem (cizími zdroji), pak náklady je úrok z úvěru, kdyby v tomto případě podnik nedosáhl zhodnocení investice alespoň v této výši, pracoval by se ztrátou.“ (2015, s. 298)

Mařík dodává, že investor vkládá do podniku kapitál s cílem získat v budoucnu příjmy plynoucí z tohoto vkladu. „Tento investor pak požaduje, aby procentní výnosnost z jeho vkladu zahrnovala jak odměnu za to, že příjem obdrží až po určitém **čase** (faktor času), tak odměnu za **riziko**, že skutečný výnos bude nakonec jiný než výnos předem očekávaný.“ (2011b, s. 263)

Očekávaná výnosnost investora z pohledu oceňovaného podniku, představuje náklady kapitálu. Proto je v případě výnosového ocenění použita diskontní míra na úrovni nákladů kapitálu. Dle Maříka jsou v dnešní praxi nejčastěji používány průměrné vážené náklady kapitálu, např. při použití metody DCF entity.

Diskontní míra a v jejím rámci právě náklady vlastního kapitálu musí být v souladu s hledanou kategorií hodnoty:

- Při hledání tržní a případně objektivizované hodnoty musí být použity metody opírající se o data z trhů (např. metoda CAPM),
- při hledání investiční hodnoty jsou obvykle odhadovány dílčí rizikové přírážky, tyto metody jsou označovány jako stavebnicové. (2011b, s. 263 - 265)

3 ZÁKLADNÍ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Postup ocenění se skládá z několika fází. První fází je shromáždění dat, na tuto fází navazuje fáze analytická, která dle Kislíngerové zpravidla obsahuje analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku. Na analýzy navazuje aplikace modelů, jejichž výběr se řídí cílem práce. Nakonec je nutné provést syntézu výsledků ocenění a formulovat závěr, ke kterému oceňovatel dospěl. (2001, s. 25 – 27)

3.1 Sběr vstupních dat

Mařík dělí potřebné informace do následujících skupin:

- „Základní data o podniku – jako jsou název, právní forma, IČ, předmět podnikání dle CZ-NACE, řídicí struktura podniku a informace o historii podniku.
- Ekonomická data – účetní výkazy, výroční zprávy, podnikové plány.
- Relevantní trh – vymezení a vývoj trhu, na kterém se podnik pohybuje, faktory atraktivity relevantního trhu a faktory vývoje trhu.
- Konkurenční struktura – hlavní konkurenti a data o nich, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.
- Odbyt a marketing – hlavní produkty, ceny a jejich porovnání s konkurencí, reklama, výzkum a vývoj.
- Výroba a dodavatelé – certifikáty kvality, úroveň technologie, kapacity a jejich využití.
- Pracovníci – struktura pracovníků, atmosféra na pracovištích, fluktuace, náklady.“ (2011a, s. 54 – 56)

3.2 Strategická analýza

Úkolem strategické analýzy je vymežit celkový výnosový potenciál podniku. Tato analýza by měla dle Maříka odpovědět alespoň na tyto otázky:

- Jaké jsou **perspektivy podniku** z dlouhodobého hlediska?
 - Jedná se o zdravý podnik, kde je na místě předpoklad going concern (předpoklad pokračování podniku).
 - Slabší podnik, který může přežít, ale rizika jsou značná.
 - Nemocný podnik, jehož rizika jsou vysoká a životnost je omezena.

- Akutně ohrožený podnik, který bude nejhodnější ocenit likvidační hodnotou.
- Jaký **vývoj** trhu, konkurence a podnikových **tržeb** lze očekávat?
 - Pro podniky, které nejsou akutně ohroženy.
- Jaká jsou **rizika** spojená s podnikem? (2011a, s. 57)

Mařík dělí postup strategické analýzy do tří kroků. Prvním je relevantní trh, jeho analýza a prognóza (vnější potenciál). Druhým je analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku a třetím krokem je prognóza tržeb podniku. (2011a, s. 58)

Sedláčková a Buchta vymezují dva základní okruhy orientace strategické analýzy, a to na analýzu orientovanou na vnější okolí podniku (makrookolí a mikrookolí) a analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku. Je třeba zdůraznit, že obě tyto roviny jsou vzájemně propojené. (2006, s. 10)

„Analýza makrookolí se zabývá identifikací a rozбором faktorů okolí podniku, které ovlivňují jeho strategickou pozici a vytvářejí potenciální příležitosti a hrozby pro jeho činnost.“ K tomuto účelu se používá PEST analýza. „Analýza mikrookolí zahrnuje analýzu odvětví s důrazem na konkurenční prostředí. Cílem této analýzy je identifikovat síly a faktory, které činí odvětví více či méně atraktivním.“ Mezi vnitřní zdroje a schopnosti podniku patří specifické přednosti, silné a slabé stránky a vyváženost portfolia. Nakonec je nutné provést syntézu analýzy okolí a vnitřních zdrojů podniku s cílem určit konkurenční výhodu podniku, sestavuje se tedy SWOT analýza, která identifikuje hlavní silné a slabé stránky podniku a porovnává je s hlavními vlivy z okolí podniku. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 10 – 11)

3.3 Analýza finančního zdraví podniku

Úkolem finanční analýzy je doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy a doplnit podklady pro stanovení rizika podniku. Mařík uvádí, že nestačí pouze spočítat poměrové ukazatele, ale oceňovatel by měl dodržet následující postup:

- „Prověřit úplnost a správnost vstupních údajů,
- sestavit analýzu základních účetních výkazů,
- spočítat a vyhodnotit poměrové ukazatele,
- zpracovat souhrnné zhodnocení dosažených poznatků.“ (2011a, s. 97)

Kislingerová a Hnilica uvádí, že výchozím bodem finanční analýzy je tzv. horizontální a vertikální rozbor finančních výkazů. Horizontální analýza sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase a vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou k nějaké smysluplné veličině. (2008, s. 9)

Pavelková a Knápková uvádí, že analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů je jednou z nejoblíbenějších metod, jelikož rychle nastíní finanční situaci podniku. Následně je dělí na ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity a ukazatele kapitálového trhu. (2012, s. 27)

Analýza zadluženosti –, ukazatele zde slouží jako indikátory výše rizika, jež podnik podstupuje při dané struktuře vlastního a cizího kapitálu.“ Autorky uvádí, že určitá výše zadlužení je pro podnik obvykle užitečná, každopádně by finanční struktura měla pozitivně ovlivňovat rentabilitu a současně neohrožovat likviditu podniku. Mezi základní ukazatele patří:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Aktiva celkem}}$$

Doporučená hodnota se pohybuje mezi 30 a 60 %, dle odvětví ve kterém společnost podniká.

$$\text{Míra zadluženosti} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Tento ukazatel je nazýván také finanční pákou (Pavelková, Knápková, 2012, s. 28 – 29)

Analýza likvidity – Kubíčková a Jindřichovská uvádějí, že „likvidita jako charakteristika finančního zdraví firmy je chápána jako schopnost firmy uhrazovat závazky, tj. zajistit dostatečný objem majetku ve formě schopné uhradit závazky.“ Dle Kaloudy je definiční vztah všech likvidit stejný, „srovnává se objem toho co má podnik platit (jmenovatel ukazatele) s tím, čím to může zaplatit (čítatel výrazu)“, následně dělí likviditu na:

$$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} = 2 - 2,5$$

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} = 1 - 1,5$$

$$\text{peněžní likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}} = 0,2 - 0,5$$

Dodává, že doporučené hodnoty likvidit mají charakter průměrů a mohou být výrazně odlišné dle jednotlivých odvětví. (2015, s. 131; 2015, s. 60)

Analýza rentability – dle Mariniče je společným znakem ukazatelů rentability fakt, že poměří vložený kapitál s některou modifikací zisku. (2008, s. 85)

Pavelková a Knápková dělí rentabilitu na rentabilitu tržeb, aktiv, vlastního kapitálu, investovaného kapitálu a zisk na akcii. Rentabilita celkových aktiv (ROA) je dle Mariniče celková výdělečná síla vloženého kapitálu a vyjadřuje zisk vlastníků, věřitelů, ale i státu, kdežto rentabilita vlastního kapitálu (ROE) založená na čistém zisku představuje odměnu vlastníků a je měřená k vlastnímu kapitálu. (2012, s. 23 – 24; 2008, s. 85)

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{EBIT}{\text{Tržby}}$$

$$\text{Rentabilita aktiv} = \frac{EBIT}{\text{Aktiva}}$$

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Analýza aktivity – tato skupina ukazatelů se snaží změřit, jak úspěšně využívá management podniku aktiva. Kislingerová a Hnilica uvádí, že pro každé odvětví jsou typické jiné hodnoty, a proto je nutné tyto hodnoty posuzovat ve vztahu k odvětví, ve kterém podnik působí. Dále tito autoři rozlišují obrátkovost a dobu obratu. Obrátkovost vyjadřuje počet obrátek aktiv za dané období (nejčastěji rok) a doba obratu odráží počet dní, po který trvá jedna obrátka (2008, s. 31 – 32)

Souhrnné ukazatele – Knápková, Pavelková a Šteker uvádí, že snem finančních analytiků je mít jeden ukazatel, který komplexně zhodnotí finanční situaci podniku. Rozlišují souhrnné ukazatele na bankrotní modely a bonitní modely. K bankrotním modelům patří např. Z-skóre (Altmanův model), indexy IN nebo Tafflerův model. Dle autorů tyto modely nejčastěji vycházejí z předpokladu, že podnik má problém s likviditou. Mezi bonitní modely řadí Tamariho model nebo Kralickův Quicktest, tyto modely diagnostikují finanční zdraví na základě bodového hodnocení a dle Kubičkové a Jindřichovské jsou používány obvykle bankami a jinými úvěrovými či poradenskými společnostmi k určení podstupovaného rizika ve vztahu s klientem. (2013, s. 131; 2015, s. 268)

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Mařík uvádí, že u většiny metod pro oceňování podniku by mělo být rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná provedeno. Autor se domnívá, že v průmyslu činí provozně nutná aktiva cca 20 % z celkových kapacit. Krabec dodává, že „neprovozní aktiva jsou definována podle kritéria funkčnosti, kdy je možno tato aktiva odprodat, aniž by tím byla dotčena vlastní činnost podniku.“ (2011a, s. 118; 2009, s. 79)

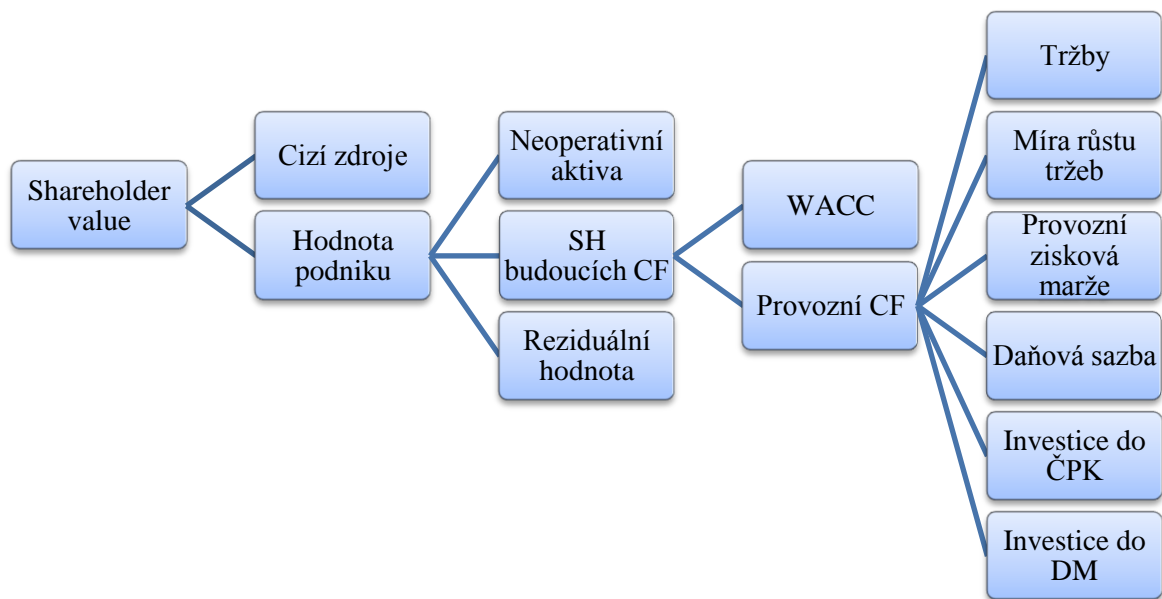
Důvody proč je nutné provést rozčlenění majetku na provozně potřebný a nepotřebný jsou následující:

- část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj žádné příjmy (nevyužité pozemky, přebytky peněžních prostředků),
- rizika spojená s těmito provozně nenutnými aktivy mohou být odlišná,
- k ocenění obou skupin se častou používají jiné metody ocenění. (Mařík, 2011a, 119)

Mařík dále uvádí, že po rozčlenění aktiv je vhodné vyčíslit kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných, tedy provozně nutný investovaný kapitál. Propočtení kapitálu vychází z účetní rozvahy, kdy jsou z aktiv vyřazeny ty položky, které je u daného podniku možno považovat za provozně nepotřebné a oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých nejsme schopni vyčíslit jejich náklady (závazky k dodavatelům, zaměstnancům, státu). V důsledku této druhé úpravy pak oceňovatel pracuje nikoli s oběžnými aktivy, ale s upraveným pracovním kapitálem. Provozně nutný investovaný kapitál je součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Oceňovatel nesmí zapomenout vyloučit náklady nebo výnosy vykazované v rámci výsledovky, které souvisí s neprovozními aktivy (např. odpisy budov, které slouží k rekreaci), výsledkem tohoto procesu je korigovaný provozní výsledek hospodaření. (2011a, s. 123)

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty se rozumí soubor základních podnikových veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Tento pojem se objevil v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty (Shareholder Value). Následující obrázek vymezuje generátory hodnoty v konceptu Shareholder Value.



Obrázek 5 Generátory hodnoty v konceptu Shareholder Value (Pavelková, Knápková, 2012, s. 109)

Prognóza generátorů hodnoty by měla dle Maříka tvořit základní kostru finančního plánu, zejména plánu volných peněžních toků. Finanční plán by pak měl být pouze rozvedením projekce generátorů hodnoty. (2011a, s. 125 – 126)

Tržby – jejich projekce by měla být výsledkem strategické analýzy. „Jsou odpovědí na otázku, kolik bychom mohli prodat s ohledem na pravděpodobný vývoj tržních podmínek.“ Je možné tuto prognózu korigovat dle kapacitních možností podniku. (Mařík, 2011a, s. 126)

Provozní zisková marže – Mařík doporučuje počítat ziskovou marži z korigovaných provozních zisků a takto upravené zisky později použít jako východisko pro výpočet volných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a jiných výnosových veličin.

$$\text{provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Autor doporučuje počítat provozní ziskovou marži dvěma způsoby, a to prognóza ziskové marže shora a prognóza zdola, přičemž první uvedenou považuje za základní. Tato prognóza shora vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazujícího vývoje do budoucnosti. Postup je následující:

- Za minulé roky vypočítat korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní a provozní ziskovou marží,
- podrobit analýze faktory ovlivňující minulou ziskovou marží,
- odhadnout budoucí hodnoty ziskové marže v procentním vyjádření. (2011a, s. 127 – 128)

Mařík dále uvádí základní faktory, které mají vliv na ziskovou marží. Prvním z nich je konkurenční struktura, a to především intenzita konkurence, která ovlivňuje ziskovost určitého oboru podnikání zásadním způsobem prostřednictvím tlaku na snižování prodejních cen a na zvyšování nákladů na reklamu. Dalšími faktory působícími na ziskovou marží jsou osobní náklady, které jsou dány především poměrem sil mezi podnikem a zaměstnanci, případně ostatní provozní náklady. (2011a, s. 129)

Pracovní kapitál – jedná se o modifikaci ukazatele pracovního kapitálu, který se běžně používá v rámci finanční analýzy. Modifikace spočívá v tom, že se neodečítá krátkodobý cizí kapitál, ale neúročený cizí kapitál, kritériem tedy není doba splatnosti, ale schopnost stanovit náklady na kapitál. V praxi to znamená, že se nebudou odečítat běžné bankovní úvěry. Mařík uvádí následující výpočet pracovního kapitálu:

„Krátkodobý finanční majetek + zásoby + pohledávky – neúročené závazky + ostatní aktiva (ČRa) – ostatní pasiva (ČRp).“

Všechny výše uvedené položky je nezbytné započítat jen v rozsahu provozně nutném. Při analýze a plánování pohledávek, zásob a závazků doporučuje Mařík nejprve analyzovat náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu v minulosti, nejlépe zachytit tuto vazbu mezi výkony a složkami pracovního kapitálu pomocí ukazatele doby obratu, jelikož vypovídací schopnost tohoto ukazatele je velmi dobrá. Dále doporučuje analyzovat hlavní faktory sledovaného vývoje a následně pomocí nich odhadnout vývoj náročnosti výkonů na položky pracovního kapitálu v budoucích letech. (2011a, s. 132 – 135)

Investice do dlouhodobého majetku – jedná se o nejobtížnější část generátorů hodnoty, jelikož se investice nevyvíjejí plynulým způsobem, a je tedy obtížné použít časovou extrapolaci. Mařík doporučuje použít globální přístup, který vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Má-li pak oceňovatel projekci budoucích tržeb, může odhadnout potřebné přírůstky provozně nutného dlouhodobého majetku. (2011a, s. 136 – 137)

3.6 Sestavení finančního plánu

Finanční plán spolu s plánem prodeje a marketingu, výroby, investic, výzkumu a vývoje, zásobování a výroby tvoří dílčí plán strategického plánu podniku. Fotr dělí finanční plán na čtyři základní složky:

- „Plánový výkaz zisků a ztrát,
- plánová rozvaha,
- plán peněžních toků,
- soustava finančních ukazatelů, sloužící k posuzování variant plánu.“ (1999, s. 21 – 23)

Autor dále uvádí, že mezi finančním plánem a ostatními dílčími plány existuje těsná vazba, jelikož každý dílčí plán ovlivňuje prostřednictvím výnosů a nákladů nebo příjmů a výdajů finanční plán a naopak výstupy finančního plánu působí opět na realizovatelnost dílčích plánů a obvykle vynucují určité korekce těchto plánů. (Fotr, 1999, s. 23)

Mařík k této problematice dodává, že oceňovatel se musí vyhnout přebírání plánu od managementu podniku, v případě, že cílem ocenění je zjištění tržní nebo objektivizované hodnoty. Přebírání plánu od managementu je přípustné pouze u subjektivního ocenění. Autor dále vymezuje postup při sestavení finančního plánu, kdy stěžejní položky hlavního provozu podniku, tedy generátory hodnoty máme již naplánované. Nyní oceňovatel musí tyto hlavní položky doplnit o plán financování a další méně významné položky, které ponechá ve stejné výši nebo použije rozumné tempo růstu. Nakonec je potřeba doplnit formální dopočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů (např. fondy ze zisku v rozvaze). (2011a, s. 150 – 151)

„Po sestavení finančního plánu je často nutné vracet se k některým předchozím krokům a plánované hodnoty ještě upravovat. Například po sestavení výkazu peněžních toků je velmi často zjištěn přebytek, nebo naopak nedostatek finančních prostředků. Toto zjištění vede zpětně například ke změnám v plánu financování nebo plánu investic.“ (Mařík, 2011a, s. 153)

Česká i zahraniční literatura doporučuje tvořit finanční plán zpravidla pro období 3 – 5 let. Po uplynutí posledního roku plánu lze činnost považovat za stabilní a Cash flow se odhadují na základě Gordonova nebo Parametrického vzorce. (Oceňování, 2014, s. 74 – 75)

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

4.1 Metody založené na analýze výnosů

Základem výnosových metod pro stanovení hodnoty podniku je současná hodnota budoucích výnosů, které daný investor bude očekávat. Základ pro rozhodování, zda investovat do daného podniku tvoří vztah mezi výnosností, rizikem a likviditou. „Investor se musí rozhodnout, zda preferuje například bezpečnost, pak musí očekávat relativně nízkou míru výnosu nebo naopak vysoké riziko, které by mělo být provázeno i přiměřeně vysokými nároky výnosu. Likvidita doplňuje dvě výše uvedená kritéria a platí, že čím nižší likvidita, tím nižší hodnota a naopak.“ (Kislingerová, 2001, s. 145 – 146)

IVS praví: „Metoda kapitalizovaných výnosů včetně diskontovaných peněžních toků by měla být založena na tržně určeném cash flow a míře výnosnosti, která je odvozena z trhu.“ Tudíž finanční plán a projekce výnosů musí být alespoň částečně postaveny na názorech trhu, stejně tak jako diskontní míra. (Mařík, 2011a, s. 24 - 25)

4.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Dle Allmana se metoda diskontovaných peněžních toků využívá v mnoha oblastech financí jako ocenění dluhopisů, analýza cenných papírů a projektování hodnoty. Každá metoda diskontování peněžních toků má dva základní okruhy problémů. Kislingerová tyto okruhy vymezuje následovně:

- „Jaký tvar budoucích výnosů (FCFF, FCFE, dividenda) bude zvolen,
- čím bude diskontováno, tj. jak stanovit diskontní míru (WACC, r_e).“ (2010, s. 2; 2001, s. 160)

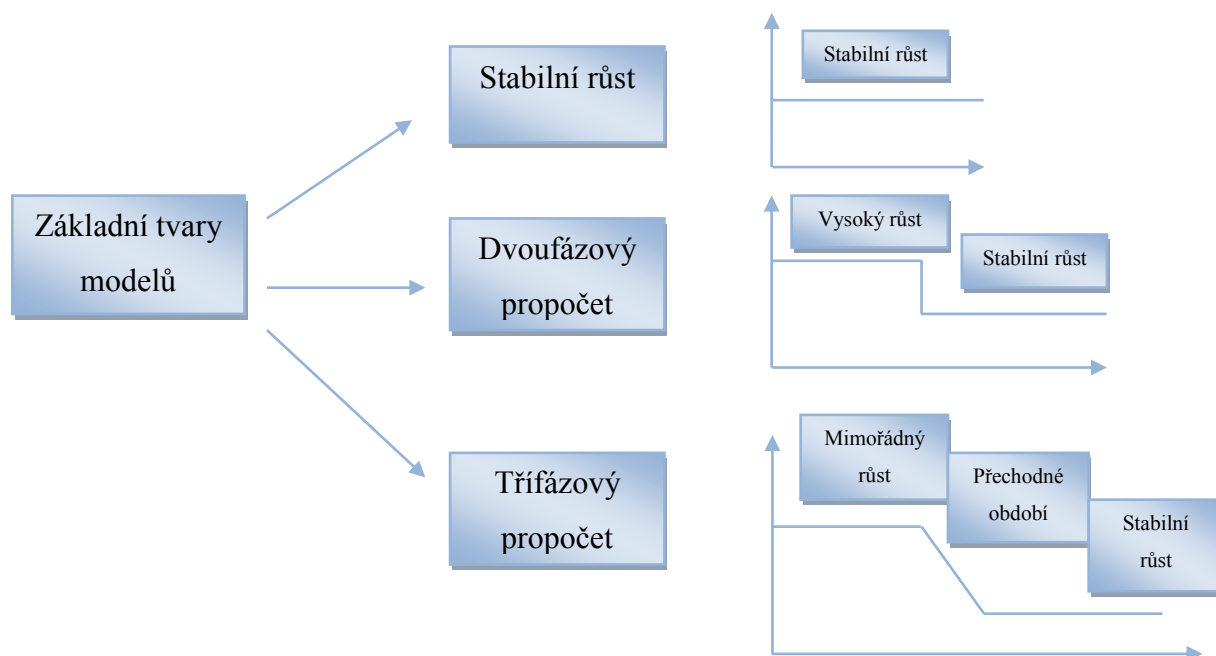
Obecný model pro diskontování peněžního toku má následující tvar:

$$\text{hodnota} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

kde: CF_t je peněžní tok v čase t ,

r – diskontní míra. (Kislingerová, 2001, s. 166)

Mařík i Kislingerová rozlišují následující tvary modelů DCF



Obrázek 6 Základní tvary modelů DCF (vlastní zpracování dle Kislingerové, 2001, s. 167 – 168)

V praxi nejpoužívanější je dvoufázová metoda. Dle této metody lze budoucí období rozdělit na dvě fáze. „První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna tzv. pokračující (reziduální) hodnota.“ Autor dále dodává, že druhá fáze hraje při ocenění významnou roli, mnohdy činí při délce první fáze pět let až 80 % výsledné hodnoty ocenění. (Mařík, 2011a, s. 178 - 179)

Fáze prognózy (první fáze) – Dle Maříka „v evropských zemích často převládá opatrnost a první fáze je omezována na 3 až 6 let. Američtí autoři naproti tomu doporučují neobávat se plánovat na delší dobu 8 až 15 let. Kislingerová k problematice dodává, že pomůckou pro stanovení, zda se podnik nachází ve fázi růstu je vztah mezi úrovní odpisů a investic. Jestliže jsou odpisy vyšší než investice, podnik se nachází ve fázi růstu. Pokud se investice a odpisy rovnají, jedná se o fázi stabilizace a pokud jsou odpisy nižší než investice, podnik se nachází ve fázi poklesu. (2011a, s. 179; 2001, s. 168 – 169)

Pokračující hodnota (druhá fáze) – Mařík uvádí dvě řešení výpočtu pokračující hodnoty. Prvním je tzv. Gordonův vzorec, kdy se pro druhou fázi předpokládá stabilní a trvalý růst

volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje diskontovanou časovou řadu ve druhé fázi.

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

Kde: T = poslední rok prognózovaného období

i_k = vážené průměrné náklady kapitálu

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

FCFF = volný peněžní tok do firmy.

Klíčové je zvolit vhodné tempo růstu g jelikož výnosové ocenění je mimořádně citlivé na změnu zvoleného tempa. Gordonův vzorec lze použít také s nulovým tempem růstu, v tom případě bude Cash flow v prvním roce druhé fáze odpovídat poslednímu roku první fáze.

Druhým řešením je využití Parametrického vzorce, který pracuje s tempem růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření a očekávanou rentabilitou nových čistých investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Dle Maříka se rentabilita investic odvozuje v návaznosti na rentabilitu investovaného kapitálu. Aby podnik tvořil novou hodnotu, je třeba, aby rentabilita investovaného kapitálu byla vyšší než náklady kapitálu.

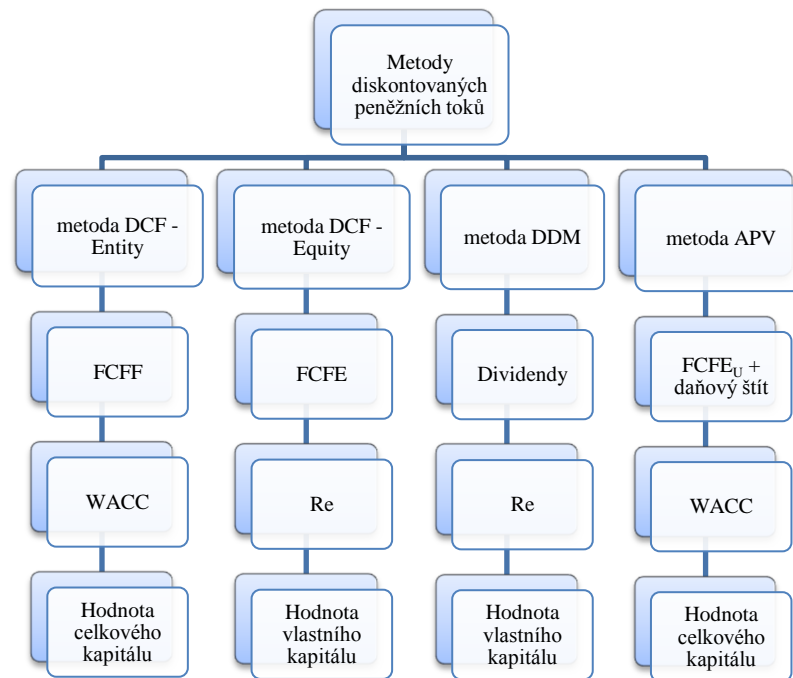
$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{i_k - g}$$

Kde: $KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření v prvním roce po uplynutí období prognózy,

$\frac{g}{r_i}$ = míra investic

i_k = průměrné náklady kapitálu (2011a, s. 183 – 187)

Obrázek č. 7 obsahuje varianty stanovení hodnoty podniku metodami DCF.



Obrázek 7 Varianty stanovení hodnoty podniku metodami DCF (Dluhošová, 2010, s. 176)

Metoda DCF – Entity diskontuje Cash flow, které je dostupné všem investorům (vlastníkům i věřitelům) za pomoci vážených průměrných nákladů na kapitál. Výsledkem je hodnota celkového kapitálu, tedy hodnota brutto. Abychom získali hodnotu netto, tedy hodnotu vlastního kapitálu, je nutné odečíst hodnotu úročených cizích zdrojů. (Koller, Goedhart, Wessels, 2010, s. 102) Dvoufázový propoččet je následující:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} * \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

Kde: i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni vážených průměrných nákladů

g = předpokládané tempo růstu FCFF ve druhé fázi horizontu budoucích let.

Metoda DCF – Equity diskontuje Cash flow, které je určeno pro vlastníky podniku za pomoci nákladů na vlastní kapitál. Výsledkem je tedy hodnota vlastního kapitálu netto. Dvoufázový propoččet je následující:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

Kde: i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu,

g = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let.
(Mařík, 2011a, s. 206)

Metoda DDM – je v podstatě modifikovaný model DCF, kdy se používá místo FCF dividendy.

Metoda APV – „Model slouží k oceňování celkového kapitálu. Finanční toky tvoří toky nezadlužené firmy $FCFE_U$, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy. Takto se získá hodnota nezadluženého podniku. Aby bylo možné ocenit zadlužený podnik, je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít diskontovat náklady dluhu.“ (Dluhošová, 2010, s. 176 – 177)

Pro potřeby oceňování je nutné určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho vývoj. Výsledkem je tzv. volné Cash flow, které se diskontuje na současnou hodnotu.

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Kislingerová i Mařík se shodují na tom, že metoda byla vypracována v Německu, kde je také nejvíce využívána. Jedná se o metodu „netto“, to znamená, že výnosovou hodnotu počítáme pouze z výnosů pro vlastníky a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Je nezbytné dodat, že německé standardy zatím žádnou tržní hodnotu neznají, důraz je kladen především na objektivizovanou hodnotu. (2001, s. 153; 2011a, s. 257 – 260).

Tato metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadovány z historických dat za období 3 až 5 let, je tedy nezbytná důvěrná znalost výsledků firmy v minulosti. Dle Dluhošové je „klíčovým údajem tzv. trvale udržitelný zisk, to je účetní zisk, který je podroben řadě korekcí, jako například úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisí s hlavní činností podniku aj.“ Dle Maříka „je vhodné přepočítat časovou řadu minulých výsledků hospodaření na cenovou úroveň roku, ke kterému se vztahuje ocenění, zejména při použití paušální metody.“ (2010, s. 178; 2011a, s. 265))

Mařík vymezuje následující postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů:

- „Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku,
- prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů,
- odhad kalkulované úrokové míry,

- vlastní propoččet výnosové hodnoty, a to:
 - analytickou metodou nebo,
 - paušální metodou“ (2011a, s. 263)

„**Analytická metoda** je takový postup, kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Je tedy obdobou metody DCF, kdy ale očekávaný výnos z podniku kalkulujeme nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření.“ Pro dvoufázovou metodu se využívá následující vzorec:

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

Kde: $\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka období, pro které jsme schopni odhadnout čistý výnos (délka první fáze)

T $\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi, stabilní úroveň

i_k = kalkulovaná úroková míra. (Mařík, 2011a, s. 270 – 271)

V praxi lze narazit na problém, kdy je obtížné predikovat budoucnost podniku, v takovém případě je vhodné využít **paušální metodu** kapitalizovaných zisků. Tato metoda se nejčastěji využívá u malých podniků. „Současný výnosový potenciál je vyvozován z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění. Snažíme se jej objektivizovat tak, že zkoumáme výnosy k rozdělení za posledních 3 až 5 let a pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu používáme průměr za celé zkoumané minulé období, přičemž dřívější léta mají obvykle menší váhu než léta pozdější.“ Je nutné dodat, že minulé výnosy jsou použity pouze jako odhad do budoucnosti, ale že vlastní ocenění stojí na očekávaném odnímatelném výnosu v budoucnosti. Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu je následující:

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

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

q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Zásadou dle Maříka je vyloučit extrémní hodnoty z časové řady. Máme-li odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, můžeme určit hodnotu vlastního kapitálu podniku „netto“ následovně:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

Kde: $T\check{C}V$ = trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra. (2011a, 271 – 275)

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Autory této metody jsou Američané Stewart a Stern. Dle Maříka a Maříkové je nezbytné rozlišovat účetní zisk a ekonomický zisk, někdy označován také jako nadzisk. Ekonomický zisk dle Pavelkové a Knápkové podnik vytváří tehdy, jakmile uhradí všechny náklady včetně nákladů na kapitál (cizího i vlastního). Vykazuje-li podnik účetní zisk, vykazuje také ekonomický, jestliže tento účetní zisk je vyšší než náklady na vlastní kapitál. (2005, s. 10; 2012, s. 52) Základní podoba pro výpočet EVA je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

Kde: $NOPAT$ = zisk z hlavní činnosti po zdanění

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu

C = kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána v hlavní činnosti = NOA k začátku hodnoceného období.

Pavelková a Knápková definují ekonomickou přidanou hodnotu jako systém řízení podniku, který slouží k hodnocení investičních projektů, měření výkonnosti podniku, odměňování manažerů a oceňování podniků. (2012, s. 53)

Základní vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku za pomoci ekonomické přidané hodnoty je následující:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - CK_0 + A_0$$

Kde: EVA_t = ekonomická přidaná hodnota v roce t

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

T = počet let plánovaných EVA

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

CK_0 = hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění

A_0 = neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík, Maříková, 2005, s. 69)

Autoři dále uvádí, že současnou hodnotu budoucích ekonomických přidaných hodnot lze chápat jako tržní přidanou hodnotu (MVA). Dle Maříka je východiskem pro výpočet NOA rozvaha a je nezbytné z celkových aktiv „vydělit neoperační aktiva, dále je vhodné aktiva snížit o neúročený cizí kapitál, vyloučit mimořádné položky a převést aktiva z účetních hodnot na skutečné hodnoty.“ (2011a, s. 286)

Dále je nezbytné provést úpravu výkazu zisku a ztrát pro správné vymezení NOPAT. Pavlová a Knápková doporučují vyloučit placené úroky z finančních nákladů v případě, že počítáme s výsledkem hospodaření z běžné činnosti. „Dále je potřeba vyloučit jednorázové položky a výnosy z nepotřebných aktiv, náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělávání zaměstnanců atd.“ (2012, s. 62)

Při použití metody DCF a metody EVA by měla dle Lückeho teorému vyjít stejná hodnota podniku v případě, že jsou dodrženy tři zásady:

- Korigovaný provozní výsledek musí odpovídat veličině NOPAT z metody EVA,
- provozně nutný investovaný kapitál se rovná veličině NOA v metodě EVA,
- jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu u obou metod. (Mařík, Maříková, 2005, s. 79)

4.2 Metody tržní

Mařík dělí metody založené na analýze trhu následovně:

- „Přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
- ocenění metodou tržního porovnání.“

První metoda je využívána nejčastěji k ocenění akciové společnosti, jejíž akcie jsou obchodovány na trhu. Zde autor zdůrazňuje, že není možné ztotožnit tržní kapitalizaci, kterou získáme jako násobek tržní ceny akcií s počtem vydaných akcií, s tržní hodnotou podniku. „Pro tržní hodnotu nelze automaticky vzít poslední tržní cenu akcie a nebrat v úvahu její volatilitu.“

Druhá metoda se používá v případě, kdy akciová nebo jiná společnost není běžně obchodována. Hodnotu podniku tedy odvozujeme od obdobných podniků, u kterých jsou rozdíly minimální, což je téměř nemožné. (Mařík, 2011a, s. 303 - 304)

Dle Maříka je pro správné fungování těchto metod nezbytný rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat, což na našem trhu stále chybí. Nejlepší podmínky pro tuto metodu jsou ve Spojených státech, kde existuje největší trh s podniky. (2011a, s. 319)

4.3 Metody majetkové

„Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou často označujeme jako substanci neboli substanční hodnotu.“ Majetkové metody spočívají v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. (Mařík, 2011a, s. 321)

Dluhošová dělí majetkové metody na účetní, substanční a likvidační. V případě **účetní hodnoty** dle Maříka vycházíme z principu historických cen, tedy cen za kolik jsme majetek skutečně pořídili. Výhodou metody je jednoduchý výpočet a snadná dostupnost dat, nevýhodou je odchylka od ekonomické reality jelikož oceňujeme na základě účetních hodnot namísto tržních. Hodnotu vlastního kapitálu u této metody získáme, pokud od účetní hodnoty aktiv odečteme účetní hodnotu závazků a dluhů. Substanční hodnotu dělí Mařík dle reprodukčních cen a na principu úspory nákladů. „**Substanční hodnota na principu reprodukčních cen** odpovídá na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku. Substanční hodnotu brutto získáme, zjistíme-li aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku a ty snížíme o případné opotřebení. Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto, tedy ocenění vlastního kapitálu.“ Mařík dále rozlišuje úplnou a neúplnou substanční hodnotu. „V případě úplné substanční hodnoty zahrnujeme do ocenění veškerá hmotná i nehmotná aktiva jako jsou know how, vztahy k odběratelům a dodavatelům, pověst podniku, kvalifikace personálu.“ **Substanční hodnota na principu úspory nákladů** se využívá, pokud má investor rozhodnout mezi alternativou koupě podniku a vybudováním nového podniku. U této metody nedochází k izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku. „Podstata metody **likvidační hodnoty** spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Přitom se předpokládá, že podnik ukončí svou činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku.“ (2010, s. 178 – 179; 2011a, s. 324 – 328)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O OCEŇOVANÉ SPOLEČNOSTI

Cílem diplomové práce je zjistit tržní hodnotu společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. ke dni 1. 1. 2016. V následujícím textu budou využity informace získané z teoretické části diplomové práce k samotnému ocenění podniku, které bude provedeno metodou diskontovaných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů.

5.1 Základní identifikační údaje o společnosti

Název účetní jednotky:	KKS-SERVIS, spol. s r.o.
Sídlo:	Přiluky, Cecilka 386, 760 01 Zlín
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
DIČ:	CZ60748044
Den vzniku:	10. 4. 1995
Základní kapitál:	2 630 000,- Kč.

5.2 Předmět činnosti společnosti

Rozhodující činnost:	provádění staveb včetně jejich změn, udržovacích prací na nich a jejich odstraňování, montáž sádrokartonu.
Ostatní předměty činnosti:	koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej, silniční motorová doprava, zámečnictví, pronájem a půjčování věcí movitých.

5.3 Vývoj společnosti

Společnost KKS-SERVIS, spol. s r.o. vznikla v roce 1995 jako nový subjekt, založený třemi společníky. V roce 2000 převedl svůj obchodní podíl společník Stanislav Tomšů na zbylé dva společníky Ing. Radomíra Kocmana a Ing. Jiřího Křivinku. V roce 2007 se uskutečnil další převod, kdy Ing. Radomír Kocman převedl svůj obchodní podíl ve výši 50 % na Ing. Jiřího Křivinku, který se stává jediným společníkem společnosti. Tento obchodní

podíl ve výši 50 % odpovídal zcela splacenému vkladu do základního kapitálu společnosti ve výši 1 315 000,- Kč.

Společnost se od počátku zaměřuje na stavební činnost jak v oblasti montážní, tak i obchodní. Co se týče obchodní činnosti je společnost přímým prodejcem stavebních systémů a stavební chemie Knauf, tepelných izolací Rockwool, Knauf, Insulation, trubicových střešních oken Solatube. Montážní činnost je zaměřena na stavební systémy ze sádrokartonu, tepelné izolace, minerální kazetové podhledy, zateplené a nezateplené fasádní systémy, dveře, střešní okna, obklady a dlažby. (KKS Zlín, Profil společnosti)

5.4 Certifikace firmy

ČSN EN ISO 14001:2004 – jedná se o systém environmentálního managementu, znamená systematický přístup k ochraně životního prostředí ve všech aspektech podnikání, jehož prostřednictvím firmy začleňují péči o životní prostředí do své podnikatelské strategie i běžného provozu.

ČSN EN ISO 9001:2008 – systém managementu kvality znamená stále zlepšovat, dokumentovat, udržet a rozšiřovat firemní procesy a pochopit zákaznický přístup, který klade důraz na spokojenost zákazníka. (DS Consult Group, ©2011, Informace o zavedení normy ISO 9001:2008)

V oblasti životního prostředí společnost plní řádně své povinnosti přes společnost určenou pro nakládání s odpady EKO-KOM, a.s.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Cílem strategické analýzy je vymežit celkový výnosový potenciál podniku. Nejprve bude hodnoceno makrookolí podniku, které vytváří potenciální příležitosti a hrozby pro činnost podniku. K tomuto účelu bude využita PEST analýza. Následně bude zhodnoceno mikrookolí podniku, tedy atraktivnost odvětví. Nakonec bude vypracována SWOT analýza, která identifikuje hlavní silné a slabé stránky podniku a porovná je s hlavními vlivy z okolí podniku.

6.1 Analýza makrookolí

V následujícím textu bude hodnoceno politické, legislativní, ekonomické, sociální a technologické prostředí podniku, které významným způsobem dopadá na činnost podniku.

6.1.1 Politické a legislativní prostředí

Mezi důležité faktory ovlivňující jak motivaci začít podnikat, tak průběh samotného podnikání patří bezesporu politické a legislativní klima. Firmy podnikající na území České republiky podléhají zákonům, vyhláškám, nařízením vlády a dalším právním předpisům dané země. Mezi základní legislativní předpisy působící na podnik lze zařadit zákon o obchodních korporacích, nový občanský zákoník, zákon o účetnictví spolu s českými účetními standardy, zákon o dani z přidané hodnoty, zákon o dani silniční, zákon o daních z příjmů a zákoník práce.

Oceňovaným podnikem je stavební firma, na kterou mimo výše zmíněné základní zákony působí také zákon č. 183/2006 Sb., o územním plánování a stavebním řádu (stavební zákon) a zákon č. 137/2006 Sb., o veřejných zakázkách, který bude novelizován s účinností nejpozději od 1. 4. 2016. Díky novému zákonu o veřejných zakázkách bude mít zadavatel právo vyloučit uchazeče o veřejnou zakázku, který se v posledních třech letech dopustil vůči veřejnému zadavateli závažných pochybení. Zadavatel bude moci předem určit, jakou nabídkovou cenu bude považovat za mimořádně nízkou a dodavatelé budou oprávněni doplnit již podané nabídky o chybějící údaje, dokumenty nebo vzorky, které nejsou předmětem hodnocení. (Fechtner, 2015, Veřejné zakázky od roku 2016)

Výnosnost podniku dále ovlivňuje daň z přidané hodnoty, která se v uplynulých letech měnila, konkrétně od ledna 2012 vzrostla snížená sazba z 10 procent na 14 procent, základní sazba zůstala na 20 procentech. Od ledna 2013 se zvýšila spodní sazba ze 14 na 15

procent a základní z 20 na 21 procent. V lednu 2015 přibyla nová snížená sazba ve výši 10 procent na léky, knihy a kojeneckou výživu. Podle schváleného zákona se měly od ledna 2016 obě sazby sjednotit na 17,5 procenta, tuto změnu ale nová vláda zrušila. Ve druhém pololetí 2016 se počítá se snížením základní sazby DPH v oblasti stravovacích služeb z 21 procent na 15, s výjimkou alkoholických nápojů. K 1. 1. 2016 zavedla novela zákona o dani z přidané hodnoty institut kontrolního hlášení, který napomůže odhalovat daňové úniky. Plátcí daně z přidané hodnoty, kteří uskuteční či přijmou zdanitelné plnění, vykážou údaje na základě vystavených a přijatých daňových dokladů o dodání zboží nebo poskytnutí služby. Správce daně pak odhalí, ve kterých případech nebyla přiznána daň či je-li nárokován nadměrný odpočet z fiktivních faktur. Co se týče sazby daně z příjmů právnických osob, tak od roku 1999 kdy činila 35 procent, postupně klesala až na současnou hodnotu 19 procent, která je konstantní od roku 2010, tento krok měl za cíl podpořit podnikání v České republice.

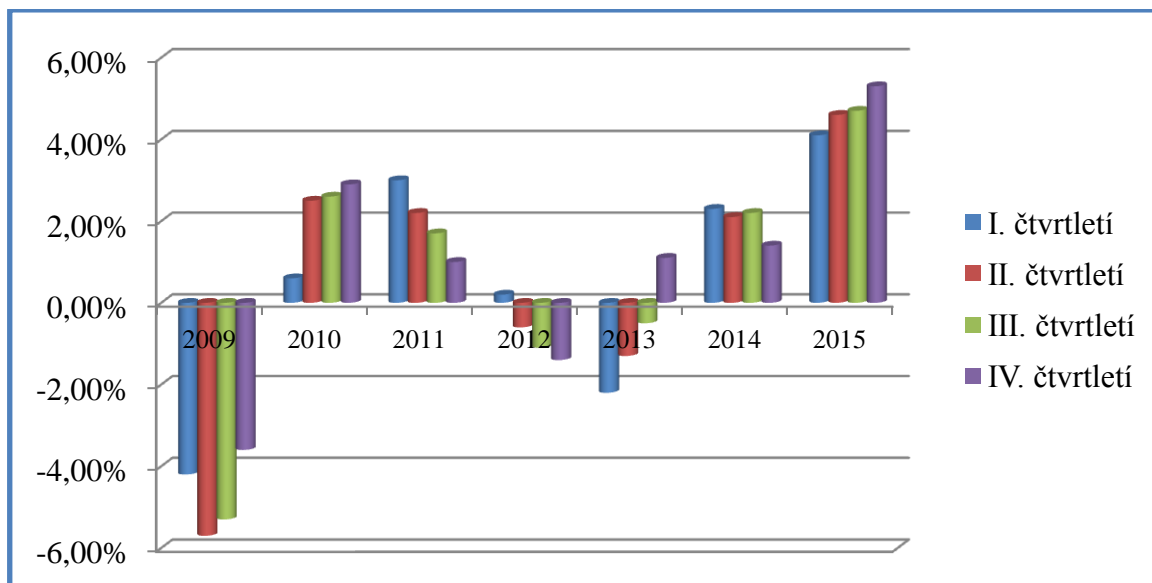
6.1.2 Ekonomické prostředí

Mezi hlavní makroekonomické indikátory lze zařadit:

- Hrubý domácí produkt,
- míru inflace,
- míru nezaměstnanosti,
- měnovou politiku,
- fiskální politiku státu.

Ekonomické prostředí je důležité zejména pro odhad ceny pracovní síly i pro odhad cen produktů a služeb, bude nám tedy sloužit jako podklad pro finanční plán.

Hrubý domácí produkt – reálný HDP ve stálých cenách se ve 3. čtvrtletí roku 2015 mezičtvrtletně zvýšil o 0,7 %. Meziroční růst dosáhl 4,1 %, což znamená, že již po tři čtvrtletí v řadě překročil 4 % hranici. Reálná hrubá přidaná hodnota, která je rozdílem mezi produkcí a mezipotřebou (vstupy) ve 3. čtvrtletí 2015 mezičtvrtletně vzrostla dokonce o 1,2 %. Ekonomický růst zůstává tažen domácí poptávkou, její nejrychleji rostoucí složkou je tvorba hrubého kapitálu z důvodu maximálního využití fondů EU. Mnohé z příčin vysokého růstu české ekonomiky v roce 2015 lze označit za jednorázové. Jde zejména o čerpání prostředků z fondů EU z programového období 2007 – 2013, které bylo možné využít jen do konce roku 2015. Dosavadní vývoj HDP shrnuje následující obrázek:

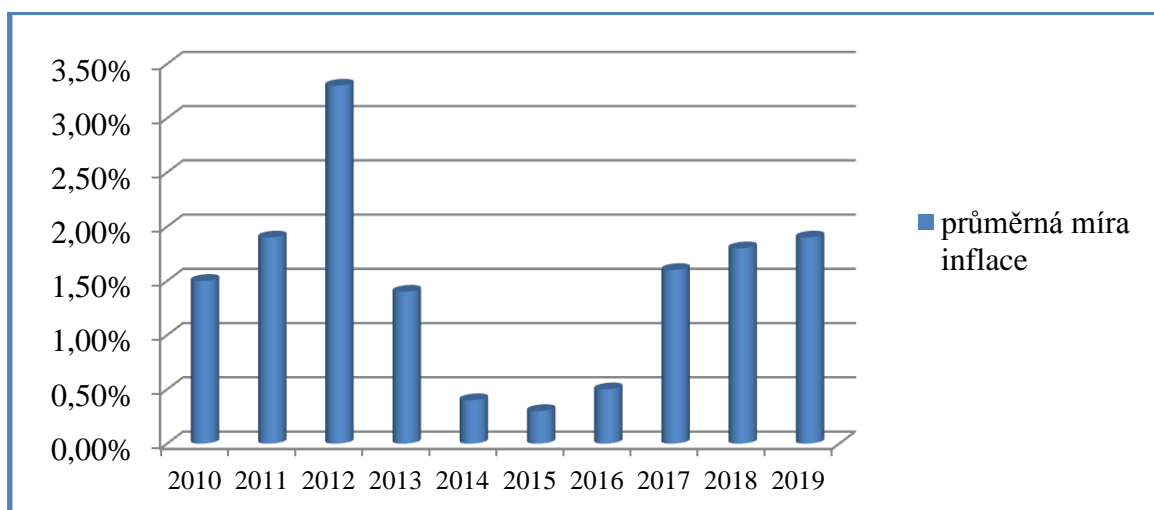


Obrázek 8 Vývoj HDP v letech 2009 - 2015 ve stálých cenách, sezónně očištěno (vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu, © 2016, Databáze národních účtů)

V roce 2016 by měla ekonomický růst táhnout zejména domácí poptávka v čele s výdaji na konečnou spotřebu. Očekává se, že reálný HDP v roce 2016 vzroste o 2,7 % a v roce 2017 o 2,6 %. Spotřeba domácností bude podpořena růstem reálného disponibilního důchodu, poklesem míry úspor a také optimistickým očekáváním spotřebitelů. Konkrétně ministerstvo financí očekává růst spotřeby v roce 2016 o 3,1 % a v roce 2017 o 2,6 %. Hlavním faktorem růstu vládní spotřeby v roce 2016 bude navýšení objemu náhrad zaměstnancům související s tvorbou až 13 tisíc nových funkčních míst. Konkrétně se očekává, že spotřeba vlády v roce 2016 vzroste o 2,1 % a v roce 2017 o 1,5 %. Na růst tvorby hrubého kapitálu v roce 2016 budou soukromé investice a investice vládního sektoru působit protichůdně. U soukromých investic ministerstvo financí očekává zrychlování jejich růstu, a to díky vývoji ziskovosti firem a pozici ekonomiky v hospodářském cyklu. Investice vládního sektoru, které v závěru roku 2015 v návaznosti na čerpání z fondů EU z programového období 2007 – 2013 dynamicky rostly, by měly růst celkové tvorby hrubého kapitálu v roce 2016 zpomalovat. Oslabení koruny po zavedení kurzového závazku ČNB ke konci roku 2013 pozitivně ovlivnilo cenovou konkurenceschopnost českých exportérů. Růst exportní výkonnosti se však v průběhu roku 2014 postupně zpomaloval a tento vývoj pokračoval i v roce 2015. S dalším zpomalováním růstu se počítá i pro roky 2016 a 2017. Pozitivní vliv na vývoz zboží a služeb by měla mít stejně jako v roce 2015 nízká cena ropy. (Ministerstvo Financí ČR, 2016, Makroekonomická predikce České republiky)

Inflace – průměrná míra inflace za rok 2015 dosáhla jen 0,3 %, což je druhá nejnižší hodnota od roku 2003, kdy činila 0,1% a druhá nejnižší hodnota v historii samostatné ČR. Příčinou nízké inflace je zejména hluboký propad světových cen minerálních paliv a obecně nízká inflace v globálním měřítku. Cena ropy Brent v průměru za poslední čtvrtletí roku 2015 dosáhla 43,6 USD/barel, což bylo nejméně od 3. čtvrtletí roku 2004. Růst deflátoru HDP, což je podíl nominálního a reálného HDP činil ve 3. čtvrtletí roku 2015 0,4%

V roce 2016 by průměrná míra inflace měla dosáhnout obdobně nízké hodnoty jako v letech předchozích. Průměrná míra inflace by měla dosáhnout 0,5 % a v roce 2017 by se inflace měla dále zvyšovat na hodnotu 1,6 %. Na růst inflace bude působit zejména zvyšování ceny ropy a růst domácí poptávky. Pro rok 2016 se očekává růst deflátoru HDP o 0,8 % a v roce 2017 o 1,1 %. Následující graf shrnuje vývoj průměrné míry inflace v letech 2010 - 2015 a predikci pro následující čtyři roky.

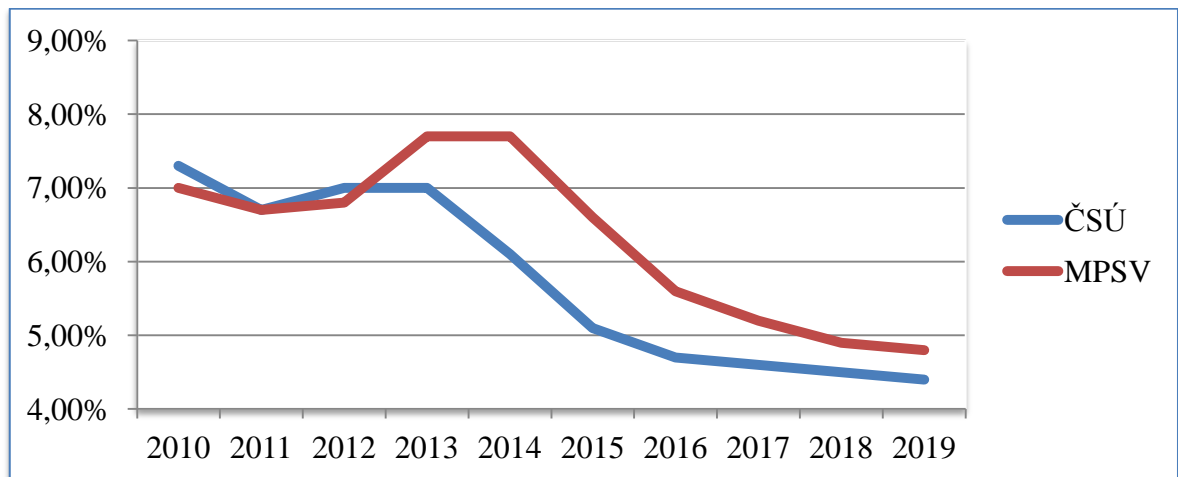


Obrázek 9 Průměrná míra inflace v letech 2010 – 2019 (vlastní zpracování dle Ministerstva Financí ČR, 2016, Makroekonomická predikce České republiky)

ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od inflačního cíle 2 %, který je platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně o více než jeden procentní bod na obě strany.

Nezaměstnanost – výrazný hospodářský růst měl vliv na rychlé snižování počtu nezaměstnaných registrovaných na úřadech práce i podle statistiky výběrového šetření pracovních sil, prováděné českým statistickým úřadem. Dle makroekonomické predikce činí míra nezaměstnanosti podle VŠPS v průměru za rok 2015 5,1 % a tento pokles je dán převážně přelivem krátkodobě nezaměstnaných do zaměstnanosti. V případě registrované nezaměstnanosti hraje roli jak zlepšující se fungování úřadů práce, tak vyšší úspěšnost nezaměstna-

ných při samotném hledání práce. V návaznosti na pozitivní vývoj ekonomiky je očekáván pokles míry nezaměstnanosti, a to na 4,7 % v roce 2016 a na 4,6 % v roce 2017. Celkový vývoj nezaměstnanosti dle VŠPS měřeného českým statistickým úřadem a registrovanou nezaměstnanost měřenou ministerstvem práce a sociálních věcí shrnuje následující graf:



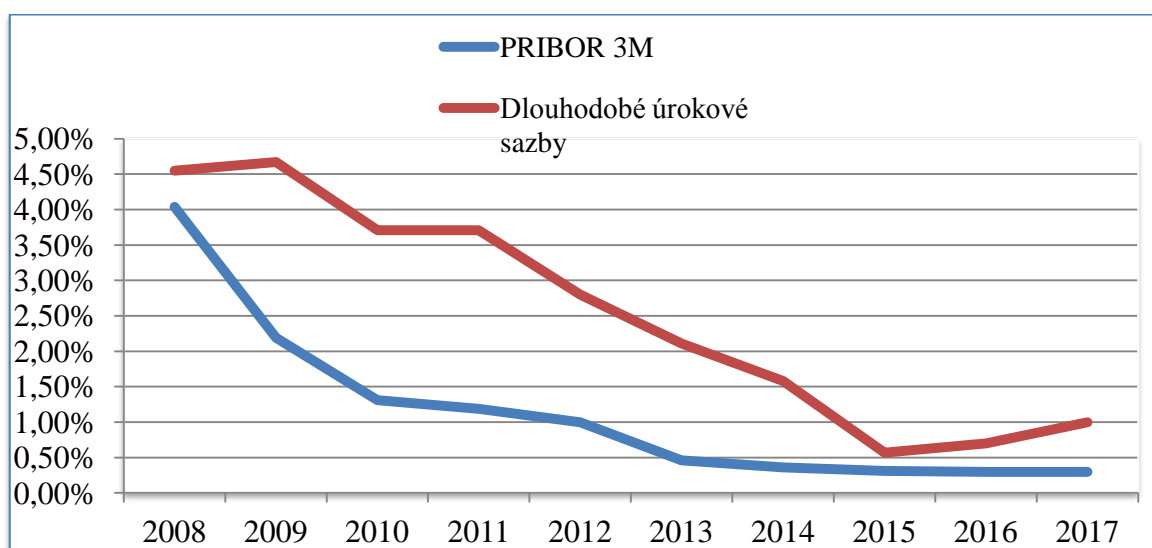
Obrázek 10 Vývoj nezaměstnanosti dle ČSÚ a MPSV v letech 2010 – 2019 (vlastní zpracování dle Ministerstva Financí ČR, 2016, Makroekonomická predikce České republiky)

Pro zaměstnanost ve stavebnictví ČR je charakteristický:

- „Nízký podíl pracovníků se statusem zaměstnance,
- vysoký podíl osob samostatně výdělečně činných,
- nízký, silně podprůměrný podíl žen,
- zaměstnávání cizinců, častá nelegální práce,
- nedostatek odborných pracovníků – řemeslníků,
- nadprůměrně se zvyšující věkový průměr pracovníků.“ (Svaz podnikatelů ve stavebnictví v ČR, 2015, prognóza vývoje ve vybraných odvětvích a změny struktury zaměstnanosti do roku 2033)

Měnová politika, úrokové sazby, měnové kurzy – měnovou politiku ČNB lze charakterizovat jako dlouhodobě uvolněnou. Dvoutýdenní repo sazba je od listopadu 2012 nastavena na 0,05 %. ČNB navíc od listopadu 2013 jako další nástroj měnové politiky používá měnový kurz prostřednictvím závazku nepřipustit posílení koruny pod hladinu 27 CZK/EUR. Ve 2. polovině roku 2015 ČNB intervenovala na devizovém trhu na obranu kurzového závazku.

3M sazba PRIBOR, která tvoří pohyblivou část celkového úroku typického firemního úvěru, činí za poslední čtvrtletí roku 2015 0,3 %. Vzhledem k předpokládanému vývoji měnově-politických sazeb by měl 3M PRIBOR na této úrovni setrvat i během roku 2016, jeho nepatrné zvýšení se očekává v závěru roku 2017. Dlouhodobé úrokové sazby se nadále pohybují na extrémně nízkých hodnotách. Výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů dosáhl ve 4. čtvrtletí 2015 pouze 0,5 %, za celý rok 2015 v průměru 0,6 %. S ohledem na předpokládaný vývoj inflace se očekává pouze nepatrné zvýšení dlouhodobých úrokových sazeb na 0,7 % v roce 2016 a 1 % v roce 2017.



Obrázek 11 Vývoj ročních úrokových sazeb v % (vlastní zpracování dle Ministerstva Financí ČR, 2016, Makroekonomická predikce České republiky)

Měnový kurz koruny vůči euru se od změny kurzového režimu v listopadu 2013 zhruba do poloviny roku 2015 většinou pohyboval v blízkosti hladiny 27,50 CZK/EUR. Ke konci 2. čtvrtletí 2015 začal kurz v souvislosti s příznivým vývojem ekonomiky posilovat a přibližoval se k úrovni 27 CZK/EUR, poblíž které se pak udržoval v průběhu celého 3. i 4. čtvrtletí. Pro rok 2016 je stanoven předpoklad stability kurzu na hladině 27 CZK/EUR z důvodu přetrvávajícího kurzového závazku do konce roku 2016. Očekává se, že poté začne koruna proti euru znovu mírně posilovat, a to zhruba o 0,5 % mezičtvrtletně. (Ministerstvo Financí ČR, 2016, Makroekonomická predikce České republiky)

Tabulka 1 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2012 – 2019 (vlastní zpracování dle Ministerstva Financí ČR, 2016, Makroekonomická predikce České republiky)

	2012	2013	2014	2015 Odhad	2016 Predikce	2017 Predikce	2018 Výhled	2019 Výhled
CZK/EUR	25,14	25,98	27,53	27,28	27,0	26,7	26,2	25,7

Fiskální politika – v roce 2015 dosáhly celkové příjmy státního rozpočtu 1 234,5 mld. Kč, celkové výdaje 1 297,3 mld. Kč a schodek hospodaření 62,8 mld. Kč. Meziročně je deficit nižší o 15 mld. Kč a oproti schválenému rozpočtu dokonce o 37,2 mld. Kč. Na lepším než plánovaném schodku se pozitivně projevilo překročení rozpočtu daňových příjmů, konkrétně daně z příjmů právnických osob (o 10,6 mld. Kč), dále daň z přidané hodnoty (o 7,3 mld. Kč), spotřební daně (o 7,1 mld. Kč) a pojistné na sociální zabezpečení (o 3,9 mld. Kč). Daňové příjmy vzrostly i přes celou řadu diskrečních opatření, které daňové inkaso a výnosy snižovaly (např. zavedení druhé snížené sazby DPH ve výši 10 %, znovuzavedení základní slevy pro pracující důchodce). Na výdajové straně se pozitivně vyvíjely především úrokové náklady, které meziročně poklesly za první tři čtvrtletí o více než 12 %. (Parlamentní Listy, ©2016, schodek státního rozpočtu za rok 2015 je o 37 miliard nižší než plánovaný)

Na základě doposud známých informací se odhaduje, že hospodaření vládního sektoru v roce 2015 skončilo schodkem ve výši 1,1 % HDP. Meziročně se jedná o výrazné zlepšení o 0,9 %. Celkový výsledek zveřejní ČSÚ 1. Dubna 2016.

Tabulka 2 Vývoj vládního deficitu a salda státního rozpočtu (vlastní zpracování dle Finance, saldo rozpočtů)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015 Odhad
Vládní deficit	mld. Kč	-179,1	-122,3	-162,1	-56,4	-84,6	-49
	% HDP	-4,7	-3,2	-4,2	-1,5	-2	-1,1
Saldo státního rozpočtu	mld. Kč	-156,4	-142,8	-101,0	-81,3	-77,8	-62,8
	% HDP	-4,1	-3,7	-2,6	2,1	-1,8	-1,5

6.1.3 Sociální prostředí

Demografie – „ke konci září 2015 žilo v ČR celkem 10 546 tis. lidí, přírůstek populace se viditelně zpomaluje. Počet obyvatel ve věku 15 – 64 let dlouhodobě klesá, i v následujících letech by se populace v produktivním věku měla v absolutním vyjádření ročně nadále zmenšovat o cca 60 – 70 tisíc lidí. Naopak strukturní podíl obyvatel starších 64 let na celkové populaci na počátku roku 2015 dosáhl 17,8 % a vlivem prodlužování věku dožití a demografické struktury by se měl nadále pravidelně zvyšovat přibližně o 0,5 % ročně.“ (Ministerstvo financí ČR, 2016, Makroekonomická predikce České republiky)

Většina pracovníků ve stavebnictví jsou muži, jejich podíl činí 92 %. Průměrný věk pracovníků ve stavebnictví je dlouhodobě vyšší než průměrný věk pracovníků v celé ekonomice. Podíl pracovníků starších 50 let v odvětví v letech 2000 – 2013 stále mírně narůstal až na hodnotu 29 %. Nejvíce narůstal podíl osob starších 55 let na hodnotu 17,2 % oproti 10 % v roce 2000. Demografické trendy naznačují, že v roce 2020 bude zhruba třetina evropské i domácí populace starší 60 let. Dostupnost pracovní síly bude v budoucnu nejrizikovějším faktorem, podmiňujícím udržení konkurenceschopnosti stavebnictví. Pro jeho zabezpečení je nutné zvýšit zájem o učební obory. (Svaz podnikatelů ve stavebnictví v ČR, 2015, prognóza vývoje ve vybraných odvětvích a změny struktury zaměstnanosti do roku 2033)

Životní prostředí – jeho snížení je výzvou pro stavebnictví. Jedná se o snížení vlivu dopadů stavebních činností na životní prostředí, včetně hospodaření s odpadem. V oblasti životního prostředí společnost plní řádně své povinnosti přes společnost určenou pro nakládání s odpady EKO-KOM, a.s. Nezbytností je snižování spotřeby tradičních přírodních zdrojů energií a zvýšení užití alternativních a obnovitelných zdrojů. Nedostatek energie vyvolává tlak na výstavbu energeticky soběstačných komplexů (řešení recyklace vzduchu v budovách, speciální izolace zajišťující optimální režim klimatu v budovách).

Klimatické vlivy – „jedná se především o oteplování, které sebou přináší jak výkyvy v teplotách tak především horká a suchá období zapříčiňuje nedostatek vodních zdrojů, prudké střídání suchých období přináší lokální záplavy, vzdušné turbulence. Voda se stává strategickou surovinou. Tomuto lze čelit např. budováním nádrží, opatřeními na udržení vody.“ (Svaz podnikatelů ve stavebnictví v ČR, 2015, prognóza vývoje ve vybraných odvětvích a změny struktury zaměstnanosti do roku 2033)

6.1.4 Technologické prostředí

Inovace technické, technologické i organizační musí být zaměřeny především na nízké pořizovací náklady, rychlost výstavby, nízkou energetickou náročnost a snížení vlivu na životní prostředí. Samozřejmostí by měla být kvalita, spolehlivost a trvanlivost. Zde považují za vhodné uvést pojem Green Building, tzv. „zelené stavebnictví“, jehož cílem je zvýšení životní úrovně bez rostoucí spotřeby energie, pitné vody a dalších přírodních zdrojů. Mezi základní vlastnosti těchto budov patří nejen dobré tepelně izolační vlastnosti, rychlá výstavba a slučitelnost s okolním prostředím, ale především další ekologická rozložitelnost použitých materiálů po skončení životnosti stavby. (Vodohospodářské stavby, 2010, současné trendy ve stavebnictví)

Moderní stavebnictví se vyznačuje velkým využitím sádrokartonu, který má široké použití. Sádrokarton je levný a velmi lehký materiál, takže splňuje to, co je dnes od moderních stavebních materiálů vyžadováno. Montáž sádrokartonu patří mezi hlavní činnost oceňované společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o.

6.2 Analýza mikrookolí

6.2.1 Analýza odvětví

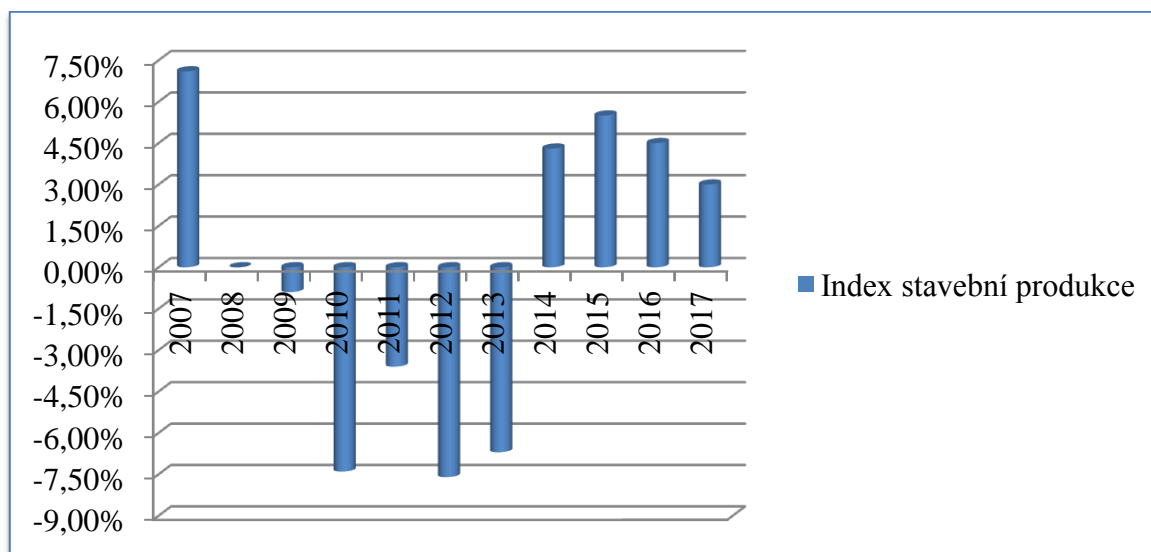
Převážnou část činnosti společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. lze zařadit dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) do sekce F – stavebnictví, oddíl 41 – výstavba budov a oddíl 43 – specializované stavební činnosti, do kterých patří montáž sádrokartonu.

České stavebnictví prošlo v posledním desetiletí poměrně složitým vývojem. Vrcholu z hlediska objemu celkové produkce a také z hlediska tempa růstu dosáhlo v letech 2007 a 2008, ale od té doby až do roku 2013 jeho výkon klesal z důvodu celosvětové krize. První pokrizové oživení přinesl rok 2014, kdy index stavební produkce vzrostl o 4,3 %. Rok 2015 na tento růst navázal a dokonce zrychlil, stavební produkce v roce 2015 meziročně vzrostla o 5,5 %. Situace ale nebyla stejná ve všech segmentech. Růst českého stavebnictví v roce 2015 byl tažen zejména investicemi v oblasti inženýrského stavitelství. Ty byly financovány převážně veřejnými investory, kteří se snažili o dočerpání evropských zdrojů. Inženýrské stavitelství zaznamenalo růst stavební produkce o 16,4 %, zatímco pozemní stavitelství zaznamenalo růst pouze 0,7 %. Trend rostoucího výkonu sektoru se začíná promítat ve vytíženosti kapacit podniků, která v současné době činí 95 %. Z tohoto důvodu

aktuálně zhruba dvě pětiny společností, především těch velkých, plánují pro příští rok navýšit počet zaměstnanců. Jedná se především o dělnické profese a stavbyvedoucí.

V roce 2016 se očekává růst spíše pozemního stavitelství, které je financováno zejména z privátních zdrojů. Zlepšení výkonu českého stavebnictví v roce 2016 očekává až devět z deseti ředitelů stavebních firem, pokles očekává jen přibližně desetina firem. Rozdílné jsou očekávání u velkých a středních/malých společností. Malé a střední společnosti predikují vyšší růst, zatímco segment velkých firem je ve svých očekáváním méně optimistický. Konkrétní predikce činí pro rok 2016 zlepšení o 4,5 % a v roce 2017 růst o další 3 %. Tento růst je dán předpokladem pozitivního vývoje české ekonomiky, kdy roste HDP a klesá nezaměstnanost. Lidé jsou ochotni více utrácet a firmy investovat, což je pro stavební společnosti pozitivní. Naopak hrozbou pro stavebnictví zůstane i nadále nedostatek pracovníků, jelikož stavebnictví není pro mladou generaci atraktivní a dochází ke stárnutí pracovníků současných. (CEEC Research, 2015, kvartální analýza českého stavebnictví Q4/2015)

Následující graf obsahuje vývoj indexu stavební produkce v letech 2007 – 2017:



Obrázek 12 Vývoj českého stavebnictví v % včetně predikce pro roky 2016 – 2017 (vlastní zpracování dle CEEC Research, 2015, kvartální analýza českého stavebnictví Q4/2015)

6.2.2 Odhad velikosti relevantního trhu

K odhadu velikosti relevantního trhu podniku jsou použity statistiky stavební práce podle kraje místa stavby poskytované Českým statistickým úřadem. Společnost KKS-SERVIS, spol. s r.o. uskutečňuje svou činnost především ve Zlínském kraji, proto je tento kraj zvo-

len jako relevantní trh. Dosavadní vývoj trhu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku.

Tabulka 3 Relevantní trh v mil. Kč běžných cen (vlastní zpracování dle Českého statistického úřadu, © 2016, stavebnictví – časové řady)

Rok	Stavební práce celkem za ČR	Zlínský kraj
2007	322 406	11 904
2008	333 354	13 054
2009	307 019	12 333
2010	270 226	12 210
2011	254 902	9 991
2012	238 212	9 399
2013	219 537	9 285
2014	238 262	9 832

6.2.3 Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity spolu s výsledky analýzy vnitřního potenciálu podniku se bude promítat do prognózy vývoje tržního podílu oceňovaného podniku. Stavebnictví patří k méně atraktivním trhům, které se vyznačují vyššími riziky a tomu neodpovídajícími výnosy. Pod následující tabulkou jsou jednotlivé kritéria stručně rozepsány.

Tabulka 4 Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 66)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Váha * Body	
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5		6
Růst trhu	3				x				9
Velikost trhu	2			x					4
Intenzita konkurence	3		x						3
Průměrná rentabilita	2			x					4
Bariéry vstupu	2					x			8
Možnosti substituce	2				x				6
Citlivost na konjunkturu	3		x						3
Struktura zákazníků	2				x				6
Celkem	19							43	

Maximální počet bodů: 114	Dosažené hodnocení: 38 %
----------------------------------	---------------------------------

Růst trhu – stavebnictví po pěti letech recese v roce 2014 zaznamenalo první oživení. Rok 2015 navázal na tento růst, kdy index stavební produkce rostl o 5,5 %. Pro další roky se odhaduje mírný růst stavebnictví, proto hodnotím růst trhu průměrně.

Velikost trhu – jelikož se společnost zaměřuje na výstavbu budov a montáž sádkokartonů především ve Zlínském kraji, hodnotím velikost trhu dvěma body.

Intenzita konkurence – podíl malých firem do 20 zaměstnanců provozujících obdobnou činnost je vysoký. Další hrozbou je trend zaměstnávání cizinců, kdy firmy nabízejí stejné produkty za nižší ceny. Z těchto důvodů hodnotím konkurenci jedním bodem.

Průměrná rentabilita – atraktivní trhy jsou typické tím, že poskytují možnost dosáhnout dostatečné výnosnosti. Stavebnictví v letech 2007 – 2008 dosáhlo svého vrcholu, kdy průměrná rentabilita činila cca 15 %. V letech 2010 – 2014 dosáhla průměrná rentabilita hodnoty pouze 6,5 %. Analyzovaná společnost se nachází ještě pod touto hranicí, nicméně pro další roky se očekává růst rentability, což naznačuje také výsledek společnosti v roce 2015, kdy ROE činila 7,6 %, proto hodnotím rentabilitu dvěma body.

Bariéry vstupu – jsou i přes nízkou rentabilitu poměrně vysoké, zejména z důvodu kapitálové náročnosti. Hodnotím čtyřmi body.

Možnosti substituce – vzhledem k náročnosti stavebních konstrukcí jsou možnosti substituce nízké. S rostoucími cenami energií lze předpokládat, že do budoucna stoupne poptávka po nízkoenergetických domech, srubech, čímž vznikají nové trendy v bydlení. Hodnotím třemi body.

Citlivost na konjunkturu – stavebnictví je typickým představitelem cyklického období. V období ekonomického růstu zaznamenává toto odvětví zisky a v období recese ztráty. Citlivost na konjunkturu se považuje za faktor snižující atraktivitu trhu. Proto hodnotím jedním bodem

Struktura zákazníků – struktura zákazníků je diverzifikovaná, ale zákazníci jsou citliví na cenu. Nasvědčuje tomu také fakt, že hlavním kritériem veřejných zakázek je nejnižší cena. Proto hodnotím třemi body.

6.2.4 Prognóza vývoje relevantního trhu

Pro vývoj relevantního trhu byla použita jednoduchá regresní analýza s třemi vysvětlujícími proměnnými (časová řada, HDP, index stavební produkce). Korelační koeficient mezi relevantním trhem a HDP činí 0,669. Jak ukazuje graf v příloze P I relevantní trh a HDP se až do roku 2010 vyvíjely téměř shodně, ale od roku 2011 stavebnictví významně pokleslo a nebylo hlavním „tahounem“ HDP. Z tohoto důvodu nebude pro prognózu relevantního trhu zvoleno HDP, jelikož v roce 2015, kdy relevantní trh bude poprvé odhadován, by hodnota dosažená do rovnice regrese vzrostla o 20 %, což je nereálné. Výhodou ukazatele HDP je skutečnost, že je napredikován až do roku 2019 ministerstvem financí. Korelační koeficient mezi relevantním trhem a časem (roky) činí 0,5. Stejně jako v případě HDP časová řada nebude využita z důvodu vysokého nárůstu relevantního trhu v roce 2015.

Index stavební produkce vykazuje s relevantním trhem korelační koeficient 0,871 a dle grafu v příloze P II se relevantní trh a index stavební produkce vyvíjí stejně. Z tohoto důvodu bude index stavební produkce zvolen pro odhad vývoje relevantního trhu. Výhodou indexu stavební produkce je skutečnost, že společnost CEEC Research vypracovala jeho predikci do roku 2017. Konkrétně pro roky 2016 očekává růst stavební produkce o 4,5 % a v roce 2017 o 3 %. V rámci vlastního statistického zpracování činí průměrný koeficient růstu indexu 3,9 %, to znamená, že statistický výpočet se zásadně neliší od predikce výše zmíněné společnosti. V případě tržního ocenění by prognóza měla vycházet spíše z názorů zastávaných odbornou veřejností, z toho důvodu budou pro prognózu trhu použity predikce získané z kvartální analýzy českého stavebnictví vypracované společností CEEC Research, která predikuje, jak již bylo zmíněno růst indexu o 4,5 % v roce 2016 a 3 % v roce 2017. Za rok 2015 byl index stavební produkce zveřejněn na rozdíl od relevantního trhu, který byl dopočítán. Pro odhad ISP roku 2018 byla použita adaptivní metoda, resp. jednoduché exponenciální vyrovnávání, kde byly nastaveny koeficienty na $0,3 * \text{předchozí reálná hodnota} + 0,7 * \text{předchozí teoretická hodnota}$. Touto metodou byl odhadnut proporční nárůst na 2,2 %. V následující tabulce je minulost znázorněna od roku 2007 pro jednodušší čitelnost, ale pro výpočet lineární regrese byly brány hodnoty od roku 1998.

Časový trend – lineární funkce:

$$\text{Trh} = -321670,2059 + 165,3676 * \text{rok}$$

Regresní závislost na HDP – lineární funkce:

$$\text{Trh} = 5019,6209 + 0,0015 * \text{HDP}$$

Regresní závislost na ISP – lineární funkce:

$$\text{Trh} = 3889,7 + 75,943 * \text{ISP}$$

Tabulka 5 Prognóza vývoje relevantního trhu v mil. Kč (vlastní zpracování)

Rok	Relevantní trh	Růst %	Čas (lineární funkce)	Růst %	Prognóza dle HDP	Růst %	Prognóza dle ISP	Růst %
2007	11 904							
2008	13 054	9,7						
2009	12 333	-5,5						
2010	12 210	-1						
2011	9 991	-18,2						
2012	9 399	-5,9						
2013	9 285	-1,2						
2014	9 832	5,9						
2015			11 546	17,4	11 803	20	10 804	9,8
2016			11 711	1,4	12 047	2,1	11 119	3
2017			11 876	1,4	12 310	2,2	11 339	2
2018			12 042	1,4	12 614	2,5	11 584	2,2
Průměrný růst				5,4		6,7		4,25

6.3 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Cílem následující analýzy bude odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Nejdříve je nutné stanovit dosavadní tržní podíl a zhodnotit konkurenční sílu oceňovaného podniku. Na základě těchto poznatků bude stanoven budoucí tržní podíl.

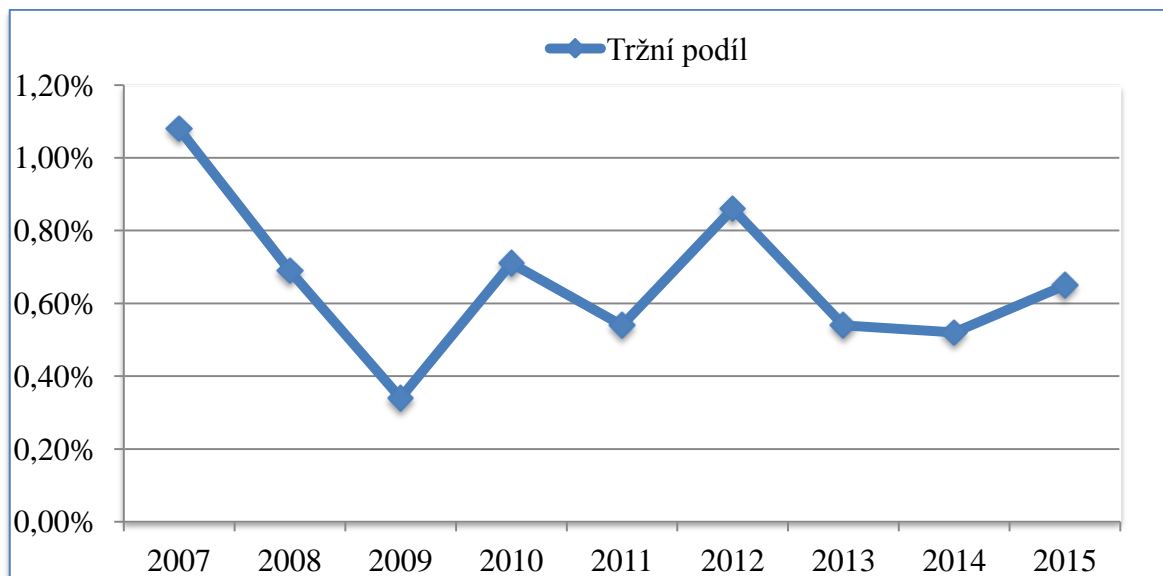
6.3.1 Dosavadní tržní podíl

Oceňovaná společnost v roce 2007 a 2008 vykázala mimořádně vysoké tržby, kdy získala zakázku na výstavbu kontejnerového překladiště v Lípě u Zlína v hodnotě 100 mil. Kč. V roce 2008 se společnost stala štikou českého byznysu ve Zlínském kraji, jelikož s minimálním počtem zaměstnanců dosáhla vysokého skoku v obratu. Z tohoto důvodu se může zdát, že na společnost dopadla v roce 2009 krize, ale není tomu tak, pokles je zkreslen mimořádnou zakázkou předešlých let. Dle majitele oceňované společnosti na danou společ-

nost finanční krize významněji nedopadla, pouze v některých letech získala výhodnější zakázky. V roce 2010 opět rostou tržby a s tím také tržní podíl z důvodu další velké zakázky, tentokrát se jednalo o výstavbu Lesního hotelu ve Zlíně v celkové hodnotě 40 mil. Kč. Rok 2011 zaznamenal nižší tržby, z důvodu menších zakázek. Další významná zakázka přišla v roce 2012, konkrétně výstavba policejního ředitelství v Olomouci. Spolu s velikostí zakázek se tedy vyvíjely i tržní podíly společnosti. Dle kvartální analýzy českého stavebnictví v roce 2015 stavební společnosti dosáhly růstu v průměru o 5,5 %. Oceňovaná společnost zaznamenala také růst svých výkonů a to i bez významnějších zakázek. Velikost relevantního trhu v roce 2015 byla dopočítána dosazením do rovnice regresního modelu.

Tabulka 6 Vývoj dosavadního tržního podílu podniku (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 75)

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tržby podniku (tis. Kč)	Tržní podíl podniku (%)
2007	11 904 000	128 744	1,08
2008	13 054 000	90 170	0,69
2009	12 333 000	41 797	0,34
2010	12 210 000	86 378	0,71
2011	9 991 000	54 044	0,54
2012	9 399 000	81 090	0,86
2013	9 285 000	50 177	0,54
2014	9 832 000	51 527	0,52
2015	10 804 000	69 903	0,65



Obrázek 13 Vývoj tržního podílu podniku (vlastní zpracování dle Mařika, 2011a, s. 75)

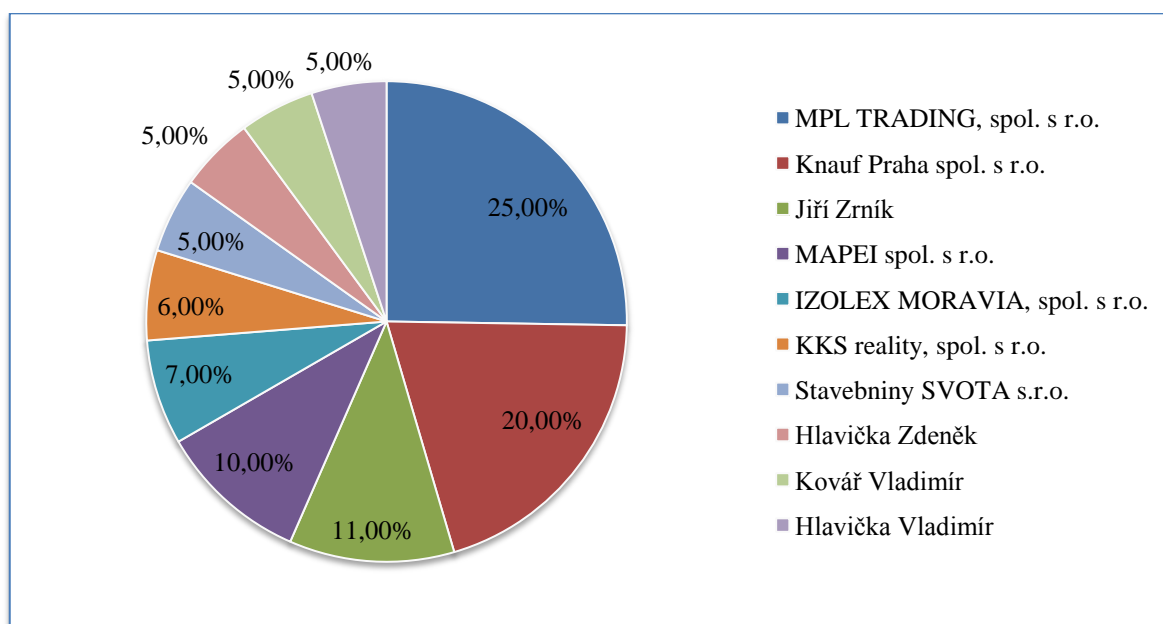
6.3.2 Identifikace hlavních konkurentů

Mezi konkurencí oceňované společnosti lze zařadit všechny stavební firmy ve Zlínském kraji, ale hlavní konkurencí je společnost JMS Stavební s.r.o., která se specializuje na výstavbu rodinných domů, bytů a suché stavby, stejně jako oceňovaná společnost. JMS Stavební s.r.o. na rozdíl od oceňovaného podniku zaznamenala v roce 2014 významný pokles výkonů o 24 % a záporný výsledek hospodaření za účetní období ve výši 514 tis. Kč. Dalším konkurentem je společnost SHATA STAV CZ s.r.o., jejíž předmět činnosti je shodný s oceňovanou společností. I tento konkurent v roce 2014 zaznamenal pokles výkonů a záporný výsledek hospodaření za účetní období ve výši 560 tis. Kč. Další je společnost BP-complet s.r.o., která dosáhla také záporného výsledku ve výši 140 tis. Kč. Společnost Jan Holík s.r.o. dosáhla kladného výsledku hospodaření pouze ve výši 18 tis. Kč. Co se týče obchodní činnosti, tam mezi hlavní konkurencí patří společnost MPL Trading s.r.o., která se nachází ve stejném průmyslovém areálu, stejně jako společnost DEKTRADE a.s.

Oceňovaná společnost KKS-SERVIS, spol. s r.o. splnila ve všech letech svůj hlavní cíl a to nevytvořit záporný výsledek hospodaření a udržet plnou zaměstnanost. Při porovnání s konkurencí si oceňovaná společnost vede dobře a dle majitele firmy je jejich hlavní konkurenční výhodou široký záběr činnosti. Tato skutečnost se také promítne do diagramu konkurenční síly.

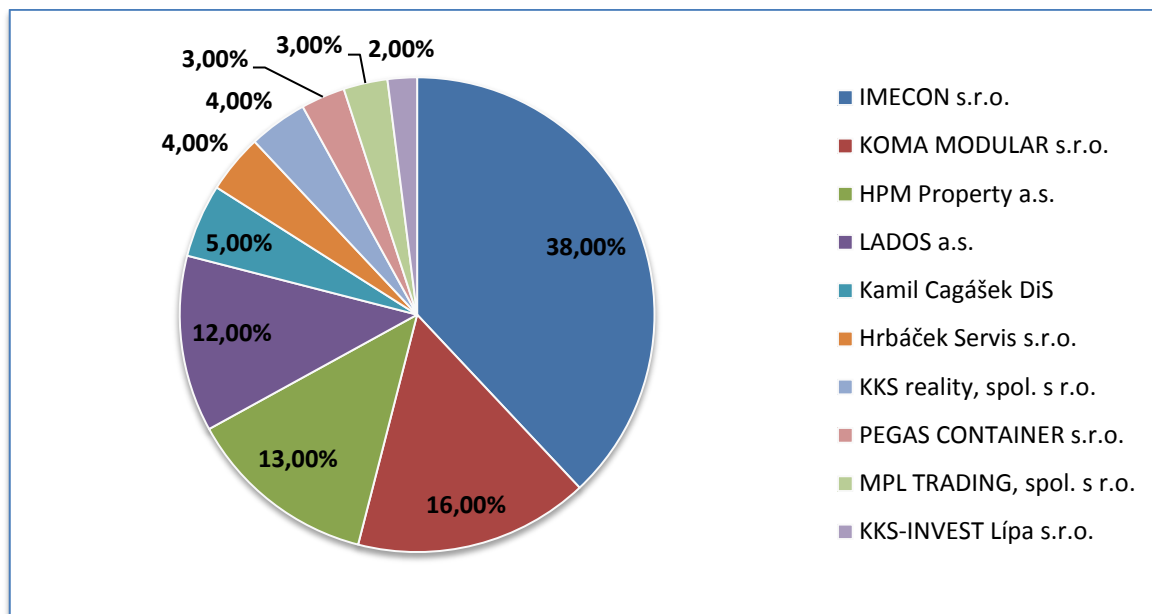
6.3.3 Identifikace hlavních dodavatelů a odběratelů

Deset nejvýznamnějších dodavatelů v roce 2014 shrnuje následující graf. Procenta jsou určena z celkové částky 25 mil. Kč. Z grafu je patrné, že společnost KKS-SERVIS, spol. s r.o. je závislá téměř z 50 % na dodávkách dvou firem, konkrétně MPL TRADING, spol. s r.o. a Knauf Praha spol. s r.o. Tyto firmy dodávají společnosti komponenty pro suchou výstavbu. 50 % zastoupení dvou firem svědčí o vysoké vyjednávací pozici ze strany dodavatelů.



Obrázek 14 Deset nejvýznamnějších dodavatelů podniku (vlastní zpracování)

Následující graf vymezuje deset nejvýznamnějších odběratelů v roce 2014. Procenta jsou určena z celkové částky 47 mil. Kč. 38 % fakturace bylo uskutečněno s firmou IMECON s.r.o., která je výrobcem obytných, sanitárních a technických kontejnerů i celých sestav postavených z jednotlivých modulů. Druhým nejvýznamnějším odběratelem byla společnost KOMA MODULAR s.r.o., která je předním českým výrobcem modulární výstavby. Opět vysoké procenta dvou firem vypovídají o vysoké vyjednávací schopnosti odběratelů.



Obrázek 15 Deset nejvýznamnějších odběratelů podniku (vlastní zpracování)

6.3.4 Identifikace zaměstnanců

Vývoj počtu zaměstnanců společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. je uveden v následující tabulce. Společnost v letech 2008 – 2015 navýšila počet zaměstnanců z původních 13 na současných 20, spolu s tím rostly také mzdové náklady. Pozitivně lze hodnotit poslední dva roky, kdy roste přidaná hodnota na zaměstnance. Na první pohled se může počet zaměstnanců zdát nízký, ale stavební společnosti fungují na principu subdodávek, kdy zadají část práce jiným firmám. Tyto jiné firmy ji provedou a vyfakturují stavební firmě, která to zahrne do ceny celé zakázky. Z tohoto důvodu oceňovaná společnost nepotřebuje zaměstnávat vysoké množství dělníků.

Tabulka 7 Vývoj počtu zaměstnanců a osobních nákladů podniku (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Počet zaměstnanců	13	14	15	18	18	18	20	20
Osobní náklady (tis. Kč)	5 410	5 010	5 368	6 567	7 535	6 862	6 934	7 486

6.3.5 Diagram konkurenční síly

Následující diagram je souhrnem přímých a nepřímých faktorů konkurenční síly oceňovaného podniku. Z celkového hodnocení vyplývá, že konkurenční síla společnosti je nad-

průměrná. Mezi hlavní výhody podniku lze zařadit široký rozsah činností od výkopových prací, pokládání dlažeb, prodej zboží až po výstavbu domů na klíč a montáž sádkokartonů. Dle majitele firmy právě díky rozsahu činností na podnik nedopadla významněji finanční krize. Také image firmy a kvalita poskytovaných služeb je hodnocena kladně. Vizitkou pro společnost může být výstavba moderního Lesního hotelu ve Zlíně. Nepřímé faktory konkurenční síly, které byly vypracovány formou standardizovaného rozhovoru s vedením podniku, jsou rozvedeny v příloze P X. Zde je pozitivně hodnocena personální oblast, především obecné klima v podniku, iniciativa zaměstnanců a kvalifikace personálu. Fluktuace pracovníků ve společnosti je minimální. Kapacity podniku jsou optimálně využity, vybavení je udržované a modernější než u konkurence. V podniku jsou jasně vymezené kompetence. Majitel, který je současně manažerem je vysokoškolsky vzdělaný v daném oboru a během vedení firmy za více než 20 let získal dostatečné zkušenosti. Negativně je hodnocen výzkum a vývoj, ale také intenzita reklamy, což je do určité míry dáno velikostí podniku. Finanční situaci podniku hodnotím průměrně. Pozitivní je finanční stabilita podniku, ale negativní dopad mají velké výkyvy v tržbách z důvodu závislosti na velikosti zakázek.

Tabulka 8 Diagram konkurenční síly podniku (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 91)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení							Váha * Body
		Konkurence má převahu		Průměr			Podnik má převahu		
		0	1	2	3	4	5	6	
Cenová úroveň	2				x				6
Šíře služeb	2						x		10
Kvalita služeb	3					x			12
Intenzita reklamy	1			x					2
Image firmy	2					x			8
Kvalita managementu	3					x			12
Personální oblast	2					x			8
Inovace a výzkum	2		x						2
Majetek a investice	2						x		10
Finanční situace	2				x				6
Celkem	21								76

Maximální počet bodů: $21 * 6 = 126$

Hodnocení: $76 / 126 = 60 \%$

6.3.6 Stanovení budoucího tržního podílu

Když vyloučím dvě extrémní hodnoty tržního podílu v roce 2010 a 2012 z důvodu významných zakázek, tak od roku 2009 má tržní podíl společnosti rostoucí trend. Konkurenční síla analyzovaného podniku je hodnocena 60 %, tedy mírně nad úroveň jeho hlavních konkurentů. Díky mírné konkurenční převaze počítám s tím, že podnik nepatrně zvýší dosavadní tržní podíl v následujících dvou letech. V roce 2016 a 2017 počítám s růstem o jednu setinu procenta, rok 2018 ponechám na stejné výši jako rok předešlý z důvodu obtížnější predikce vzdálenějších hodnot.

Tabulka 9 Tržní podíl podniku (vlastní zpracování)

Rok	Minulost							Prognóza		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržní podíl v %	0,34	0,71	0,54	0,86	0,54	0,52	0,65	0,66	0,67	0,67

6.4 SWOT analýza

Následující tabulka shrnuje silné a slabé stránky oceňované společnosti, tedy vnitřní situaci podniku, spolu příležitostmi a hrozbami, tedy faktory definujícími vnější prostředí. Ve SWOT analýze jsou již zahrnuty informace z finanční analýzy společnosti, která je rozvedena v kapitole č. 7.

Tabulka 10 SWOT analýza (vlastní zpracování)

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
Široký rozsah činností	Vysoká závislost na dvou odběratelích
Nízká zadluženost	Neefektivní využívání cizích zdrojů
Finanční stabilita podniku	Vysoké výkyvy v tržbách
Kvalifikovaní zaměstnanci	Nízká rentabilita
Nízká fluktuace zaměstnanců	Citlivost na ekonomický cyklus

PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
Využívání ekologických materiálů	Růst cen stavebních materiálů
Snižování energetické náročnosti staveb	Zvýšení cen ropných produktů a energií
Program Zelená úsporám	Opatření ke zvýšení bezpečnosti při práci
Růst indexu stavební produkce	Pokles nezaměstnanosti
Využívání fondů EU	Zvyšování průměrného věku zaměstnanců
	Oteplování a nedostatek vodních zdrojů

6.5 Perspektivnost podniku a prognóza tržeb

Nyní je možné zhodnotit perspektivnost podniku na základě přepracované bostonské matice dle Maříka. U oceňovaného podniku byly zjištěny tyto výsledky:

- Atraktivita trhu: 38 %
- Konkurenční síla: 60 %

Z těchto výsledků je patrné, že se jedná o společnost s přijatelnou perspektivou, jak ukazuje následující tabulka.

Tabulka 11 Matice k posouzení perspektivnost podniku (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 93)

KONKURENČNÍ SÍLA	Velká	Podniky, které by měly změnit podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měly změnit podnikání	KKS-SERVIS Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Nízká	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		ATRAKTIVITA TRHU		

K tomu, abychom získali prognózu tržeb, je nezbytné vynásobit tempo růstu trhu se změnou tržního podílu získaného z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Tento postup znázorňuje následující tabulka. Pro rok 2016 je tedy výpočet následující:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (1,03 * 0,66 / 0,65) - 1 = 0,045 = 4,5 \%$$

Tabulka 12 Prognóza tržeb podniku (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 95)

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl podniku	Tržby podniku (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb podniku
2010	12 210 000	X	0,71 %	86 378	X
2011	9 991 000	-18,2 %	0,54 %	54 044	-37,4 %
2012	9 399 000	-5,9 %	0,86 %	81 090	50 %
2013	9 285 000	-1,2 %	0,54 %	50 177	-38,1 %
2014	9 832 000	5,9 %	0,52 %	51 527	2,7 %
2015	10 804 000	9,8 %	0,65 %	69 903	35,7 %
2016	11 119 000	3 %	0,66 %	73 049	4,5 %
2017	11 339 000	2 %	0,67 %	75 606	3,5 %
2018	11 584 000	2,2 %	0,67 %	77 269	2,2 %

Vysoké výkyvy v tržbách do roku 2016 jsou dány mimořádnými zakázkami v roce 2010 a 2012. V roce 2015 podnik zaznamenal vysoký růst tržeb i bez významnější zakázky, což odpovídá také výsledkům kvartální analýzy českého stavebnictví, dle které stavební firmy zaznamenaly pokrizové oživení. Pro následující roky majitel podniku očekává spíše nižší růst tržeb, z toho důvodu, že v současné době nejsou uzavřeny významnější zakázky. Tento růst tržeb odpovídá také predikcím společnosti CEEC Research dle které porostou tržby stavebním společnostem v roce 2016 v průměru o 4,5 % a v roce 2017 o 3 %. Prognóza tržeb pro následující tři roky slouží jako základní veličina, od které budou ve finančním plánu predikovány ostatní položky.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Smyslem finanční analýzy je posoudit a zhodnotit finanční situaci podniku a formulovat doporučení pro jeho další vývoj. Finanční situace podniku bude porovnána s vývojem v odvětví, konkrétně s výstavbou budov a specializovanými stavebními činnostmi.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele se využívají k analýze vývojových trendů pomocí horizontální analýzy a k procentnímu rozboru komponent s využitím vertikální analýzy.

7.1.1 Majetková struktura společnosti a odvětví

Kompletní majetkovou strukturu a její vertikální a horizontální rozbor obsahuje příloha P III. Z hlediska celkového majetku společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. lze v letech 2008 – 2013 pozorovat rostoucí hodnotu bilanční sumy aktiv o 25 %. V roce 2014 hodnota aktiv poklesla o 27 % z důvodu úhrady pohledávek z obchodního styku. V roce 2015 aktiva opět vzrostla, což bylo způsobeno především růstem pohledávek a peněz na účtu. Dlouhodobý majetek činí v průměru 7 % a oběžná aktiva 93 % celkových aktiv. Dlouhodobý majetek je v letech 2008 – 2013 tvořen pouze hmotným majetkem, převážně stavbami a samostatnými movitými věcmi. V roce 2008 došlo k nákupu dopravních prostředků ve výši 1 558 tis. Kč. V letech 2013 a 2015 se zvýšila hodnota samostatných movitých věcí, společnost nakoupila automobily. V roce 2014 byl zvýšen nehmotný majetek z důvodu koupě nového účetního softwaru Pohoda. DFM činí v roce 2014 1550 tis. Kč a jednalo se o položku ostatní půjčky. Vysoký podíl oběžných aktiv vyvolávají především pohledávky z obchodního styku a účty v bankách. V letech 2008 – 2013 lze pozorovat rostoucí hodnotu pohledávek z obchodního styku ve výši 650 %, což je charakteristické pro stavební podniky. V roce 2014 hodnota pohledávek poklesla o 27%, což se projevilo také v růstu na bankovním účtu a v roce 2015 pohledávky opět porostly o 13 %. Na rozdíl od pohledávek, které rostly, peníze na bankovních účtech podniku se snížily do roku 2013 o 90 %. Důvodem poklesu na bankovním účtu je financování developerské společnosti KKS-INVEST s.r.o. Bankovní účty porostly v roce 2014 a 2015, zejména díky splacení pohledávek vůči odběratelům a vrácení peněz od společnosti KKS-INVEST s.r.o.

Bilanční suma aktiv v odvětví do roku 2013 vzrostla o 3,6 %. V roce 2014 došlo stejně jako u podniku k poklesu této hodnoty. Na aktivech odvětví se každým rokem podílí dlouhodobý majetek v průměru 39 % a oběžná aktiva 60 %. Tento rozdíl není tak markantní

jako u analyzovaného podniku. Hodnota dlouhodobého majetku postupně vzrostla o 18 %. V letech 2008 – 2014 lze pozorovat vysoký nárůst dlouhodobého finančního majetku o 295 %. Stejně jako u podniku jsou hlavní složkou oběžných aktiv pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Rozdíl je v tom, že u analyzovaného podniku hodnota pohledávek mezi roky vzrostla o 650 %, ale v odvětví tato hodnota klesla o 17 %. To svědčí o nespolehlivých odběratelích podniku, ale také o špatné politice vymáhání pohledávek. Krátkodobý finanční majetek se do roku 2010 zvyšoval, poté poklesl a mírně rostl. V celkovém součtu ale narostl o 48 % na rozdíl od podniku, kde se rapidně snižoval.

7.1.2 Finanční struktura společnosti a odvětví

Kompletní finanční strukturu a její vertikální a horizontální rozbor obsahuje příloha P IV. Položka vlastního kapitálu společnosti s výjimkou roku 2009 rostla, což při neměnné výši základního kapitálu znamená, že společnost je zisková. Společnost ponechává vydělané zisky ve společnosti pro její další rozvoj, což je patrné ze stále rostoucího výsledku hospodaření minulých let. Podíl vlastního kapitálu činí v průměru 86 % a cizího kapitálu 14%. V roce 2010 byl zaznamenán čtyřnásobný nárůst cizích zdrojů, konkrétně závazků z obchodního styku. I přes tento růst je podíl vlastního kapitálu stále vyšší než 80 %. V roce 2015 se závazky z obchodního styku zvýšily o 100 %. Závazky k zaměstnancům v jednotlivých letech mírně rostly. Oceňovaná společnost v analyzovaných letech nečerpá žádný úvěr ani leasing, vše hradí z provozního zisku a tak to dle managementu společnosti zůstane i do budoucna.

Podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů v odvětví činí v průměru 37 % pro vlastní kapitál a 63 % pro kapitál cizí. Zde je patrný rozdíl mezi analyzovaným podnikem, který svou činnost financuje především ze zdrojů vlastních, které jsou dražší než zdroje cizí. Na druhou stranu se podnik nepotýká s problémem placení svých závazků. Nicméně také v odvětví lze pozorovat trend snižování podílu cizích zdrojů. Bankovní úvěry v odvětví se od roku 2009 snížily o více než 50 %.

7.1.3 Analýza výnosů společnosti a odvětví

Kompletní výkaz zisků a ztrát včetně jeho vertikálního a horizontálního rozboru je uveden v příloze P V. Výnosy analyzované společnosti tvoří v průměru z 80 % tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, což svědčí o tom, že podnik je zaměřen na poskytování služeb. Tržby za prodej zboží činí v průměru 20 %. Obě skupiny těchto tržeb v letech 2008 – 2013

zaznamenaly výrazné poklesy, kdy tržby za zboží poklesly o 40 % a tržby za prodej výrobků a služeb poklesly o 45 %. Tento pětiletý pokles postihl stavebnictví napříč celou českou republikou. U oceňované společnosti je tento pokles z toho důvodu, že v roce 2007 získala významnou zakázku v hodnotě 100 mil. Kč. V roce 2009 se snížily tržby podniku o 54 % a také se změnil poměr tržeb za zboží z 20 % na 30 %. V roce 2010 lze pozorovat opětovný nárůst tržeb z hlavní činnosti společnosti o 155 %, opět je to způsobeno významnou zakázkou, konkrétně výstavbou Lesního hotelu ve Zlíně v hodnotě 40 mil. Kč. Následně v letech 2011 a 2013 tržby společnosti poklesly. V roce 2015 společnost zaznamenala úspěšný rok, kdy tržby za zboží vzrostly o 20 % a za výrobky a služby o 40 % i bez vlivu významnější zakázky. Ostatní výnosy a tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu činí velmi nízký podíl na celkových aktivech podniku. Od roku 2014 společnost vykazuje záporné ostatní finanční výnosy. Jedná se o odběratelská skonta za včasné platby. V roce 2014 společnost také vykázala mimořádné výnosy z důvodu změny oceňování zásob z metody pevných cen na metodu cen průměrných. Rozpouštěla se cenová odchylka.

Odvětví zaznamenalo pokles výkonů, které jsou tvořeny především tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb v letech 2008 – 2010 o 25 %, poté v roce 2011 mírně rostly a následně až do roku 2014 klesaly o dalších 10 %. Při porovnání analyzovaného podniku a odvětví, je patrné, že podniku tržby v letech 2008 – 2014 klesly více, konkrétně o 10 %. Zatímco u podniku činí obchodní činnost v průměru 20 % na výkonech, v odvětví je podíl obchodní činnosti na výkonech pouze v průměru 2 %.

7.1.4 Analýza nákladů společnosti a odvětví

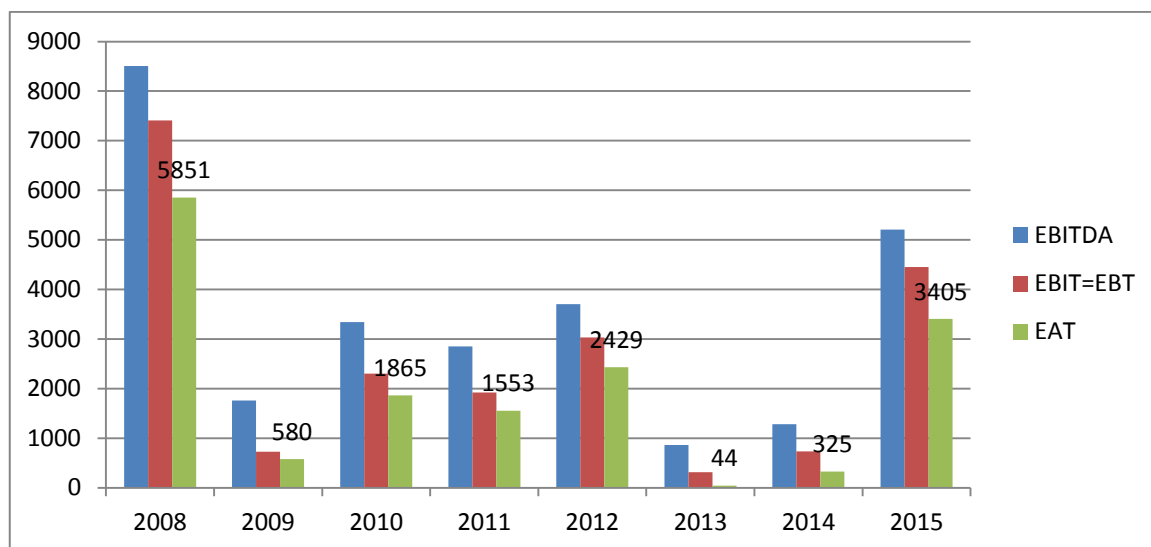
Vývoj nákladů ve sledovaných letech u společnosti má podobnou tendenci jako její výnosy. Nejvyšší zastoupení nákladů činí výkonová spotřeba, což je pro stavební podniky charakteristické, v průměru 70 %. Náklady na prodané zboží činí v průměru 18 % a osobní náklady 11 % z celkových nákladů. V roce 2009 se snížila výkonová spotřeba o 60 %, což je vyšší pokles jak u výkonů, naopak v roce 2010 růst výkonové spotřeby činil 171 %, což je o 16 % více jak růst výkonů. V roce 2015 spolu s růstem tržeb rostly také náklady na prodané zboží o 13 % a výkonová spotřeba o 38 %. V letech 2008 – 2010 společnost každoročně přijala jednoho zaměstnance, ale mzdové náklady se v roce 2009 snížily o 7 %. Růst mzdových nákladů zaznamenal rok 2011, kdy společnost přijala tři nové zaměstnance. V roce 2012 s růstem výkonů porostly také mzdy a v následujících letech se snížením výkonů poklesly. V roce 2014 byli přijati dva zaměstnanci, ale mzdy se zvýšily nepatrně.

S růstem výkonů v roce 2015 porostly také mzdové náklady o 9 %. Osobní náklady jsou každoročně vyšší než odpisy podniku, podnik je tedy zaměřen na mechanizovanou práci spíše než automatizovanou. V letech 2013 – 2015 činí položka změna stavu rezerv a opravných položek v průměru 1 200 tis. Kč z důvodu tvorby opravných položek k pohledávkám. Od roku 2014 společnost vykazuje záporné ostatní finanční náklady. Jedná se o dodavatelská skonta za včasné platby.

Výkonová spotřeba v odvětví stejně jako výkony klesala, s výjimkou roku 2011. V letech 2008 – 2010 klesla o 30 %, poté v roce 2011 mírně rostla a následně klesla o dalších 10 %. Při porovnání analyzovaného podniku a odvětví, je patrné, že podniku výkonová spotřeba v letech 2008 – 2014 klesla více, konkrétně o 10 %. Vývoj je stejný jako u výnosů. Na rozdíl od analyzovaného podniku, kde osobní náklady rostou, v odvětví mají osobní náklady tendenci klesat, konkrétně mezi roky 2008 – 2014 o 36 %, což je způsobeno propouštěním zaměstnanců z důvodu krize.

Analýza výsledku hospodaření

Dle následujícího grafu nelze konstatovat stabilní vývoj hodnot výsledků hospodaření. V roce 2009 společnost zaznamenala rapidní pokles výsledků hospodaření, což bylo zapříčiněno poklesem tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. V následujících třech letech se výsledky hospodaření za účetní období pohybovaly v průměru 2 000 tis. Kč a v roce 2013 společnost dosáhla minimálního zisku po zdanění. Rok 2014 zaznamenal mírné oživení, které také vyplývá z kvartální analýzy českého stavebnictví a rok 2015 na toto oživení navázal. U analyzovaného podniku byl poslední rok velice úspěšný, jelikož tržby za prodej výrobků a služeb vzrostly o 40 % a tržby za zboží o 20 %.



Obrázek 16 Vývoj výsledků hospodaření podniku v tis. Kč (vlastní zpracování)

7.2 Analýza rozdílových ukazatelů

K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům patří čistý pracovní kapitál (ČPK), který charakterizuje přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými pasivy, tedy platební schopnost podniku. Pokud má mít podnik zajištěnou likviditu, pak krátkodobá aktiva musí být vyšší než krátkodobé závazky. Vývoj čistého pracovního kapitálu ve společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. je následující.

Tabulka 13 Vývoj čistého pracovního kapitálu v podniku (vlastní zpracování)

V tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
OA	35 553	34 508	41 225	45 337	47 263	47 182	41 672	49 984
KCZ	3 929	2 430	7 673	9 303	8 600	8 558	3 822	7 921
ČPK	31 624	32 078	33 552	36 034	38 663	38 624	37 850	42 063

ČPK ve všech hodnocených letech nabývá kladných hodnot a roste s výjimkou roku 2013, kdy stagnuje. Znamená to, že krátkodobé závazky jsou nižší než krátkodobý majetek, který je zdrojem pro splácení těchto závazků. Firma má k dispozici dostatečný finanční polštář. Podnik operuje s příliš vysokým pracovním kapitálem, jedná se o drahý způsob financování.

7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Jedná se o základní nástroj finanční analýzy, jelikož umožňují získat rychlou představu o finanční situaci podniku. Podstatou poměrového ukazatele je, že dává do poměru různé položky rozvahy a výkazu zisku a ztrát.

7.3.1 Analýza zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti uvedené v příloze P VI indikují, v jaké míře společnost využívá ke svému financování cizí zdroje, které jsou levnější než zdroje vlastní, jelikož úroky snižují zisk. Odvětví se pohybuje na hraně doporučené hodnoty 30 – 60 %, zatímco analyzovaná společnost je pod doporučenou hranicí, což znamená, že ke svému financování využívá především kapitál vlastní, který je dražší než kapitál cizí. Celková zadluženost společnosti činí v průměru 14 %. Na druhou stranu je vlastní kapitál nejméně riskantní, protože nevyžaduje splácení a úrokové platby. Z cizích zdrojů analyzovaná společnost využívá pouze krátkodobý cizí kapitál, který je z hlediska doby splatnosti nejlevnější. Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji dosahuje u podniku v průměru hodnoty 13,66. To svědčí o tom, že podnik využívá konzervativní strategii financování a je překapitalizován. V odvětví činí průměrná hodnota 1,5. Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřuje úroková redukce zisku a finanční páka, přičemž tyto dva faktory působí protichůdně. Ve všech letech hodnota multiplikátoru společnosti dosahuje hodnoty vyšší než 1, což indikuje pozitivní vliv zadlužení na rentabilitu vlastního kapitálu.

7.3.2 Analýza likvidity

Likviditou se rozumí schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Jednotlivé stupně likvidity podniku a odvětví jsou uvedeny v příloze P VII. Běžná likvidita, která je podílem oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů podniku se pohybuje nad doporučenou hranicí 1,5 – 2,5. Od roku 2010 hodnota běžné likvidity významně poklesla a to z důvodu zvýšení krátkodobých závazků z obchodního styku a snížení peněžních prostředků. V roce 2014 je patrný nárůst ukazatele z důvodu snížení krátkodobých závazků o 60 % a v roce 2015 opět snížení ukazatele. V odvětví hodnota ukazatele činí v průměru 1,67. Na rozdíl od podniku se pohybuje v doporučeném rozmezí. Pod doporučenou hranicí se pohybuje pouze v roce 2008, kdy činila 1,35.

Doporučená hodnota pohotovové likvidity v rozmezí 1 – 1,15 je také překročena. Hodnoty jsou skoro stejné jako u běžné likvidity z důvodu nízkého podílu zásob. V odvětví činí průměrná hodnota 1,5 a pohybuje se mírně nad doporučeným rozmezím. Hlavní slabina těchto dvou ukazatelů spočívá v tom, že často není splněn předpoklad přeměny oběžných aktiv na hotovost v krátkém čase. U analyzovaného podniku se jedná o pohledávky z obchodních vztahů.

V případě hotovostní likvidity můžeme pozorovat její prudký pokles z důvodu postupného snižování zůstatku na bankovním účtu. Nicméně i tento ukazatel se pohybuje nad doporučenou hodnotou 0,2 – 0,5. Odvětví zaznamenalo průměrnou hodnotu 0,38 a ve všech analyzovaných letech se pohybovalo v doporučeném rozmezí.

7.3.3 Analýza rentability

Výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti dosahovat zisk použitím investovaného kapitálu. U rentability aktiv a tržeb jsem použil v čitateli zisk před zdaněním. Jednotlivé druhy rentabilit jsou uvedeny v příloze P VII.

Ukazatele rentability rapidně klesly v roce 2009, což bylo způsobeno výrazným poklesem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Následně v letech 2010 – 2012 se pohybovala rentabilita vlastního kapitálu kolem 5 % a další významný pokles zaznamenala v roce 2013 také z důvodu tvorby opravných položek k pohledávkám. Zde považují za důležité uvést, že společnost v roce 2007 dosáhla rentability vlastního kapitálu ve výši 57 % a následující rok se stala štikou českého byznysu. Na klesající ukazatel rentability vlastního kapitálu má vliv také růst vlastního kapitálu z důvodu kumulace nerozděleného zisku z předchozích účetních období. Podnik by mohl tyto zdroje raději umístit na terminované vklady do banky. Pokud porovnáme výši rentability a výnosnost desetiletých státních dluhopisů, zjistíme, že i když je rentabilita vlastního kapitálu nízká, přesto se nachází nad výnosností státních dluhopisů s výjimkou roku 2013. Rentabilita vlastního kapitálu v roce 2015 díky zvýšení výkonnosti stavebnictví dosáhla hodnoty 7,62 %, což je významný růst proti předešlému roku, kdy činila 0,8 %.

Rentabilita vlastního kapitálu v odvětví dosahovala s výjimkou roku 2008 vyšších hodnot. Nejvyšší rozdíl byl v roce 2009, kdy v odvětví dosahovala 19 % a v podniku necelé 2 %. V letech 2010 – 2014 postupně klesala, nicméně v průměru činila 8 %, což je o 5 % více než u podniku.

7.3.4 Analýza aktivity

Ukazatelé aktivity informují, jak efektivně se v podniku hospodaří s aktivy, tedy jak dlouho v nich má podnik vázané prostředky. Jednotlivé ukazatele aktivity jsou obsahem přílohy P VIII.

Minimální doporučená hodnota obrátkovosti aktiv činí 1, analyzovaná společnost se každoročně nachází nad touto hodnotou. V Roce 2013 společnost dosáhla nejnižší hodnoty obratu aktiv z důvodu snížení tržeb za zboží, výrobky a služby. Obrat aktiv v odvětví se od roku 2009 nachází pod doporučenou hodnotou, což svědčí o neúměrné majetkové vybavenosti a neefektivním využití majetku. Zatímco obratovost je požadována co nejvyšší, doba obratu aktiv by měla být co nejkratší.

Dalšími ukazateli je doba obratu pohledávek a závazků, zde podnik dosáhl značného časového rozdílu mezi dobou inkasa peněz a dobou platby za své závazky. Podnik čeká v průměru 5 měsíců, než mu odběratel splatí své závazky a naopak podnik platí své závazky v průměru za 1 měsíc. Tím, že podnik platí své závazky dříve, než dostává zaplacenou od odběratelů, se může dostat do platební neschopnosti. Na druhou stranu podnik uvěřuje své odběratele, což se může projevit ve vyšší spokojenosti zákazníka a následně v růstu tržeb. Pozitivně lze hodnotit rok 2015, kdy se zvýšila obratovost zásob, poklesla doba obratu pohledávek a naopak porostla doba obratu závazků. V odvětví je inkaso pohledávek a úhrada závazků z hlediska doby obratu vyrovnána. Oba dva ukazatele dosahují v průměru 5 měsíců.

7.3.5 Další poměrové ukazatele

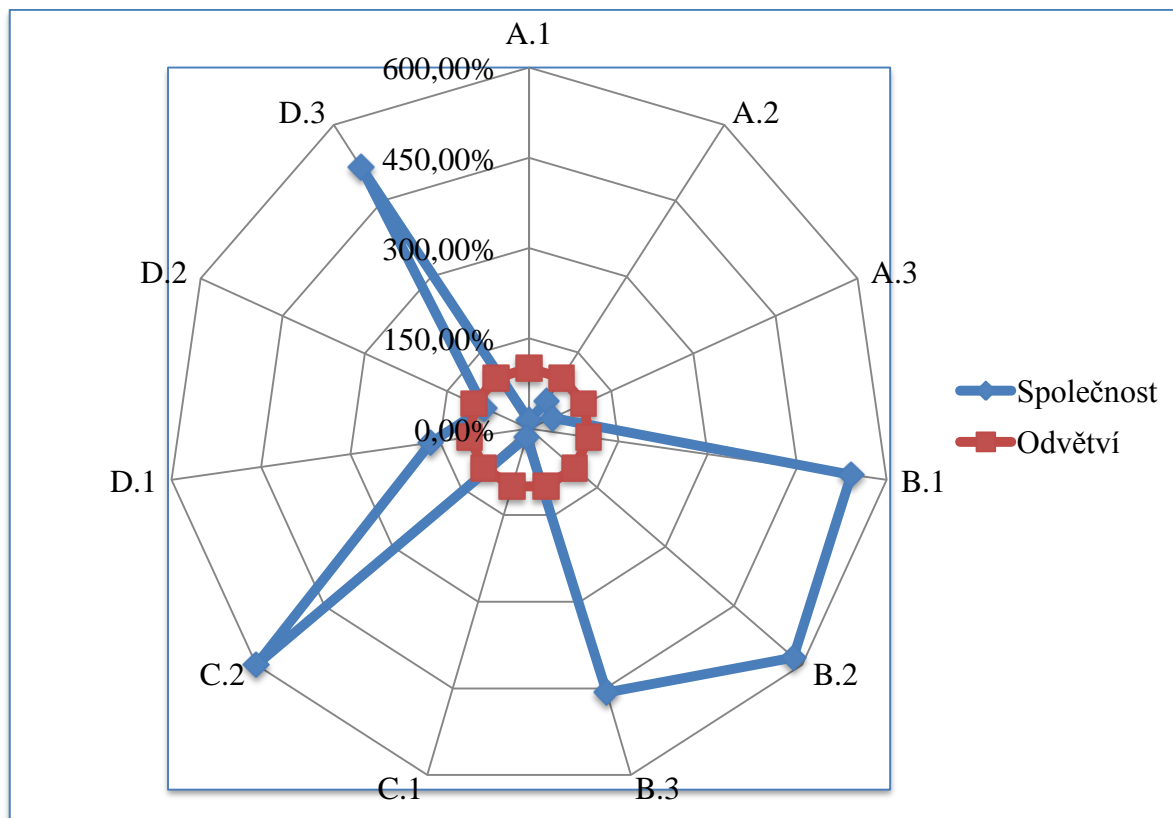
V rámci finanční analýzy lze využít také dalších ukazatelů, které jsou uvedeny v příloze P IX. Přidaná hodnota a tržby na zaměstnance v podniku poklesly, což bylo způsobeno poklesem tržeb, ale také růstem počtu zaměstnanců z 13 v roce 2008 na 20 v roce 2015. Pozitivně lze hodnotit roky 2014 a 2015, kdy přidaná hodnota a tržby začali růst. V odvětví tyto ukazatele v průběhu let 2008 - 2014 rostou z důvodu snižování počtu zaměstnanců o 36 %. V případě podniku je dodržena zásada, že osobní náklady na zaměstnance rostou jen v případě, kdy roste i přidaná hodnota na zaměstnance. Výrazný podíl na výkonech společnosti i odvětví má výkonová spotřeba, která činí v průměru 84 %. U společnosti je vyšší podíl osobních nákladů na výkonech v průměru o 3 % a s výjimkou roku 2015 roste. U odvětví je tento podíl konstantní. Podíl přidané hodnoty na výkonech je vyšší u společnosti cca o 3 % a v posledních třech letech roste.

7.4 Shrnutí výsledků finanční analýzy

SPIDER analýza nabízí možnost dívat se na výsledky základních skupin poměrových ukazatelů jedním pohledem za pomoci paprskovitého grafu. Graf ukazuje jednotlivé ukazatele společnosti a také benchmarku, což je v tomto případě odvětví. Zjednodušeně lze říci, že čím je křivka společnosti položena dále od středu grafu, tím je na tom podnik lépe, avšak tato interpretace je omezená. Porovnání s odvětvím je provedeno za rok 2014 z důvodů chybějících údajů ministerstva průmyslu a obchodu pro rok 2015.

Tabulka 14 Vývoj základních poměrových ukazatelů roku 2014 (vlastní zpracování)

		Společnost	Odvětví
Rentabilita	A.1 Rentabilita vlastního kapitálu	0,79 %	5,87 %
	A.2 Rentabilita aktiv	1,62 %	3 %
	A.3 Rentabilita tržeb	1,42 %	3,35 %
Likvidita	B.1 Běžná likvidita	10,9	1,7
	B.2 Pohotová likvidita	10,42	1,53
	B.3 Hotovostní likvidita	2,34	0,42
Zadluženost	C.1 Cizí zdroje / Aktiva	8,46	57,62
	C.2 Krytí DM vlastním kapitálem	12,15	0,92
Obratovost	D.1 Obratovost aktiv	1,14	0,69
	D.2 Obratovost pohledávek	1,67	2,04
	D.3 Obratovost závazků	13,48	2,19



Obrázek 17 Spider analýza poměrových ukazatelů společnosti a odvětví v roce 2014 (vlastní zpracování)

Z grafu je patrné, že společnost dosahuje nižších hodnot všech hodnocených rentabilit než odvětví. Naopak ukazatele likvidity má společnost vyšší, to ale svědčí o neefektivním umrtvování peněz v různých formách oběžného majetku, na druhou stranu v případě neočekávaných výdajů nebude mít podnik problém s likviditou. Z hlediska zadluženosti se společnost nachází pod úrovní odvětví, které se nachází v doporučeném rozmezí 30 – 60 %. Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem je ve společnosti o 1 221 % vyšší než v případě odvětví (tento ukazatel byl v grafu upraven na hodnotu 600 % z důvodu lepší čitelnosti grafu), tato skutečnost vypovídá o konzervativním způsobu financování společnosti.

Finanční analýza byla vypracována za delší časové období, konkrétně za roky 2008 – 2015 z toho důvodu, aby byl zaznamenán dopad finanční krize na hospodaření společnosti. Společnost zaznamenala vysoký pokles výkonnosti v roce 2009 a následně v roce 2013, kdy její čistý zisk činil pouze 44 tis. Kč. Rok 2014 znamenal pro společnost mírné oživení, na které navázal rok 2015, kdy tržby za zboží porostly o 20 % a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb dokonce o 40 %. Výsledkem toho je zvýšení rentability vlastního kapitálu

z 0,8 % na 7,6 %. Doba obratu pohledávek se snížila v posledním roce o jeden měsíc a doba obratu závazků zvýšila o 14 dní, což hodnotím pozitivně. Nicméně i přes toto zlepšení má společnost příliš vysoký provozně nutný investovaný kapitál z důvodu vysokých hodnot pohledávek. Budoucnost společnosti nyní po roce 2015 vypadá optimisticky, což naznačuje také kvartální analýza českého stavebnictví vypracována společností CEEC Research.

8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Neprovozní aktiva je nutné ocenit odděleně a jejich hodnotu na konci ocenění přičíst k provozní části. Výpočty jsou uvedeny v příloze P XI. Společnost KKS-SERVIS, spol. s r.o. udržuje stavy peněz vyšší, než je z hlediska provozu nutné. Doporučená hodnota hotovostní likvidity činí 20 – 50 % krátkodobého cizího kapitálu. U oceňované společnosti je zvolena hodnota 40 % ze dvou důvodů. Prvním je, že společnost nemá bankovní úvěry a Mařík v takovém případě doporučuje zvolit vyšší likviditu a druhým důvodem je, že hotovostní likvidita v odvětví činí v průměru 40 %. Dlouhodobý finanční majetek je oddělen v plné výši, jedná se o ostatní dlouhodobé půjčky, které nesouvisí s hlavní činností podniku.

Po rozčlenění aktiv je vhodné vyčíslit pro minulé roky kapitál investovaný do aktiv provozně nutných. Pro jeho výpočet je nezbytné určit provozně nutný pracovní kapitál, který je rozdílem mezi provozními aktivy a neúročenými závazky. U oceňované společnosti byly odečteny veškeré cizí zdroje, jelikož u nich nelze vyčíslit náklad. Provozně nutný investovaný kapitál je poté součtem takto vypočteného pracovního kapitálu a provozně nutných aktiv.

Současně s rozčleněním aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je nutné provést také korekci hospodářského výsledku o výnosy a náklady plynoucí z provozně nepotřebného majetku. U oceňované společnosti byly vyloučeny tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a přičten záporný finanční výsledek hospodaření, který je tvořen skonty odběratelům za včasné platby. Takto upravený výsledek hospodaření se označuje jako korigovaný výsledek hospodaření, který je generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.

9 PROGNOZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Generátory hodnoty jsou základní veličiny, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Následující text bude zaměřen na veličiny, které nejvíce ovlivňují hodnotu podniku. Jedná se o tržby, provozní ziskovou marži, pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku.

9.1 Tržby

Jejich prognóza je výsledkem strategické analýzy a může být korigována kapacitními možnostmi podniku. V případě oceňované společnosti jsou kapacity optimálně využity a menší růst tržeb by neměl znamenat významnější problém v kapacitách podniku.

Tabulka 15 Prognóza tržeb oceňovaného podniku (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 139)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby (tis. Kč)	54 044	81 090	50 177	51 527	69 903	73 049	75 606	77 269
Tempo růstu (%)		50	-38,1	2,7	35,7	4,5	3,5	2,2
Průměrné tempo růstu (%)		23,4				3,4		

9.2 Provozní zisková marže

Vývoj provozní ziskové marže shora znázorňuje tabulka č 16. Provozní zisková marže v analyzovaných letech kolísala a od roku 2014 roste. Konkurenční síla oceňovaného podniku, která byla součástí strategické analýzy, činí 60 %. Oceňovaný podnik se tedy pohybuje mírně nad úrovní konkurenčních podniků. Na základě této skutečnosti by podnik měl provozní ziskovou marži mírně zvýšit. Z prognózované ziskové marže a prognózovaných tržeb je dopočítán provozní výsledek hospodaření.

Tabulka 16 Prognóza ziskové marže shora (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 139)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní VH před odpisy (tis. Kč)	2 726	3 951	860	2 193	7 158	7 522	7 772	8 028
Průměrné tempo růstu (%)		27,3				3,9		
Zisková marže (%)	5,1	4,9	1,7	4,3	10,2	10,3	10,3	10,4

Tabulka č. 17 znázorňuje výpočet provozní ziskové marže zdola. Jednotlivé položky byly prognózovány ve formě podílu z tržeb a konkrétní procenta obsahuje příloha P XII. Náklady na prodané zboží za minulé období činí v průměru 17 % z tržeb, a jelikož slouží jako doplňková činnost, jejich výše se nebude zásadně měnit. Podíl výkonové spotřeby na tržbách od roku 2012 poklesl o 17 % a růst výkonové spotřeby byl pomalejší než růst tržeb, což svědčí o využití úspor, které byly z větší části vyčerpány. Do budoucna tedy očekávám spíše růst podílu na tržbách. Osobní náklady v letech 2011 - 2015 rostly v průměru o polovinu pomaleji než tržby a tento poměr bude zachován do budoucnosti. V jednotlivých letech tedy porostou v průměru o 1,7 %, což kopíruje také budoucí inflaci, která činí v průměru 1,3 %. Ostatní náklady, které jsou tvořeny daněmi, časovým rozlišením provozních nákladů a ostatními provozními náklady ponechám na stejném podílu k tržbám, jako v roce 2015. V roce 2013 lze pozorovat jejich vysoký nárůst z důvodu tvorby opravných položek k pohledávkám. Stejně tak ostatní výnosy zůstanou na stejném podílu k tržbám, jak tomu bylo v roce 2015.

Tabulka 17 Prognóza ziskové marže zdola (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 141)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	54 044	81 090	50 177	51 527	69 903	73 049	75 606	77 269
Změna stavu zásob vl. výroby + aktivace	222	208	439	126	318	329	340	348
Náklady na prodané zboží	10 633	10 659	7 570	10 316	11 663	12 272	12 777	13 058
Výkonová spotřeba	34 245	59 295	34 071	30 692	42 252	44 195	45 817	46 825
Osobní náklady	6 567	7 535	6 862	6 934	7 486	7 651	7 781	7 867
Ostatní náklady	97	130	1 363	1 688	1 749	1 826	1 890	1 932
Ostatní výnosy	2	272	110	170	87	88	91	93
Provozní VH před odpisy	2 726	3 951	860	2 193	7 158	7 522	7 772	8 028
Zisková marže	5,1 %	4,9 %	1,7 %	4,3 %	10,2 %	10,3 %	10,3 %	10,4 %

9.3 Pracovní kapitál

Na základě odhadnutých dob obratu ve dnech a stanovení provozně potřebné výše peněžních prostředků na úrovni 40 % krátkodobých závazků budou dopočítány jednotlivé položky pracovního kapitálu v peněžním vyjádření.

Tabulka 18 Doby obratu položek pracovního kapitálu (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 142)

Doby obratu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	12	9	12	13	9	9	8	9
Pohledávky	215	173	309	216	180	180	175	170
Neúročené závazky celkem	62	38	61	27	41	43	47	49
• z obchodního styku	55	33	52	20	30	34	38	41
• k zaměstnancům	2	1	2	2	2	2	2	2
• sociální zabezpečení	1	1	1	1	2	1	2	1
• stát	1	1	3	1	5	3	3	2
• jiné závazky	3	2	3	3	2	3	2	3
Provozně nutná likvidita	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Výše zásob v minulých letech činila v průměru 1 780 tis. Kč a je tvořena pouze položkou zboží. Doby obratu se měnily dle výše tržeb, ale zásoby byly vesměs konstantní. Jelikož jsou v budoucnu plánovány vyšší tržby tak doby obratu by měly zůstat konstantní nebo mírně poklesnout. U pohledávek je patrný klesající trend od roku 2013 a do budoucna očekávám ještě mírné snížení doby obratu až na hodnotu 170 dní. Doba obratu závazků z obchodního styku činí v průměru 38 dní, což je v porovnání s dobou obratu pohledávek výrazně kratší doba. V posledním analyzovaném roce hodnota vzrostla, což je cílem podniku také do budoucna. Očekávám, že se hodnota nadále zvýší na úroveň 49 dní.

Tabulka 19 Prognóza položek pracovního kapitálu (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 142)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	1 698	1 868	1 651	1 855	1 840	1 826	1 890	1 931
Pohledávky	32 152	38 892	43 066	30 882	34 910	36 525	36 762	36 488
KFM	3 762	3 456	2 465	1 548	3 311	3 630	4 088	4 347

Ostatní aktiva (ČR)	104	72	81	101	97	97	97	97
-Neúročené závazky celkem	9 404	8 641	8 701	3 870	8 278	9 075	10 220	10 866
-Ostatní pasiva (ČR)	0	0	10	24	-8	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	28 312	35 647	38 552	30 492	31 888	33 003	32 617	31 997

9.4 Dlouhodobý majetek a investice

Posledním generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Management společnosti plánuje v roce 2017 pořídit další lešení PERI v hodnotě 1 251 tis. Kč a nákladní automobil MAN TGL v roce 2018 v celkové hodnotě 600 tis. Kč.

Provedu ale také vlastní odhad investiční náročnosti do budoucna na základě dosavadního vývoje. Budu tedy předpokládat, že při zachování stávající investiční politiky společnosti bude přírůstek dlouhodobého majetku na korunu přírůstku tržeb v budoucnu stejný jako v minulých letech. Investice brutto jsou vypočítány jako rozdíl stavu majetku v jednotlivých letech navýšený o odpisy (převzaté z odpisového plánu společnosti), popř. zůstatkovou cenu prodaného majetku.

Investiční náročnost = součet investic brutto za roky 2012 – 2015 / celkový přírůstek tržeb v letech 2011 – 2015, který činil 15 859 tis. Kč.

Tabulka 20 Investice do dlouhodobého majetku v tis. Kč v letech 2011 – 2015
(vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 143)

	2011	2012	2013	2014	2015
Nehmotný majetek					
Investice brutto	-	0	61	0	0
Investiční náročnost	0,4 %				
Stavby					
Investice brutto	-	0	0	0	0
Investiční náročnost	0 %				
Samostatné hmotné movité věci					
Investice brutto	-	908	701	0	1 763
Investiční náročnost	21,3 %				

Pokud bychom předpokládali konstantní investiční politiku společnosti do dlouhodobého majetku, potom lze odhadnout výši investic pro roky 2016 – 2018 při celkovém přírůstku tržeb od konce roku 2015 do konce roku 2018 ve výši 7 366 tis. Kč, následovně:

Tabulka 21 Odhad investic pro roky 2016 - 2018 na základě minulého koeficientu náročnosti (vlastní zpracování dle Mařika, 2011a, s. 144)

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic pro růst tržeb (tis. Kč)
Nehmotný majetek	0,4 %	29
Stavby	-	-
Samostatné movité věci	21,3 %	1 569
Celkem	21,7 %	1 598

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že představy managementu o budoucích investicích se téměř shodují s odhady vypočtenými na základě koeficientu náročnosti minulých let, proto mohou při plánování investic vycházet z představ managementu.

S investicemi do dlouhodobého majetku také souvisí plán odpisů, který shrnuje následující tabulka. Podrobný plán odpisů podle kategorie majetku je uveden v příloze P XIII.

Tabulka 22 Plán odpisů a zůstatkových hodnot dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018
Odpisy	845	836	854
Zůstatková cena DM	2 024	2 439	2 184

10 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

10.1 Základní varianta

Pro ocenění podniku některou z výnosových metod je nezbytné vypracovat finanční plán, který se skládá z výkazu zisků a ztrát, rozvahy a výkazu peněžních toků. Z předchozí kapitoly, kterou byla prognóza generátorů hodnoty, jsou již naplánované stěžejní položky hlavního provozu podniku. Následující text bude zaměřen pouze na doplňující položky, které jsou nezbytné k sestavení kompletního finančního plánu pro roky 2016 – 2018. Rok 2015 slouží pouze pro srovnání minulosti a plánu.

10.1.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Většina položek byla převzata z prognózy generátorů hodnoty. Zbývá objasnit pouze některé položky. Služby činí v průměru 73 % výkonové spotřeby, toto procento bylo odvozeno na základě analýzy minulosti. Odpisy dlouhodobého majetku byly převzaty z plánu investic do dlouhodobého majetku uvedeného v předchozí kapitole a jsou složeny z odpisů majetku, který podnik k datu ocenění již využívá a odpisů z plánovaných investic. Ostatní provozní náklady jsou ze 75 % tvořeny opravnými položkami k pohledávkám. Provozní výsledek hospodaření v letech 2016 – 2018 poroste o 7,5 %. Finanční výsledek hospodaření je tvořen ostatními výnosy a náklady, které představují skonta za včasné platby od odběratelů a dodavatelům. Výše těchto výnosů a nákladů je ponechána na stejném podílu k tržbám jako v roce 2015, konkrétně ostatní finanční výnosy činí 4 % z tržeb a ostatní finanční náklady 0,35 % z tržeb. Mimořádné výsledky hospodaření nejsou plánovány a po všechny roky plánu je počítáno s 19 % sazbou daně z příjmů právnických osob. Základ daně je každoročně zvýšen o 1 000 tis. Kč z důvodu daňově neuznatelných opravných položek, stejně jako v roce 2015.

Tabulka 23 Plán výnosů a nákladů společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	13 924	14 551	15 060	15 391
Náklady vynaložené na prodané zboží	11 663	12 272	12 777	13 058
Obchodní marže	2 261	2 279	2 283	2 333
Výkony	56 297	58 827	60 886	62 226
Tržby za vlastní výrobky a služby	55 979	58 498	60 546	61 878
Změna stavu zásob vl. výroby + aktivace	318	329	340	348

Výkonová spotřeba	42 252	44 195	45 817	46 825
Spotřeba materiálu a energie	10 708	11 933	12 371	12 643
Služby	31 544	32 262	33 446	34 182
Přidaná hodnota	16 306	16 911	17 352	17 734
Osobní náklady	7 486	7 651	7 781	7 867
Odpisy dlouhodobého majetku	759	845	836	854
Tržby z prodeje DM	537	0	0	0
Ostatní provozní náklady	1 749	1 826	1 890	1 932
Ostatní provozní výnosy	87	88	91	93
Provozní výsledek hospodaření	6 936	6 677	6 936	7 174
Výnosové úroky	62	64	64	64
Ostatní finanční výnosy	-2 791	-2 922	-3 024	-3 091
Ostatní finanční náklady	-243	-256	-265	-271
Finanční výsledek hospodaření	-2 486	-2 602	-2 695	-2 756
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 045	964	996	1 029
VH za běžnou činnost	3 405	3 111	3 245	3 388
VH za běžnou činnost před zdaněním	4 450	4 075	4 241	4 418

10.1.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

Z plánovaného výkazu zisků a ztrát v tabulce č. 23 je převzat výsledek hospodaření za účetní období. Výše odpisů v jednotlivých letech, stejně tak peněžní toky z investiční činnosti, vychází z plánu dlouhodobého majetku a investic. Úpravy oběžných aktiv vychází z plánů pracovního kapitálu uvedeného v tabulce č. 19. Peněžní toky z finanční činnosti jsou nulové, jelikož oceňovaná společnost nevyužívá, ani nemá v plánu do budoucna využít úročené cizí zdroje. Výplaty podílů na zisku společníkovi společnosti nejsou uvažovány. Celkový peněžní tok je součtem dílčích peněžních toků a jeho přičtením ke stavu peněžních prostředků na počátku roku je získán stav peněžních prostředků na konci období. Konečné stavy peněžních prostředků jsou poté převedeny do oběžného majetku plánované rozvahy.

Tabulka 24 Plánovaný výkaz peněžních toků společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018
<i>Stav peněžních prostředků na počátku</i>	13 234	16 394	20 069

<i>období</i>			
VH za běžnou činnost	3 111	3 245	3 388
Úpravy o nepeněžní operace	845	836	854
Odpisy dlouhodobého majetku	845	836	854
Úpravy pracovního kapitálu	-796	845	880
Změna stavu pohledávek	-1 615	-237	274
Změna stavu krátkodobých závazků	797	1 146	647
Změna stavu zásob	14	-64	-41
Změna stavu časového rozlišení celkem	8	0	0
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	3 160	4 926	5 122
Nabytí dlouhodobého majetku	0	-1 251	-600
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	0	-1 251	-600
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	3 160	3 675	4 522
<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>	16 394	20 069	24 591

10.1.3 Plánovaná rozvaha

Vývoj majetkové struktury vychází z prognózy generátorů hodnoty. Dlouhodobý majetek je zvýšen v roce 2017 (1 251 tis. Kč) a v roce 2018 (600 tis. Kč) jelikož společnost bude investovat do nákupu lešení a nákladního automobilu. Pro zakoupení bude využito vlastních prostředků, společnost v minulosti nevyužila ani v budoucnosti neplánuje využít úročené cizí zdroje. Aktivní časové rozlišení bylo ponecháno na hodnotě roku 2015.

Základní kapitál ani rezervní fond se nebudou měnit, zůstanou na stejné úrovni jako v předchozích letech. Výsledek hospodaření minulých let každoročně roste o hodnotu výsledku hospodaření běžného účetního období z předchozího roku. Společnost nebude vyplácet podíly na zisku. Cizí zdroje společnosti jsou tvořeny pouze krátkodobými závazky, které v jednotlivých letech rostou dle ukazatele doby obrátu uvedeného v prognóze generátorů hodnoty.

Tabulka 25 Plánovaná rozvaha společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	52 951	56 866	61 257	65 291
Dlouhodobý majetek	2 870	2 024	2 439	2 184
Dlouhodobý nehmotný majetek	20	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	2 829	2 004	2 419	2 164
Pozemky	137	137	137	137
Stavby	976	887	802	722
Samostatné movité věci	1 716	980	1 480	1 305
Dlouhodobý finanční majetek	21	20	20	20
Provozně potřebný	0	0	0	0
Provozně nepotřebný	21	20	20	20
Oběžná aktiva	49 984	54 745	58 721	63 010
Zásoby	1 840	1 826	1 890	1 931
Zboží	1 840	1 826	1 890	1 931
Krátkodobé pohledávky	34 910	36 525	36 762	36 488
Z obchodních vztahů	34 910	36 525	36 762	36 488
Krátkodobý finanční majetek	13 234	16 394	20 069	24 591
Provozně potřebný	3 311	3 630	4 088	4 347
Provozně nepotřebný	9 923	12 764	15 981	20 244
Časové rozlišení	97	97	97	97
PASIVA CELKEM	52 951	56 866	61 257	65 291
Vlastní kapitál	44 681	47 792	51 037	54 425
Základní kapitál	2 630	2 630	2 630	2 630
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Fondy ze zisku	263	263	263	263
Rezervní fond	263	263	263	263
Výsledek hospodaření minulých let	38 383	41 788	44 899	48 144
Výsledek hospodaření běžného úč. období	3 405	3 111	3 245	3 388
Cizí zdroje	8 278	9 075	10 220	10 866
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	8 278	9 075	10 220	10 866
Z obchodních vztahů	5 842	6 899	7 981	8 800

K zaměstnancům	384	406	420	429
Ze sociálního zabezpečení	425	203	420	215
Stát – daňové závazky a dotace	895	609	630	429
Dohadné účty pasivní	357	349	349	349
Jiné závazky	375	609	420	644
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0
Časové rozlišení	-8	0	0	0

10.2 Optimistická varianta

Výše uvedené výkazy základní varianty jsou výsledkem strategické analýzy. I přes to, že se jejich plán jeví jako vysoce pravděpodobný, je možné počítat také s variantou optimistickou. Tato varianta se liší položkou ostatní finanční výnosy, která je tvořena skonty za včasné platby od odběratelů. V základní variantě činí ostatní finanční výnosy 4 % z tržeb společnosti, a jelikož se jedná o slevy odběratelům, jsou v záporné výši. V optimistické variantě budu počítat s tím, že společnost poměr těchto výnosů k tržbám sníží o jeden procentní bod na výslednou hodnotu 3 % z tržeb. Tímto krokem se při ocenění zvýší korigovaný provozní výsledek hospodaření, což vyústí v růst volných peněžních toků a tím i samotné hodnoty podniku. Výkazy optimistické varianty jsou uvedeny pouze ve zkráceném členění.

Výkaz zisků a ztrát se od základní varianty liší ve finančním výsledku hospodaření, který je díky nižšímu podílu na tržbách vyšší.

Tabulka 26 Plán výnosů a nákladů společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	2 261	2 279	2 283	2 333
Výkony	56 297	58 827	60 886	62 226
Výkonová spotřeba	42 252	44 195	45 817	46 825
Přidaná hodnota	16 306	16 911	17 352	17 734
Provozní výsledek hospodaření	6 936	6 677	6 936	7 174
Výnosové úroky	62	64	64	64
Ostatní finanční výnosy	-2 791	-2 191	-2 268	-2 318
Ostatní finanční náklady	-243	-256	-265	-271
Finanční výsledek hospodaření	-2 486	-1 871	-1 939	-1 983
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 045	1 103	1 140	1 177

VH za běžnou činnost	3 405	3 703	3 857	4 014
VH za běžnou činnost před zdaněním	4 450	4 806	4 997	5 191

Z výkazu zisků a ztrát je převzat výsledek hospodaření za běžnou činnost. Peněžní tok celkem je tvořen dílčími peněžními toky a stav peněžních prostředků na konci období představuje součet dílčích peněžních toků a počátečního stavu peněžních prostředků.

Tabulka 27 Plánovaný výkaz peněžních toků společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	13 234	16 986	21 274
VH za běžnou činnost	3 703	3 857	4 014
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	3 752	5 539	5 747
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	0	-1 251	-600
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	3 752	4 288	5 147
<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>	16 986	21 274	26 421

V rozvaze se změnila výše oběžných aktiv z důvodu růstu krátkodobého finančního majetku a výše vlastního kapitálu, která porostla díky zvýšení výsledku hospodaření běžného účetního období.

Tabulka 28 Plánovaná rozvaha společnosti (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	52 951	57 458	62 461	67 121
Dlouhodobý majetek	2 870	2 024	2 439	2 184
Dlouhodobý nehmotný majetek	20	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	2 829	2 004	2 419	2 164
Dlouhodobý finanční majetek	21	20	20	20
Provozně potřebný	0	0	0	0
Provozně nepotřebný	21	20	20	20
Oběžná aktiva	49 984	55 337	59 926	64 840
Zásoby	1 840	1 826	1 890	1 931
Krátkodobé pohledávky	34 910	36 525	36 762	36 488

Krátkodobý finanční majetek	13 234	16 986	21 274	26 421
Provozně potřebný	3 311	3 630	4 088	4 347
Provozně nepotřebný	9 923	13 356	17 186	22 074
Časové rozlišení	97	97	97	97
PASIVA CELKEM	52 951	57 458	62 461	67 121
Vlastní kapitál	44 681	48 384	52 241	56 255
Základní kapitál	2 630	2 630	2 630	2 630
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Fondy ze zisku	263	263	263	263
Výsledek hospodaření minulých let	38 383	41 788	45 491	49 348
Výsledek hospodaření běžného úč. období	3 405	3 703	3 857	4 014
Cizí zdroje	8 278	9 075	10 220	10 866
Krátkodobé závazky	8 278	9 075	10 220	10 866
Časové rozlišení	-8	0	0	0

10.3 Finanční analýza plánu

Jednotlivé ukazatele jsou uvedeny v příloze P XIV. Ukazatelé likvidity se pohybují v každém roce plánu nad úrovní doporučených hodnot, což svědčí o finanční stabilitě podniku, na druhou stranu ale také o neefektivním umrtvování finančních prostředků. Díky tomu, že je plánováno se snížením ukazatele doby obratu pohledávek, tak hodnota běžné a pohotové likvidity mírně klesá. Rentabilita vlastního kapitálu u základní varianty dosahuje každoročně více než 6 %, její hodnota mírně klesá z důvodu kumulace výsledků hospodaření za účetní období v nerozděleném zisku minulých let. U optimistické varianty dosahuje každoročně více než 7 %. Ukazatele zadluženosti v jednotlivých letech mírně rostou, jelikož jsou plánovány vyšší doby obratu závazků. I přes mírné zvýšení celková zadluženost stále činí méně než 20 %.

Z výsledků strategické a finanční analýzy společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. vyplývá naplnění předpokladu neomezeného trvání společnosti, který je hlavní podmínkou pro využití výnosových metod ocenění.

11 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ

Poté, co jsou k dispozici výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu je možné přistoupit k samotnému ocenění společnosti. Nejdříve stanovím náklady na vlastní kapitál, kterými budu diskontovat očekávané výnosy na současnou hodnotu. Následně vymezím provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření. Poté stanovím hodnotu podniku metodou diskontovaných peněžních toků, kapitalizovaných čistých výnosů a metodou ekonomické přidané hodnoty. Výsledná hodnota vlastního kapitálu bude vždy stanovena pro základní a optimistickou variantu. Nakonec bude vypracována analýza citlivosti hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu o jeden procentní bod.

11.1 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Obecně platí, že náklady vlastního kapitálu jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí. Především riziko vlastníka je vyšší než riziko věřitele, jelikož vlastník vkládá prostředky na neomezenou dobu a jeho výnos není zaručen. V následujícím textu budou použity dva základní modely nákladů na vlastní kapitál, a to model oceňování kapitálových aktiv a modely stavebnicové.

11.1.1 Model oceňování kapitálových aktiv - CAPM

Pro výpočet této metody je nezbytné určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii trhu a stanovit koeficient beta. Dále je nutné náklady vlastního kapitálu zvýšit o specifické riziko, které jsem zvolil ve výši 1,5 % z důvodu vysoké závislosti podniku na dvou odběratelích.

- Bezriziková úroková míra je stanovena na základě výnosnosti desetiletých státních dluhopisů poskytované ČNB k lednu roku 2016 a činí 0,62 %. (Česká národní banka, © 2016, ARAD – systém časových řad)
- Celková riziková premie dle Damodarana činí 8,1 % a je součtem rizikové premie, která činí 7,05 % dle ratingu České republiky A1 a rizikové přirážky země, která je stanovena ve výši 1,05 %. (Damodaran, 2016, Country Default Spreads and Risk Premiums)
- Pro vymezení koeficientu β byly využity tři metody
 - Znalost beta koeficientu odvětví při nulovém zadlužení,

- stanovení beta koeficientu na základě obchodního a finančního rizika,
- expertní stanovení beta koeficientu.

11.1.1.1 Znalost beta koeficientu odvětví při nulovém zadlužení

Jelikož společnost KKS-SERVIS nepatří mezi veřejné obchodované společnosti je použita metoda CAPM s náhradními odhady koeficientu beta. Damodaran uvádí výši nezadlužené β v kategorii „homebuilding“ **1,12**, což znamená, že individuální akcie má vyšší než průměrné systematické riziko. Následující tabulka obsahuje výpočet nákladů na vlastní kapitál. (Damodaran, 2016, Betas by Sector)

Tabulka 29 Metoda CAPM s náhradními odhady beta koeficientu (vlastní zpracování dle EVALENTU)

	2016	2017	2018
R_f (%)	0,62	1	1
β nezadlužená	1,12	1,12	1,12
Riziková prémie (%)	8,1	8,1	8,1
Prémie za specifické riziko (%)	1,5	1,5	1,5
N_{VK} (%)	11,19	11,57	11,57
Průměr N_{VK} (%)	11,44		

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

11.1.1.2 Beta koeficient s využitím obchodního a finančního rizika

Druhou metodou je vymezení obchodního a finančního rizika. V této metodě je k hodnotě beta koeficientu „průměrné“ společnosti ve výši 1 přičteno systematické obchodní riziko. To v případě oceňované společnosti činí 0,5 z důvodu vyšší citlivosti na konjunkturu a menší velikosti podniku. Naopak z důvodu nulových úročených cizích zdrojů je koeficient redukován ve výši 0,2 v obou fázích. Výsledná hodnota koeficientů beta druhým způsobem činí **1,3**.

Tabulka 30 Beta koeficient s využitím obchodního a finančního rizika (vlastní zpracování dle EVALENTU)

Položka	
R _f (%)	0,62
Riziková prémie (%)	8,1
Prémie za specifické riziko (%)	1,5
Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	5
Korekce na základě obchodního rizika	0,5
Korekce na základě finančního rizika fáze I	-0,2
Korekce na základě finančního rizika fáze II	-0,2
β fáze I	1,3
β fáze II	1,3
N _{VK} fáze I (%)	12,65
N _{VK} fáze II (%)	12,65
Průměr N_{VK} (%)	12,65

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

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

11.1.1.3 Expertní stanovení beta koeficientu

Poslední metodou je expertní stanovení koeficientu beta, které využívá jednotlivá kritéria popsaná v příloze P XV. S využitím programu EVALENT byla vypočítána hodnota koeficientu beta **1,13**. Beta koeficient zahrnuje na rozdíl od předešlých metod nejen systematické, ale i specifické riziko.

Tabulka 31 Náklady na vlastní kapitál s využitím expertního stanovení beta koeficientu (vlastní zpracování dle EVALENTU)

Položka	
R _f (%)	0,62
Riziková prémie (%)	8,1
β koeficient	1,13
N_{VK} (%)	9,77

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

11.1.2 Stavebnicové modely

11.1.2.1 Model INFA

Stanovení nákladů vlastního kapitálu pomocí tohoto modelu je součástí přístupu uplatňovaného Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Náklady vlastního kapitálu se stanovují jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové prémie. Rizikovou prémie tvoří čtyři složky, jejichž hodnoty se určují na základě poměrových ukazatelů. Riziková prémie zahrnuje jak systematické, tak specifické riziko.

Prémie za likviditu se stanovuje na základě velikosti vlastního kapitálu podniku. Oceňovaná společnost má vlastní kapitál nižší než 100 000 tis. Kč a z toho důvodu činí prémie za likviditu 5 %. Prémie za podnikatelské riziko se určuje dle ukazatele rentability aktiv, který se srovnává s odvětvím. Pokud ukazatele rentability aktiv oceňované společnosti převyšují hodnotu tohoto ukazatele za celé odvětví, je prémie za podnikatelské riziko nulová. Prémie za riziko z finanční nestability je hodnoceno dle ukazatele běžné likvidity, a jelikož je tento ukazatel vyšší, než 1,5 je tato prémie nulová. Prémie za riziko z finanční struktury je také nulová z důvodu financování pouze z vlastních zdrojů. V následující tabulce jsou vypočteny hodnoty nákladů na vlastní kapitál v jednotlivých letech minulého období, starší hodnoty mají přidělenou nižší váhu než novější. Výsledkem je vážený průměr nákladů na vlastní kapitál v minulých letech.

Tabulka 32 Stanovení nákladů na vlastní kapitál dle modelu INFA (vlastní zpracování dle EVALENTU)

	2011	2012	2013	2014	2015
R_f (%)	3,70	1,92	2,20	0,67	0,49
$R_{\text{likvidity}}$ (%)	5	5	5	5	5
$R_{\text{podnikatelské}}$ (%)	0	0	5,20	2,12	0
$R_{\text{finanční stability}}$ (%)	0	0	0	0	0
$R_{\text{finanční struktury}}$ (%)	0	0	0	0	0
N_{VK} (%)	8,70	6,92	12,40	7,79	5,49
váha	1	2	3	4	5
Průměr N_{VK} (%)	7,89				

11.1.2.2 Komplexní stavebnicová metoda I

Tato metoda stanovuje riziko oceňované firmy na základě 28 faktorů, které jsou rozděleny do dvou skupin, a to na faktory obchodního rizika a faktory finančního rizika. Celková riziková přírážka je poté přičtena k bezrizikové úrokové míře.

Nejdříve zjistím hodnotu koeficientu a :

$$a = \sqrt[4]{\frac{30}{0,62}} = 2,637$$

Hodnota 30 představuje maximální náklady vlastního kapitálu a 0,62 je bezriziková úroková míra. Čtvrtá odmocnina je zvolena z důvodu čtyř stupňů rizika. Následující tabulka obsahuje výpočet rizikové přírážky pro jeden faktor. N je 28 faktorů a r_f je bezriziková úroková míra.

Tabulka 33 Stanovení rizikové přírážky (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 242)

X – stupeň rizika	a^x	$z = (a^x - 1)$	RP pro jeden faktor ($z * r_f/n$)
1 nízké riziko	2,637	1,637	0,036 %
2 přiměřené riziko	6,954	5,954	0,132 %
3 zvýšené riziko	18,337	17,337	0,384 %
4 vysoké riziko	48,355	47,355	1,049 %

Podrobnější analýza jednotlivých faktorů je obsahem přílohy P XVI. Následující tabulka obsahuje již výsledky rizikových přírážek, které jsou přičteny k bezrizikové úrokové míře. Výsledkem toho, jsou náklady na vlastní kapitál dle komplexní stavebnicové metody I. Z obchodního rizika vyplývá největší riziko z oboru podnikání a z konkurence. Finanční riziko je nízké, z důvodu vysokých hodnot likvidity a financování pouze vlastním úročeným kapitálem.

Tabulka 34 Stanovení nákladů na vlastní kapitál dle rizikových přírážek (vlastní zpracování dle Mařika, 2011a, s. 250)

Riziko	Nízké	Přiměřené	Zvýšené	Vysoké	Riziková přírážka
OBCHODNÍ RIZIKO	4x	10x	7x	2x	6,25 %
I. Riziko oboru		1x	2x	1x	1,949 %
II. Riziko trhu	1 x	2x			0,3 %
III. Riziko konkurence		3x	2x	1x	2,213 %
IV. Management	2 x		1x		0,456 %
V. Výrobní proces		3x			0,396 %
VI. Specifické faktory	1x	1x	2x		0,936 %
FINANČNÍ RIZIKO	3x	1x	1x		0,624 %
Riziková přírážka celkem					6,87 %
R_f					0,62 %
N_{VK}					7,49 %

11.1.3 Vážené průměrné náklady na vlastní kapitál

Cílem diplomové práce je zjistit tržní hodnotu oceňované společnosti, z toho důvodu bude zvolena nejvyšší váha pro metodu CAPM s náhradními odhady beta, která je odvozena z tržních dat, konkrétně jsem přidělil váhu v hodnotě 3. Metodě stanovení koeficientu beta na základě obchodního a finančního rizika a expertnímu stanovení koeficientu beta byly přiděleny váhy v hodnotě 2, z důvodu vyššího zapojení subjektivního názoru oceňovatele. Metodám stavebnicovým jsou přiděleny váhy ve výši 1, jelikož jsou vhodnější pro subjektivní (investiční) stanovení hodnoty.

Tabulka 35 Průměrné náklady na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

Položka	Váha	N_{VK} (%)
CAPM náhradní odhady β koeficientu	3	11,44
β – obchodní a finanční riziko	2	12,65
β – expertní odhad	2	9,77
INFA	1	7,89
Komplexní stavebnicová metoda I	1	7,49
Průměr N_{VK}		10,5

11.2 Vymezení investovaného kapitálu a korigovaného výsledku hospodaření

Dalším krokem je vymezení provozně nutného majetku. Jedná se o majetek, který přímo souvisí s hlavní podnikatelskou činností. Z dlouhodobého majetku byl vyloučen dlouhodobý finanční majetek, konkrétně ostatní dlouhodobé půjčky, které nesouvisí s hlavní činností podniku. Výše pracovního kapitálu provozně nutného byla převzata z prognózy generátorů hodnoty. Provozně nutný investovaný kapitál je poté součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu a jeho výše je stejná jak pro základní, tak pro optimistickou variantu, ve které byly sníženy skonta poskytnuté odběratelům za včasné platby.

Tabulka 36 Provozně nutný investovaný kapitál základní i optimistické varianty
(vlastní zpracování)

(v %)	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	2 870	2 024	2 439	2 184
-DFM	21	20	20	20
DM provozně nutný	2 849	2 004	2 419	2 164
Zásoby	1 840	1 826	1 890	1 931
Kr. pohledávky	34 910	36 525	36 762	36 488
KFM	3 311	3 630	4 088	4 347
Časové rozlišení aktivní	97	97	97	97
-Kr. závazky	8 278	9 075	10 220	10 866
-Časové rozlišení pasivní	-8	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	31 888	33 003	32 617	31 997
Provozně nutný investovaný kapitál	34 737	35 007	35 036	34 161

Dále je nutné určit korigovaný provozní výsledek hospodaření. Provozní výsledek hospodaření je navýšen o ostatní finanční výnosy, které jsou záporné z důvodu poskytnutí skont za včasné platby odběratelům a naopak ponížen o záporné ostatní finanční náklady z důvodu poskytnutí skont od dodavatelů.

Tabulka 37 Korigovaný provozní výsledek hospodaření základní varianty (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Provozní výsledek hospodaření	6 936	6 677	6 936	7 174
-tržby z prodeje DM	537	0	0	0
+ ostatní finanční výnosy	-2 791	-2 922	-3 024	-3 091
-ostatní finanční náklady	-243	-256	-265	-271
Korigovaný provozní VH – základní varianta	3 851	4 011	4 177	4 354

Korigovaný výsledek hospodaření optimistické varianty je vyšší, než u varianty základní z důvodu snížení záporných ostatních finančních výnosů o jeden procentní bod, které jsou tvořeny skonty odběratelům za včasné platby.

Tabulka 38 Korigovaný provozní výsledek hospodaření optimistické varianty (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Provozní výsledek hospodaření	6 936	6 677	6 936	7 174
-tržby z prodeje DM	537	0	0	0
+ ostatní finanční výnosy	-2 791	-2 191	-2 268	-2 318
-ostatní finanční náklady	-243	-256	-265	-271
Korigovaný provozní VH – optimistická varianta	3 851	4 742	4 933	5 127

11.3 Metoda DCF

11.3.1 DCF entity – základní varianta

Výpočet této metody probíhá ve dvou krocích. Nejprve se vychází z peněžních toků určených jak pro vlastníky tak věřitele, jejichž diskontováním je získána hodnota podniku jako celku, tedy hodnota brutto. Od této hodnoty je odečtena hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění a výsledkem je hodnota vlastního kapitálu, tedy hodnota netto. Budoucnost bude rozdělena na dvě fáze, přičemž první fázi představují roky 2016 – 2018 (doba, po kterou je sestaven finanční plán) a druhá fáze začíná rokem 2019.

Následující tabulka zobrazuje výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele.

Tabulka 39 Výpočet volných peněžních toků a hodnoty první fáze (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 170)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018
Korigovaný provozní VH	4 011	4 177	4 354
-daň z příjmů (KPVH * daňová sazba)	762	794	827
Korigovaný provozní VH po dani	3 249	3 383	3 527
+ Odpisy	845	836	854
= Předběžný peněžní tok z provozu	4 094	4 219	4 381
-Investice do pracovního kapitálu	1 115	-386	-620
-Investice do pořízení dlouhodobého majetku (brutto)	0	1 251	600
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	2 979	3 354	4 401
$(1+i_k)^t$	1,105	1,2210	1,3492
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	2 696	2 747	3 262
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016	8 705		

Volné peněžní toky jsou diskontovány průměrnými váženými náklady na kapitál, které odpovídají pouze nákladům na vlastní kapitál, z toho důvodu, že společnost nevyužívá úročené cizí zdroje. Diskontováním FCFF v jednotlivých letech plánu a jejich sečtením získáme hodnotu 1. fáze k 1. 1. 2016.

$$H_{1.fáze} = \frac{2\,979}{1,105} + \frac{3\,354}{1,2210} + \frac{4\,401}{1,3492} = 8\,705 \text{ tis. Kč}$$

2. fáze, resp. pokračující hodnota lze stanovit na základě Gordonova nebo parametrického vzorce.

Gordonův vzorec

Pro Gordonův vzorec je nezbytné určit tempo růstu (g). Tempo růstu tržeb první fáze, které je výsledkem strategické analýzy činí v průměru 3,4 %. Po konzultaci s managementem společnosti bude pro pokračující hodnotu zvoleno tempo růstu ve výši 3 %, což kopíruje také vývoj indexu stavební produkce. Pro výpočet je nutné určit korigovaný VH po zdanění v roce 2019 tak, že minulý KPVH po dani zvýším o tempo růstu g . Poté byly stanoveny čisté investice roku 2019 pomocí provozně nutného investovaného kapitálu roku 2018 s ohledem na tempo růstu.

$$KPVH_{2019} = KPVH_{2018} * (1 + g) = 3\,527 * 1,03 = 3\,633 \text{ tis. Kč}$$

$$Investice_{netto\ 2019} = K_{2018} * g = 34\,161 * 0,03 = 1\,025 \text{ tis. Kč}$$

$$FCFF_{2019} = KPVH_{2019} - Investice_{netto\ 2019} = 3\,633 - 1\,025 = 2\,608 \text{ tis. Kč}$$

Rozdílem mezi $KPVH_{2019}$ a $investicemi_{netto\ 2019}$ jsou získané volné peněžní toky pro první rok druhé fáze, které jsou následně diskontovány průměrnými váženými náklady, které odpovídají hodnotě konce roku 2018. Výsledkem je výše 2. fáze, resp. pokračující hodnoty.

$$PH = \frac{FCFF_{2019}}{(i_k - g)} = \frac{2\,608}{0,105 - 0,03} = 34\,773 \text{ tis. Kč}$$

Parametrický vzorec

Je další možností jak spočítat pokračující hodnotu. Pracuje s tempem růstu korigovaného VH po zdanění a rentabilitou čistých investic do provozně nutného DM a pracovního kapitálu. Korigovaný VH pro rok 2019 je již spočítán z Gordonova vzorce. K tomu, abychom vypočítali rentabilitu čistých investic, je nutné zjistit míru investic (m_i). Diskontní míra je na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál ve výši 10,5 %.

$$KPVH_{2019} = 3\,633 \text{ tis. Kč}$$

$$Investice_{netto\ 2019} = 1\,025 \text{ tis. Kč}$$

$$m_i = \frac{Investice_{netto\ 2019}}{KPVH_{2019}} = \frac{1\,025}{3\,633} = 28,21 \%$$

$$r_i = \frac{g}{m_i} = \frac{0,03}{0,2821} = 10,63 \%$$

$$PH = \frac{KPVH_{2019} * (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g} = \frac{3\,633 * (1 - \frac{0,03}{0,1063})}{0,105 - 0,03} = 34\,773 \text{ tis. Kč}$$

Jak Gordonův tak parametrický vzorec dochází ke stejným výsledkům pokračující hodnoty. Výhodou parametrického vzorce je fakt, že poukazuje na to, zda podnik tvoří hodnotu nebo ne. Aby podnik tvořil hodnotu, musí být rentabilita investic vyšší než náklady na kapitál.

Následující tabulka shrnuje výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity. Hodnota podniku brutto je součtem první a druhé fáze. K této hodnotě je přičtena hodnota neprovozních

aktiv k 31. 12. 2015, kterou tvoří přebytečná likvidita a dlouhodobý finanční majetek a výsledkem je hodnota vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2016.

Tabulka 40 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 205)

Položka v tis. Kč	
Současná hodnota 1. fáze	8 705
Současná hodnota 2. fáze (PH / 1,105) ³	25 772
Hodnota podniku brutto	34 477
-hodnota úročeného cizího kapitálu	0
Hodnota podniku netto	34 477
+hodnota neprovozních aktiv	9 944
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2016	44 421

11.3.2 DCF entity – optimistická varianta

Optimistická varianta se liší ve výši korigovaného výsledku hospodaření, který se promítá ve volných peněžních tocích. Jejich diskontováním průměrnými váženými náklady na kapitál, které odpovídají u oceňované společnosti nákladům na vlastní kapitál je získána hodnota první fáze společnosti.

Tabulka 41 Výpočet volných peněžních toků a hodnoty první fáze (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 170)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018
Korigovaný provozní VH	4 742	4 933	5 127
-daň z příjmů (KPVH * daňová sazba)	901	937	974
Korigovaný provozní VH po dani	3 841	3 996	4 153
+ Odpisy	845	836	854
= Předběžný peněžní tok z provozu	4 686	4 832	5 007
-Investice do pracovního kapitálu	1 115	-386	-620
-Investice do pořízení dlouhodobého majetku (brutto)	0	1 251	600
Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	3 571	3 967	5 027
$(1+i_k)^t$	1,105	1,2210	1,3492
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	3 232	3 249	3 726
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016	10 207		

$$H_{1.f\acute{a}ze} = \frac{3\,571}{1,105} + \frac{3\,967}{1,2210} + \frac{5\,027}{1,3492} = 10\,207 \text{ tis. K}\check{c}$$

Hodnotu druhé fáze lze vypočítat stejně jako v případě základní varianty s využitím Gordonova, nebo parametrického vzorce a výsledky by měli vyjít shodně. Využijí parametrického vzorce, který poukazuje na to, zda podnik tvoří hodnotu nebo ne. Tempo růstu (g) je zvoleno stejně jako v základní variantě ve výši 3 %.

$$KPVH_{2019} = KPVH_{2018} * (1 + g) = 4\,153 * 1,03 = 4\,278 \text{ tis. K}\check{c}$$

$$Investice_{netto\ 2019} = K_{2018} * g = 34\,161 * 0,03 = 1\,025 \text{ tis. K}\check{c}$$

$$m_i = \frac{Investice_{netto\ 2019}}{KPVH_{2019}} = \frac{1\,025}{4\,278} = 24\%$$

$$r_i = \frac{g}{m_i} = \frac{0,03}{0,24} = 12,5\%$$

$$PH = \frac{KPVH_{2019} * (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g} = \frac{4\,278 * (1 - \frac{0,03}{0,125})}{0,105 - 0,03} = 43\,350 \text{ tis. K}\check{c}$$

Následující tabulka shrnuje výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity. Hodnota podniku brutto je součtem první a druhé fáze. K této hodnotě je přičtena hodnota neprovozních aktiv k 31. 12. 2015, kterou tvoří přebytečná likvidita a dlouhodobý finanční majetek a výsledkem je hodnota vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2016. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti je téměř o 8 000 tis. Kč vyšší, než u základní varianty. Snížení záporných ostatních finančních výnosů o jeden procentní bod k tržbám vyvolalo vysokou změnu hodnoty vlastního kapitálu.

Tabulka 42 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 205)

Položka v tis. Kč	
Současná hodnota 1. fáze	10 207
Současná hodnota 2. fáze (PH / 1,105) ³	32 129
Hodnota podniku brutto	42 336
-hodnota úročeného cizího kapitálu	0
Hodnota podniku netto	42 336
+hodnota neprovozních aktiv	9 944
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2016	52 280

11.3.3 DCF equity – základní varianta

DCF equity se od metody entity liší ve výpočtu volného peněžního toku a ve výši diskontní míry. V případě oceňované společnosti se volné peněžní toky dle metody entity i equity rovnají, jelikož společnost nevyužívá úročený cizí kapitál. Z tohoto důvodu je také diskontní míra u obou metod stanovena ve výši nákladů na vlastní kapitál, tudíž také diskontní míra se u obou metod rovná. Pro pokračující hodnotu lze opět zvolit buď Gordonův, nebo parametrický vzorec.

Na základě těchto poznatků shrnuje následující tabulka výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF equity.

Tabulka 43 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018
FCF na úrovni entity (FCFF)	2 979	3 354	4 401
-úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít	0	0	0
-splátky úročeného cizího kapitálu	0	0	0
+nově přijatý úročený cizí kapitál	0	0	0
=FCF na úrovni equity (FCFE)	2 979	3 354	4 401
$(1+i_k)^t$	1,105	1,2210	1,3492
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	2 696	2 747	3 262
Současná hodnota 1. fáze	8 705		
Současná hodnota 2. fáze $(PH / 1,105)^3$	25 772		
Hodnota podniku netto	34 477		
+hodnota neprovozních aktiv	9 944		
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2016	44 421		

11.3.4 DCF equity – optimistická varianta

V případě optimistické varianty se opět liší výše volných peněžních toků. Stejně jako v případě základní varianty vychází metoda DCF equity ve stejné výši jako entity, z toho důvodu, že společnost nevyužívá úročené cizí zdroje a diskontní míra je pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Hodnota druhé fáze je převzata z parametrického vzorce.

Tabulka 44 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018
FCF na úrovni entity (FCFF)	3 571	3 967	5 027
-úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít	0	0	0
-splátky úročeného cizího kapitálu	0	0	0
+nově přijatý úročený cizí kapitál	0	0	0
=FCF na úrovni equity (FCFE)	3 571	3 967	5 027
$(1+i_k)^t$	1,105	1,2210	1,3492
Diskontované FCFF k 1. 1. 2016	3 232	3 249	3 726
Současná hodnota 1. fáze	10 207		
Současná hodnota 2. fáze $(PH / 1,105)^3$	32 129		
Hodnota podniku netto	42 336		
+hodnota neprovozních aktiv	9 944		
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2016	52 280		

11.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Základem paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů je výnosový potenciál k datu ocenění. To znamená, že vychází z minulé výkonnosti podniku a budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu. Metoda je jistou formou odhadu dolní hranice výnosové hodnoty a je vhodná k objektivizovanému ocenění. Ocenění probíhá z trvale odnímatelného čistého výnosu, který vychází z upraveného výkazu zisků a ztrát.

Korekce výsledku hospodaření před zdaněním spočívá ve vyloučení odpisů, mimořádného výsledku hospodaření, tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a zůstatkové ceny prodaného majetku. Výsledkem těchto úprav je tzv. upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy. Takto upravené výsledky hospodaření je nutné přepočítat na cenovou úroveň roku, ke kterému se vztahuje ocenění. Následně jsou těmto upraveným výsledkům přiděleny váhy, přičemž nejstarší rok nese váhu nejnižší.

Tabulka 45 Úprava výsledku hospodaření pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 277)

(v tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
VH před zdaněním	1 922	3 030	316	731	4 450

+odpisy	932	674	544	549	759
-mimořádný VH	0	0	0	455	0
-tržby z prodeje DM	0	47	0	0	537
+zůstatková cena prodaného DM	0	116	0	0	0
Upravený VH před odpisy	2 854	3 773	860	825	4 672
Cenový index řetězový	1,019	1,033	1,014	1,004	1,003
UVH upravený o inflaci	3 010	3 853	866	828	4 672
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci * váhy	3 010	7 706	2 598	3 312	23 360

Takto upravený výsledek hospodaření slouží pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu, který je vypočten jako vážený průměr z minulých upravených výsledků hospodaření. Následně jsou odečteny odpisy z reprodukčních cen, které byly stanoveny po dohodě s managementem podniku. Daňovým základem není přímo odnímatelný čistý výnos z důvodu odpisů z reprodukčních cen, ale základ, který odráží odpisy roku 2015. Po zdanění je vypočítána hodnota podniku netto, která je podílem trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a úrokové míry ve výši 10,5 % snížené o odhad dlouhodobé inflace ve výši 2 % dle inflačního cíle ČNB. Přičtením hodnoty neprovozních aktiv k hodnotě podniku netto je získán odhad hodnoty vlastního kapitálu podniku.

Tabulka 46 Výpočet hodnoty podniku paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 277)

Položka v tis. Kč	
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (39 986 / 15)	2 666
Odpisy z reprodukčních cen	650
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	2 016
Daňový základ	1 907
Daň (19%)	362
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	1 654
Hodnota podniku netto	20 547
+hodnota neprovozních aktiv	9 944
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2016	30 491

11.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty

11.5.1 EVA – základní varianta

Ekonomická přidaná hodnota pracuje s čistým operativním ziskem (NOPAT), operativními aktivy (NOA) a diskontní mírou na úrovni WACC.

Při použití metody DCF a metody EVA by měla dle Lückeho teorému vyjít stejná hodnota podniku v případě, že jsou dodrženy tři zásady:

- $KPVH = NOPAT$,
- provozně nutný investovaný kapitál se rovná veličině NOA v metodě EVA,
- jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu u obou metod.

V případě oceňované společnosti korigovaný výsledek hospodaření odpovídá hodnotě NOPAT, NOA představují provozně nutný investovaný kapitál a průměrné vážené náklady na kapitál u obou metod odpovídají nákladům na vlastní kapitál.

Tabulka 47 Výpočet první fáze metodou EVA (vlastní zpracování dle Mařika, 2011a, s. 301)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
NOPAT	3 119	3 249	3 383	3 527
NOA	34 737	35 007	35 036	34 161
WACC	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %
WACC * NOA_{T-1}		3 647	3 675	3 678
EVA		-398	-292	-151
(1+WACC)^t		1,105	1,2210	1,3492
Diskontovaná EVA		-360	-239	-111
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016		-710		

Pokračující hodnota je stanovena na základě budoucí hodnoty ukazatele EVA v roce 2019.

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - NOA_{2018} * WACC$$

$$EVA_{2019} = 3 527 * 1,03 - 34 161 * 0,105 = 46 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{46}{0,105 - 0,03} = 613 \text{ tis. Kč}$$

Ukazatel tržní přidané hodnoty (MVA) je součtem současných hodnot první a druhé fáze. Po přičtení pracovního kapitálu vzniká hodnota podniku brutto, od které se odečítá úročený cizí kapitál. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je součtem hodnot podniku netto a neprovozních aktiv.

Tabulka 48 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 302)

Položka v tis. Kč	
Současná hodnota 1. fáze	-710
Současná hodnota 2. fáze (PH / 1,105) ³	450
MVA	-260
NOA k datu ocenění	34 737
Hodnota podniku brutto	34 477
-hodnota úročeného cizího kapitálu	0
Hodnota podniku netto	34 477
+hodnota neprovozních aktiv	9 944
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2016	44 421

11.5.2 EVA – optimistická varianta

Díky vyššímu ukazateli NOPAT, který odpovídá korigovanému výsledku hospodaření, vychází v jednotlivých letech plánu kladná ekonomická přidaná hodnota.

Tabulka 49 Výpočet první fáze metodou EVA (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 301)

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
NOPAT	3 119	3 841	3 996	4 153
NOA	34 737	35 007	35 036	34 161
WACC	10,5 %	10,5 %	10,5 %	10,5 %
WACC * NOA_{T-1}		3 647	3 675	3 678
EVA		194	321	475
(1+WACC)^t		1,105	1,2210	1,3492
Diskontovaná EVA		175	263	352
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2016			790	

Pokračující hodnota je stanovena na základě budoucí hodnoty ukazatele EVA v roce 2019.

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - NOA_{2018} * WACC$$

$$EVA_{2019} = 4\,153 * 1,03 - 34\,161 * 0,105 = 690 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{690}{0,105 - 0,03} = 9\,200 \text{ tis. Kč}$$

Tržní přidaná hodnota je součtem první a druhé fáze hodnoty podniku. Čistá operativní aktiva zůstávají ve stejné výši jako u základní varianty. Hodnota podniku netto se rovná hodnotě brutto z důvodu nevyužívání úročených cizích zdrojů a výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku odpovídá metodě DCF entity i equity.

Tabulka 50 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA (vlastní zpracování dle Maříka, 2011a, s. 302)

Položka v tis. Kč	
Současná hodnota 1. fáze	790
Současná hodnota 2. fáze (PH / 1,105) ³	6 809
MVA	7 599
NOA k datu ocenění	34 737
Hodnota podniku brutto	42 336
-hodnota úročeného cizího kapitálu	0
Hodnota podniku netto	42 336
+hodnota neprovozních aktiv	9 944
Hodnota VK podniku k 1. 1. 2016	52 280

11.6 Shrnutí výsledků ocenění

V praxi se uznává zásada, že při ocenění podniku je třeba použít minimálně dvě metody ocenění. Cílem diplomové práce bylo zjistit hodnotu podniku s využitím výnosových metod ocenění, proto ke stanovení hodnoty byla využita metoda diskontovaného peněžního toku ve formě entity i equity, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda ekonomické přidané hodnoty. Metoda DCF entity a ekonomická přidaná hodnota poskytují stejné výsledky jako metoda DCF equity z toho důvodu, že podnik nevyužívá úročený cizí kapitál. Tyto tři metody tedy poskytly stejný výsledek hodnoty vlastního kapitálu k 1. 1. 2016

společnosti KKS-SERIVS, spol. s r.o. ve výši **44 400 tis. Kč** v případě základní varianty po zaokrouhlení.

Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů je vhodná tam, kde je obtížné odhadnout budoucí vývoj, ale přitom lze předpokládat, že podnik bude dosahovat minimálně dosažitelných výnosů. Poskytuje doplňující informace o dolní hranici výnosového ocenění, které odráží pouze současný výnosový potenciál. Hodnota vlastního kapitálu dle této metody činí **30 500 tis. Kč** po zaokrouhlení. Jak společnost CEEC Research tak management podniku očekávají v letech první fáze růst výkonnosti a tím i tržeb podniku. Z vnitřního potenciálu společnosti vyplynula mírná převaha nad konkurencí a možný mírný růst tržního podílu. Na základě těchto skutečností se přikláním k hodnotě společnosti dle metod DCF a EVA ve výši 44 400 tis. Kč.

Pro srovnání byla hodnota společnosti zjištěna také pro optimistickou variantu, kdy byla snížena velikost záporného finančního výsledku hospodaření o jeden procentní bod ze čtyř procent k tržbám na procenta tři. Tento finanční výsledek hospodaření, resp. ostatní finanční výnosy jsou tvořeny skonty odběratelům za včasné platby. Snížení skont o jeden procentní bod k tržbám vyvolalo růst hodnoty vlastního kapitálu podniku na **52 300 tis. Kč** po zaokrouhlení.

11.7 Analýza citlivosti

Dle Maříka je vhodné doplnit ocenění o analýzu citlivosti resp. uvést, jaká hodnota by vyšla, pokud by se změnila diskontní míra a tempo růstu o jeden procentní bod.

Hodnota oceňované společnosti je více závislá na změnu diskontní míry, než na změnu tempa růstu. Nejvyšší změna hodnoty základní varianty nastane, pokud se sníží diskontní míra o jeden procentní bod. V takovém případě vzroste hodnota společnosti o 11,2 %. Naopak nejnižší změna hodnoty nastane, když se sníží tempo růstu o jeden procentní bod. Hodnota společnosti poklesne o 0,8 %.

Tabulka 51 Analýza citlivosti hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu (vlastní zpracování)

	Diskontní míra			Tempo růstu		
	-1 %	Základní	+1 %	-1 %	Základní	+1 %
DCFF, DCFE, EVA Základní varianta	9,5 %	10,5 %	11,5 %	2 %	3 %	4 %
	49 374	44 421	40 622	44 066	44 421	44 897
	11,2 %	-	-8,6 %	-0,8 %	-	1,1 %
DCFF, DCFE, EVA Optimistická varianta	9,5 %	10,5%	11,5 %	2 %	3 %	4 %
	58 441	52 280	47 561	51 132	52 280	53 823
	11,8 %	-	-9 %	-2,2 %	-	3 %
KČV	7,5 %	8,5 %	9,5 %	-	-	-
	31 997	30 491	27 355	-	-	-
	4,9 %	-	-10,3 %	-	-	-

ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo zjistit tržní hodnotu společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. s využitím výnosových metod oceňování k datu 1. 1. 2016. K tomu, aby byla zjištěna hodnota oceňované společnosti, bylo nezbytné naplnit dílčí cíle. Jedním z dílčích cílů byla strategická analýza, která analyzovala okolí a vnitřní potenciál podniku. K analýze okolí byla využita PEST analýza, dle které roste výkonnost ekonomiky a klesá nezaměstnanost. Spolu s růstem ekonomiky souvisí také růst indexu stavební produkce, s jehož pomocí byl na základě regresní analýzy prognózován relevantní trh. Cílem analýzy vnitřního potenciálu bylo odhadnout vývoj tržních podílů společnosti do budoucna. Zde byla zkoumána konkurenční síla společnosti, ze které vyplynula mírná převaha nad hlavní konkurencí. Na základě této skutečnosti byl budoucí tržní podíl mírně navýšen. Poté, co byla vyhotovena prognóza relevantního trhu a tržního podílu, bylo možné stanovit budoucí tržby podniku.

Na strategickou analýzu navazuje finanční analýza, kde byla společnost porovnána s odvětvím. Dle ukazatele čistého pracovního kapitálu podnik operuje s dostatečným finančním polštářem a nemá problém s likviditou. Podnik nevyužívá žádnou formu úročených cizích zdrojů a je finančně stabilní. Z výsledků strategické a finanční analýzy společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o. vyplývá naplnění předpokladu neomezeného trvání společnosti, který je hlavní podmínkou pro využití výnosových metod ocenění.

Na analytickou část diplomové práce navazuje část projektová, ve které byl sestaven finanční plán pro základní a optimistickou variantu ve formě výkazu zisků a ztrát, rozvahy a výkazu peněžních toků. Většina položek finančního plánu vychází z již naplánovaných generátorů hodnoty, což jsou základní veličiny, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.

Poté, co byly k dispozici výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu, bylo možné přistoupit k samotnému ocenění společnosti. K využití výnosových metod oceňování, bylo nezbytné stanovit diskontní míru, která má velký vliv na výslednou hodnotu podniku, jak na závěr diplomové práce ukázala analýza citlivosti hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu o jeden procentní bod. Diskontní míra, která v sobě odráží faktor času a rizika byla stanovena pouze na úrovni nákladů na vlastní kapitál, jelikož oceňovaná společnost nevyužívá úročené cizí zdroje. Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál byl využit model oceňování kapitálových aktiv a modely stavebnicové. Model oceňování kapitálových aktiv je vhodný pro tržní ocenění a z toho důvodu mu byla přiřazena

vyšší váha než modelům stavebnicovým. Celkové náklady na vlastní kapitál byly stanoveny ve výši 10,5 procenta. Následně byl vymezen korigovaný výsledek hospodaření a provozně nutný investovaný kapitál, který je součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

Pro ocenění společnosti byly využity tři základní výnosové metody oceňování. Metoda diskontovaných peněžních toků ve formě entity i equity, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda ekonomické přidané hodnoty. Metoda diskontovaných peněžních toků ve formě entity poskytuje stejný výsledek jako metoda ekonomické přidané hodnoty, jelikož byly použity stejné vstupní parametry. U oceňované společnosti také metoda diskontovaných peněžních toků ve formě equity poskytuje stejný výsledek z toho důvodu, že podnik nevyužívá úročené cizí zdroje a tím pádem se vážené průměrné náklady na kapitál rovnají nákladům na kapitál vlastní. Tyto metody tedy poskytly stejný výsledek, který v případě základní varianty činí 44 400 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu dle paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů poskytuje doplňující informace o dolní hranici výnosového ocenění, které odráží pouze současný výnosový potenciál a činí 30 500 tis. Kč. Pokud by hodnota vlastního kapitálu měla být stanovena jako určitý interval, pak by dolní hranici tvořila hodnota 30 500 tis. Kč a horní hranici hodnota 44 400 tis. Kč. Rozdíl mezi výsledkem ocenění dle metody diskontovaných peněžních toků a kapitalizovaných čistých výnosů činí ocenění budoucích růstových příležitostí společnosti KKS-SERVIS, spol. s r.o.

Pro srovnání byla hodnota společnosti zjištěna také pro optimistickou variantu, kdy byla snížena velikost záporného finančního výsledku hospodaření o jeden procentní bod ze čtyř procent k tržbám na procenta tři. Tento finanční výsledek hospodaření, resp. ostatní finanční výnosy jsou tvořeny skonty odběratelům za včasné platby. Snížení skont o jeden procentní bod k tržbám vyvolalo růst hodnoty vlastního kapitálu podniku dle metod diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty na 52 300 tis. Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- ALLMAN, Keith A, 2010. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken: John Wiley & Sons, xi, 275 s. ISBN 9780470481790.
- BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, 2014. *Principles of corporate finance*. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, xxviii, 889, [50] s. ISBN 9780078034763.
- CEEC Research: *Kvartální analýza českého stavebnictví Q4/2015* [online]. 2015 [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <<http://www.ceec.eu/research/filter-research-list?sCountry=CZ&sYear=2015>>
- Česká národní banka: *ARAD - systém časových řad* [online]. © 2016 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=375&p_uka=1&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=201602&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C>
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Databáze národních účtů* [online]. © 2016 [cit. 2016-04-03]. Dostupné z: <<http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.indexnu>>
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Stavebnictví - časové řady* [online]. © 2016 [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/sta_cr>
- DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons, xvii, 230 s. ISBN 9781118004777.
- DAMODARAN, Aswath, 2014. *Applied corporate finance*. 4th ed. Hoboken: Wiley, xiv, 583, [52] s. ISBN 9781118808931.
- DAMODARAN, Aswath. *Betas by Sector* [online]. 2016 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>
- DAMODARAN, Aswath. *Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. 2016 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>
- DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 9788086929682.

- FECHTNER, David. *Právní prostor: Veřejné zakázky od roku 2016* [online]. 2015 [cit. 2016-04-03]. Dostupné z: <<http://www.pravniprostor.cz/clanky/obchodni-pravo/verejne-zakazky-od-roku-2016>>
- Finance: Saldo rozpočtů* [online]. [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <<http://www.finance.cz/makrodata-eu/statni-rozpocet/statistiky/saldo/>>
- FOTR, Jiří, 1999. *Strategické finanční plánování*. Vyd. 1. Praha: Grada, 149 s. ISBN 8071696943.
- Informace o zavedení normy ISO 9001:2008* [online]. © 2011 [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: <<http://www.dsconsult.cz/iso-9001-2008.php>>
- KALOUDA, František, 2015. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 287 s. ISBN 9788073805265.
- KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, xxiii, 135 s. ISBN 9788071797135.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, xvi, 367 s. ISBN 8071795291.
- KKS Zlín: Profil společnosti* [online]. [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: <<http://vu2006.virt6.inext.cz/rss.xml>>
- KLÍMEK, Petr, 2007. *Ekonomie: cvičebnice*. Vyd. 2. upr. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. ISBN 9788073189464.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.
- KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, xvii, 811 s. ISBN 9780470424650.
- KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 261 s. ISBN 9788024728650.
- KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2015. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firem*. Vydání první. V Praze: C.H. Beck, xxiii, 342 stran. ISBN 9788074005381.
- MARINIČ, Pavel, 2008. *Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi*. Vyd. 1. V Praze: Oeconomica, 191 s. ISBN 9788024513973.

- MAŘÍK, Miloš 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 206 s. ISBN 8086119092.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI : přepracované a rozšířené vydání*. Vyd. 2. Praha: Ekopress, 164 s. ISBN 8086119610.
- MAŘÍK, Miloš, 2011a. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 9788086929675.
- MAŘÍK, Miloš, 2011b. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 548 s. ISBN 9788086929804.
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: *Makroekonomická predikce České republiky* [online]. Praha, 2016 [cit. 2016-04-03]. Dostupné z: <<http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/makroekonomicka-predikce-leden-2016-23826>>
- Ministerstvo průmyslu a obchodu: *Analytické materiály a statistiky* [online]. © 2005 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>>
- Ministerstvo spravedlnosti České republiky: *Veřejný rejstřík a Sběrka listin* [online]. 2016 [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: <<https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma?nazev=KKS-SERVIS>>
- Nový občanský zákoník 2014: rejstřík : redakční uzávěrka 26.3.2012*. Ostrava: Sagit, 320 s. ISBN 9788072089208.
- Oceňování: čtvrtletník*. 1. Praha: Oeconomica, 2014, 90 s. ISSN 18030785. Dostupné také z: <<http://iom.vse.cz>>. 4x ročně.
- Parlamentní Listy: Schodek státního rozpočtu za rok 2015 je o 37 miliard nižší než plánovaný* [online]. © 2016 [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <<http://www.parlamentnilisty.cz/zpravy/tiskovezpravy/Schodek-statniho-rozpocet-za-rok-2015-je-o-37-miliard-nizsi-nez-planovany-415836>>
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 333 s. ISBN 9788072018727.
- SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, xi, 121 s. ISBN 8071793671.

- Svaz podnikatelů ve stavebnictví v ČR: Prognóza vývoje ve vybraných odvětvích a změny struktury zaměstnanosti do roku 2033* [online]. 2015 [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <http://www.sps.cz/RDS/_PDFDoc_2015/Prognóza-Stavebnictvi_PDF.pdf>
- SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ, 2015. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, xxviii, 526 s. ISBN 9788074002748.
- VALENTOVÁ WORSHOVÁ, Kateřina. *Metody oceňování | Oceňování podniků, podílů a jejich částí* [online]. [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <<http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>>
- Vodohospodářské stavby: Současné trendy ve stavebnictví* [online]. 2010 [cit. 2016-04-04]. Dostupné z: <<http://www.vodohospodarske-stavby.cz/clanek/soucasne-trendy-ve-stavebnictvi/>>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
$\check{C}R_A$	Časové rozlišení aktivní
$\check{C}R_P$	Časové rozlišení pasivní
DCF	Diskontované Cash flow
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
ISP	Index stavební produkce
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
PH	Pokračující hodnota
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SH	Současná hodnota
VH	Výsledek hospodaření
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění.....	17
Obrázek 2 Hlavní funkce oceňování dle Kolínské školy.....	18
Obrázek 3 Využití přístupů k ocenění	19
Obrázek 4 Vymezení rizik	21
Obrázek 5 Generátory hodnoty v konceptu Shareholder Value	29
Obrázek 6 Základní tvary modelů DCF.....	33
Obrázek 7 Varianty stanovení hodnoty podniku metodami DCF.....	35
Obrázek 8 Vývoj HDP v letech 2009 - 2015 ve stálých cenách, sezónně očištěno.....	46
Obrázek 9 Průměrná míra inflace v letech 2010 – 2019.....	47
Obrázek 10 Vývoj nezaměstnanosti dle ČSÚ a MPSV v letech 2010 – 2019.....	48
Obrázek 11 Vývoj ročních úrokových sazeb v %.....	49
Obrázek 12 Vývoj českého stavebnictví v % včetně predikce pro roky 2016 – 2017	53
Obrázek 13 Vývoj tržního podílu podniku	59
Obrázek 14 Deset nejvýznamnějších dodavatelů podniku	60
Obrázek 15 Deset nejvýznamnějších odběratelů podniku.....	61
Obrázek 16 Vývoj výsledků hospodaření podniku v tis. Kč	70
Obrázek 17 Spider analýza poměrových ukazatelů společnosti a odvětví v roce 2014	75

Seznam tabulek

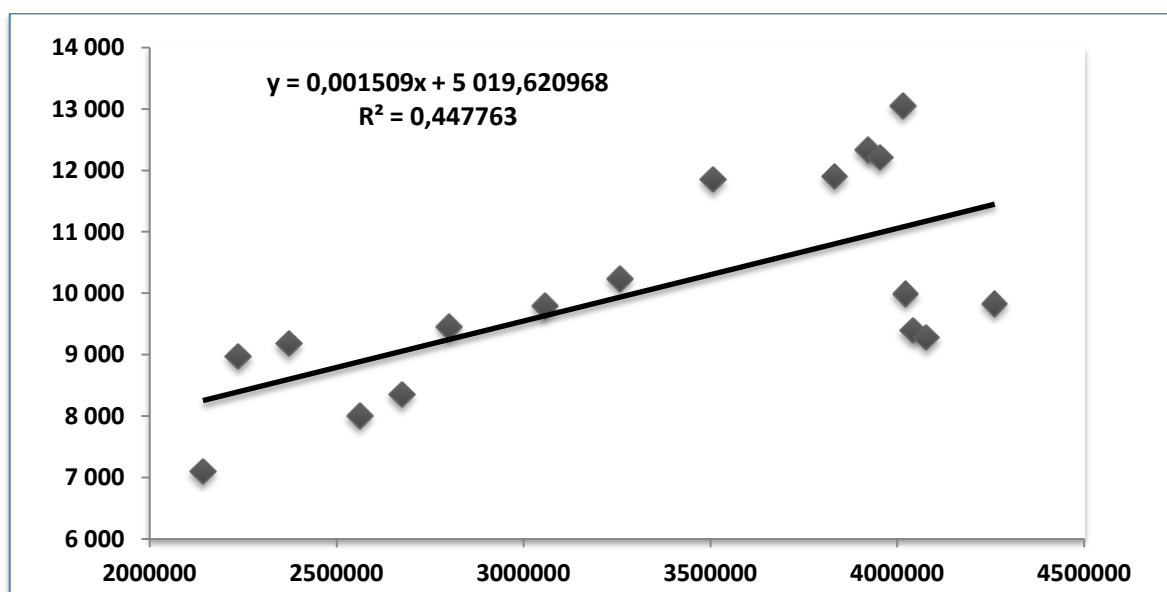
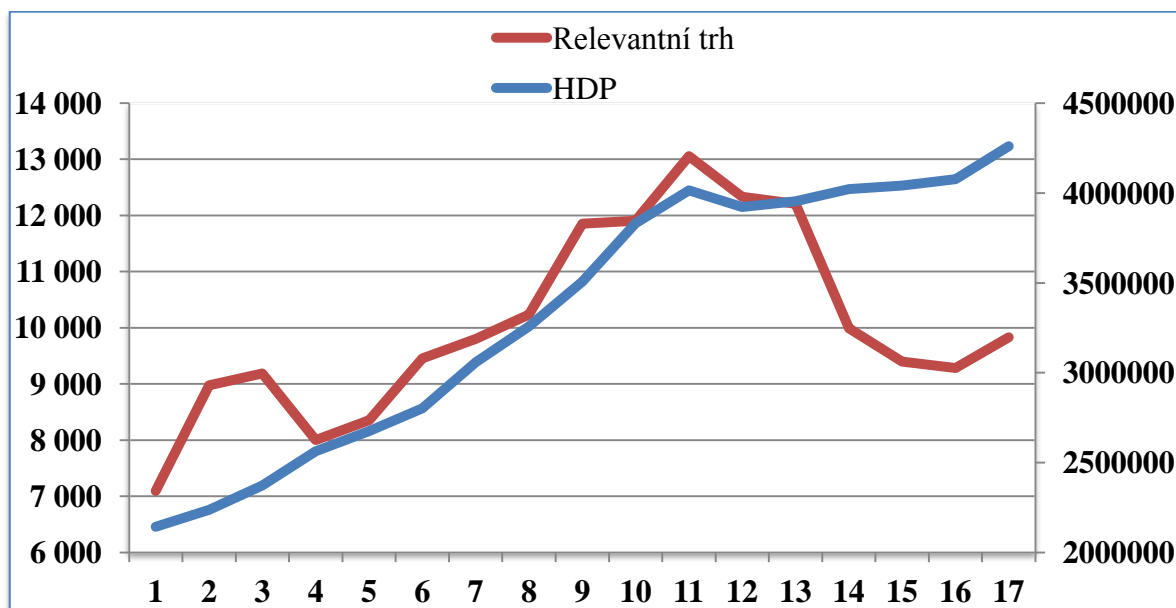
Tabulka 1 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2012 – 2019.....	50
Tabulka 2 Vývoj vládního deficitu a salda státního rozpočtu	50
Tabulka 3 Relevantní trh v mil. Kč běžných cen.....	54
Tabulka 4 Analýza atraktivity trhu	54
Tabulka 5 Prognóza vývoje relevantního trhu v mil. Kč.....	57
Tabulka 6 Vývoj dosavadního tržního podílu podniku	58
Tabulka 7 Vývoj počtu zaměstnanců a osobních nákladů podniku.....	61
Tabulka 8 Diagram konkurenční síly podniku	62
Tabulka 9 Tržní podíl podniku	63
Tabulka 10 SWOT analýza.....	63
Tabulka 11 Matice k posouzení perspektivnost podniku.....	64
Tabulka 12 Prognóza tržeb podniku	65
Tabulka 13 Vývoj čistého pracovního kapitálu v podniku	70
Tabulka 14 Vývoj základních poměrových ukazatelů roku 2014	74
Tabulka 15 Prognóza tržeb oceňovaného podniku	78
Tabulka 16 Prognóza ziskové marže shora.....	78
Tabulka 17 Prognóza ziskové marže zdola.....	79
Tabulka 18 Doby obratu položek pracovního kapitálu.....	80
Tabulka 19 Prognóza položek pracovního kapitálu.....	80
Tabulka 20 Investice do dlouhodobého majetku v tis. Kč v letech 2011 – 2015	81
Tabulka 21 Odhad investic pro roky 2016 - 2018 na základě minulého koeficientu náročnosti	82
Tabulka 22 Plán odpisů a zůstatkových hodnot dlouhodobého majetku.....	82
Tabulka 23 Plán výnosů a nákladů společnosti	83
Tabulka 24 Plánovaný výkaz peněžních toků společnosti.....	84
Tabulka 25 Plánovaná rozvaha společnosti	86
Tabulka 26 Plán výnosů a nákladů společnosti	87
Tabulka 27 Plánovaný výkaz peněžních toků společnosti.....	88
Tabulka 28 Plánovaná rozvaha společnosti	88
Tabulka 29 Metoda CAPM s náhradními odhady beta koeficientu.....	91
Tabulka 30 Beta koeficient s využitím obchodního a finančního rizika	92

Tabulka 31 Náklady na vlastní kapitál s využitím expertního stanovení beta koeficientu	92
Tabulka 32 Stanovení nákladů na vlastní kapitál dle modelu INFA	93
Tabulka 33 Stanovení rizikové přírážky	94
Tabulka 34 Stanovení nákladů na vlastní kapitál dle rizikových přírážek	95
Tabulka 35 Průměrné náklady na vlastní kapitál	95
Tabulka 36 Provozně nutný investovaný kapitál základní i optimistické varianty	96
Tabulka 37 Korigovaný provozní výsledek hospodaření základní varianty	97
Tabulka 38 Korigovaný provozní výsledek hospodaření optimistické varianty	97
Tabulka 39 Výpočet volných peněžních toků a hodnoty první fáze	98
Tabulka 40 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity	100
Tabulka 41 Výpočet volných peněžních toků a hodnoty první fáze	100
Tabulka 42 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity	101
Tabulka 43 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity	102
Tabulka 44 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF equity	103
Tabulka 45 Úprava výsledku hospodaření pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu	103
Tabulka 46 Výpočet hodnoty podniku paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů	104
Tabulka 47 Výpočet první fáze metodou EVA	105
Tabulka 48 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA	106
Tabulka 49 Výpočet první fáze metodou EVA	106
Tabulka 50 Výpočet hodnoty podniku metodou EVA	107
Tabulka 51 Analýza citlivosti hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu	109

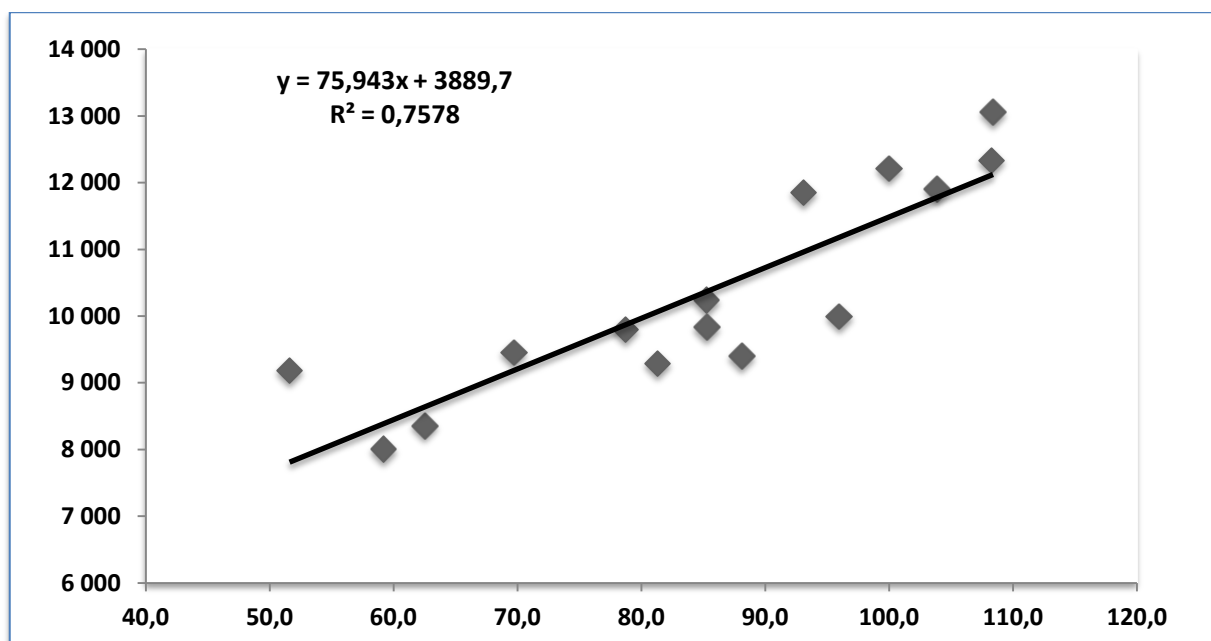
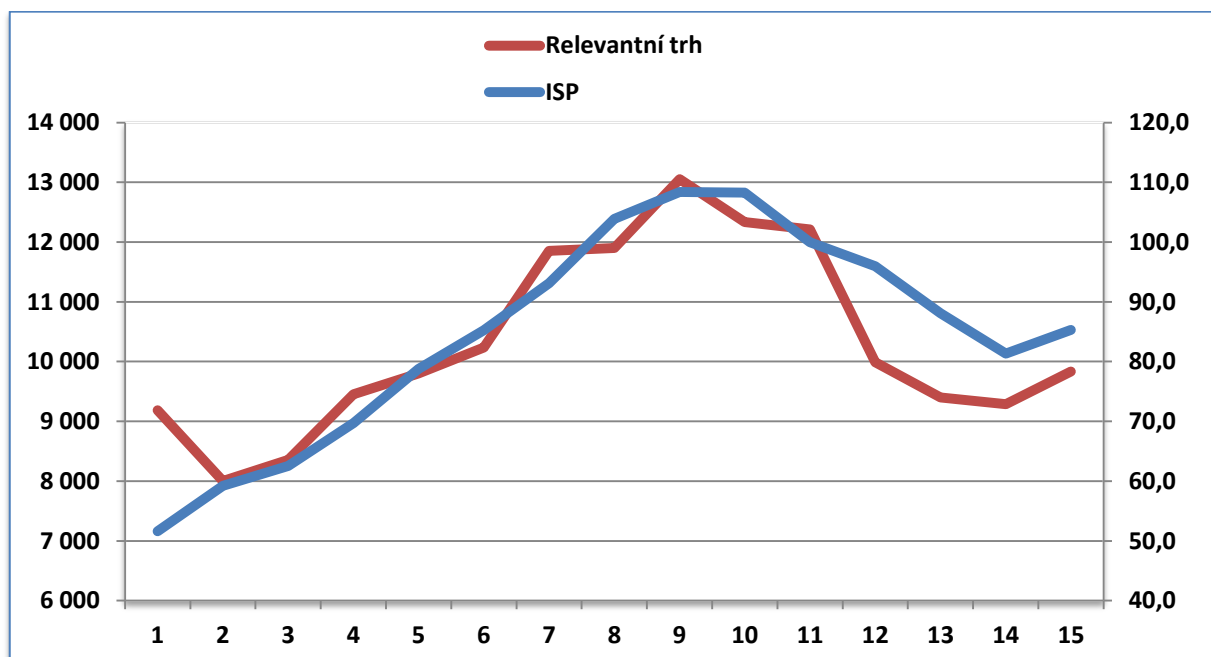
SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha P I Vývoj relevantního trhu a HDP v letech 1998 – 2014 v mil. Kč běžných cen
- Příloha P II Vývoj relevantního trhu a ISP v letech 2000 – 2014 a regresní statistika
- Příloha P III Majetková struktura podniku a její vertikální a horizontální analýza
- Příloha P IV Finanční struktura podniku a její vertikální a horizontální analýza
- Příloha P V Výkaz zisků a ztrát podniku a jeho vertikální a horizontální analýza
- Příloha P VI Analýza zadluženosti podniku a odvětví
- Příloha P VII Analýza likvidity a rentability podniku a odvětví
- Příloha P VIII Analýza aktivity podniku a odvětví
- Příloha P IX Analýza dalších ukazatelů podniku a odvětví
- Příloha P X Analýza Vnitřního potenciálu podniku
- Příloha P XI Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, korigovaný provozní výsledek hospodaření
- Příloha P XII Prognóza ziskové marže zdola
- Příloha P XIII Plán odpisů dle kategorie majetku
- Příloha P XIV Finanční analýza plánu
- Příloha P XV Expertní stanovení beta koeficientu
- Příloha P XVI Faktory obchodního a finančního rizika

**PŘÍLOHA P I: VÝVOJ RELEVANTNÍHO TRHU A HDP V LETECH
1998 – 2014 V MIL. KČ BĚŽNÝCH CEN**



PŘÍLOHA P II: VÝVOJ RELEVANTNÍHO TRHU A ISP V LETECH 2000 – 2014 A REGRESNÍ STATISTIKA



<i>Regresní statistika</i>					
Násobné R	0,870532635				
Hodnota spolehlivosti R	0,757827068				
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,739198381				
Chyba stř. hodnoty	793,0403517				
Pozorování	15				
ANOVA					
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	1	25584588,61	25584589	40,68064841	2,42547E-05
Rezidua	13	8175868,992	628913		
Celkem	14	33760457,6			
	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	
Hranice	3889,681004	1029,778807	3,7772005	0,002305075	
isp	75,9433503	11,90682085	6,3781383	2,42547E-05	

**PŘÍLOHA P III: MAJETKOVÁ STRUKTURA PODNIKU A JEJÍ
VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA**

	Aktiva v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Aktiva celkem	39 644	37 566	44 694	47 883	49 549	49 662	45 170	52 951
A.	Pohledávky za upsaný ZK	0	0	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	3 985	2 955	3 259	2 442	2 214	2 399	3 397	2 870
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	61	40	20
B.I.3	Software	0	0	0	0	0	0	40	20
B.I.7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	61	0	0
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	3 985	2 955	3 258	2 441	2 213	2 337	1 806	2 829
B.II.1	Pozemky	137	137	137	168	137	137	137	137
B.II.2	Stavby	1 716	1 598	1 483	1 458	1 268	1 167	1 069	976
B.II.3	SMV	2 132	1 220	1 638	815	808	1 033	600	1 716
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	1	1	1	1	1 551	21
B.III.3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	1	1	1	1	1	1
B.III.5	Jiný finanční majetek	0	0	0	0	0	0	1 550	20
C.	Oběžná aktiva	35 553	34 508	41 311	45 342	47 263	47 182	41 672	49 984
C.I.	Zásoby	2 385	2 313	1 562	1 698	1 868	1 651	1 855	1 840
C.I.1	Materiál	75	130	9	150	43	53	0	0
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary	156	294	0	18	0	131	14	0
C.I.5	Zboží	2 154	1 889	1 553	1 530	1 825	1 467	1 841	1 840
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	8 655	11 793	25 716	32 157	38 892	43 066	30 882	34 910
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	6 467	11 349	17 387	31 598	38 709	42 385	30 746	34 707
C.III.6	Stát – daňové pohledávky	2 107	355	0	45	0	431	19	2
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	81	88	110	159	183	0	117	201

C.III.	Krátkodobé pohledávky	21,8	31,4	57,4	67,1	78,5	86,7	68,4	65,9
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	16,3	30,2	38,9	66	78,1	85,3	68,1	65,5
C.III.6	Stát – daňové pohledávky	5,3	1	0	0,1	0	0,9	0	0
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0	0,3	0,4
C.III.8	Dohadné účty aktivní	0	0	0,2	0	0	0	0	0
C.III.9	Jiné pohledávky	0	0	18,1	0,7	0	0,5	0	0
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	61,8	54,3	31,4	24	13,1	5	19,8	25
C.IV.1	Peníze	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
C.IV.2	Účty v bankách	61,7	54,2	31,2	23,9	12,9	4,9	19,6	24,8
D	Časové rozlišení	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
D.I.1	Náklady příštích období	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
D.I.3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	0,1	0,1	0

	V %	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
	Aktiva celkem	-5,2	19	7,1	3,5	0,2	-9	17,2
A.	Pohledávky za upsaný ZK	0	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	-25,8	10,3	-25,1	-9,3	8,4	41,6	-15,5
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	-34,4	-50
B.I.3	Software	0	0	0	0	0	0	-50
B.I.7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	-100	0
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	-25,8	10,3	-25,1	-9,3	5,6	-22,7	56,6
B.II.1	Pozemky	0	0	22,6	-18,5	0	0	0
B.II.2	Stavby	-6,9	-7,2	-1,7	-13	-8	-8,4	-8,7
B.II.3	SMV	-42,8	34,3	-50,2	-0,9	27,8	-41,9	186
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	155 000	-98,6
B.III.3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0
B.III.5	Jiný finanční majetek	0	0	0	0	0	155 000	-98,6
C.	Oběžná aktiva	-2,9	19,5	10	4,2	-0,2	-11,7	19,9
C.I.	Zásoby	-3	-32,5	8,7	10	-11,6	12,4	-0,8

C.I.1	Materiál	73,3	-93,1	1 566,7	-71,3	23,3	-100	0
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary	88,5	-100	0	-100	0	-89,3	-100
C.I.5	Zboží	-12,3	-17,7	-1,5	19,3	-19,6	25,5	-0,1
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	36,3	117,3	25,4	21	10,7	-28,3	13
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	75,5	53,2	81,7	22,5	9,5	-27,5	12,9
C.III.6	Stát – daňové pohledávky	-83,2	-100	0	-100	0	-95,6	-89,5
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	8,6	25	44,6	15,1	-100	0	71,79
C.III.8	Dohadné účty aktivní	0	0	-94,2	-100	0	0	0
C.III.9	Jiné pohledávky	0	0	-95,7	-100	0	-100	0
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	-16,8	-31,2	-18,1	-43,4	-62,1	262,5	48,1
C.IV.1	Peníze	-65,3	204	-60,5	303,3	-68,6	123,7	-3,5
C.IV.2	Účty v bankách	-16,6	-31,5	-17,9	-44,3	-62	264,6	48,6
D	Časové rozlišení	-2,8	20,4	-20,2	-27,3	12,5	24,7	-4
D.I.1	Náklady příštích období	-2,8	20,4	-20,2	-27,3	-29	36,7	40,3
D.I.3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	966,7	6,3	-91,2

C	Časové rozlišení	0	0	0	0	0	10	24	-8
C.I.1	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	10	24	-8

	V %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	Pasiva celkem	100	100	100	100	100	100	100	100
A.	Vlastní kapitál	90	93,3	82,7	80,3	82,5	82,4	91,4	84,4
A.I.	Základní kapitál	6,6	7	5,9	5,5	5,3	5,3	5,8	5
A.I.1	Základní kapitál	6,6	7	5,9	5,5	5,3	5,3	5,8	5
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
A.III.1	Rezervní fond	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
A.IV.	Výsledek hospodařeni minulých let	67,9	84,1	72	71,1	71,8	76,5	84,3	72,5
A.IV.1	Nerozdělený zisk minulých let	67,9	84,1	72	71,1	71,8	76,5	84,3	72,5
A.V.1	Výsledek hospodařeni běžného účetního období	14,8	1,5	4,2	3,2	4,9	0,1	0,7	6,4
B.	Cizí zdroje	10	6,7	17,3	19,7	17,5	17,6	8,5	15,6
B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	10	6,7	17,3	19,7	17,5	17,6	8,5	15,6
B.III.1	Závazky z obchodních vztahů	6,3	3,7	13,7	12,2	15	14,5	6,2	11
B.III.4	Závazky ke společníkům	0,1	0,1	0,1	0,1	0	0	0	0
B.III.5	Závazky k zaměstnancům	0,8	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7
B.III.6	Závazky ze sociálního zabezpečení	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,8
B.III.7	Stát – daňové závazky a dotace	0,1	0,1	1,1	0,1	0,5	0,9	0,2	1,7
B.III.8	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	5,2	0	0	0	0
B.III.10	Dohadné účty pasivní	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,1	0,7
B.III.11	Jiné závazky	2,1	1,6	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0
C	Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0	0,1	0

C.I.1	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	0	0,1	0
-------	------------------------	---	---	---	---	---	---	-----	---

	V %	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
	Pasiva celkem	-5,2	19	7,1	3,5	0,2	-9	17,2
A.	Vlastní kapitál	-1,7	5,3	4,2	6,3	0,1	0,8	8,2
A.I.	Základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0
A.I.1	Základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	0	0	0	0	0	0	0
A.III.1	Rezervní fond	0	0	0	0	0	0	0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	17,4	1,8	5,8	4,6	6,8	0,1	0,9
A.IV.1	Nerozdělený zisk minulých let	17,4	1,8	5,8	4,6	6,8	0,1	0,9
A.V.1	Výsledek hospodaření běžného účetního období	-90,1	221,6	-16,7	56,4	-98,2	638,6	947,7
B.	Cizí zdroje	-38,2	215,8	21,2	-7,6	-0,5	-55,3	107,2
B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	-38,2	215,8	21,2	-7,6	-0,5	-55,3	107,2
B.III.1	Závazky z obchodních vztahů	-42,9	327,4	-5,3	26,9	-3,2	-60,5	106,4
B.III.4	Závazky ke společníkům	0	0	0	-16,7	20	-100	0
B.III.5	Závazky k zaměstnancům	-25,4	36,3	-1,3	11,7	0,9	5	8,2
B.III.6	Závazky ze sociálního zabezpečení	-37,4	32,1	-2,8	10,5	3,2	-3,6	124,9
B.III.7	Stát – daňové závazky a dotace	-63,2	2 338	-87,3	315,4	72,6	-82	965,5
B.III.8	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	-100	0	0	0
B.III.10	Dohadné účty pasivní	31,6	26,7	6,3	-59,4	273	-66,4	643,8
B.III.11	Jiné závazky	-27,8	-14,1	-15	-9,8	-3,6	-2,7	3
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0
C	Časové rozlišení	0	0	0	0	0	140	-133
C.I.1	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	140	-133

**PŘÍLOHA P V: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT PODNIKU A JEHO
VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA**

	Výkaz zisků a ztrát v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za prodej zboží	15 113	12 856	12 315	12 320	12 684	9 035	11 555	13 924
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	12 735	11 103	10 612	10 633	10 659	7 570	10 316	11 663
+	Obchodní marže	2 378	1 753	1 703	1 687	2 025	1 465	1 239	2 261
II.	Výkony	74 763	29 265	74 064	41 946	68 614	41 581	40 098	56 297
II.1	Tržby za prodej výrobků a služeb	75 057	28 941	74 063	41 724	68 406	41 142	39 972	55 979
II.2	Změna stavu zásob vlastní výroby	-494	138	-294	18	-18	439	-117	-14
II.3	Aktivace	200	186	295	204	226	0	243	332
B.	Výkonová spotřeba	63 400	24 888	67 509	34 245	59 295	34 071	30 692	42 252
B.1	Spotřeba materiálu a ener- gie	25 967	6 328	14 399	12 488	10 817	8 890	8 699	10 708
B.2	Služby	37 433	18 560	53 110	21 757	48 478	25 181	21 993	31 544
+	Přidaná hodnota	13 741	6 130	8 258	9 388	11 344	8 975	10 645	16 306
C.	Osobní náklady	5 410	5 010	5 368	6 567	7 535	6 862	6 934	7 486
C.1	Mzdové náklady	3 829	3 553	3 789	4 694	5 442	4 923	5 001	5 436
C.3	Náklady na sociální zabez- pečení	1 340	1 156	1 278	1 538	1 773	1 939	1 677	1 787
C.4	Sociální náklady	241	301	301	335	320	0	256	263
D.	Daně a poplatky	34	34	42	38	49	80	26	58
E.	Odpisy DNM a DHM	1 098	1 030	1 035	932	674	544	549	759
III.	Tržby z prodeje dlouho- dobého majetku a materi- álu	58	0	6	0	47	0	0	537
III.1	Tržby z prodeje dlouhodo- bého majetku	0	0	0	0	47	0	0	537
III.2	Tržby z prodeje materiálu	58	0	6	0	0	0	0	0

F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	50	0	0	0	116	0	0	0
F.1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	116	0	0	0
F.2	Prodaný materiál	50	0	0	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	28	15	1	-16	-14	1 042	1 348	1 300
IV.	Ostatní provozní výnosy	20	225	180	2	272	110	170	87
H.	Ostatní provozní náklady	140	6	70	75	95	241	314	391
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	7 059	260	1 928	1 794	3 208	316	1 644	6 936
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	461	575	469	206	23	0	40	62
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	10	3	43	21	7	0	-1 609	-2 791
O.	Ostatní finanční náklady	123	115	136	99	208	0	-201	-243
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	0

*	Finanční výsledek hospodaření	348	463	376	128	-178	0	-1 368	-2 486
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 556	149	439	369	601	272	406	1 045
Q.1	-splatná	1 556	149	439	369	601	272	406	1045
Q.2	-odložená	0	0	0	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	5 851	574	1 865	1 553	2 429	44	-130	3 405
XIII.	Mimořádné výnosy	0	6	0	0	0	0	456	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	1	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0
S.1	-splatná	0	0	0	0	0	0	0	0
S.2	-odložená	0	0	0	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	6	0	0	0	0	455	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	5 851	580	1 865	1 553	2 429	44	325	3 405
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	7 407	729	2 304	1 922	3 030	316	731	4 450

V %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výnosy celkem	100	100	100	100	100	100	100	100
Tržby za prodej zboží	16,7	29,9	14,1	22,6	15,5	17,8	22,8	20,4
Výkony	82,7	68,2	85,1	77	84,1	82	79,1	82,7
<i>Tržby za prodej výrobků a služeb</i>	83	67,5	85,1	76,6	83,8	81,1	78,8	82,2
<i>Změna stavu zásob vlastní výroby</i>	-0,5	0,3	-0,3	0	0	0,9	-0,2	0
<i>Aktivace</i>	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	0	0,5	0,5
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,1	0	0	0	0,1	0	0	0,8
Ostatní provozní výnosy	0	0,5	0,2	0	0,3	0,2	0,3	0,1
Výnosové úroky	0,5	1,4	0,5	0,4	0	0	0,1	0,1
Ostatní finanční výnosy	0	0	0,1	0	0	0	-3,2	-4,1
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0,9	0
		08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
Výnosy celkem		-52,5	102,8	-37,4	49,8	-37,9	0	34,3
Tržby za prodej zboží		-14,9	-4,2	0	3	-28,8	27,9	20,5
Výkony		-60,9	153,1	-43,4	63,6	-39,4	-3,6	40,4
<i>Tržby za prodej výrobků a služeb</i>		-61,4	155,9	43,7	64	-39,9	-2,8	40,1
<i>Změna stavu zásob vlastní výroby</i>		127,9	-313	106,1	-200	2 438,9	-126,7	88
<i>Aktivace</i>		-7	58,6	-30,8	10,8	-100	0	36,6
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu		0	-100	0	-100	0	-100	0
Ostatní provozní výnosy		1 125	-20	-98,9	13 600	-59,6	54,5	-48,8
Výnosové úroky		24,7	-18,4	-56,1	-88,8	-100	0	55
Ostatní finanční výnosy		22,7	-11,4	-55,7	-86,8	-100	0	-73,9
Mimořádné výnosy		0	0	-100	0	0	0	-100

V %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Náklady celkem	100	100	100	100	100	100	100	100
Náklady vynaložené na pro- dané zboží	15,1	26,2	12,5	20,1	13,3	14,9	20,5	18
Výkonová spotřeba	75	58,8	79,2	64,7	74,9	67,2	60,9	65,3
Spotřeba materiálu a energie	30,7	14,9	16,9	23,6	13,7	17,5	17,3	16,6
Služby	44,3	43,9	62,3	41,1	61,2	49,7	43,6	48,7
Osobní náklady	6,4	11,8	6,3	12,4	9,5	13,5	13,7	11,6
Mzdové náklady	4,5	8,4	4,4	8,9	6,9	9,7	9,9	8,4
Náklady na sociální zabezpe- čení	1,6	2,7	1,5	2,9	2,2	3,8	3,3	2,8
Sociální náklady	0,3	0,7	0,4	0,6	0,4	0	0,5	0,4
Daně a poplatky	0	0,1	0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Odpisy DNM a DHM	1,3	2,4	1,2	1,7	0,9	1,1	1,1	1,2
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,1	0	0	0	0,1	0	0	0
Změna stavu rezerv a oprav- ných položek v provozní ob- lasti	0	0	0	0	0	2,1	2,7	2
Ostatní provozní náklady	0,2	0	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,6
Ostatní finanční náklady	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0	-0,4	-0,4
Daň z příjmů za běžnou čin- nost	1,8	0,4	0,5	0,7	0,8	0,5	0,8	1,6
-splatná	1,8	0,4	0,5	0,7	0,8	0,5	0,8	1,6
		08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
Náklady celkem		-49,9	101,2	-37,9	49,6	-36	-0,6	28,4
Náklady vynaložené na pro- dané zboží		-12,8	-4,4	0,2	0,2	-29	36,3	13,1
Výkonová spotřeba		-60,7	171,3	-49,3	73,1	-42,5	-9,9	37,7
Spotřeba materiálu a energie		-75,6	127,5	-13,3	-13,4	-17,8	-2,1	23,1
Služby		-50,4	186,2	-59	122,8	-48,1	-12,7	43,4
Osobní náklady		-7,4	7,1	22,3	14,7	-8,9	1	8
Mzdové náklady		-7,2	6,6	23,9	15,9	-9,5	1,6	8,7
Náklady na sociální zabezpe- čení		-13,7	10,6	20,3	15,3	9,4	-13,5	6,6
Sociální náklady		24,9	0	11,3	-4,5	-100	0	2,7
Daně a poplatky		0	23,5	-9,5	28,9	63,3	-67,5	123,1
Odpisy DNM a DHM		-6,2	0,5	-10	-27,7	-19,3	0,9	38,3

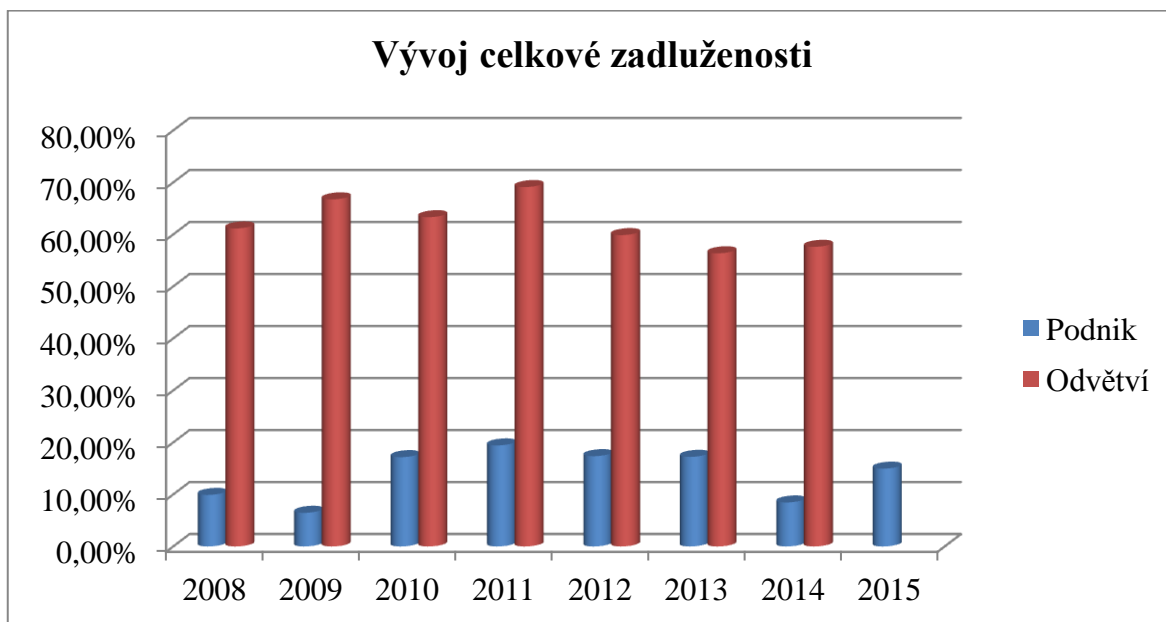
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu		-100	0	0	0	-100	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti		-46,4	-93,3	-1 700	12,5	7 542,9	29,4	-3,6
Ostatní provozní náklady		-96,8	1 066,7	7,1	181,3	14,2	30,3	24,5
Ostatní finanční náklady		-6,5	18,3	-27,2	110,1	-100	0	-73,9
Daň z příjmů za běžnou činnost		-90,4	194,6	-15,9	62,9	-54,7	49,3	157,4
-splatná		-90,4	194,6	-15,9	62,9	-54,7	49,3	157,4

PŘÍLOHA P VI: ANALÝZA ZADLUŽENOSTI PODNIKU A ODVĚTVÍ

Podnik	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost (%)	9,91	6,47	17,17	19,43	17,36	17,23	8,46	14,96
Míra zadluženosti	0,11	0,07	0,21	0,24	0,21	0,21	0,09	0,18
Krytí dlouhodobého majetku VK	8,95	11,86	11,33	15,76	18,48	17,07	12,15	15,57

Podnik	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EBT / EBIT	1	1	1	1	1	1	1	1
A / VK	1,11	1,07	1,21	1,24	1,21	1,21	1,09	1,19
Multiplikátor VK	1,11	1,07	1,21	1,24	1,21	1,21	1,09	1,19

Odvětví	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost (%)	61,16	66,75	63,32	69,11	59,87	56,38	57,62
Míra zadluženosti (%)	1,61	2,13	1,83	1,81	1,58	1,37	1,42
Krytí dlouhodobého majetku VK	1,02	0,94	0,86	0,97	1,06	0,99	0,92



PŘÍLOHA P VII: ANALÝZA LIKVIDITY A RENTABILITY PODNIKU A ODVĚTVÍ

Podnik	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	9,05	14,2	5,37	4,87	5,5	5,51	10,9	6,31
Pohotová likvidita	8,44	13,25	5,17	4,7	5,28	5,32	10,42	6,08
Hotovostní likvidita	6,24	8,4	1,83	1,23	0,76	0,29	2,34	1,67
ČPK / OA (%)	88,95	92,96	81,39	79,48	81,80	81,86	90,83	84,15
ČPK / A (%)	79,77	85,39	75,07	75,25	78,03	77,77	83,79	79,44

Odvětví	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Běžná likvidita	1,35	1,61	1,67	1,83	1,85	1,72	1,70
Pohotová likvidita	1,18	1,49	1,47	1,62	1,62	1,53	1,53
Hotovostní likvidita	0,24	0,39	0,39	0,45	0,39	0,39	0,42
ČPK / OA (%)	29,43	44,80	44,08	38,82	43,36	46,18	43,27
ČPK / A (%)	18,14	29,37	25,98	23,07	27,38	26,33	23,93

Podnik	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE (%)	16,41	1,65	5,05	4,04	5,94	0,11	0,79
ROA (%)	18,68	1,94	5,16	4,01	6,12	0,64	1,62
ROS (%)	8,21	1,74	2,67	3,56	3,74	0,63	1,42

Odvětví	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE (%)	12,56	19,39	12,46	7,96	6,76	5,97	5,87
ROA (%)	6,42	9,49	5,93	3,64	3,32	2,28	3
ROS (%)	5,22	7,38	6,08	3,71	3,75	2,77	3,35

PŘÍLOHA P VIII: ANALÝZA AKTIVITY PODNIKU A ODVĚTVÍ

Podnik	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv	2,27	1,11	1,93	1,13	1,64	1,01	1,14	1,32
Doba obratu aktiv	159	324	187	319	220	357	316	273
Obrat zásob	37,81	18,07	55,3	31,83	43,41	30,39	27,78	38
Doba obratu zásob	10	20	7	12	9	12	13	9
Obrat pohledávek	10,42	3,54	3,37	1,68	2,09	1,17	1,67	2
Doba obratu pohledávek	35	102	107	215	173	309	216	180
Obrat závazků	22,95	17,2	11,26	5,81	9,43	5,86	13,48	8,83
Doba obratu závazků	16	21	32	62	39	62	27	41

Odvětví	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat aktiv	1,03	0,83	0,73	0,84	0,77	0,67	0,69
Doba obratu aktiv	351	434	492	431	469	541	525
Obrat zásob	9,76	7,11	8,82	9,48	8,65	8,92	11,17
Doba obratu zásob	37	51	41	38	42	41	33
Obrat pohledávek	2,53	2,11	2,15	2,40	2,02	1,95	2,04
Doba obratu pohledávek	143	171	168	151	179	185	177
Obrat závazků	2,36	2,29	2,22	2,30	2,15	2,17	2,19
Doba obratu závazků	153	158	163	157	168	166	165

**PŘÍLOHA P IX: ANALÝZA DALŠÍCH UKAZATELŮ PODNIKU A
ODVĚTVÍ**

Podnik	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Přidaná hodnota / Počet zaměstnanců (tis. Kč)	1 057	438	551	522	631	499	533	815
Tržby / Počet zaměstnanců (tis. Kč)	6 937	2 986	5 759	3 003	4 505	2 788	2 577	3 495
Osobní náklady / Počet zaměstnanců (tis. Kč)	417	358	358	365	419	382	347	374
Přidaná hodnota / Výkony (%)	18,38	20,95	11,15	22,38	16,53	21,58	26,55	28,96
Výkonová spotřeba / Výkony (%)	84,80	85,04	91,15	81,64	86,42	81,94	76,54	75,05
Osobní náklady / Výkony (%)	7,24	17,12	7,25	15,66	10,98	16,50	17,29	13,3

Odvětví	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Přidaná hodnota / Počet zaměstnanců (tis. Kč)	805	984	808	913	852	831	919
Tržby / Počet zaměstnanců (tis. Kč)	5 762	5 602	5 050	5 704	5 347	6 094	6 580
Osobní náklady / Počet zaměstnanců (tis. Kč)	571	588	574	595	625	624	620
Přidaná hodnota / Výkony (%)	13,41	20,35	17,88	18,96	17,03	17,08	15,87
Výkonová spotřeba / Výkony (%)	87,09	79,91	82,54	82,95	83,31	83,43	84,24
Osobní náklady / Výkony (%)	10,19	10,96	11,63	10,93	11,95	10,49	9,89

PŘÍLOHA P X: ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU

Kvalita managementu

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1. Schopnost tvořit vize	Žádné				x				Vedení má jasnou vizi
2. Schopnost tvořit strategie	Žádná				x				Vedení má jasnou strategii
3. Schopnost prognózovat	Špatná				x				Mimořádná
4. Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle				x				Realistické pohledy
5. Plánování běžné činnosti	Žádné					x			Pravidelně, obsáhle
6. Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						x		Jasná kompetence a hodnoty
7. Osobní kvalifikace	Nedostatečná					x			Vysoce kvalifikovaný
8. Schopnost se učit	Ztrnulost v minulém					x			Vysoká, zájem o nové
9. Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování				x				Schopnost rychle nalézt řešení
10. Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost				x				Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	6	3	1	0	
Body × četnost		0	0	0	18	12	5	0	

Získaný počet bodů: 35

Průměrný počet bodů: 3,5

Personální oblast

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
A. Kvalifikace a fluktuace									
1. Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností			x					Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2. Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval						x		Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3. Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům					x			Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku									
4. Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost						x		Spokojenost, důvěra v budoucnost
5. Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali „vnitřní výpověď“							x	Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady									
6. Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost						x		Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7. Náklady na školení	Minimální					x			Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	0	1	0	2	3	1	
Body × četnost		0	0	2	0	8	15	6	

Získaný počet bodů: 31

Průměrný počet bodů: 4,4

Inovace a výzkum

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
A. Inovační síla									
1. Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci	x							Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky
2. Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů	x							Nadprůměrný podíl
3. Podíl nových produktů na tržbách (příspěvků na krytí, cash flow)	Nízký, tržby (příspěvek na krytí, cash flow) plynou především ze zavedených produktů			x					Vysoký
4. Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány				x				Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
B. Organizace výzkumu a vývoje									
5. Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém				x				Propracovaný motivační systém
6. Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý	x							Vysoký
7. Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řízení	x							Jasně cíle a strategie, propracované vazby mezi výzkumem a marketingem
8. Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl	x							Nadprůměrný podíl
Četnost bodů		5	0	1	2	0	0	0	
Body × četnost		0	0	2	6	0	0	0	

Získaný počet bodů: 8

Průměrný počet bodů: 1

Dlouhodobý majetek a investice

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
1. Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit							x	Kapacity optimálně využité
2. Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá							x	Modernější vybavení než u konkurence
3. Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost							x	Pečlivá údržba
4. Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“						x		Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5. Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu				x				Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6. Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná							x	Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů		0	0	0	1	1	3	1	
Body × četnost		0	0	0	3	4	15	6	

Získaný počet bodů: 28

Průměrný počet bodů: 4,7

PŘÍLOHA P XI: ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ, KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Hotovostní likvidita	6,24	8,4	1,83	1,23	0,76	0,29	2,34	1,67
Provozně nutná hotovostní likvidita	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Finanční majetek (v tis. Kč)	24 513	20 402	14 033	11 487	6 503	2 465	8 935	13 234
• provozně potřebný	1 594	1 002	3 107	3 762	3 456	2 465	1 548	3 311
• provozně nepotřebný	22 919	19 400	10 926	7 725	3 047	-	7 387	9 923

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DNM	-	-	-	-	-	61	40	20
DHM	3 985	2 955	3 285	2 441	2 213	2 337	1 806	2 829
DM provozně nutný	3 985	2 955	3 285	2 441	2 213	2 398	1 846	2 849
+Zásoby	2 385	2 313	1 562	1 698	1 868	1 651	1 855	1 840
+Pohledávky	8 655	11 793	25 630	32 152	38 892	43 066	30 882	34 910
+KFM	1 594	1 002	3 107	3 762	3 456	2 465	1 548	3 311
+Ostatní aktiva	106	103	210	104	72	81	101	97
-Neúročené závazky	3 986	2 505	7 768	9 404	8 641	8 701	3 870	8 278
-Ostatní pasiva	0	0	0	0	0	10	24	-8
Pracovní kapitál provozně nutný	8 754	12 706	22 741	28 312	35 647	38 552	30 492	31 888
Provozně nutný investovaný kapitál	12 739	15 661	26 026	30 753	37 860	40 950	32 338	34 737

(v tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní VH	7 059	260	1 928	1 794	3 208	316	1 644	6 936
Vyloučení V a N	-8	-	-6	-	+69	-	-	-537
Ostatní finanční VH	-	-	-	-	-	-	-1 408	-2 548
Korigovaný provozní VH	7 051	260	1 922	1 794	3 277	316	236	3 851
• před odpisy	8 149	1 290	2 957	2 726	3 951	860	785	4 610

PŘÍLOHA P XII: PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE ZDOLA

(v %)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Změna stavu zásob + aktivace	0,41	0,26	0,87	0,24	0,45	0,45	0,45	0,45
Náklady na prodané zboží	19,7	13,1	15,1	20	16,7	16,8	16,9	16,9
Výkonová spotřeba	63,4	73,1	67,9	59,6	60,4	60,5	60,6	60,6
Osobní náklady (tempo růstu)	-	14,7	-8,9	1,5	7,96	2,2	1,7	1,1
Ostatní náklady	0,2	0,2	2,7	3,3	2,5	2,5	2,5	2,5
Ostatní výnosy	0,00	0,34	0,22	0,33	0,12	0,12	0,12	0,12

PŘÍLOHA P XIII: PLÁN ODPISŮ DLE KATEGORIE MAJETKU

		2016	2017	2018
Nehmotný majetek				
Původní	odpisy	20	-	-
	zůstatková cena	0	-	-
Stavby				
Původní	odpisy	89	85	80
	zůstatková cena	887	802	722
Samostatné movité věci				
Původní	odpisy	736	501	308
	zůstatková cena	980	479	171
Nový	pořizovací cena	-	1 251	600
	odpisy	-	250	466
	zůstatková cena	-	1 001	1 135
Celkem	odpisy	736	751	774
	zůstatková cena	980	1 480	1 306

		2016	2017	2018
Pozemky				
Původní	zůstatková cena	137	137	137

PŘÍLOHA P XIV: FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU

Základní varianta				
Položka	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	6,3	6	5,8	5,8
Pohotová likvidita	6,1	5,8	5,7	5,6
Hotovostní likvidita	1,7	1,8	2	2,3
ROE (%)	7,6	6,5	6,4	6,2
ROA (%)	8,4	7,2	6,9	6,8
ROS (%)	6,4	5,6	5,6	5,7
Doba obratu zásob	9	9	8	9
Doba obratu pohledávek	180	180	175	170
Doba obratu závazků	41	43	47	49
Celková zadluženost (%)	15	16	16,7	16,6
Míra zadluženosti	0,18	0,19	0,20	0,20

Optimistická varianta				
Položka	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	6,3	6,1	5,9	6
Pohotová likvidita	6,1	5,9	5,7	5,8
Hotovostní likvidita	1,7	1,9	2,1	2,4
ROE (%)	7,6	7,7	7,4	7,1
ROA (%)	8,4	8,4	8	6
ROS (%)	6,4	6,6	6,6	6,7
Doba obratu zásob	9	9	8	9
Doba obratu pohledávek	180	180	175	170
Doba obratu závazků	41	43	47	49
Celková zadluženost (%)	15	15,8	16,4	16,2
Míra zadluženosti	0,18	0,19	0,20	0,19

PŘÍLOHA P XV: EXPERTNÍ STANOVENÍ BETA KOEFICIENTU

<i>Faktory pro odhad beta koeficientu</i>		
1. Citlivost na změnu hospodářského cyklu		
	Minimální citlivost	
	Vyvíjí se s cyklem	
	Vysoká citlivost	I
2. Vyjednávací síla vůči dodavatelům		
	Převaha podniku	
	Síly jsou vyrovnané	I
	Převaha dodavatelů	
3. Vyjednávací síla vůči odběratelům		
	Převaha podniku	
	Síly jsou vyrovnané	
	Převaha odběratelů	I
4. Podíl fixních nákladů na celkových nákladech		
	Nízký	I
	Průměrný	
	Vysoký	
5. Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)		
	Menší jak 40%	I
	40 - 80%	
	Větší jak 80%	
6. Velikost podniku		
	Velká	
	Střední	
	Malá	I
7. Diverzifikace územní		
	Značná	
	Střední	
	Malá	I
8. Diverzifikace výrobová		
	Značná	
	Střední	I
	Malá	

PŘÍLOHA P XVI: FAKTORY OBCHODNÍHO A FINANČNÍHO RIZIKA

1. Rizika na úrovni oboru		
1.1 Dynamika oboru		
Obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj	zvýšené	I
1.2 Závislost oboru na hospodářském cyklu		
Typicky cyklické produkce	vysoké	I
1.3 Potenciál inovací v oboru		
Obor se značným technologickým růstem, ale bez řadových inovací	zvýšené	I
1.4 Určování trendů v oboru		
Podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené	I
2. Rizika na úrovni trhu		
2.1 Kapacita trhu, možnost expanze		
Domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty, minimální vývoz	přiměřené	I
2.2 Rizika dosažení tržeb		
Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	přiměřené	I
2.3 Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy		
Zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy	nízké	I
3. Rizika z konkurence		
3.1 Intenzita konkurence		
Obtížný vstup a působení mezi existujícími konkurenty	zvýšené	I
3.2 Konkurenceschopnost výrobků		
Parametry, životnost, univerzálnost - srovnatelné s lepší konkurencí	přiměřené	I
3.3 Cenová politika		
Ceny srovnatelné s konkurencí, nízká zisková marže	přiměřené	I
3.4 Kvalita, řízení kvality		
Srovnatelná s konkurencí	přiměřené	I
3.5 Výzkum a vývoj		
Absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky	vysoké	I
3.6 Reklama a propagace		
Nepravidelně, sporný přínos	zvýšené	I
4. Management		
4.1 Vize, strategie		
Jasná vize a strategie včetně prostředků jejího dosažení	nízké	I
4.2 Klíčové osobnosti		
Obtížná náhrada klíčových osobností	zvýšené	I
4.3 Organizační struktura		
Jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	nízké	I
5. Výrobní proces		
5.2 Technologické možnosti výroby		
Vyzkoušená technologie, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stávajícího zařízení	přiměřené	I
5.3 Pracovní síla		
Dostupné profese, běžná učňovská, středoškolská a vysokoškolská kvalifikace	přiměřené	I

5.4 Dodavatelé		
Stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	přiměřené	I
6. Specifické faktory ziskových marží (přidané hodn.)		
6.1 Úroveň fixních nákladů		
Podíl fixních nákladů (aktiv) na celkových nákladech (aktivech) je nízký	nízké	I
6.2 Postavení podniku vůči odběratelům		
Slabší - rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené	I
6.3 Postavení podniku vůči dodavatelům		
Slabší - rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	zvýšené	I
6.4 Bariéry vstupu do odvětví		
Silné - např. výroba v těžkém strojírenství	přiměřené	I
7. Faktory rizika financování		
7.1 Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál		
Nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita	nízké	I
7.4 Podíl čistého pracovního kapitálu (PK) na oběžných aktivech		
PK kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	nízké	I
7.5 Běžná a rychlá likvidita		
Vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky	nízké	I
7.6 Průměrná doba inkasa pohledávek		
Značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek	zvýšené	I
7.7 Průměrná doba držení zásob		
Přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	přiměřené	I