

# **Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím výnosových metod oceňování**

Bc. Jaroslava Formánková

---

Diplomová práce  
2017



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2016/2017

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE (PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jaroslava Formánková**  
Osobní číslo: **M15523**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **prezenční**

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

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

#### I. Teoretická část

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

#### II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky vývoje hospodaření podniku.
- Na základě předchozí analýzy zpracujte strategický finanční plán podniku.
- S využitím vybraných výnosových metod vypracujte projekt ocenění vybraného podniku.

### Závěr

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

Seznam odborné literatury:

HITCHNER, James R. Financial valuation: applications and models. 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2011, 1286 s. ISBN 978-0-470-50687-5.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and manage the value of companies. 6th ed. Hoboken: Wiley, 2015, 825 s. ISBN 978-1-118-87370-0.

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

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

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

Vedoucí diplomové práce: Ing. Libor Fojtík  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: 15. prosince 2016  
Termín odevzdání diplomové práce: 18. dubna 2017

Ve Zlíně dne 15. prosince 2016



doc. Ing. David Tuček, Ph.D.  
děkan



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
ředitelka ústavu

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

### Prohlašuji, že

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

Ve Zlíně dne 31. 3. 2017

*F. B. B. B.*  
.....  
podpis diplomanta



## **ABSTRAKT**

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu vybrané společnosti s využitím výnosových metod oceňování. Práce byla rozdělena na tři části, a to na část teoretickou, praktickou a projektovou. V teoretické části byla provedena literární rešerše, kde byl popsán postup a jednotlivé metody pro ocenění podniku. Praktická část představuje strategickou a finanční analýzu společnosti. V projektové části byla sestavena analýza a prognóza generátorů hodnoty a strategický finanční plán. Následně na to navazovalo stanovení nákladů kapitálu, tempa růstu a samotné stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod.

Klíčová slova: oceňování, hodnota podniku, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, výnosové metody oceňování

## **ABSTRACT**

The aim of this Master thesis is to determine the value of the company by using yield valuation methods. This thesis was divided into the three parts – theoretical, practical and project. In the theoretical part there was a literature review done, there was described process and particular methods for valuation of the company too. The practical part presents strategic and financial analysis. In the project part there was drawn up analysis and prognosis of the value generator and strategic financial plan. After that were determined the costs of capital and the growth rate and finally company valuation by using yield valuation methods.

Keywords: valuation, value of company, financial analysis, strategic analysis, financial plan, yield valuation methods

Chtěla bych poděkovat všem, kteří byli nápomocni při psaní této diplomové práce. Především děkuji Ing. Liboru Fojtíkovi, vedoucímu mé diplomové práce, za odborné vedení a připomínky poskytnuté při zpracování této diplomové práce. Současně děkuji i vedení společnosti, za umožnění zpracování tématu a poskytnuté informace, bez kterých by nebylo možné práci realizovat. Velké díky patří také mé rodině a přátelům.

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

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>11</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>13</b>
1.1    PODNIK .....	13
1.2    DŮVOD OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	13
1.3    HODNOTA PODNIKU.....	13
1.3.1    Hladiny hodnoty podniku.....	14
1.3.1.1    Hodnota brutto .....	14
1.3.1.2    Hodnota netto.....	14
1.3.2    Kategorie hodnoty .....	14
1.3.2.1    Tržní hodnota.....	15
1.3.2.2    Subjektivní (investiční) metoda .....	15
1.3.2.3    Objektivizovaná hodnota .....	15
1.3.2.4    Kolínská škola.....	16
<b>2 FAKTOR ČASU A RIZIKA</b> .....	<b>17</b>
2.1    FAKTOR ČASU.....	17
2.2    FAKTOR RIZIKA .....	17
2.2.1    Obchodní a finanční riziko.....	17
2.2.2    Systematické a nesystematické riziko .....	18
2.3    DISKONTNÍ MÍRA .....	19
2.4    DISKONTNÍ MÍRA A ÚČEL OCENĚNÍ .....	19
<b>3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>21</b>
3.1    SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	22
3.2    ANALÝZA DAT.....	23
3.2.1    Strategická analýza.....	23
3.2.2    Finanční analýza.....	24
3.2.2.1    Analýza základních účetních výkazů.....	25
3.2.2.2    Analýza poměrových ukazatelů.....	26
3.2.2.3    Zhodnocení finančního zdraví podniku .....	27
3.2.3    Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná.....	27
3.2.4    Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	28
3.3    FINANČNÍ PLÁN .....	28
3.4    OCENĚNÍ .....	29
3.4.1    Metody oceňování podniku.....	29
3.4.1.1    Výnosové metody .....	29
3.4.1.2    Metody tržního porovnání .....	29
3.4.1.3    Majetkové metody ocenění.....	30
<b>4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ</b> .....	<b>31</b>
4.1    METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ .....	32
4.1.1    Metoda DCF entity.....	32
4.1.1.1    Korigovaný provozní výsledek hospodaření .....	32
4.1.1.2    Stanovení první fáze podniku .....	33

4.1.1.3	Pokračující hodnota .....	33
4.1.1.4	Výsledná hodnota podniku .....	34
4.1.2	Metoda DCF equity .....	35
4.1.3	Diskontní míra .....	36
4.1.3.1	Vážené průměrné náklady na kapitál .....	36
4.1.3.2	Vymezení nákladů cizího kapitálu .....	37
4.1.3.3	Vymezení nákladů vlastního kapitálu .....	37
4.2	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ .....	39
4.3	METODA ZALOŽENÁ NA KONCEPCI EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY .....	39
4.4	KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METODY .....	41
4.4.1	Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda) .....	41
4.4.2	Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů .....	42
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>43</b>
<b>5</b>	<b>CHARAKTERISTIKA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI.....</b>	<b>44</b>
5.1	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI .....	44
5.1.1	Základní informace o společnosti .....	44
5.1.2	Historie společnosti .....	44
5.1.3	Organizační struktura společnosti .....	45
5.2	PŘEDMĚT PODNIKÁNÍ PODLE CZ-NACE .....	45
5.3	SWOT ANALÝZA .....	46
5.4	DŮVOD OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI .....	46
<b>6</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>47</b>
6.1	MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ .....	47
6.1.1	Politické a legislativní faktory .....	47
6.1.2	Ekonomické faktory .....	47
6.1.3	Technologické faktory .....	48
6.1.4	Sociální a demografické faktory .....	49
6.2	MIKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ .....	50
6.2.1	Vymezení relevantního trhu .....	50
6.2.2	Vývoj relevantního trhu .....	50
6.2.3	Analýza konkurence .....	51
6.2.3.1	Konkurence v České republice .....	51
6.2.3.2	Konkurence v zahraničí .....	52
6.2.4	Analýza odběratelů .....	52
<b>7</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU .....</b>	<b>53</b>
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ .....	53
7.1.1	Analýza majetkové struktury .....	53
7.1.2	Analýza finanční struktury .....	54
7.1.3	Analýza výnosů .....	55
7.1.4	Analýza nákladů .....	55
7.2	ROZDÍLOVÉ UKAZATELE – ČPK .....	57
7.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ .....	57
7.3.1	Ukazatele likvidity .....	57
7.3.2	Ukazatele rentability .....	58
7.3.3	Ukazatele aktivity .....	58



7.3.4	Ukazatele zadluženosti.....	59
7.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	60
7.4.1	Z-skóre .....	60
7.4.2	Index IN05 .....	61
7.5	ZHODNOCENÍ FINANČNÍHO ZDRAVÍ PODNIKU .....	62
<b>8</b>	<b>ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....</b>	<b>64</b>
8.1	PROVOZNĚ NEPOTŘEBNÁ AKTIVA .....	64
	Krátkodobý finanční majetek .....	64
8.2	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	65
8.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ .....	65
<b>9</b>	<b>ANALÝZA PROGNOZY GENERÁTORŮ HODNOTY.....</b>	<b>66</b>
9.1	TRŽBY .....	66
9.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE.....	66
9.3	PRACOVNÍ KAPITÁL .....	67
9.4	DLOUHODOBÝ MAJETEK A INVESTICE .....	68
<b>10</b>	<b>STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN.....</b>	<b>70</b>
10.1	PLÁN ROZVAHY .....	70
10.2	PLÁN VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ .....	72
<b>11</b>	<b>OCEŇOVÁNÍ PODNIKU VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI .....</b>	<b>74</b>
11.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY .....	74
11.1.1	Náklady cizího kapitálu.....	74
11.1.2	Náklady vlastního kapitálu.....	75
11.1.2.1	Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) .....	75
11.1.2.2	Stavebnicový model .....	76
11.1.2.3	Průměrná rentabilita v odvětví .....	76
11.1.2.4	Přehled nákladů vlastního kapitálu .....	77
11.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál .....	77
11.2	TEMPO RŮSTU .....	78
11.3	STANOVENÍ HODNOTY METODOU DCF ENTITY .....	78
11.4	STANOVENÍ HODNOTY METODOU ZALOŽENOU NA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTĚ.....	80
11.5	STANOVENÍ HODNOTY METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	82
11.6	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ POUŽITÝCH VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ .....	84
11.6.1	Analýza citlivosti .....	85
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>86</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>87</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>90</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>93</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>94</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>96</b>

## ÚVOD

Ocenění, se dá považovat za službu, kterou si objednává zákazník, jelikož mu přináší určitý užitek. Tento užitek může mít různou povahu. Závisí na potřebách zákazníka a na cílech, pro které má sloužit. Různé mohou být také podněty k ocenění. Ocenění je třeba například při koupi či prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti nebo třeba při fúzích.

Podnik je oceňován pro zjištění určité představy o jeho hodnotě, a to v peněžním vyjádření. Při oceňování podniku záleží zejména na shromažďování maximálního počtu informací, které pomohou vlastníkům podniku nebo jejich nástupcům stanovit jeho cenu. Vedoucí pracovníci, akcionáři i zaměstnanci mají ve většině případů subjektivní názory na hodnotu podniku, reálná hodnota však bývá ve většině případů zcela odlišná. Naopak zákazníci, dodavatelé a konkurenti podniku mají představu o hodnotě podniku zkreslenou díky reklamě či objemu produkce.

Jelikož existují různé metody pro stanovení hodnoty podniku, záleží pouze na oceňovateli, pro kterou metodu se rozhodne a také jak při samotném ocenění bude postupovat. Z tohoto důvodu se můžou výsledky různých oceňovatelů mírně lišit.

Cílem této práce je stanovení hodnoty společnosti, která se zabývá výrobou potrubních armatur. Pro zjištění hodnoty podniku budou použity výnosové metody oceňování, tyto metody byly zvoleny, jelikož se jedná o prosperující firmu s perspektivou budoucího vývoje. V teoretické části bude podrobně popsán postup oceňování, a také jednotlivé metody oceňování, které jsou založeny na analýze výnosů. Z těchto poznatků vychází praktická část práce.

Na začátku praktické části je krátce představena oceňovaná společnost a je provedena strategická analýza týkající se této společnosti. Na tuto analýzu navazuje finanční analýza, která slouží ke zjištění finančního zdraví společnosti. Výsledky těchto analýz vytváří představu o perspektivnosti společnosti a podle nich je i stanoven vývoj v následujících třech letech. Ze strategického plánu vychází stanovení hodnoty společnosti na základě výnosových metod.

V závěru práce je tedy stanovena hodnota společnosti použitím metody diskontovaných peněžních toků „entity“, ekonomické přidané hodnoty a kapitalizovaných čistých výnosů.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty vybrané společnosti k 1. 4. 2016 použitím vybraných výnosových metod oceňování. Toto ocenění bude mít pro podnik pouze informativní charakter.

Teoretická část práce se skládá z literární rešerše, kde bude použita odborná česká i zahraniční literatura.

Následná praktická část se bude skládat ze strategické a finanční analýzy. Ve strategické analýze budou použity poznatky z PEST analýzy. Při analýze relevantního trhu a konkurenční síly bude využita lineární regrese s použitím programu MS Excel, díky které bude stanovena prognóza tržeb. Finanční analýza bude obsahovat SWOT analýzu, dále bude provedena analýza absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Výsledkem finanční analýzy bude zhodnocení finančního zdraví podniku.

Pro sestavení finančního plánu budou použity poznatky ze strategické a finanční analýzy. Také bude využita lineární regrese s použitím programu MS Excel, díky které bude stanoven budoucí vývoj určitých položek. Při počítání diskontní míry, konkrétně nákladů vlastního kapitálu, bude použit vážený průměr. Hodnota podniku bude určena dle metod DCF entity, EVA a paušální metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Nakonec bude provedena analýza citlivosti hodnoty podniku na změnu diskontní míry a tempa růstu.

Veškeré informace, které budou použity pro zjištění výsledné hodnoty podniku, vycházejí z veřejně dostupných zdrojů, případně z interních materiálů společnosti.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Pro zachování správného postupu oceňování podniku je důležité přesně definovat pojmy, se kterými bude dále pracováno. Ze všeho nejdříve je nutné stanovit přesnou definici pojmu podnik a základní hladiny hodnoty, na kterých může být daný podnik oceňován.

### 1.1 Podnik

Každý autor definuje podnik jako předmět ocenění svým vlastním pohledem, a tak se tyto definice poněkud liší. Fibírová, Šoljaková (2005) uvádějí, že podnik v souvislosti s ekonomickým řízením může být chápán jako subjekt řídicí vlastní ekonomický proces. Na druhou stranu může být podnik definován jako otevřený systém, transformující ekonomické zdroje s cílem vytvoření synergického efektu a získání vyšší hodnoty podniku prodejem vytvořených výkonů jiným subjektům (Svoboda, 2000).

Do konce roku 2013, byla pro oceňovatele nejvhodnější definice, která byla uvedena v obchodním zákoníku č. 513/1991 Sb., kde byl podnik definován jako: „...*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...*“ (Československo, 1991).

Avšak od 1. 1. 2014 vyšel v platnost nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb., který nahradil obchodní zákoník z roku 1991. Nový zákoník místo dosavadního pojmu podnik, používá nový pojem – obchodní závod, který je definován jako: „... *organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*“ (Česko, 2012).

### 1.2 Důvod oceňování podniku

Podnik je nejčastěji oceňován například z důvodu koupě či prodeje podniku, splynutí a sloučení společností, uvedení společnosti na burzu, změny právní formy obchodní společnosti, poskytování úvěrů, rozhodování o sanaci či likvidaci společnosti (Mařík, 1998).

### 1.3 Hodnota podniku

Hodnotu podniku je možno definovat jako „ekonomický pojem, který se týká peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Hodno-

ta není (na rozdíl od ceny) skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase, podle konkrétní definice hodnoty“ (Mařík, 1998, s. 12).

### 1.3.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik je možno oceňovat na různých hladinách, a to na hodnotu brutto a hodnotu netto.

#### 1.3.1.1 Hodnota brutto

Brutto hodnota podniku zahrnuje hodnotu i pro vlastníky i pro věřitele. V občanském zákoníku č. 89/2012 Sb. je hodnota brutto nahrazena pojmem obchodní majetek a je definován jako „... majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely obchodního zákoníku rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek“ (Česko, 2012).

#### 1.3.1.2 Hodnota netto

Netto hodnota podniku oceňuje na úrovni vlastníků podniku. Dá se tedy říci, že je oceňován vlastní kapitál podniku. V občanském zákoníku č. 89/2012 Sb. je hodnota netto nahrazena pojmem obchodní jmění. Toto obchodní jmění je definováno jako „... soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním. Obchodním jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků“ (Česko, 2012).

### 1.3.2 Kategorie hodnoty

Hodnota je rozlišována na několik základních kategorií hodnoty. Toto rozdělení je provázeno následujícími otázkami:

- a) Kolik by byl ochoten zaplatit běžný zájemce za podnik, kolik by mohl dostat prodávající na trhu? Tedy jaké je tržní ocenění?
- b) Z hlediska konkrétního kupujícího – jakou má pro něj podnik hodnotu?
- c) Jaká hodnota by mohla být považována za nejméně spornou? (Mařík, 2011a, s. 21)

Z těchto hledisek byly postupně odvozeny čtyři základní přístupy ke zjišťování hodnoty podniku.

### **1.3.2.1 Tržní hodnota**

Tržní hodnotu je možno definovat jako odpověď na otázku „*Kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu?*“ (Mařík, 2011a, s. 22). Avšak mezinárodní organizace pro oceňování (dále jen „IVSC“) přišla s definicí, ze které vyplývá, že tržní hodnota je odhadovaná částka, za kterou by mělo být aktivum nebo závazek směněno, v den ocenění, a to mezi ochotným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci za obvyklých podmínek po řádném uvedení na trh, a kde obě strany jednájí vědomě, obezřetně a bez donucení (IVSC Glossary, © 2017).

Krabec (2009) ve své publikaci uvádí, že tato koncepce bývá nejčastěji využívána, avšak také upozorňuje na to, že tržní hodnotu podniku nelze ztotožnit s metodou oceňování dle tržních dat.

### **1.3.2.2 Subjektivní (investiční) metoda**

Subjektivní metoda může být odpovědí na otázku „*Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?*“ (Mařík, 2011a, s. 26). Dle IVSC Glossary (© 2017) je subjektivní (investiční) hodnota hodnotou majetku pro budoucího investora pro stanovené investiční cíle. Mařík (2011a, s. 26) tuto definici rozvádí a říká, že tento subjektivní pojem spojuje určitý majetek s určitým investorem, který má dané investiční cíle či kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší i nižší než je tržní hodnota daného aktiva.

Hitchner (2011, s. 34) je toho názoru, že investiční hodnota bere v úvahu znalosti investora, jeho schopnosti, výnosový potenciál, očekávané riziko a další faktory, kterými je například postoj k riziku, obchodní strategie nebo silné a slabé stránky podniku. Investiční hodnota se často používá jako synonymum k pojmu hodnota pro vlastníka.

### **1.3.2.3 Objektivizovaná hodnota**

Stejně jako dvě předchozí hodnoty, i tato hodnota odpovídá na otázku „*Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?*“ (Mařík, 2011a, s. 28). Objektivizovaná hodnota však může být definována i jako výnosová hodnota, která je stanovena z pohledu tuzemského vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž objektivizovaná hodnota předpokládá s pokračováním podniku v nezměněném konceptu, a to při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů, které mohou působit na hodnotu podniku (Mařík, 2011a, s. 27).



Krabec (2009) udává, že objektivizovaná hodnota může být považována za vlastnost daného statku, jelikož je dosažitelná pro kohokoliv.

#### **1.3.2.4 Kolínská škola**

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a zastává ten názor, že nemá smysl ocenění modifikovat v závislosti na jednotlivých kategoriích, nýbrž na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele (Mařík, 1998, s. 14).

Kolínská škola rozeznává funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační, daňovou.

- a) Poradenská funkce
  - poskytnutí kupujícímu podklady o minimální a maximální ceně
- b) Rozhodčí funkce
  - odhadnutí hraniční ceny účastníků transakce a nalezení spravedlivé ceny v rozpětí hraničních cen
- c) Argumentační funkce
  - hledání argumentů jako podklad pro jednání
- d) Komunikační funkce
  - poskytnutí podkladu pro komunikaci s bankami a investory
- e) Daňová funkce
  - poskytnutí podkladů pro daňové účely (Mařík, 1998)

## 2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Čas a riziko jsou dva nejdůležitější faktory, na kterých je založena podstatná část úvah. Tyto dva faktory se promítají do oceňování především prostřednictvím diskontní míry (Mařík, 2011a, s. 39).

### 2.1 Faktor času

Z teoretického hlediska je hodnota aktiva vymezena jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z daného aktiva poplynou majiteli tohoto aktiva (Mařík, 2011a). Nutno podotknout, že veškeré budoucí příjmy, které v budoucnu budou tvořit hodnotu podniku či majetkové položky, nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Nývltová, Marinič (2010) uvádějí, že čas je jedním z nejdůležitějších faktorů, které ovlivňují vývoj celkové hodnoty peněz. Jedná se o tzv. časovou hodnotu peněz, aneb příjem získaný dříve má větší význam, než příjem získaný později, jelikož příjemce může získané prostředky investovat a dosáhnou tak dalšího výnosu (Mařík, 2011a).

Z tohoto důvodu není možno budoucí příjmy pouze sečíst, ale nejdříve musí být veškeré budoucí příjmy podniku přepočítány ke dnu ocenění, tzn. na jejich současnou hodnotu. Následně tyto současné hodnoty budou sečteny (Mařík, 2011a).

### 2.2 Faktor rizika

Kislingerová (2001) je toho názoru, že riziko je druhým z velmi podstatných faktorů hrajících roli při podnikání. Analýza rizika má klíčový vliv na správné ocenění podniku. Dá se říci, že čím je míra rizika vyšší, tím musí být i vyšší míra výnosu pro investora. Na druhou stranu Mařík (2011a) uvádí, že hodnota aktiva bude vyšší, jestliže jsou očekávané příjmy poměrně jisté, a naopak, čím vyšším rizikem budou budoucí příjmy zatíženy, tím bude hodnota podniku nižší.

Riziko se dělí na dva základní typy rizika, a to na riziko obchodní a finanční, a dále na riziko systematické a nesystematické.

#### 2.2.1 Obchodní a finanční riziko

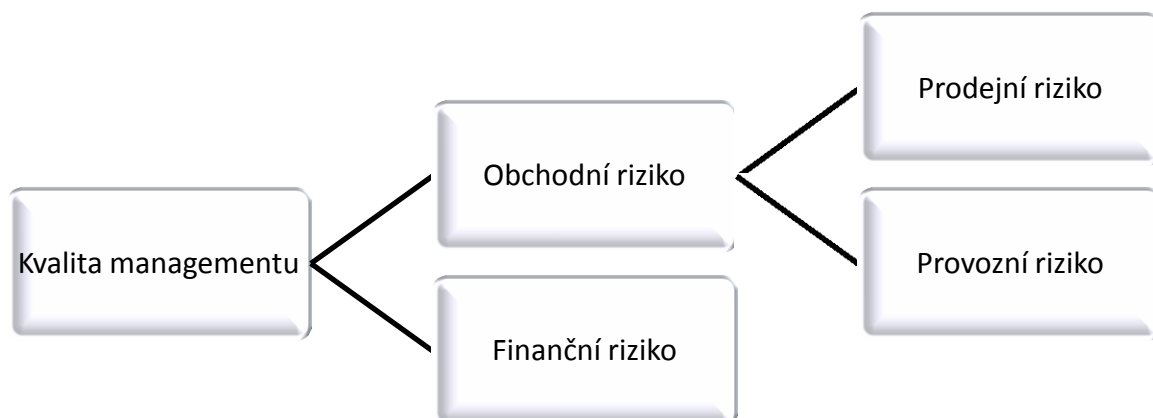
IVSC Glossary (© 2017) definuje obchodní riziko jako míru nejistoty, že očekávané budoucí příjmy z podnikání budou vyšší než ty skutečné. Mařík (2011a) doplňuje, že obchodní riziko je dáno zejména proměnlivostí čistých výnosů. Tato proměnlivost je způso-

beny především proměnlivostí prodeje (prodejní riziko) a úrovní fixních provozních nákladů (provozní riziko).

Prodejní riziko vyplývá z možnosti, že budoucí očekávaný zisk nebude dosažen v důsledku vývoje situace na trhu. Naopak provozní riziko je ovlivněno především provozní pákou, tedy podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech (Mařík, 2011a).

Finanční riziko je podle IVSC Glossary (© 2017) definováno jako míra nejistoty z očekávaných budoucích výnosů v důsledku finanční páky. Finanční riziko je do jisté míry závislé na podílu fixních finančních nákladů, které jsou tvořeny zejména nákladovými úroky, leasingovými splátkami, dividendy z prioritních akcií apod. Často bývá toto riziko zjednodušeně ztotožněno „s tou částí volatility celkových výsledků hospodaření, která je způsobena placením fixních nákladových úroků“ (Mařík, 2011a, s. 44).

Obrázek 1 Vztah mezi zdroji rizika výsledku hospodaření (Mařík, 2011a, s. 41)



### 2.2.2 Systematické a nesystematické riziko

Systematickým rizikem se rozumí to riziko, které postihuje celý trh a ne jen konkrétní společnosti. Toto systematické riziko nemůže být diverzifikováno (IVSC Glossary, © 2017). Kislingerová (2001) rozvádí tuto definici a říká, že je spojeno s fungováním podniku ve vnějším ekonomickém prostředí a je rovněž spojeno i s významnou vlastností, a to nemožností jej eliminovat ze strany podniku. Toto riziko představuje exogenní veličinu, na kterou musí podnik pružně reagovat, aby byl schopen měnícím se podmínkám obstát.

Nesystematické riziko je pravým opakem od systematického rizika. Toto riziko je specifické pro určitou společnost a může být diverzifikováno.

## 2.3 Diskontní míra

Diskontní míra neboli míra návratnosti slouží k převodu peněžní částky nebo budoucích peněžních toků na současnou hodnotu (IVSC Glossary, © 2017).

### Diskontní míra a riziko

Koupě podniku je investice, která s sebou nese určité riziko. Toto riziko je však třeba nějak ocenit. Způsobem jak toto riziko ocenit se zabývá Mařík (2011a), který uvádí dvě možnosti a to:

- práce s rizikovou přírážkou k bezrizikové úrokové míře,
- využití jistotního ekvivalentu výnosů.

V prvním případě se vychází z bezrizikové úrokové míry, která je upravena o úroveň, jež by měla odpovídat míře rizika. Očekávané příjmy jsou pak zatíženy rizikem a tomuto riziku odpovídá i výše úrokové míry. V druhém případě je nutno vymezit z očekávané výnosové míry její bezrizikovou složku a vyloučit tak riziko z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy jsou pak hrazeny jistotním ekvivalentem. Mařík (2011a) dále zdůrazňuje, že je třeba dodržet princip jistotní ekvivalence úrokové míry, což znamená, že kalkulovaná úroková míra by měla být zatížena takovým rizikem, jež odpovídá riziku příjmů, které byly použity pro výpočet ocenění.

## 2.4 Diskontní míra a účel ocenění

Mařík (2011a) upozorňuje, že diskontní míra by měla být stanovena dle kategorie hledané hodnoty a pak také podle typu potenciálního investora.

Podle kategorie hodnoty by měla diskontní míra odpovídat:

- Tržní hodnotě
  - kalkulace dle tržních dat a odpovídajících metod
- Investiční hodnotě
  - kalkulace dle situace daného investora
- Objektivizované hodnotě
  - kalkulace dle podložených dostupných dat, nebo například dle desetiletých státních dluhopisů, ke kterým je přičtena riziková přírážka

Podle typu potenciálního investora by měla diskontní míra odpovídat:

- Veřejné společnosti
  - akcie jsou obchodovány na kapitálových trzích a investoři tvoří portfolio cenných papírů; jedná se pak o systematické riziko
- Soukromé společnosti
  - akcie nejsou obchodovány na kapitálových trzích a investoři nemají tu možnost snížit své riziko diverzifikací; pak se počítá se systematickým i specifickým rizikem

### 3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování podniku je velmi náročným úkolem, v rámci kterého jsou řešeny problémy mnohem dříve, než oceňovatel dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku. Ze všeho nejdříve je tedy důležité si vymežit účel, pro který se ocenění zpracovává. Tento cíl se následně stává vodítkem pro výběr modelů. Rozsah dat, která musí být shromážděna a následně zpracována pokrývá téměř celé dění v podniku. Avšak pro kvalitní ocenění nestačí mít pouze informace z podniku, ale také mít informace o mikroprostředí a makroprostředí, do kterého podnik spadá.

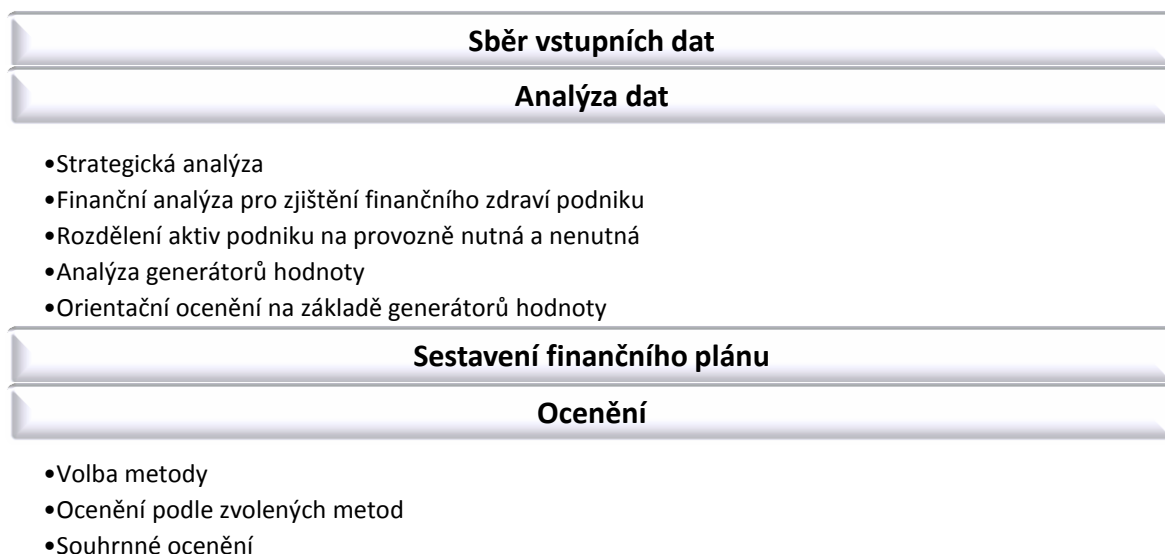
Následně, až jsou data sesbírána, nastupuje analýza těchto dat. Pokud budou v rámci ocenění aplikovány výnosové metody, je důležité, aby byla důkladně provedena i analýza o budoucnosti, potenciálních výnosech a i o podnikatelském záměru podniku.

Po analýzách přichází na řadu aplikace modelů, jejichž výběr se řídí cílem práce. Je důležité, aby bylo aplikováno více modelů, a to z důvodu ověření si správnosti výsledku ocenění.

Výsledek práce tvoří zpráva oceňovatele. Obsah této závěrečné zprávy by měl odpovídat mezinárodním standardům. Zpráva by měla také obsahovat metodologii oceňování, aby dal uživateli informaci, s čím zpracovatel pracoval a také dává možnost zpětné kontroly všech vypočtených hodnot (Kislingerová, 2001, s. 25 – 27).

Mařík (2011a) později definoval přesný postup pro ocenění podniku. V obecné hladině se doporučuje postup dle následujícího Obrázku 2.

Obrázek 2 Vhodný postup při oceňování podniku (Mařík, 2011a)



### **3.1 Sběr vstupních dat**

#### **Základní data o podniku**

Zde se jedná o základní data, která identifikují podnik, například název podniku i s jeho právní formou, identifikační číslo podniku, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, historie podniku a struktura podniku (Mařík, 2011a).

#### **Ekonomická data**

Co se týče ekonomických dat, zde spadají účetní výkazy a to za posledních 3 až 5 let, dále výroční zprávy, zprávy auditorů a pokud existují podnikové plány, tak ty taktéž (Mařík, 2011a).

#### **Relevantní trh**

Relevantní trh vymezuje ten trh, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Jedná se o velikost a vývoj tohoto trhu, dále segmentaci trhu, faktory atraktivity relevantního trhu a v neposlední řadě faktory vývoje trhu (Mařík, 2011a).

#### **Konkurenční struktura relevantního trhu**

Jak už název vypovídá, zde se jedná zejména o hlavní konkurenty a informace o nich, dále možné substituty výrobků či produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví a poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům (Mařík, 2011a).

#### **Odbyt a marketing**

Odbyt a marketing zahrnuje veškeré informace o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska struktury výrobků, struktury odběratelů a územní struktury. Hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnávání s konkurencí, cenovou politiku a srovnává tuto politiku s konkurencí. Dále se zabývá hlavními odbytovými cestami a jejich hodnocením, reklamou, výzkumem a vývojem, samozřejmě všechny tyto informace srovnává s konkurencí (Mařík, 2011a).

#### **Výroba a dodavatelé**

Zde se jedná hlavně o řízení kvality a certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacitu a využití kapacity, stav dlouhodobého majetku, strukturu dodávek a dodavatelů, míru závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích apod. (Mařík, 2011a).



## **Pracovníci**

Struktura pracovníků, kvalifikace pracovníků, situace na trhu práce, vztahy mezi pracovníky, fluktuace pracovníků, personální náklady, produktivita práce, která je srovnávána s konkurencí (Mařík, 2011a).

## **3.2 Analýza dat**

### **3.2.1 Strategická analýza**

Strategická analýza je označována za klíčovou fázi procesu oceňování. Funkcí této analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Tento výnosový potenciál závisí na vnějším a na vnitřním potenciálu, kterými podnik disponuje.

Co se týče vnějšího potenciálu, lze jej vyjádřit jako šance a rizika, které podnikatelské prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik nachází, nabízí. Při vnitřním potenciálu se zjišťuje do jaké míry je oceňovaný podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit rizikům z něj plynoucí. Pro vyjádření vnitřního potenciálu se dá využít analýza silných a slabých stránek podniku a dále jeho konkurenčními výhodami a nevýhodami (Mařík, 2011a).

Mařík (2011a) uvádí možný postup strategické analýzy, který se skládá z následujících kroků:

#### **Relevantní trh a jeho prognóza**

Sedláčková, Buchta (2006) zdůrazňují, že základem pro formulování strategie je nalezení souvislostí mezi daným podnikem a okolím tohoto podniku. Relevantní prostředí bývá často velmi široké a zahrnuje politické, ekonomické i sociální aspekty. Jako klíčové se v podnikovém okolí označuje odvětví, ve kterém podnik soutěží. Vymezení tohoto relevantního trhu je důležité pro formulování strategie, avšak vymezení odvětví bývá často velmi složité, jelikož mnoho podniků vyrábí širší sortiment produktů, a tak vstupy podniku mohou pocházet i z více odvětví. Mařík (2011a) uvádí, že analýza relevantního trhu v rámci strategické analýzy by měla obsahovat souhrnné hodnocení atraktivity trhu, stručnou prognózu jeho vývoje a dále prognózu tempa růstu trhu pro projekci tržeb oceňovaného podniku.

#### **Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku**

Pokud se jedná o analýzu konkurenční síly, jde se o tu část strategické analýzy, která si klade za cíl co nejlepší odhad tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Jako

první je třeba stanovit dosavadní tržní podíly společnosti a identifikovat hlavní konkurenty. Dále může být provedena analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly. Výsledky této analýzy se promítnou do posouzení perspektivnosti podniku, odhadu vývoje tržního podílu a do diskontní míry. Částí této analýzy je také odhad fáze životního cyklu podniku a definice faktorů, jež mají vliv na tržní podíl. Těmito faktory mohou být cena, image a dostupnost distribuce, dále také kvalita managementu, výdaje na výzkum a vývoj apod. (Mařík, 2011a, s. 74-92).

### **Prognóza tržeb oceňovaného podniku**

Prognóza tržeb by měla být odvozena jednak z předchozích kroků, tedy z analýzy a prognózy relevantního trhu a jednak z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, a dále také z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňované firmy v minulosti.

Co se týče hodnocení perspektivnosti podniku, zde se vychází z atraktivnosti trhu, na kterém se podnik pohybuje a také konkurenční síly, kterou se podnik na tomto trhu vyznačuje. Také může být použita vlastní prognóza tempa růstu, ta vychází z analýzy a prognózy trhu, kterou je třeba vynásobit růstem tržního podílu, který se získá z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly. Výsledkem je odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku (Mařík, 2011a, s. 93-94).

### **3.2.2 Finanční analýza**

Finanční analýza bývá často považována za metodický nástroj pro posouzení tzv. finančního zdraví podniku, tedy v jakém stavu se podnik nachází v okamžiku ocenění.

Obecnými cíli této analýzy jsou prověření finančního zdraví podniku a vytvoření základu pro finanční plán, z kterého je později vyvozena výnosová hodnota podniku (Mařík, 2011a). Kislíngrová a Hnilica (2008) dále rozvádí, že dále finanční analýza slouží pro posuzování rizika, zejména pak provozního a finančního, jež hraje podstatnou roli při stanovení kapitalizační či diskontní míry v jednotlivých modelech, které se využívají pro určení tržní hodnoty podniku.

Úkolem pro finanční analýzu je posouzení, zda v minulosti a současnosti nejsou nějaké závažné finanční problémy, které by mohly ohrozit perspektivu daného podniku. Pro toto posouzení však nestačí pouze spočítat řadu poměrových ukazatelů, ale je důležité proniknout do hospodaření podniku a určit jak vypadá majetková a finanční struktura podniku, a také jak se liší od podobných konkurenčních podniků, dále jak je zajištěna likvidita podni-

ku, jak to vypadá s výnosností podniku jako celku i z pohledu vlastníka apod. Je tedy důležité poznat podnik jako celek (Mařík, 2011a).

Základním postupem dle Maříka (2011a) pro sestavení analýzy finančního zdraví podniku je důležité si prověřit úplnost a správnost vstupních údajů, sestavení analýzy základních účetních výkazů, spočítání a vyhodnocení poměrových ukazatelů a nakonec zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků.

### **3.2.2.1 Analýza základních účetních výkazů**

Do analýzy základních účetních výkazů patří analýza majetkové a finanční struktury, jež vychází z rozvahy, dále analýza výnosů, nákladů a výsledku hospodaření, a také analýza finančních toků.

#### **Rozvaha**

Rozvaha je účetním výkazem, který podává přehled o majetku podniku a jeho zdrojích k určitému datu. Jedná se o nejdůležitější zdroj finanční analýzy. Jak už bylo uvedeno, rozvaha zachycuje strukturu majetku a zdrojů podniku. Aktiva zobrazují majetek, kterým podnik disponuje a pasiva zase zdroje kapitálu, ze kterých byly jednotlivé majetkové složky pořízeny (Kislingerová, 2001). Mařík (2011a) však uvádí, co je důležité pro oceňovatele, a jakým informacím by se měl věnovat. Jedná se zejména o stav a vývoj bilanční sumy, strukturu aktiv, její vývoj a přiměřenost jednotlivých položek, dále o strukturu pasiv, její vývoj, poměr vlastního kapitálu, bankovních závazků a závazků k dodavatelům a důležité jsou také poměry mezi složkami aktiv a pasiv (dlouhodobý majetek a dlouhodobá pasiva, dlouhodobý majetek a vlastní kapitál atd.). U hodnocení jednotlivých položek rozvahy je třeba vzít v potaz okolnosti, které mají vliv na jejich vypořádací schopnost. Jedná se zejména o princip účtování v historických cenách pro majetkové položky, metody odepisování majetku, způsob oceňování zásob a pohledávek. Na všechny tyto skutečnosti je třeba brát zřetel (Kislingerová, 2001).

#### **Výkaz zisku a ztráty**

Z výkazu zisku a ztráty lze vyčíst, jak úspěšný byl podnik z hlediska využívání majetku a zdrojů podniku, které měl ve sledovaném období k dispozici. Stejně jako u rozvahy i u výkazu zisku a ztráty je třeba sledovat strukturu a dynamiku jednotlivých položek. V tomto případě je důležité se zaměřit na podíl jednotlivých položek na celkových výkonech, vývoj podílu jednotlivých položek ve vztahu k dosaženému výsledku hospodaření. Zkoumá se

tedy, jak jednotlivé složky výkazu zisku a ztráty ovlivnily výsledek hospodaření – na tu nejvýznamnější by měla být zaměřena pozornost. U tohoto výkazu není důležitý pouze celkový výsledek, tedy výše zisku či ztráty, ale také jeho dílčí části. Jedná se o provozní výsledek hospodaření, jehož vývoj odráží jádro ekonomiky hodnoceného podniku, a také o finanční výsledek hospodaření, který odráží způsob financování podniku a také finanční politiku podniku v oblasti investic a finančního majetku (Mařík, 2011a).

### **Přehled o peněžních tocích (cash flow)**

Jestliže výkaz zisku a ztráty zachycuje výnosy a náklady, pak výkaz cash flow příjmy a výdaje. Úkolem tohoto výkazu je zachycení, kde vznikly peněžní prostředky a jak byly podnikem použity (Kislingerová, 2001). Výkaz cash flow může být sestavován přímou metodou, kdy se jedná o rozdíl mezi příjmy a výdaji, a nepřímou metodou, kde se výsledek hospodaření upravuje o rozdíly mezi náklady a výdaji a mezi výnosy a příjmy. Peněžní toky se člení na:

- Cash flow z peněžní činnosti
- Cash flow z investiční činnosti
- Cash flow z finanční činnosti

Saldo provozních, investičních a finančních toků tvoří celkový peněžní tok, který by se měl rovnat rozdílu mezi počátečním stavem a konečným stavem peněžních prostředků (Mařík, 2011a).

#### **3.2.2.2 *Analýza poměrových ukazatelů***

Podle Hrdého a Horové (2009) jsou poměrové ukazatele základním nástrojem finanční analýzy, a to z toho důvodu, že dávají do vzájemných poměrů jednotlivé položky nebo skupiny položek, které jsou uvedeny ve výkazech a které spolu souvisejí určitým způsobem. Pokud se mluví o poměrových ukazatelích, jedná se o ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti.

#### **Ukazatele rentability**

Rentabilita představuje výnosnost vloženého kapitálu. Skládá se z ukazatele rentability tržeb, vlastního kapitálu, celkového kapitálu, investovaného kapitálu a úplatného kapitálu.

### **Ukazatele aktivity**

Aktivitu vyjadřuje obrat aktiv, obrat dlouhodobého majetku, doba obratu zásob, pohledávek a závazků.

### **Ukazatele likvidity**

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Jedná se o ukazatele běžné likvidity, ukazatele pohotové likvidity a ukazatele hotovostní likvidity.

### **Ukazatele zadluženosti**

Mezi základní ukazatele zadluženosti patří celková zadluženost, míra zadluženosti, úrokové krytí, doba splacení dluhů, krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem, krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji apod.

#### ***3.2.2.3 Zhodnocení finančního zdraví podniku***

Po zhodnocení různých stránek finančního zdraví podniku, zpravidla vychází, že podnik v některých oblastech vykazuje lepší hodnoty a v jiných oblastech horší. Avšak závěr finanční analýzy by měl být jednoznačný a měl by odpovědět na otázku, zda je podnik zdravý a lze počítat s dlouhodobou existencí podniku či ne. Pokud vyhlídky trvalé existence nejsou valné, je třeba ocenění podniku zúžit na zjištění likvidační hodnoty podniku. Na druhou stranu pokud podnik prokáže finanční zdraví, splní tak podmínku pro využití výnosových metod oceňování (Mařík, 2011a).

#### **3.2.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná**

Při oceňování podniku se vychází z předpokladu, že má podnik jedno podnikatelské zaměření, pro něž byl zřízen. Pro toto podnikatelské zaměření podnik potřebuje aktiva v určité velikosti a struktuře včetně rezerv. Tato aktiva, nezbytná pro základní činnosti podniku jsou označována jako provozně nutná aktiva, všechna ostatní jsou považována za provozně nenutná (Mařík, 2011a).

Krabec (2009) definuje provozně nenutná aktiva jako aktiva, která mohou být odprodána, aniž by byla ovlivněna hlavní činnost podniku.

Důvodem pro rozčlenění majetku může být například majetek, který není využíván a ze kterého neplynou žádné nebo velmi malé příjmy. V takovém případě se může stát, že ocenění těchto aktiv pomocí výnosových metod povede k podcenění nebo majetek nebude oceněn vůbec, i když svou hodnotu má. Dále by měla být vyčleněna aktiva, která nesouvisí

s provozem, jelikož rizika, která jsou spojená s příjmy z těchto aktiv, mohou být jiná než riziko hlavního provozu podniku. U aktiv, která neslouží k hlavnímu provozu podniku, platí, že by měla být oceňována samostatně. A to kvůli předpokladu prodání, pronajmutí či zlikvidování těchto aktiv (Mařík, 2011a).

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je významným prvkem analýzy tvorby hodnoty, jelikož pokud by byla neoperativní aktiva nesprávně oceněna, vedlo by to k ničení hodnoty (Krabec, 2009, s. 221).

### **3.2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

Soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které určují hodnotu podniku, se nazývají generátory hodnoty. Obvykle jsou vyvozovány v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku, nejčastěji se jedná o metodu diskontovaných peněžních toků. Nejznámějšími generátory hodnoty jsou tržby a jejich růst, marže korigovaného provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku a diskontní míra. Hodnota podniku je závislá na tom, zda je schopen podnik do budoucna vytvářet volné peněžní toky. Proto je třeba se soustředit zejména na ty veličiny, které hodnotu ovlivňují rozhodujícím způsobem (Mařík, 2011a).

Pomocí analýzy generátorů hodnoty se získá lepší pohled pro posouzení minulosti podniku, jelikož z této analýzy se dá zjistit, zda podnik tvořil hodnotu či ne, a také jaké faktory ovlivňovali tuto skutečnost (Mařík, 2011a).

Prognóza generátorů hodnoty tvoří i základ pro finanční plán, zejména co se týče volných peněžních toků podniku. Finanční plán by měl pouze rozvádět projekci generátorů hodnoty. Je potřeba zjistit, zda navrhnutá projekce generátorů hodnoty vede k majetkové a finanční struktuře, která bude přijatelná (Mařík, 2011a).

## **3.3 Finanční plán**

(Mařík, 2011a) definuje finanční plán jako bezprostřední základnu pro ocenění podniku pomocí výnosových metod oceňování. Pro správný finanční plán je důležité, aby vycházel z dlouhodobé koncepce podniku, z jeho vize a strategie. Plán podniku je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů, mezi které patří například plán prodeje, plán produkce, plán kapacit, plán pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření apod. Pavelková a Knápková (2012) udávají postup pro vytvoření finančního plánu, který se skládá z následujících kroků:

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

### 3.4 Ocenění

Oceňování podniku je chápáno jako zjištění hodnoty podniku. Jestliže podnik je obchodován na veřejných trzích, pak je cena, která vychází z očekávání kapitálového trhu známa. Dochází tak k průběžnému hodnocení vývoje podniku a to prostřednictvím akcií. Jenže mnoho podniků není obchodováno, jejich aktuální cena není dostupná, a tak je nutno použít vybrané metody pro zjištění hodnoty tohoto podniku (Pavelková, Knápková, 2012).

#### 3.4.1 Metody oceňování podniku

Výsledná hodnota podniku se opírá o použití více výnosových metod. Mezi základní metody patří ocenění na základě výnosů, ocenění na základě analýzy trhu a ocenění na základě analýzy majetku.

##### 3.4.1.1 Výnosové metody

*„Výnosové metody vycházejí z poznatku, že hodnota podniku je určena hodnotou očekávaného budoucího užítku plynoucího z vlastnictví podniku“* (Pavelková, Knápková, 2012). Výnosové metody jsou založeny na očekávaných příjmech či výnosech. Rozeznáváme metody diskontovaného peněžního toku, metodu založenou na koncepci EVA, metodu kapitalizovaných zisků, metoda založená na CFROI a kombinované výnosové metody.

##### 3.4.1.2 Metody tržního porovnání

Při metodě tržního porovnání se jedná o odhad ceny, za kterou by bylo podnik možné prodat. Jedná-li se o podnik, jehož akcie jsou běžně obchodovány, tržní cenu zjistíme dle reálného kurzu. Na druhou stranu pokud se nejedná o podnik, jehož akcie jsou běžně obchodovány, vychází se z aktuálních cen srovnatelných podniků (Pavelková, Knápková, 2012). Patří sem metoda ocenění na základě tržní kapitalizace, metoda ocenění na základě srovnatelných podniků, metoda ocenění na základě srovnatelných transakcí a metoda ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu.



### *3.4.1.3 Majetkové metody ocenění*

Pavelková, Knápková (2012) uvádějí, že při majetkové metodě ocenění se vychází ze současné hodnoty aktiv, která je snížena o cizí zdroje. Mezi tyto metody patří ocenění na základě účetní hodnoty VK na principu historických cen, ocenění na základě likvidační hodnotě, ocenění na základě substanční hodnoty na principu reprodukčních cen a ocenění na základě substanční hodnotě na principu úspory nákladů.

## 4 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ

Mařík (2011a, 1998) definuje výnosové metody oceňování jako skupinu metod vycházející z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem. U podniků se jedná o očekávané výnosy. „*Výnosové ocenění může být považováno za nejsprávnější metodu, jelikož odpovídá na otázku ohledně hodnoty podniku bezprostředně*“ (Mařík, 2011a). Teoreticky je nejvhodnější za výnosy považovat konkrétní peněžní příjem, který plyne z oceňovaného statku jeho držiteli. Avšak je možné pro základ ocenění použít jinak chápáné výnosy. Podle toho, jaká veličina je konkrétně chápána pod těmito výnosy, je možné rozlišit jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku. V současné době existují tyto základní výnosové metody:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Kombinované metody ocenění

Dále Mařík (2011a s. 163-164) určil obecná kritéria pro konkrétní modifikaci použitých výnosů, která platí pro veškeré výnosové metody.

### 1. Kategorie hledané hodnoty

- Tržní hodnota
  - výnosy, jež očekává trh; používaná diskontní míra vychází z výnosnosti, kterou trh požaduje
- Investiční hodnota
  - výnosy, které očekává konkrétní subjekt; diskontní mírou je požadovaná výnosnost určitého investora
- Objektivizovaná hodnota
  - výnosy, které jsou očekávané s velkou pravděpodobností

### 2. Způsob kalkulace cen

- Stálé ceny (nominální diskontní míra)
- Běžné ceny (reálná diskontní míra)

### 3. Způsob kalkulace daní

- Žádné daně
- Daně na úrovni příjmů oceňované společnosti
- Daně na úrovni společnosti i na úrovni subjektu, pro nějž je ocenění provedeno

## 4.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Základní výnosovou metodou je metoda diskontovaných peněžních toků (dále jen „DCF“), v současné době má největší užití.

Kislingerová (2001) uvádí, že podstatou oceňování na bázi DCF je, že hodnota aktiv se odvozuje od současné hodnoty budoucích peněžních toků. V současné době lze rozlišit tři základní techniky DCF, a to DCF entity, DCF ekvity a DCF APV.

### 4.1.1 Metoda DCF entity

Základní metodou je DCF entity, tato metoda vychází z peněžních toků jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Diskontováním těchto cash flow (dále jen „CF“) je možné zjistit hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto), následným odečtením hodnoty cizího kapitálu pak hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto).

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

170)

1		Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní
2	-	Upravená daň z příjmů
3	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
4	+	Odpisy
5	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji
6	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7	-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
8	-	Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
9	=	<b>Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)</b>

#### 4.1.1.1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pro výpočet FCFF je třeba stanovit korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále jen „KPVH“). Tento KPVH by měl obsahovat náklady na cizí kapitál, pro zjištění celkového zisku a cash flow pro vlastníky a věřitele. Na druhou stranu by měly být odečteny jednorázové položky, aby ve výsledku hospodaření nebyly zahrnuty ty, které jsou mimořádné. V neposlední řadě by v KPVH neměly být obsaženy výnosy a náklady, související s provozně nenutným majetkem (Mařík, 2011a).

#### 4.1.1.2 Stanovení první fáze podniku

Hodnotu podniku jako celku lze vypočítat pomocí obecného vzorce:

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

kde: (1)

$FCFF_t$  volné CF v roce „t“

$i_k$  diskontní míra

$n$  počet let předpokládané existence podniku

Dle Maříka (2011a) je základním předpokladem, tzv. předpoklad trvalého fungování podniku tzv. going concern, proto je téměř nemožné naplánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Z tohoto důvodu se používá zejména dvoufázová metoda, která se propočítá dle následujícího vztahu:

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

kde: (2)

$FCFF_t$  volné CF v roce „t“

$T$  délka trvání první fáze

$PH$  pokračující hodnota

$i_k$  kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu)

#### 4.1.1.3 Pokračující hodnota

Po stanovení první fáze je nutno stanovit i pokračující hodnotu. Doba první fáze se nejčastěji pohybuje v rozpětí 4 – 14 let. Avšak pro druhou fázi se předpokládá stabilní a trvalý růst volného CF. „*Pokračující hodnota představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků ve druhé fázi*“ (Mařík, 2011a, s. 183).

Pomocí Gordonova vzorce lze spočítat tuto pokračující hodnotu, je však důležité dodržet základní podmínku tohoto vzorce, a to, že kalkulovaná úroková míra musí převyšovat plánované tempo růstu volného CF. Gordonův vzorec je dán tímto vztahem:

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

kde: (3)

FCFF volný peněžní tok do firmy

T poslední rok prognózovaného období

$i_k$  kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu)

g předpokládané tempo růstu

Další možností pro stanovení pokračující hodnoty je použití parametrického vzorce. Tento vzorec pracuje s dvěma základními generátory hodnoty a to s tempem růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření a očekávanou rentabilitou nových investic do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku (Mařík, 2011a). Parametrický vzorec je pak určen vztahem:

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

kde: (4)

$KPVH_{T+1}$  korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních v prvním roce po uplynutí prognózy

$r_i$  rentabilita čistých investic

$g/r_i$  míra investic

$i_k$  kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu)

#### 4.1.1.4 Výsledná hodnota podniku

Pomocí předchozích kroků se dá zjistit provozní hodnota brutto, pro kterou platí, že se jedná o celkovou hodnotu podniku, avšak zachycuje pouze provozní část podniku. Pro získání výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku, je třeba udělat závěrečné výpočty.

Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Mařík, 2011a, s. 201)

	Hodnota brutto ("provozní")
-	Hodnota úročeného cizího kapitálu (k datu ocenění)
=	<b>Hodnota vlastního kapitálu ("provozní")</b>
+	Hodnota provozně nepotřebných aktiv (k datu ocenění)
=	<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku</b>

#### 4.1.2 Metoda DCF equity

Další metodou pro výpočet hodnoty podniku je metoda DCF equity, kde se počítá s peněžním tokem, který je k dispozici jen vlastníkům.

Na rozdíl od metody DCF entity se liší způsobem výpočtu CF, použitou diskontní mírou a výsledkem získaným diskontováním volných peněžních toků. Následující tabulka ukazuje výpočet volného peněžního toku pro metodu DCF Equity (Mařík, 2011a).

Tabulka 3 Výpočet volného peněžního toku pro DCF Equity (Mařík, 2011a, s. 205)

1	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
2	+ Odpisy
3	+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji
4	- Investice do provozně nutného kapitálu
5	- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
6	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
7	- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
8	- Splátky úročeného cizího kapitálu
9	+ Nově přijatý úročený kapitál
10	= <b>Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)</b>

(Mařík, 2011b) upozorňuje na diskontní míru, která musí být stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které budou odpovídat konkrétnímu zadlužení oceňovaného podniku. Výsledkem diskontování volných peněžních toků pro vlastníky je výnosová hodnota vlastního kapitálu. Pokračující hodnota se vypočítá pomocí Gordonova vzorce, který byl popsán již dříve. Hodnota podniku se tedy zjistí dle následujícího vztahu:

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

kde: (5)

FCFE volný peněžní tok v roce „t“

$i_k$  kalkulovaná úroková míra

g předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi

#### 4.1.3 Diskontní míra

Volba diskontní míry závisí na tom, pro jakou metodu DCF je určena. Při využití metody DCF entity, kdy se vychází z peněžních toků pro vlastníky i věřitele, je třeba určit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (dále jen „WACC“). Na druhou stranu při využití metody DCF equity, kdy se vychází z peněžních toků pro vlastníky, je vhodné stanovit diskontní míru na úrovni nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení. Při využití metody na základě ekonomické přidané hodnoty bude počítáno také s WACC.

Tabulka 4 Diskontní míra pro jednotlivé modely (vlastní zpracování)

Metoda	Diskontní míra
DCF entity	WACC
DCF equity	náklady VK
EVA	WACC

##### 4.1.3.1 Vážené průměrné náklady na kapitál

Jak již bylo uvedeno, metoda DCF entity využívá jako diskontní míru vážené průměrné náklady na kapitál. Tyto náklady se určí jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úplatného kapitálu. Vážené průměrné náklady na kapitál se vypočítají dle vztahu:

$$WACC = N_{CK} * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C}$$

kde: (6)

CK tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

VK tržní hodnota vlastního kapitálu

C tržní hodnota celkového kapitálu

$N_{CK}$  náklady na cizí kapitál

$N_{VK}$  náklady na vlastní kapitál

„I když výpočet nákladů na kapitál nebude přesný, je pro podnik podstatně důležitější uvědomit si skutečnost, že kapitál něco stojí, že není zadarmo.“ (Knápková, Pavelková, 201, s. 64)

#### 4.1.3.2 Vymezení nákladů cizího kapitálu

Nákladem cizího kapitálu je úrok, který nese podnik, tedy úrok, který podnik platí věřiteli, snížený o tzv. daňový štít. Náklady cizího kapitálu se dají zjistit jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z různých forem cizího kapitálu, nejčastěji se jedná o krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry, dluhopisy a další finanční výpomoci (Pavelková, Knápková)

#### 4.1.3.3 Vymezení nákladů vlastního kapitálu

Určení nákladů vlastního kapitálu je složitější než určení nákladů cizího kapitálu. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním daných investorů. Požadovaný výnos investorů je určen výnosem, který by investor získal, kdyby investoval do jiného aktiva, které nese stejné riziko (Pavelková, Knápková)

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu lze použít různé modely, v této práci bude rozveden model CAPM a stavebnicový model.

Výchozím bodem modelu CAPM je rozdělení celkového rizika, které je spojené s investicí do akcií na systematické a nesystematické riziko. Podle tohoto modelu je ve vztahu k odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu důležité pouze systematické tržní riziko (Mařík, 2011a). Náklady vlastního kapitálu se vypočítají pomocí vztahu:

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

kde: (7)

$r_e$  náklady vlastního kapitálu v %

$r_f$  bezriziková úroková míra  $\beta$

$\beta$  koeficient vyjadřující relativní rizikovost



$r_m$	výnosnost kapitálového trhu
$r_m - r_f$	riziková premie kapitálového trhu

Bezriziková úroková míra ve většině případů odpovídá úrokové míře desetiletých státních dluhopisů. Rizikovou premií lze zjistit pomocí globálního akciového indexu, který udává, jaká byla průměrná výnosnost celého akciového trhu, případně pomocí ratingu země. V neposlední řadě koeficient  $\beta$  měří tržní (systematické) riziko, a to tím, že ukazuje, k jaké procentuální změně dojde, pokud dojde na trhu ke změně o 1%. Koeficient  $\beta$  se dá zjistit pomocí podobných podniků, které jsou obchodovány, případně je možné využít  $\beta$  pro celé odvětví (Pavelková, Knápková). Koeficient  $\beta$  je možné určit podle vztahu:

$$\beta_z = \beta_N * \left( 1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right)$$

kde: (8)

$\beta_z$	$\beta$ vlastního kapitálu u zadluženého podniku
$\beta_N$	$\beta$ vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
T	sazba daně z příjmů
CK	cizí kapitál
VK	vlastní kapitál

Druhou metodou pro zjištění nákladů vlastního kapitálu je tzv. stavebnicový model. Tento model je v Evropě nejčastěji používán při stanovování těchto nákladů. Je založen na principu, kdy se přičítají jednotlivé dílčí přírážky za rizika k bezrizikové míře. Tyto rizikové přírážky je možné získat z internetových stránek ministerstva průmyslu a obchodu (dále jen „MPO ČR“). Dle MPO se používá tento vzorec:

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

kde: (9)

$r_f$	bezriziková sazba
$r_{LA}$	přírážka za velikost podniku
$r_{podnikatelské}$	přírážka za produkční sílu
$r_{finstab}$	přírážka za finanční stabilitu
$r_{finstr}$	přírážka za riziko dělení produkční síly

## 4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Kislingerová (2001) se domnívá, že se jedná o nejjednodušší způsob zjištění hodnoty podniku. Tato metoda je založena na výkonnosti podniku v minulosti, tedy na historické úrovni zisku. Metoda kapitalizovaných výnosů je založena na předpokladu odvození hodnoty podniku od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Podstatný je také předpoklad dlouhodobého trvání podniku a znalost výsledků firmy v minulých letech, minimálně 3-5 období. Hodnota podniku netto je stanovena jako podíl trvale dosažitelného zisku a míry kapitalizace.

Trvale udržitelný zisk se stanovuje z analýzy výkazu zisku a ztráty, je však nutné jej upravit o určité položky. Je třeba zjistit, jestli podnik v minulých letech věnoval dostatečnou pozornost předpokladům podnikatelské činnosti, dále prověření způsobu odpisování, vyloučení mimořádných výnosů a také výnosů, které nesouvisí s hlavním předmětem podnikání podniku (Kislingerová, 2001).

Mařík (2011a) dál rozvádí, že existují dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů, které se liší v tom, jak jsou chápány čisté výnosy. První varianta pracuje s čistými výnosy, které jsou určeny na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji, tato metoda může být ztotožněna s metodou DCF equity. Na druhou stranu druhá varianta byla zpracována institutem auditorů a vychází z toho, že čisté výnosy jsou odvozeny z upravených výsledků hospodaření.

## 4.3 Metoda založená na koncepci ekonomické přidané hodnoty

Koller, Goedhart, Wessels a Copeland (2005) ve své publikaci uvádějí, že při metodě založené na koncepci ekonomické přidané hodnoty (dále jen „EVA“) se hodnota podniku rovná součtu hodnoty investovaného kapitálu a premie, která je sumou hodnot v jednotlivých letech vytvořeným podnikem a diskontovaných na současnou hodnotu.

Pavelková, Knápková (2012) uvádějí, že EVA představuje ekonomický zisk, který podnik tvoří po úhradě veškerých nákladů včetně nákladů na cizí i vlastní kapitál. Ekonomickou přidanou hodnotu je možné využít pro finanční analýzu, řízení a oceňování podniku. Dá se říci, že se jedná o ukazatel výnosnosti, který překonal nevýhody dříve užívaných ukazatelů, jako jsou rentabilita aktiv či vlastního kapitálu (Mařík, 2011a). „*Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky*“ (Pavelková, Knápková, 2012).

Základní výpočet pro zjištění ekonomické hodnoty je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde: (10)

NOPAT zisk z hlavní činnosti po zdanění

C kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána v hlavní činnosti

WACC průměrné vážené náklady na kapitál

Pavelková, Knápková (2012) jsou toho názoru, že základním východiskem pro výpočet vloženého kapitálu je rozvaha. Tu je však nutno upravit, aby mohl být určen NOA. Tyto úpravy zahrnují z celkových aktiv vyčlenění neoperativních aktiv, snížení aktiv o neúročený cizí kapitál, vyloučení mimořádných položek, účetní aktiva převést na skutečná aktiva (Mařík, 2011a). Dále je potřebné provést úpravy ve výsledovce, což vede ke správnému určení NOPAT. Základem je dosažení rovnováhy mezi NOA a NOPAT, to znamená, že pro činnosti, jež byly zařazeny do NOA, je nutné vyčíslit i náklady a výnosy v NOPAT a obráceně.

Stejně jako u metody diskontovaných peněžních toků i metoda ocenění pomocí EVA lze využít různé varianty, a to metodu entity, equity a APV. Diplomová práce však bude zaměřena na základní metodu DCF entity, jelikož je v praxi nejvíce využívána. V tomto přístupu ocenění má rozhodující úlohu tržní přidaná hodnota (dále jen „MVA“). MVA je možno definovat jako současnou hodnotu budoucích ročních ekonomických přidaných hodnot diskontovaných k datu ocenění (Mařík, 2011a).

Pro zjištění hodnoty podniku se využívá následující tvar:

$$H_{VK} = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

kde: (11)

$H_{VK}$  hodnota vlastního kapitálu (netto)

$NOA_0$  čistá operativní aktiva k datu ocenění

T počet let plánovaných hodnot EVA

$D_0$  hodnota účetních dluhů k datu ocenění

$A_0$  neoperativní aktiva k datu ocenění

WACC průměrné náklady na kapitál

g průměrné roční tempo růstu EVA

Hodnotu zisku nelze na dlouhou dobu reálně předpovědět, proto se používá dvoufázová metoda. Hodnota podniku je součet investovaného kapitálu, diskontované hodnoty EVA – pro 1. fázi a trvalé renty z odhadu stálé výše EVA – pro 2. fázi. To je však nutné ještě převést na současnou hodnotu. Pro převedení EVA na současnou hodnotu se používá jako diskontní míra WACC (Pavelková, Knápková, 2012).

#### 4.4 Kombinované výnosové metody

Jedná se o metody, které kombinují ocenění výnosové a majetkové. Často jsou tyto metody nazývány jako korigované výnosové metody. Do kombinovaných výnosových metod patří metoda střední hodnoty a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

##### 4.4.1 Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Mařík (2011a) uvádí, že tato metoda je velmi oblíbená u praktiků. Podstatou této metody je, že hodnota podniku je vytvářena vloženými statky, výkony a budoucím výnosem.

Často používaným způsobem je kombinace ocenění výnosovou hodnotou a hodnotou substanční, jelikož je zohledněna jak majetková, tak i výnosová stránka podniku. Hodnota podniku se vypočte pomocí průměru výnosové a substanční hodnoty, která je založena na reprodukčních cenách (Dluhošová, 2010). Pro zjištění hodnoty podniku se použije následující vzorec

$$H = \frac{x_1V + x_2S}{x_1 + x_2}$$

kde: (12)

H hodnota podniku

V výnosová hodnota

S substanční hodnota

$x_1$  a  $x_2$  zvolené váhy pro obě veličiny

#### 4.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Kislingerová (2001) i Mařík (2011a) jsou toho názoru, že hodnota podniku dle metody kapitalizovaných mimořádných výnosů je rozdílem mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. Hodnotu podniku při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu lze vypočítat následovně

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k * S_n}{i_{k2}}$$

kde: (13)

$S_n$            substanční hodnota

$\check{C}V$            čistý výnos

$i_k$            úroková míra (náklady vlastního kapitálu)

$i_{k2}$           úroková míra pro mimořádný výnos

$i_k * S_n$       čistý výnos za rok

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 CHARAKTERISTIKA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI

### 5.1 Představení společnosti

Společnost, která byla vybrána pro tuto diplomovou práci, se nazývá Jihomoravská armaturka spol. s r.o. a vznikla 28. 5. 2007 v Hodoníně, kde sídlí i v současné době. Hlavním předmětem podnikání společnosti je slévárenství, obráběčství, modelářství a nástrojářství. Mateřskou společností této společnosti je VAG Armaturen GmbH sídlící v Německu. V roce 2011 došlo ke změně majitele této skupiny VAG. Od konce roku 2012 je mateřskou společností celé skupiny VAG koncern Rexnord Corporation z USA. Společnost je nyní součástí konsolidačního celku Rexnord Corporation (Výroční zpráva JMA, s.r.o., 2015).

#### 5.1.1 Základní informace o společnosti

##### JIHOMORAVSKÁ ARMATURKA

<b>Sídlo</b>	Lipová alej 3087/1 695 01 Hodonín
<b>IČO</b>	27903427
<b>Právní forma</b>	Společnost s ručením omezeným
<b>Společníci</b>	VAG-Armaturen GmbH (99,8%) VAG Holding GmbH (0,2%)

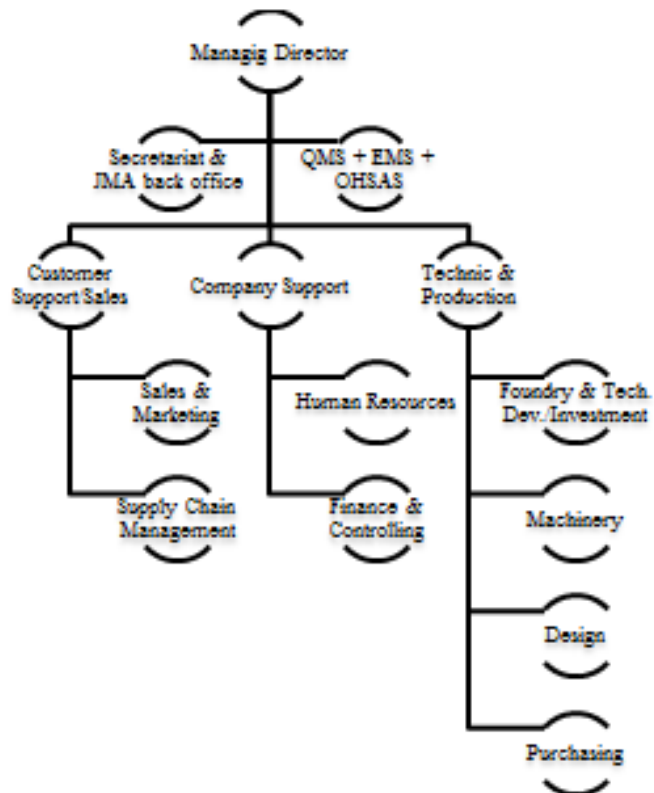
(Výroční zpráva JMA, s.r.o., 2015)

#### 5.1.2 Historie společnosti

Historie Jihomoravské armaturky sahá až do roku 1881, v tomto roce Václav Kudma založil kovářskou a strojnickou firmu. Tato firma byla později rozšířena o slévárnu, a tím byla započata výroba jednoduchých armatur. Podnik se neustále rozvíjel a v roce 1907 došlo k výraznému rozšíření tohoto podniku. V roce 1938 se výroba přesunula do prostor v Hodonínské Bažantnici, kde společnost sídlí i v současnosti. V šedesátých letech 20. století započalo budování nové slévárny, která byla uvedena do provozu v roce 1973. Dále v roce 1978 firma otevřela další strojírenské provozy pro výrobu dálkových ovládaní armatur v atomových elektrárnách. V roce 1979 dostala společnost název Sigma Hodonín, koncernový podnik, a to z toho důvodu, že se připojila ke koncernu Sigma. Výrazným mezníkem v historii této společnosti se stal rok 1996, kdy se majoritním vlastníkem stala společnost Bopp&Reuther AG, která sídlí v Mannheimu, společnost se také vrátila k původnímu ná-

zvu Jihomoravská armaturka. V roce 2001 došlo k výrazným organizačním změnám, a tak se společnost stala součástí mezinárodní skupiny VAG. V roce 2011 se skupina VAG, ve které je stále i Jihomoravská armaturka, stává součástí americké mezinárodní skupiny Rexnord (JMA, © 2017).

### 5.1.3 Organizační struktura společnosti



(Výroční zpráva JMA, s.r.o., 2016)

## 5.2 Předmět podnikání podle CZ-NACE

Podle klasifikace ekonomických činností má firma široké uplatnění. Dle CZ NACE spadá do několika kategorií, a to zejména

- 28.140 Výroba ostatních potrubních armatur
- 68.20 Pronájem a správa vlastních nebo pronajatých nemovitostí
- 25.620 Obrábění
- 25.500 Kování, lisování, ražení, válcování a protlačování kovů; prášková metalurgie
- 25.7 Výroba nožířských výrobků, nástrojů a železářských výrobků



- 24.5 Slévárství
- 24 Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů; slévárství
- 25.6 Povrchová úprava a zušlechťování kovů; obrábění
- 46.1 Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení
- 52 Skladování a vedlejší činnost v dopravě
- 77.2 Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost
- 47.1 Maloobchod v nesespecializovaných prodejnách

(ČSÚ, © 2013)

### 5.3 SWOT analýza

SWOT analýza je založena na srovnávání silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vlastní výrobní proces, který je kompletní</li> <li>• Kvalita výrobků</li> <li>• Technické zázemí</li> <li>• Dlouhodobá historie</li> <li>• Celosvětový výrobce</li> <li>• Součást koncernu VAG Group</li> <li>• Investování do rozvoje společnosti</li> <li>• Znalost konkurence a jejich strategie prodeje</li> <li>• Odborný výrobní proces</li> <li>• Certifikovaný podnik</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Energeticky náročná výroba</li> <li>• Závislost na dvou distributorech</li> <li>• Nízký počet obchodních partnerů</li> <li>• Dlouhé dodací lhůty</li> <li>• Špatná komunikace ve společnosti</li> <li>• Nedostatečný sortiment</li> <li>• Pomalé řešení reklamací</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dodávky do jaderných elektráren</li> <li>• Vyšší nároky spotřebitelů na kvalitu</li> <li>• Potencionální zákazníci</li> <li>• Vyvíjení nových technologií</li> <li>• Nedostatečné pokrytí segmentu trhu v oblasti průmyslu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Výpadek klíčového zákazníka</li> <li>• Silná konkurence v odvětví</li> <li>• Cenová konkurence z východu</li> <li>• Vyšší fixní náklady hůře udržitelné při poklesu obrátu</li> </ul>

### 5.4 Důvod ocenění společnosti

Hlavním důvodem pro ocenění společnosti je zájem vlastníků o znalost hodnoty podniku. Společnost bude oceňována k datu 1. 4. 2016.

## 6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

### 6.1 Makroekonomické prostředí

K analyzování makroekonomického prostředí bude použita PEST analýza, jelikož slouží k lepšímu pochopení faktorů, které působí na podnik. Tato analýza se zaměřuje na politické, legislativní, technologické, ekonomické, sociální a demografické faktory, jež budou v následujících částech rozebrány.

#### 6.1.1 Politické a legislativní faktory

Domácí legislativa se jeví poměrně stabilní, zejména co se týče oblasti daně z přidané hodnoty, která se přibližuje zákonům, které platí v Evropské unii. Základním legislativním předpisem byl obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., který platil od roku 1991 až do 2013. Tento zákoník byl nahrazen zákonem o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb., který nabyl platnosti začátkem roku 2014. V tu samou dobu vešel v platnost také nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb. Dalším důležitým zákonem je zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb., a zákon o dani z přidané hodnoty č. 235/2004 Sb. Tento zákon stanovuje základní sazbu pro DPH, která činí 21 %, další sazbou je tzv. první snížená sazba ve výši 15 % a druhou snížená sazba na úrovni 10 %. Společnosti se musí řídit také daní z příjmu právnických osob, která je stanovena na úrovni 19 %.

K výrazným změnám došlo v roce 2015, kdy byla znovu zavedena sleva na poplatníka pro pracující důchodce, i tak však došlo díky hospodářskému růstu k vyšším daňovým výnosům. Od 1. ledna 2016 začala platit povinnost pro plátce DPH podávat elektronické kontrolní hlášení k DPH, které by mělo více hlídat daňové úniky. Dalším instrumentem pro zamezení daňových úniků je tzv. elektronická evidence tržeb, která je v etapách zaváděna od prosince 2016 (MFČR, © 2005 – 2013a).

#### 6.1.2 Ekonomické faktory

Vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů znázorňuje následující Tabulka 5. Jak je vidět, ekonomická výkonnost od roku 2014 rostla. V letech 2012 a 2013 byl vývoj hrubého domácího produktu ovlivněn končící finanční krizí a to zejména kvůli dluhové krizi v eurozóně. V následujících letech se ekonomika rozvíjela. Intervence České národní banky pomohly českým exportérům, avšak i tak velikost dovozu přesahovala nad vývozem. V roce 2015 ekonomika zaznamenala výrazný růst, který byl podpořen měnovou politikou,

dále výraznými vládními investicemi a také čerpáním peněz z evropských fondů. K růstu pomohla také zahraniční poptávka a pokles cen pohonných hmot.

V následujících letech se předpokládá mírnější růst HDP, a to přibližně na úrovni 2,5 %. Tento mírnější růst zapříčiní zejména mírnější čerpání peněžních prostředků z evropských fondů. Česká národní banka se domnívá, že v roce 2017 bude růst HDP kolem 3 %. Tento růst bude zapříčiněn hlavně vyšší spotřebou domácností, růstem mezd a nízkými cenami komodit (MFČR, © 2005 – 2013b).

Dle ČNB je inflačním cílem 2 %, kterého se snaží dosáhnout pomocí měnové politiky. Inflace se ve sledovaných letech držela tolerance, avšak v roce 2014 došlo k výraznému poklesu. Tento pokles byl zapříčiněn zejména poklesem ceny pohonných hmot, potravin. V roce 2015 ČNB začala s devizovými intervencemi a podle prognóz ČNB by se hladina inflace měla zvýšit na plánovanou hodnotu 2 % (Deloitte, © 2017).

Míra nezaměstnanosti se ve sledovaných letech neustále snižovala. Toto snížení je zapříčiněno pozitivním vývojem ekonomiky. Jak tabulka vypovídá, ministerstvo financí očekává snižování nezaměstnanosti i v následujících letech.

Jak už bylo uvedeno výše, Česká národní banka se v rámci své politiky snaží oslabit korunu na 27 CZK/EUR. Toto oslabování koruny by mělo trvat až do poloviny roku 2017 (MFČR, © 2005 – 2013b).

Tabulka 5 Hlavní makroekonomické indikátory (MFČR, © 2005 – 2013b)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
				Aktuální predikce		
HDP (mld. Kč)	4 098	4 314	4 555	4 719	4 885	5 082
HDP růst (%)	-0,5	2,7	4,5	2,5	2,6	2,4
Inflace (%)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,0	1,6
Nezaměstnanost (%)	7,0	6,1	5,1	4,0	3,9	3,9
Směnný kurz CZK/EUR	26,0	27,5	27,3	27,0	26,9	26,3

### 6.1.3 Technologické faktory

Společnost Jihomoravská armaturka spol. s r.o. ke své výrobní činnosti využívá mnoho moderních zařízení, která jsou na vysoké technologické úrovni. Ve všech sledovaných letech byly vytvořeny nebo zlepšeny montážní pracoviště v provozu strojírny. Na dalších pracovištích byly zavedeny různá opatření zejména pro zvýšení bezpečnosti práce v provozu a byly pořízeny nové bezpečnostní pomůcky a postupy. Dalším pokračujícím projek-

tem je tzv. proces neustálého zlepšování pro zvýšení produktivity práce a pro snižování nákladů ve výrobě, zejména při výrobě zmetků.

Co se týče dalších technologií, v roce 2015 byly realizovány další nové projekty a to na podporu procesů probíhajících v rámci společnosti. Dále byl vývoj orientován hlavně na převod některých nakupovaných výrobků do vlastní výroby a také rozšíření výrobné základny o výrobky na další segment trhu (Výroční zpráva JMA, s.r.o., 2015).

#### 6.1.4 Sociální a demografické faktory

Sociální a demografické faktory jsou znázorněny v následující Tabulce 6. Jak je vidět, počet obyvatel v České republice mírně roste každým rokem a pohybuje se kolem 10 550 tis. Další řádky tabulky ukazují rozdělení tohoto počtu obyvatel podle věku. Statistické údaje ukazují, že největší část obyvatelstva tvoří lidé v produktivním věku od 15 do 64 let, avšak tato skupina se neustále snižuje. Na druhou stranu počet obyvatel od 65 let se zvyšuje. Jedná se o předpokládaný problém vývoje počtu obyvatel dle věkové struktury až do roku 2066. Dle této předpovědi bude v České republice postupně přibývat obyvatel, kteří jsou starší věku 65 let a naopak ubývat obyvatel v produktivním věku, což je 15-64 let.

Tabulka 6 Vývoj základních údajů o obyvatelstvu (MFČR, © 2005 – 2013)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016 Odhad	2017 Predikce	2018 Predikce
Počet obyvatel	10 516	10 512	10 538	10 554	10 569	10 583
0–14 let	1 560	1 577	1 601	1 624	1 638	1 646
15–64 let	7 188	7 109	7 057	6 998	6 942	6 889
65 a více let	1 768	1 826	1 880	1 932	1 989	2 048
Starobní důchodci	2 341	2 340	2 355	2 377	2 396	2 414
Mzdy a platy	1 275	1 321	1 379	1 457	1 529	1 598
Růst mezd (%)	0,5	3,6	4,4	5,6	5,0	4,5

Stárnutí populace má také negativní vliv na sociální systém státu, ten je nadměrně zatěžován výdaji, a to zejména na starobní důchody. Z tohoto důvodu je třeba neustále zvyšovat sazby daní a sociálního pojištění, aby se zvýšila i příjmová stránka rozpočtu.

Pokud jde o vzdělání obyvatelstva, zvýšila se úroveň dosaženého vzdělání. Díky bezplatným veřejným školám se zvyšuje počet absolventů vysokých škol. To má však také vliv na rozpočtovou stránku státu, jelikož tím se posouvá status studenta a lidé pak poprvé nastupují do práce až kolem 25 roku, tím se tedy mění počet produktivních obyvatel.

Co se týče Jihomoravské armaturky spol. s r.o., tato společnost si je vědoma, že o obory na středních školách jako jsou slévači, obráběči kovů apod. v současné době není takový zájem, a tak je těchto absolventů čím dál méně, proto se snaží spolupracovat se středními školami, které tyto dělnické obory vyučují.

## 6.2 Mikroekonomické prostředí

Analýza mikroekonomického prostředí se zabývá analýzou konkurence a odběratelů. Mikroanalýza by rovněž měla být zaměřena na analýzu relevantního trhu. Z tohoto důvodu bude v následující části provedena analýza odvětví, do kterého podnik spadá, dále analýza konkurence a odběratelů.

### 6.2.1 Vymezení relevantního trhu

Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE společnost Jihomoravská armaturka spol. s r.o. spadá do zpracovatelského průmyslu do skupiny 28 – Výroba strojů a zařízení jinde neuvedených, přesněji 28.1 – Výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely, 28.14 – Výroba ostatních potrubních armatur. Dle CZ-NACE tato skupina zahrnuje výrobu průmyslových kohoutků a ventilů, výrobu sanitárních kohoutů a ventilů a výrobu topenářských kohoutů a ventilů (CZ NACE, © 2017).

### 6.2.2 Vývoj relevantního trhu

Tabulka 7 udává srovnání tržeb celého relevantního trhu, vybrané společnosti a také vývoj HDP. Jelikož data spojená s odvětvím za rok 2016 ještě nebyla zveřejněna, byla použita data za roky 2013 – 2015. Jak je vidět tržby daného trhu se vyvíjejí jinak než tržby analyzované společnosti. Po celé sledované období tržby všech sledovaných objektů rostou, avšak každé v jiné míře. Jelikož se tyto tržby vyvíjejí v jiné míře, nelze tak přesně stanovit prognózu. Prognóza tržeb bude stanovena na základě minulého vývoje tržeb společnosti.

Tabulka 7 Srovnání tržeb a HDP (vlastní zpracování dle ČSÚ, © 2017)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015
Tržby trhu	140 051 009	147 567 959	166 097 029
růst	-	5,37%	12,56%
Tržby firmy	1 030 197	1 131 586	1 252 345
růst	-	9,84%	10,67%
HDP v b. c. (v mil. Kč)	4 077 000	4 261 000	4 495 000
růst	-	4,51%	5,49%

Predikce tržeb společnosti byla stanovena pomocí programu Microsoft Excel, který obsahuje funkci FORECAST, která slouží k dopočítávání hodnot závislé proměnné na základě nezávislé proměnné. Tímto způsobem byly v Tabulce 8 stanoveny tržby pro následující roky (2017 – 2019). Dle prognózy by mělo dojít v roce 2017 k růstu tržeb, avšak v dalších letech by měly tržby postupně klesat. Průměrné tempo růstu v letech 2013 – 2016 bylo 9,52 %, avšak dle prognózy by toto průměrné tempo růstu mělo klesnout na 7,50 % (2017 – 2019). S tímto tempem růstu bude počítáno i do budoucna, jelikož je toto procento reálné.

Tabulka 8 Predikce tržeb (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby	1 030 197	1 131 586	1 252 345	1 353 103	1 464 177	1 574 936	1 680 852
růst	-	9,84%	10,67%	8,05%	8,21%	7,56%	6,73%

### 6.2.3 Analýza konkurence

Konkurencí společnosti jsou podniky, které se zabývají výrobou a prodejem armatur pro rozvod pitné a užitkové vody, páry, plynu a chemikálií. Jelikož v tomto odvětví existuje celá řada podniků, které vyrábějí armatury či obchodují s těmito výrobky, a to nejen na českém, ale i na zahraničním trhu, je těžké je všechny vyjmenovat.

#### 6.2.3.1 Konkurence v České republice

Mezi nejvýznamnější konkurenty na českém trhu patří zejména HAWLE ARMATURY spol. s r.o., AVK VOD-KA a.s., SAINT-GOBAIN PAM CZ s.r.o., BÜSCH ARMATRUEN spol. s r.o. Tito konkurenti budou v následující části krátce popsáni.

#### **HAWLE ARMATURY spol. s r.o.**

Jedná se o společnost, která se zabývá výrobou a prodejem vodárenských a plynárenských armatur. Tato společnost je jednou z dceřiných společností rakouské armaturky HAWLE. V současnosti firma patří mezi významné dodavatele armatur v oblasti vodárenství v České republice. Výše základního kapitálu společnosti je 100 mil. Kč (HAWLE, © 2014).

#### **AVK VOD-KA a.s.**

Tato společnost také patří mezi nejvýznamnější dodavatele vodárenských a plynárenských armatur v ČR. Celá skupina AVK Group patří mezi hlavní světové výrobce armatur, má závody ve více než 50 zemích a jejich výrobky jsou používány ve více než 80 státech po celém světě. Výše základního kapitálu společnosti je 2 mil Kč (AVK VOD-KA, © 2017).

**SAINT-GOBAIN PAM CZ s.r.o.**

Tato společnost je asi největším tuzemským producentem tvárné litiny pro vodovody a kanalizace. Mateřskou společností je francouzská společnost SAING-GOBAIN PAM. SAINT-GOBAIN PAM CZ s.r.o. je součástí společnosti SAING-GOBAIN PIPE DIVISION, jež působí ve více než dvaceti zemích na celém světě. Základní kapitál společnosti je 90 mil. Kč (SAINT GOBAIN PAM, © 2010).

**BÜSCH ARMATRUEN spol. s r.o.**

Tato společnost se nachází ve stejném regionu jako analyzovaná firma a je tedy nejbližším konkurentem, co se vzdálenosti týče. Společnost patří velkému koncernu BÜSCH Technology GmbH sídlícím v Německu (BÜSCH Technology GmbH, © 2017).

**6.2.3.2 Konkurence v zahraničí**

Co se týče konkurence v zahraničí, tu představují společnosti AVK VOD-KA a.s., HAWLE ARMATURY, spol. s.r.o. a také SAINT GOBAIN PAM CZ s.r.o., jež patří mezi české i zahraniční konkurenty. Mezi další konkurenty patří zejména mateřské a sesterské společnosti těchto firem. Dalšími zahraničními konkurenty jsou německé společnosti ERHARD GmbH & Co. KG a Shmieding Armaturen GmbH, a pak také polská společnost FABRYKA ARMATUR JAFAR S. A.

**6.2.4 Analýza odběratelů**

Konkurence v odvětví je dost silná a tak je třeba bojovat o své i nové zákazníky. Společnost nabízí nejen výrobky ale také konzultační a poradenské služby, dále také montáž a následný servis. Využívá také množstevní slevy či skonto. Společnost se také snaží své zákazníky sama kontaktovat a diskutovat s nimi. Jelikož se jedná o profesionály v oboru, přesně vědí které řešení je pro jakého zákazníka ideální.

Co se týče odběratelů v České republice, nejvýznamnějšími zákazníky na tomto trhu je společnost HECKL s.r.o. a společnost TRAN-SIG-MA spol. s r.o.

Nejvýznamnějšími zahraničními zákazníky jsou zejména mateřská a sesterské společnosti v rámci skupiny VAG. Jedná se zejména o společnosti VAG-Armaturen GmbH sídlící v Německu, VAG Valves UK Ltd. sídlící ve Velké Británii, VAG Armatura Polska mající sídlo v Polsku, dále VAG-Armaturen AT z Rakouska a VAG-Valves z Jižní Afriky. Významným zákazníkem mimo skupinu VAG je CAMPRI spol. s r.o. ze Slovenska.

## 7 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

### 7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Při analýze absolutních ukazatelů bude využita horizontální analýza, která srovnává vývoj položek v čase, a vertikální analýza, která vyjadřuje procentní podíly položek na určité základně. Při analýze majetkové struktury bude základnou zvolena výše aktiv, při analýze finanční struktury výše pasiv, při analýze výnosů celkové výnosy a při analýze nákladů celkové náklady.

#### 7.1.1 Analýza majetkové struktury

Tabulka 9 Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury podniku (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016	14/15	15/16
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>11,81%</b>	<b>-0,83%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>40,96%</b>	<b>36,75%</b>	<b>34,96%</b>	<b>0,34%</b>	<b>-5,66%</b>
DNM	0,11%	0,10%	0,09%	-6,25%	-6,43%
DHM	40,84%	36,66%	34,87%	0,35%	-5,65%
DFM	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>58,93%</b>	<b>63,25%</b>	<b>65,03%</b>	<b>20,01%</b>	<b>1,97%</b>
Zásoby	24,37%	19,34%	19,82%	-11,29%	1,63%
Krátkodobé pohledávky	29,25%	33,76%	26,50%	29,06%	-22,15%
KFM	5,31%	10,15%	18,72%	113,82%	82,86%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,12%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-100,00%</b>	<b>0,00%</b>

Při pohledu na analýzu majetkové struktury společnosti se dá konstatovat, že firma disponuje větším množstvím oběžných aktiv než dlouhodobého majetku. Poměr oběžných aktiv na celková aktiva neustále roste, tento růst byl v roce 2015 způsoben zejména nárůstem pohledávek a také zvýšením stavu hotovosti na bankovních účtech. Pohledávky z obchodních vztahů zaznamenaly v roce 2015 zvýšení o 29,06 %, hlavním důvodem tohoto nárůstu byl vyšší objem fakturace a také nižší úspěšnost vymáhání pohledávek. V roce 2016 znamenala tato položka výrazný meziroční pokles o 22,15 %, a to zejména díky zlepšení platební morálky v rámci skupiny. Co se týče zásob, jejich celková hodnota se oproti roku 2014 snížila o 11,29 %, důvodem bylo vytvoření opravných položek na bezpohybové a nadbytečné zásoby.



Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech neustále klesá. Dá se říci, že položky dlouhodobý nehmotný a dlouhodobý finanční majetek jsou neměnné, avšak v položce dlouhodobého majetku došlo k minimálnímu navýšení v roce 2015, na druhou stranu v roce 2016 došlo ke snížení této položky. Tyto výkyvy jsou způsobeny zejména zaváděním a vyřazováním strojů a zařízení, oceňovacími rozdíly a podobně.

### 7.1.2 Analýza finanční struktury

Tabulka 10 Horizontální a vertikální analýzy finanční struktury podniku (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016	14/15	15/16
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>11,81%</b>	<b>-0,84%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>19,65%</b>	<b>23,78%</b>	<b>32,95%</b>	<b>35,29%</b>	<b>37,37%</b>
Základní kapitál	6,29%	5,63%	5,67%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	0,61%	0,56%	0,57%	3,55%	0,00%
VH minulých let	10,00%	11,39%	17,74%	27,35%	54,47%
VH účetního období	2,76%	6,20%	8,96%	151,65%	43,25%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>80,31%</b>	<b>76,02%</b>	<b>66,99%</b>	<b>5,83%</b>	<b>-12,62%</b>
Rezervy	0,06%	0,13%	0,50%	126,02%	288,20%
Dlouhodobé závazky	15,72%	14,06%	14,17%	0,02%	-0,10%
Krátkodobé závazky	64,53%	61,83%	52,32%	7,13%	-16,10%
Bankovní úvěry	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,20%</b>	<b>0,07%</b>	<b>588,30%</b>	<b>-66,73%</b>

Analýza finanční struktury společnosti ukázala, že podnik používá k financování své činnosti spíše cizí kapitál než vlastní. Položka cizího kapitálu v roce 2014 zastupovala více než 80 % celkových pasiv. Tento poměr se však výrazně snižoval v následujících letech a v roce 2016 tvořil 66,99 % celkových pasiv. Položka krátkodobé závazky tvořila v roce 2014 až 64,53 % celkových pasiv. V roce 2015 došlo ke zvýšení této položky o 7,13 %, hlavním důvodem tohoto zvýšení byly vyšší dovozy v rámci skupiny a také nárůst objemu produkce. V následujícím roce však došlo ke snížení těchto závazků, a to z důvodu placení svých závazků. Za povšimnutí stojí také položka výsledek hospodaření za účetní období, společnost sice byla v roce 2013 ztrátová, avšak v následujících letech firma již vykazovala zisk, který se neustále zvyšuje. To je také důvodem zvyšování položky vlastního kapitálu, a také zvyšování podílu vlastního kapitálu na celkových pasivech.

### 7.1.3 Analýza výnosů

Tabulka 11 Horizontální a vertikální analýza výnosů podniku (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016	14/15	15/16
<b>VÝNOSY</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>7,96%</b>	<b>7,93%</b>
Tržby za prodej zboží	10,91%	10,03%	9,14%	-0,73%	-1,68%
Výkony	83,94%	85,33%	87,57%	9,74%	10,77%
•tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	84,63%	86,76%	86,85%	10,67%	8,05%
•změna stavu zásob	-0,78%	-1,45%	0,71%	101,54%	-153,16%
•aktivace	0,09%	0,02%	0,01%	-71,52%	-59,12%
Tržby z prodeje DM a materiálu	1,35%	1,06%	1,14%	-15,31%	16,54%
Ostatní provozní výnosy	1,54%	1,26%	1,23%	-11,99%	5,12%
Výnosy z přecenění	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	-78,85%
Ostatní finanční výnosy	2,26%	2,32%	0,92%	11,02%	-57,08%

Z analýzy výnosů jasně vyplývá, že se jedná o výrobní podnik, kde tržby za prodej vlastních výrobků a tržeb tvoří až 86,85 % (rok 2016) celkových výnosů. Výnosy ukazují meziroční růst, tento růst byl ovlivněn hlavně nárůstem výroby a zvýšením prodeje vlastních výrobků. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb se v roce 2015 zvýšily až o 10,67 % a v roce 2016 o dalších 8,05 %, tento růst byl podle sledované firmy zapříčiněn oživením poptávky v tuzemsku i v zahraničí.

Jelikož se jedná o společnost, která více jak 80 % svých tržeb realizuje v EUR, avšak vykazuje své výsledky v CZK, je závislá na vývoji kurzu CZK/EUR v daných obdobích. Tento kurz byl ve sledovaných letech poměrně stabilní, až na krátkodobé oslabení koruny v lednu 2015 a krátkého posílení koruny v červnu 2015. Kurzové zisky byly z velké části eliminovány kurzovými ztrátami.

### 7.1.4 Analýza nákladů

Tabulka 12 Horizontální a vertikální analýza nákladů podniku (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016	14/15	15/16
<b>NÁKLADY</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>4,31%</b>	<b>5,77%</b>
Náklady na zboží	9,49%	8,90%	8,25%	-2,19%	-1,85%
Výkonová spotřeba	58,05%	60,16%	61,16%	8,10%	7,51%
•spotřeba materiálu	52,18%	53,11%	54,99%	6,17%	9,50%
•služby	5,87%	7,06%	6,17%	25,30%	-7,51%
Osobní náklady	18,29%	18,10%	18,86%	3,22%	10,18%

Daně a poplatky	0,09%	0,08%	0,07%	0,72%	-6,07%
Odpisy DHM a DNM	5,24%	4,55%	4,16%	-9,45%	-3,37%
ZC prodaného DM a materiálu	1,01%	1,04%	1,17%	6,61%	19,26%
Změna stavu rezerv (provozní)	-0,34%	-0,36%	0,03%	12,49%	-107,63%
Ostatní provozní náklady	0,21%	0,18%	0,18%	-12,27%	7,79%
Náklady z přecenění	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	3,20%	3,20%	2,77%	4,15%	-8,43%
Ostatní finanční náklady	4,26%	2,42%	1,33%	-40,73%	-41,86%
Daň z příjmů	0,49%	1,74%	2,03%	269,39%	23,58%
Mimořádné náklady	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%

Z analýzy nákladů společnosti vyplývá, že došlo k růstu položky celkových nákladů. Tento mírný nárůst byl zapříčiněn zejména spotřebou materiálu, a to kvůli zvýšení cen základních surovin a materiálu. Dalším důvodem růstu výrobních nákladů je zvyšování objemu produkce. Jelikož firma nakupuje suroviny a základní materiál zejména ze zahraničí, byly náklady ovlivněny také oslabením koruny vůči euru. Na druhou stranu přes zvyšování objemu produkce byly sníženy náklady týkajících se služeb. Osobní náklady meziročně rostly, avšak v poměru s celkovými náklady se drží na úrovni asi 18 %.

Tabulka 13 Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření podniku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Obchodní marže	22 116	23 770	23 580
Výkony	1 122 394	1 231 753	1 364 369
Výkonová spotřeba	756 982	818 312	879 762
Přidaná hodnota	387 528	437 211	508 187
Provozní VH	106 692	149 907	193 244
Finanční VH	-67 166	-42 913	-44 618
Mimořádný VH	-	-	-
<b>VH za účetní období</b>	<b>33 133</b>	<b>83 379</b>	<b>119 442</b>

Tabulka 13 ukazuje vývoj výsledku hospodaření ve sledovaných letech. Z tabulky je evidentní, že zisk společnosti výrazně roste. Provozní výsledek hospodaření zaznamenává v každém roce růst přibližně o polovinu, to je způsobeno zejména zvýšením tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Oproti tomu finanční výsledek hospodaření je stále záporný, a tak negativně ovlivňuje celkový výsledek hospodaření za účetní období. Tento záporný výsledek je způsoben hlavně nákladovými úroky.

## 7.2 Rozdílové ukazatele – ČPK

Rozdílové ukazatele slouží k analýze finanční situace podniku. Nejvýznamnějším ukazatelem je čistý pracovní kapitál, který se uvádí jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji.

Tabulka 14 Ukazatel čistého pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
ČPK	-67 372	19 047	169 580

Tabulka 14 uvádí vývoj čistého pracovního kapitálu (dále jen „ČPK“) v letech 2014 – 2016. Jak je vidět hodnota ČPK roste. Od roku 2015 nabývá kladné hodnoty, což znamená, že jsou krátkodobé závazky nižší než krátkodobý majetek, jež je zdrojem pro splácení těchto krátkodobých závazků.

## 7.3 Analýza poměrových ukazatelů

Jak už název uvádí, poměrové ukazatele dávají do poměru různé položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Díky nim je možno získat poměrně jasnou představu o finanční situaci v podniku. Mezi základní poměrové ukazatele patří ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti, jež budou vypočteny v následujících podkapitolách.

### 7.3.1 Ukazatele likvidity

Tabulka 15 Ukazatele likvidity (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
Běžná likvidita	0,91	1,02	1,24
Pohotová likvidita	0,54	0,71	0,86
Hotovostní likvidita	0,08	0,16	0,36
ČPK/OA	-0,10	0,02	0,20
ČPK/A	-0,06	0,01	0,13

Ukazatele běžné, pohotové i hotovostní likvidity v roce 2014 nabírají hodnoty, které nejsou uspokojivé a nacházejí se pod doporučenými hodnotami. Tabulka 15 dále ukazuje, že od roku 2015 se situace v podniku, co se týče likvidity, zlepšuje – hodnoty se přibližují doporučeným. Běžná likvidita v letech 2014 a 2015 nabývala hodnot blízkých se číslu 1, což znamená, že se výše oběžného majetku rovná krátkodobým závazkům, a tedy je podniková likvidita poněkud riziková. V roce 2016 došlo ke zlepšení ukazatele běžné likvidity a blíží

se doporučeným hodnotám, které jsou v rozmezí 1,5 – 2,5. Pohotová likvidita by měla být v rozmezí 1 – 1,5, podnik se těmito hodnotám přibližuje, avšak stále je menší než 1, to znamená, že by firma stále měla snižovat stav zásob. Hotovostní likvidita v roce 2016 dosáhla doporučených hodnot, firma tedy efektivně využívá své finanční prostředky.

Ukazatel podílu ČPK na OA vyjadřuje krátkodobou finanční stabilitu, podnik ve sledovaných letech této stability však nedosahuje, avšak se k ní přibližuje. Doporučené hodnoty tohoto ukazatele jsou 0,3 – 0,5.

### 7.3.2 Ukazatele rentability

Tabulka 16 Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
Rentabilita tržeb	2,59%	5,97%	7,99%
Rentabilita celkového kapitálu	6,76%	11,20%	14,14%
Rentabilita vlastního kapitálu	14,02%	26,09%	27,20%

Ukazatele rentability ukazují, že společnost dlouhodobě dosahuje zisk. Od roku 2014 rentabilita tržeb, celkového kapitálu i vlastního kapitálu roste. Největšího růstu dosáhla firma v roce 2015, což způsobil výrazný nárůst zisku. Při srovnání výsledů rentability společnosti s odvětvím, je třeba si povšimnout, že ve většině položek se rentabilita společnosti vyvíjí lépe než u celého odvětví.

Pro vlastníky podniku je nejdůležitější ukazatel rentability vlastního kapitálu a znamená, že kapitál, který byl vložen společníky do podniku, jim přináší vyšší zisk, než při uložení těchto peněžních prostředků do banky. Rentabilita vlastního kapitálu by měla dosáhnout vyšších hodnot než rentabilita celkového kapitálu, což pro tuto společnost platí.

### 7.3.3 Ukazatele aktivity

Tabulka 17 Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
Obrat aktiv z tržeb	1,06	1,04	1,12
Obrat aktiv z výnosů	1,11	1,07	1,17
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	83	67	64
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	99	117	85
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	219	214	168
Obratovost pohledávek	3,63	3,08	4,23
Obratovost závazků	1,65	1,68	2,14

Hodnoty obratu celkových aktiv z tržeb a výnosů se od sebe výrazně neodlišují, tedy nedocházelo k významným změnám ve stavu zásob hotových výrobků, nedokončené výroby, aktivace, finančních a mimořádných výnosů apod.

Společnost má po celé sledované období dostatečnou majetkovou vybavenost a efektivně ji využívá, dosahuje doporučených hodnot při obratu aktiv.

Doba obratu zásob ve sledovaných letech odpovídá i údajům v celém odvětví. Firma pokračuje ve své politice, kdy se snaží snižovat množství zásob na skladě a tedy i dobu obratu zásob. Co se týče doby obratu pohledávek, firma měla v letech 2014 a 2015 problémy s vymáháním pohledávek, ale tento problém se jí v roce 2016 dařilo řešit. Avšak největší problém má firma ve všech sledovaných letech s dobou obratu závazků. Firma nebyla vůbec schopna platit své závazky. V letech 2014 a 2015 trvalo společnosti, než splatí své závazky více jak 200 dní. Naštěstí v roce 2016 se jim dařilo lépe platit své závazky, a to hlavně díky lepšímu vymáhání pohledávek. Při srovnání doby obratu závazků a doby obratu pohledávek je jasné, že by firma už neměla mít takový problém platit své závazky, jelikož pohledávky mají asi poloviční dobu obratu.

#### 7.3.4 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 18 Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
Celková zadluženost	80%	76%	67%
Míra zadluženosti	4,09	3,20	2,03
Vlastní kapitál/dlouhodobý majetek	0,48	0,65	0,94
Úrokové krytí (z EBIT)	1,95	3,46	4,73

Celková zadluženost firmy ve sledovaných letech klesá. Do roku 2014 se celková zadluženost pohybovala kolem 80 %. Avšak od té doby se firma snaží snižovat zadluženost a ta v roce 2016 už dosahovala 67 %. Což se více přibližuje odvětví, které drží celkovou zadluženost na úrovni 30 – 40 %.

Co se týče vývoje poměru vlastního kapitálu na dlouhodobém majetku, podnik se v roce 2016 již přibližuje hodnotě 1, což znamená, že podnik používá vlastní kapitál i ke krytí krátkodobých aktiv. To ukazuje, že podnik preferuje finanční stabilitu před výnosem.

Úrokové krytí v roce 2014 má hodnotu 1,95, což znamená, že podnik tvořil zisk dostatečný pro splacení úroků. Obvyklou doporučenou hodnotou tohoto ukazatele je však číslo vyšší

než 5. V následujících letech se firma tomuto ukazateli výrazně přibližuje, to znamená, že firma by neměla mít problémy s vytvořením potřebného zisku na krytí úroků, což ukazuje, že by firma v budoucnu neměla mít problémy vzít si další úvěr.

## 7.4 Souhrnné ukazatele

Tzv. souhrnné ukazatele slouží pro zhodnocení, zda si podnik vede dobře či špatně z hlediska finančního zdraví. V této práci bude použit Altmanův model neboli Z-skóre a index IN05.

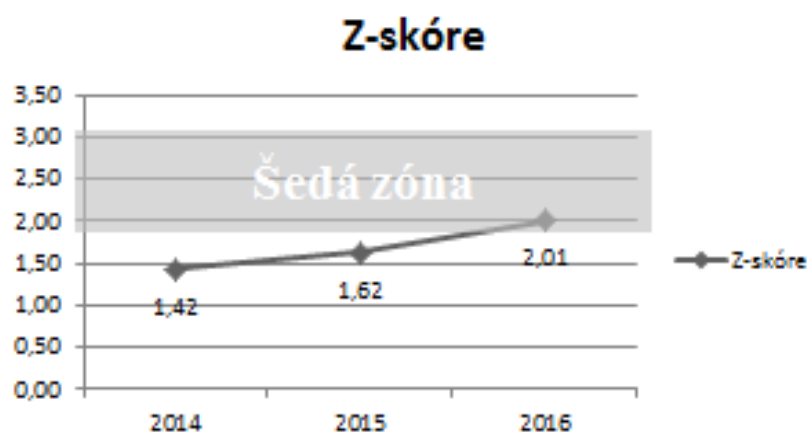
### 7.4.1 Z-skóre

Tabulka 19 Výpočet Z-skóre společnosti (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
0,717*(ČPK/A)	-0,04	0,01	0,09
0,847*(nerozdělený zisk/A)	0,08	0,10	0,15
3,107*(EBIT/A)	0,21	0,35	0,44
0,420*(VK/CZ)	0,10	0,13	0,21
0,998*(T/A)	1,06	1,04	1,12
<b>Z-skóre</b>	<b>1,42</b>	<b>1,62</b>	<b>2,01</b>

Z-skóre je jeden z nejpoužívanějších modelů, který slouží ke zjišťování, zda se daná společnost nachází ve stavu, kdy mu hrozí bankrot.

Obrázek 3 Výsledky Z-skóre společnosti (vlastní zpracování)



Ve sledovaném období 2014 – 2015 se společnost Jihomoravská armaturka nacházela pod kritickou hodnotou, společnost se tedy potýkala s jistými finančními problémy. Avšak v roce 2016 se již společnost nacházela v tzv. „šedé zóně“ což znamená, že firma byla

v uspokojivé finanční situaci. Důvodem tohoto zlepšení bylo zvýšení obratovosti svého majetku, jelikož byl snížen stav zásob a pohledávek taktéž, a naopak rentabilita společnosti se výrazně zvýšila.

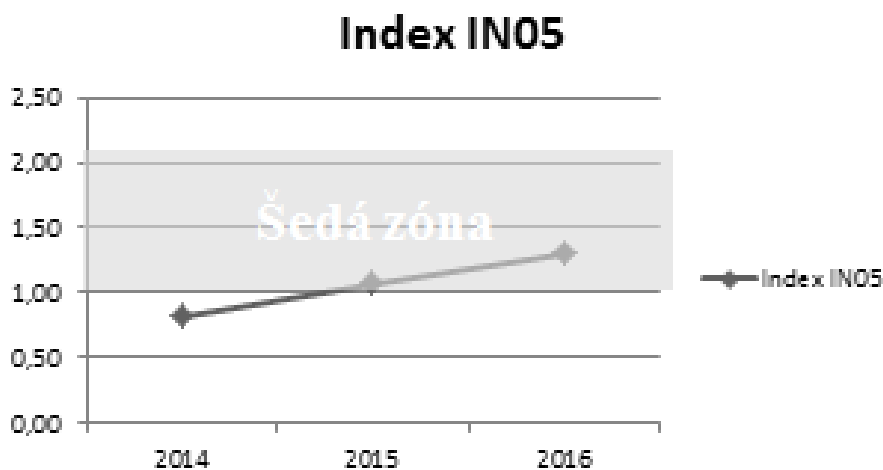
#### 7.4.2 Index IN05

Tabulka 20 Výpočet indexu IN05 společnosti (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
$0,13*(A/CK)$	0,16	0,17	0,19
$0,04*(EBIT/NU)$	0,08	0,14	0,19
$3,97*(EBIT/A)$	0,27	0,44	0,56
$0,21*V/A$	0,23	0,23	0,25
$0,09*OA/(KZ+KBU)$	0,08	0,09	0,11
<b>Index IN05</b>	<b>0,82</b>	<b>1,07</b>	<b>1,30</b>

Dalším vypočteným indexem je IN05, který je počítán pomocí matematicko-statistických modelů ratingů a praktických zkušeností. Pomocí tohoto indexu je hodnoceno finanční zdraví podniku.

Obrázek 4 Výsledky indexu IN05 společnosti (vlastní zpracování)



Na základě údajů, které byly zjištěny, a kritérii pro hodnocení společnosti indexem IN05, se dá říci, že podnik se ve sledovaných letech 2014 – 2015 nacházel pod šedou zónou, ale přibližoval se k ní. Podnik měl tedy nevyhraněnou finanční situaci. Stejně jako u předchozího ukazatele došlo v roce 2016 ke zlepšení této situace, a to díky snížení zásob a pohledávek a vyšší rentabilitě.



## 7.5 Zhodnocení finančního zdraví podniku

Společnost Jihomoravská armaturka má výrazné postavení nejen ve svém regionu, ale také ve světě. Ve sledovaných letech se firmě podařilo zvýšit podíl na trhu a tím zvýšit i objemy obchodu jak v České republice, tak i na exportních trzích. Co se týče obratu, ten je závislý na situacích na trhu v zahraničí, kde sídlí hlavní distributoři firmy, jejichž podíl na trhu je až 75 %. Díky lepší spolupráci s těmito distributory zůstal obrat na požadované úrovni.

V roce 2016 narostl prodej oproti roku 2015 asi o 7 %, avšak mírně poklesl zisk na jednotlivých výrobcích. Hlavním důvodem tohoto poklesu je konkurence, která tlačí ceny stále dolů. Naštěstí navýšením obratu se zvýšil i celkový zisk.

Společnost je závislá na vývoji akciových a materiálových trhů. Ve sledovaných letech došlo ke kolísání hodnoty surovin na těchto trzích. Společnost tedy musela zvyšovat náklady na výrobu, avšak později se situace na trhu již uklidnila a cena komodit, důležitých pro tento průmysl, poklesla.

Co se týče finanční situace společnosti, ta se postupně zlepšuje, avšak jak firma stále připomíná, v České a Slovenské republice doznívají dopady světové ekonomické krize. Díky projektům podporovaným státem se oživila poptávka po výrobcích firmy. Na druhou stranu velkým problémem pro firmu byla špatná platební morálka některých zákazníků a velmi časté žádosti zákazníků o prodloužení splatnosti faktur.

V letech 2014 a 2015 firma zaznamenala růst aktiv. Důvodem nebylo navýšení hodnoty dlouhodobého majetku, jak tomu bývá zvykem, ale zejména navýšení položky pohledávky z obchodních vztahů. Analýza majetkové struktury ukázala, že pohledávky z obchodních vztahů byly na počátku roku 2014 pouze 331 969 tis. Kč, kdežto na konci roku 2015 se tyto pohledávky vyšplhaly k částce 428 556 tis. Kč. Jak společnost sama uvedla, v roce 2016 se jí dařilo lépe vymáhat tyto pohledávky, a tak položka klesla na částku 351 145 tis. Kč. Společnost by se měla nad touto položkou pozastavit a snažit se, aby k takovému kolísání nedocházelo. Možností by však bylo nabídnout odběratelům skonto, případně dát do smlouvy penále, aby bylo pro odběratele výhodné platit včas. Na druhou stranu se jedná zejména o zákazníky v rámci skupiny – asi 96 % (rok 2016), zde je tedy problém s vymáháním těchto pohledávek a společnost jednoduše musí počkat, až jí tento odběratel zaplatí. Situace s pohledávkami však není až tak špatná. Při pohledu na dobu obratu pohledávek je jasné, že se zkracuje. Doba obratu pohledávek by měla být vždy kratší než doba obratu

závazků, aby firma mohla v pořádku platit své závazky. V tomto případě je doba obratu závazků téměř dvojnásobná, firma by tedy měla být schopna platit své závazky.

Co se týče rozložení pasiv, na vlastní kapitál a cizí zdroje, je patrné, že během celého sledovaného období se poměr cizích zdrojů neustále snižuje a v roce 2016 jsou na úrovni asi 67 % celkových pasiv. Firma nehýbe s položkami ve vlastním kapitálu, ale zvýšení této položky zapříčinil vyšší výsledek hospodaření ve sledovaných letech. Firma spíše využívá cizí zdroje, kde nejvýznamnějšími položkami jsou dlouhodobé a krátkodobé závazky. Společnost vůbec nevyužívá klasické bankovní úvěry, avšak využívá kontokorent, který musí být na konci roku vždy vyrovnaný, takže nejde zjistit, v jaké výši je využíván. Co se týče dlouhodobých závazků, jedná se zejména o závazky k ovládané osobě, kdy má společnost úvěr od mateřské společnosti, které platí úroky. Stejně tak jako u mateřské společnosti má také úvěr u sesterských společností, tyto úvěry jsou také úročeny. Společnost během sledovaných let také tvoří rezervy, avšak nebylo uvedeno nač.

Analýza nákladů a výnosů ukázala, že ve sledovaných letech došlo ke zvýšení výkonů, hlavním důvodem bylo, že firma více prodávala své výrobky, ale snižovala prodej zboží. Při pohledu na výkonovou spotřebu, se dá říci, že nerostla přímo-úměrně s výkony. Výkony rostly rychleji.

Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti, jako rozdílového ukazatele byl v průběhu sledovaného období pozitivní, to znamená, že firma má dostatek oběžných aktiv, která by mohla sloužit jako zdroj pro splácení krátkodobých závazků. Jak už však bylo dříve uvedeno, společnost využívá i kontokorent, takže by problém se splácením krátkodobých závazků určitě mít neměla. Ve sledovaných letech měla firma na oběžném majetku společnosti větší podíl krátkodobých pohledávek než finančního majetku. Co se týče likvidity, ta je u společnosti odpovídající doporučeným hodnotám. Avšak by pro firmu určitě bylo vhodné přetransformovat své pohledávky na peněžní prostředky, které jsou více likvidním aktivem.

Souhrnné ukazatele Z-skóre a Index IN05 ukázaly, jak je na tom společnost z pohledu finančního zdraví. Podle těchto ukazatelů se společnost v letech 2014 a 2015 potýkala s jistými finančními problémy. Avšak v roce 2016 se společnost už nacházela v uspokojivé finanční situaci, a to hlavně díky snížení stavu zásob, pohledávek a zvýšení rentability.

## 8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ

Pro správné ocenění podniku je důležité rozdělit aktiva oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná. S tímto rozdělením souvisí také vyřazení nákladů a výnosů, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy.

### 8.1 Provozně nepotřebná aktiva

Mezi nejčastější provozně nepotřebná aktiva patří dlouhodobý finanční majetek, krátkodobý finanční majetek a ostatní provozně nepotřebná aktiva. Avšak dlouhodobým finančním majetkem firma nedisponuje a také neudává žádné ostatní aktiva, která by byla nesouvisela s hlavní činností podniku a byla tak pro podnik nepotřebná. Provozně nepotřebnými aktivy společnosti je tedy pouze krátkodobý finanční majetek vyšší než 15% krátkodobých závazků.

#### Krátkodobý finanční majetek

Pro zjištění provozně potřebného krátkodobého finančního majetku byl využit ukazatel hotovostní likvidity. Následující tabulka udává vývoj hotovostní likvidity.

Tabulka 21 Vývoj hotovostní likvidity (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016
Peněžní prostředky/ Krátkodobé závazky	0,08	0,16	0,36

Doporučená výše hotovostní likvidity se liší. Pavelková a Knápková (2012) udávají doporučenou výši likvidity 0,5, na druhou stranu Mařík (2011) je toho názoru, že by měla být ponechána výše peněžních prostředků ve výši 20 % krátkodobých závazků, tedy na úrovni 0,2 hotovostní likvidity. V této diplomové práci bude určena potřebná výše peněžních prostředků na úrovni 20 % krátkodobých závazků. Výpočet peněžních prostředků peněžně nutných je uveden Tabulce 22.

Tabulka 22 Propoččet provozně potřebných peněžních prostředků (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Provozně nutná likvidita (max. 0,20)	0,08	0,16	0,20
Krátkodobé závazky	775 747	831 045	697 282
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	63 805	136 427	249 467
<b>Peníze (pokladna + účet) provozně nutné</b>	<b>63 805</b>	<b>136 427</b>	<b>139 456</b>

## 8.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Po vyloučení provozně nepotřebných peněžních prostředků se dá vyčíslit provozně nutný investovaný kapitál. Vyčíslení provozně potřebného investovaného kapitálu uvádí následující Tabulka 23.

Tabulka 23 Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 377	1 291	1 208
Dlouhodobý hmotný majetek	490 955	492 696	464 835
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>492 332</b>	<b>493 987</b>	<b>466 043</b>
Zásoby	292 982	259 892	264 134
Pohledávky	351 588	453 773	353 261
Provozně nutná výše peněz	63 805	136 427	139 456
Ostatní aktiva (časové rozlišení)	1 383	0	57
Krátkodobé závazky	775 747	831 045	697 282
Ostatní pasiva (časové rozlišení)	393	2 705	900
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>-66 382</b>	<b>16 342</b>	<b>58 726</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>425 950</b>	<b>510 329</b>	<b>524 769</b>

## 8.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je výsledkem úprav provozního výsledku hospodaření z výkazu zisku a ztráty. Tento provozní výsledek z hlavního provozu je upraven o všechny výnosy a náklady, které přímo nesouvisí s hlavní činností podniku. Byl z něj například odečten výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Následující Tabulka 24 udává informace o korigovaném provozním výsledku hospodaření.

Tabulka 24 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Tržby	1 277 404	1 397 103	1 495 431
Výkonová spotřeba	880 684	939 300	998 510
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	10 386	20 932	-11 127
Osobní náklady	238 543	246 226	271 287
Změna stavu rezerv	-4 372	-4 918	375
Aktivace	-1 194	-340	-139
VH z prodeje DM a materiálu	4 840	1 204	1 021
Odpisy dlouhodobého majetku	68 318	61 864	59 778
<b>KPVH (VH z hlavního provozu podniku)</b>	<b>80 199</b>	<b>132 835</b>	<b>175 726</b>

## 9 ANALÝZA PROGNÓZY GENERÁTORŮ HODNOTY

Tato kapitola bude zaměřena na analýzu generátorů hodnoty a následně bude provedena jejich prognóza vývoje v dalších letech. Prognóza generátorů hodnoty bude stanovena dle jejich vývoje v minulých letech.

### 9.1 Tržby

Prognóza tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Jelikož jde o výrobní podnik, bude se jednat o tržby za vlastní výrobky a služby. Tato položka tržeb je považována za velmi důležitý generátor hodnoty, podle něj se bude odvíjet většina výkazu zisku a ztráty.

Odhad budoucího vývoje tržeb byl proveden na základě tržeb, kterých společnost dosáhla v minulých letech. Prognóza vývoje tržeb, jež vyšla na základě minulého vývoje, se dá považovat za reálnou, bude s ní tedy počítáno i nadále. Prognóza tržeb pro roky 2017 – 2019 ukazuje, že bude docházet k nižšímu meziročnímu zvýšení při porovnání se sledovanými roky.

Tabulka 25 Prognóza vývoje tržeb (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržby	1 030 197	1 131 586	1 252 345	1 353 103	1 464 177	1 574 936	1 680 852
Růst	-	9,84%	10,67%	8,05%	8,21%	7,56%	6,73%
Průměrné tempo růstu			9,52%			7,50%	

### 9.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže se dá definovat jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a tržeb. Tento korigovaný provozní výsledek by měl být před odečtením odpisů, jelikož odpisy budou dále analyzovány a prognózovány později. Nejdříve byla provedena analýza minulého vývoje ziskové marže, na kterou bude navazovat prognóza této marže. Prognóza bude provedena metodou „shora“.

Tabulka 26 Vývoj provozní ziskové marže (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
KPVH	80 199	132 835	175 726
Odpisy	68 318	61 864	59 778
KPVH před odpisy	148 517	194 699	235 504
Tržby	1 131 586	1 252 345	1 353 103
<b>Zisková marže</b>	<b>13,12%</b>	<b>15,55%</b>	<b>17,40%</b>

Jak je patrné z Tabulky 27, ke korigovanému výsledku hospodaření před daněmi byly přičteny odpisy, a teprve po této úpravě byla pomocí tržeb vypočtena zisková marže. Vývoj ziskové marže je klesající.

Tabulka 27 Prognóza ziskové marže (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
KPVH	239 686	248 249	250 879
Odpisy	59 242	57 547	55 852
KPVH před odpisy	298 928	305 796	306 731
Tržby	1 464 177	1 574 936	1 680 852
<b>Zisková marže</b>	<b>20,42%</b>	<b>19,42%</b>	<b>18,25%</b>

Prognóza provozní ziskové marže pro roky 2017 – 2019 byla provedena pomocí lineární regrese na základě vývoje tržeb v minulých letech

### 9.3 Pracovní kapitál

Dalším generátorem hodnoty je pracovní kapitál, který byl analyzován pomocí doby obratu jednotlivých částí tohoto generátoru. Jelikož se jedná o výrobní podnik, byla doba obratu vypočítána pomocí položky tržby za vlastní výrobky a služby. Tabulka 28 ukazuje vývoj a predikci dob obratu. Jak je vidět doba obratu zásob má klesající tendenci. Důvodem je, že se společnost snaží neustále snižovat tuto dobu. Co se týče doby obratu pohledávek, jak už bylo uvedeno ve finanční analýze, firma se snaží zlepšit vymáhání pohledávek. V prognózovaném období by měla být situace na úrovni 80 dnů, což je pro firmu uspokojivé, jelikož doba obratu závazků by měla být v budoucnu stále dvojnásobná. Ve finanční analýze již byly tyto položky odůvodněny.

Tabulka 28 Vývoj a predikce doby obratu (vlastní zpracování)

(dny)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Doba obratu zásob	83	67	64	60	57	53
Doba obratu pohledávek	99	117	85	80	80	80
Doba obratu závazků	219	214	168	160	160	160

Následující Tabulka 29 udává vývoj upraveného pracovního kapitálu, jedná se o pracovní kapitál upravený o provozně nepotřebné peněžní prostředky. Upravený pracovní kapitál v minulém období vykazoval rostoucí trend. Výrazný vliv na tom mělo zejména snížení položky krátkodobých závazků. Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu v minulém období je 56,48 %.

Tabulka 29 Vývoj upraveného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Zásoby	292 982	259 892	264 134
Pohledávky	351 588	453 773	353 261
Peněžní prostředky provozně nutné	63 805	136 427	139 456
Časové rozlišení aktivní	1 383	0	57
Krátkodobé závazky	775 747	831 045	697 282
Časové rozlišení pasivní	393	2 705	900
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>-66 382</b>	<b>16 342</b>	<b>58 726</b>

V budoucím období jsou plánovány poněkud nižší hodnoty tohoto pracovního kapitálu. Na toto snižování má vliv zejména zvyšování položky krátkodobých závazků. Jak už bylo uvedeno dříve, společnost má politiku, ve které se snaží platit krátkodobé závazky až po splatnosti. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu je  $-7,75\%$ . V Tabulce 30 jsou uvedeny predikce všech položek pracovního kapitálu v letech 2017 – 2019.

Tabulka 30 Predikce upraveného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Zásoby	244 030	247 396	247 503
Pohledávky	325 373	349 986	373 523
Peněžní prostředky provozně nutné	130 149	139 994	149 409
Časové rozlišení aktivní	57	57	57
Krátkodobé závazky	650 745	699 971	747 045
Časové rozlišení pasivní	900	900	900
<b>Upravený pracovní kapitál</b>	<b>47 963</b>	<b>36 562</b>	<b>22 546</b>

#### 9.4 Dlouhodobý majetek a investice

Posledním důležitým generátorem hodnoty jsou investice do dlouhodobého majetku. Z důvodu nedostatku informací od společnosti budou investice do dlouhodobého majetku odvozeny od vývoje tohoto majetku v minulých letech. Tabulka 31 znázorňuje vývoj investic do provozně nutného dlouhodobého majetku. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst investic do dlouhodobého hmotného majetku byl ve sledovaných letech v průměru  $-11,79\%$  a koeficient náročnosti růstu tržeb na růst investic do dlouhodobého nehmotného majetku byl  $-0,08\%$ .

Tabulka 31 Vývoj investic do provozně nutného dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Dlouhodobý hmotný majetek	490 955	492 696	464 835
Investice netto	-	1 741	-27 861
Investiční náročnost růstu tržeb		-11,79%	
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 377	1 291	1 208
Investice netto	-	-86	-83
Investiční náročnost růstu tržeb		-0,08%	

Následující Tabulka 32 vyjadřuje prognózu dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku v letech 2017 – 2019.

Tabulka 32 Plán dlouhodobého majetku a investic (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Dlouhodobý hmotný majetek	451 953	439 071	426 189
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 125	1 041	958
<b>Celkem</b>	<b>453 078</b>	<b>440 112</b>	<b>427 147</b>



## 10 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN

Jelikož v následující části dojde k ocenění společnosti pomocí výnosových metod, je nutné sestavit finanční plán. Strategický finanční plán se bude skládat z rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Bude sestaven pro následující tři roky, tedy pro roky 2017 – 2019. Pro porovnání s minulostí bude plán obsahovat i údaje za rok 2016. Celý plán bude vycházet zejména z prognózy tržeb, která byla stanovena již ve strategické analýze, a dále z generátorů hodnoty, které byly stanoveny v předchozí kapitole. Jelikož od roku 2016 byly upraveny výkazy účetní závěrky, bude následující plán rozvahy i výsledku hospodaření dosazen do nových výkazů.

### 10.1 Plán rozvahy

V následujících letech celková suma aktiv mírně poroste. Důvodem je zejména zvyšování položky oběžná aktiva, která má největší podíl na celkových aktivech. Na druhou stranu položka dlouhodobý majetek bude v klesající míře. Dlouhodobý majetek je plánován pouze v provozně nutné výši a nejsou plánovány žádné významné investice ani do dlouhodobého hmotného ani do nehmotného majetku. Dlouhodobým finančním majetkem společnost nedisponuje, a tak s ním není počítáno ani do budoucna. Položka oběžných aktiv je tvořena zásobami, krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem. Co se týká zásob, ty porostou v provozně nutné výši. Velký podíl však na oběžných aktivech mají krátkodobé pohledávky, ty v následujících letech opět porostou a to přibližně stejným tempem jako v minulých letech. Ovšem největší podíl na oběžných aktivech má krátkodobý finanční majetek, který se skládá z peněžních prostředků provozně potřebných a i nepotřebných. Peněžní prostředky provozně nutné budou i nadále stanoveny na úrovni 20 % krátkodobých závazků. Ostatní krátkodobý finanční majetek tvoří peněžní prostředky, které jsou provozně nepotřebné, tyto peněžní prostředky výrazně porostou, jelikož v každém roce je předpoklad dosažení zisku, avšak nejsou plánovány žádné investice. Časové rozlišení aktivní bylo ponecháno ve výši posledního sledovaného roku. První část plánované rozvahy je uvedena v následující Tabulce 33.

Tabulka 33 Plán rozvahy – aktiva (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
<b>Aktiva</b>	<b>1 332 722</b>	<b>1 456 401</b>	<b>1 509 461</b>	<b>1 751 470</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>466 043</b>	<b>453 078</b>	<b>440 112</b>	<b>427 147</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 208	1 125	1 041	958

Dlouhodobý hmotný majetek	464 835	4519 523	439 071	426 189
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>866 622</b>	<b>1 003 267</b>	<b>1 069 292</b>	<b>1 324 267</b>
Zásoby	264 134	244 030	247 396	247 503
Krátkodobé pohledávky	353 261	325 373	349 986	373 523
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>249 227</b>	<b>433 865</b>	<b>471 910</b>	<b>703 241</b>
Peněžní prostředky - provozně nepotřebné	109 771	303 716	331 916	553 832
Peněžní prostředky - provozně potřebné	139 456	130 149	139 994	149 409
<b>Časové rozlišení aktivní</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>57</b>

Druhá část plánované rozvahy je uvedena v Tabule 34. Stejně jako celková suma aktiv poroste i celková suma pasiv, což potvrzuje princip bilanční kontinuity, kdy se aktiva rovnají pasivům. Ve všech plánovaných letech by měl růst vlastní kapitál a naopak by se mělo snižovat množství cizích zdrojů. Stejně jako v předchozích letech základní kapitál zůstane neměnný a stejně tak i fondy ze zisku zůstanou stejné jako v letech 2015 a 2016. Jiné fondy společnost v minulosti netvořila a neplánuje je tvořit ani v budoucnu. Co se týče výsledku hospodaření běžného období, ten by měl být ve všech následujících letech kladný. Všechny zisky budou v dalších letech převedeny do položky nerozdělený zisk minulých let. Další částí pasiv jsou cizí zdroje, v této položce v následujících letech dojde ke kolísání, hlavním důvodem je plánované splacení závazků v červnu 2017, což spadá do hospodářského roku 2018. Krátkodobé závazky společnosti se budou v následujících letech zvyšovat, tato položka je odvozena podle vývoje v minulých letech. Rezervy budou nadále navyšovány jako v minulém období. Časové rozlišení pasivní je plánováno ve stejné výši, jako v roce 2016.

Tabulka 34 Plán rozvahy – pasiva (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
<b>Pasiva</b>	<b>1 332 722</b>	<b>1 456 401</b>	<b>1 509 461</b>	<b>1 751 470</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>439 081</b>	<b>608 922</b>	<b>795 380</b>	<b>989 941</b>
Základní kapitál	75 618	75 618	75 618	75 618
Fondy ze zisku	7 562	7 562	7 562	7 562
Nerozdělený zisk minulých let	236 459	355 901	525 742	712 201
VH běžného období	119 442	169 841	186 458	194 561
<b>Cizí zdroje</b>	<b>892 741</b>	<b>846 579</b>	<b>713 180</b>	<b>760 629</b>
Rezervy	6 677	7 052	7 427	7 802
Dlouhodobé závazky	188 782	188 782	5 782	5 782
Krátkodobé závazky	697 282	650 745	699 971	747 045
<b>Časové rozlišení pasivní</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	<b>900</b>	<b>900</b>

## 10.2 Plán výsledku hospodaření

Tabulka 35 zachycuje nejdůležitější položky plánovaného výkazu zisku a ztráty. Položka tržeb obsahuje jak tržby spojené s prodejem zboží tak i s prodejem vlastních výrobků a služeb. Tržby budou každým rokem výrazně stoupat. Růst tržeb za vlastní výrobky a služby vyvolává i zvýšení nákladů, to znamená i růst výkonové spotřeby, která poroste stejným tempem. Z položky změna stavu zásob vlastní činnosti je vidět, že firma bude v následujícím roce mnohem více vyrábět, avšak v dalších letech dojde ke snižování této položky, ale s porovnáním s rokem 2016 bude stále dvojnásobná. Osobní náklady společnosti se v analyzovaných letech budou zvyšovat, předpokládané tempo růstu těchto nákladů je stejné jako růst tržeb za vlastní výrobky a služby, tento růst by měl být zapříčiněn přijetím nových pracovníků nebo zvýšením mezd těm stávajícím. Odpisy dlouhodobého majetku jsou stanoveny podle plánovaných investic, a jelikož v budoucnu nejsou v plánu žádné investice, výše odpisů se bude v následujících letech snižovat. Do ostatních provozních výnosů patří zejména tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, tyto tržby vznikají zejména prodejem již nepotřebného majetku, v průběhu následujících let se však s tímto prodejem nepočítá. Zbylá část ostatních provozních výnosů poroste stejným tempem jako v minulosti. Co se týče ostatních provozních nákladů, ty představují zejména zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, rezervy a další provozní náklady. Jak už bylo uvedeno, společnost nepočítá v následujících třech letech s prodejem dlouhodobého majetku a materiálu, a tak se položka ostatních provozních nákladů bude vyvíjet obdobným tempem jako v minulosti. Výsledkem je provozní výsledek hospodaření, který v plánovaných letech poroste.

Finanční výsledek hospodaření bude stále záporný, avšak se bude stále zlepšovat, položka je odvozena podle vývoje v minulých letech. Následný výsledek hospodaření před zdaněním bude v každém roce kladný, ve všech plánovaných letech poroste a nejsou plánovány žádné výkyvy jako v minulosti. To lze hodnotit pozitivně. Tento plán vychází zejména z posledních tří let, kdy se společnost dostala z problémů a tak výsledek hospodaření i ostatní ukazatele finanční analýzy se dostaly do velmi uspokojivých hodnot. Sazba daně z příjmů je stanovena na 19 %, jelikož se nepočítá se zvyšováním této daně.

Tabulka 35 Plán výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Tržby	1 495 431	1 604 988	1 713 622	1 817 818
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>998 510</b>	<b>1 059 595</b>	<b>1 127 405</b>	<b>1 194 877</b>
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-11 127	-47 963	-36 562	-22 546
Aktivace	-139	497	843	1 383
Osobní náklady	271 287	293 557	315 763	336 998
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	59 778	59 242	57 547	55 852
Ostatní provozní výnosy	36 919	17 763	17 936	17 101
Ostatní provozní náklady	20 797	3 824	3 843	3 731
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>193 244</b>	<b>254 000</b>	<b>262 717</b>	<b>264 624</b>
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-44 618</b>	<b>-44 551</b>	<b>-32 754</b>	<b>-24 658</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>148 626</b>	<b>209 448</b>	<b>229 963</b>	<b>239 966</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	29 184	39 607	43 505	45 406
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>119 442</b>	<b>169 841</b>	<b>186 458</b>	<b>194 561</b>

## 11 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METODAMI

Společnost Jihomoravská armaturka spol. s r.o. bude oceněna pomocí nejčastěji používaných výnosových metod, jako je dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků, ekonomická přidaná hodnota a pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů. Toto ocenění bude mít pro společnost pouze informativní charakter. Firma bude oceňována k 1. 4. 2016, jelikož hospodářský rok 2016 začíná 1. 4. 2015 a končí 31. 3. 2016. Před samostatným oceněním ovšem je nutno stanovit správnou diskontní míru, která odpovídá vybrané metodě.

### 11.1 Stanovení diskontní míry

Diskontní míra bude stanovena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál a také na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Jelikož dosud nebyly zveřejněny údaje za rok 2016, bude počítáno s údaji v letech 2013 – 2015. Pro stanovení diskontní míry budou použity údaje za rok 2015.

#### 11.1.1 Náklady cizího kapitálu

Náklady na cizí kapitál jsou snadněji určitelné než náklady vlastního kapitálu. Společnost Jihomoravská armaturka ve sledovaném období využívala úvěry od spřízněných osob. Úroková sazba u daných úvěrů se však liší. Z důvodu nedostatku informací o společnosti byla úroková míra vypočtena jako průměrný stav úvěrů a nákladových úroků. Výpočet však může být poněkud zkreslený, jelikož společnost má možnost využívat kontokorentní úvěr během celého roku. Z tohoto kontokorentního úvěru pak mohou plynout úroky, avšak po vyrovnání kontokorentu nejsou žádné známky po tomto úvěru. Proto byl k výpočtu nákladů na cizí kapitál využit vztah, kdy se průměroval stav úvěru na počátku a na konci roku.

Tabulka 36 Stanovení nákladů cizího kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2013	2014	2015
Stav úvěru na konci roku	642 468	672 909	674 516
Průměrný stav úvěru	633 497	657 689	673 713
Nákladové úroky	41 500	41 788	43 522
<b>Úroková sazba - stav úvěrů na konci roku</b>	<b>6,46%</b>	<b>6,21%</b>	<b>6,45%</b>
<b>Úroková sazba - průměrný stav úvěrů</b>	<b>6,55%</b>	<b>6,35%</b>	<b>6,46%</b>

### 11.1.2 Náklady vlastního kapitálu

Tyto náklady jsou poněkud složitější na výpočet než náklady cizího kapitálu. Náklady vlastního kapitálu budou stanoveny dle různých metod, a to konkrétně pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv, průměrné rentability v odvětví a stavebnicového modelu. Následně budou tyto modely zprůměrovány a tím zjištěna míra nákladů vlastního kapitálu

#### 11.1.2.1 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

CAPM je považován za základní model, pomocí kterého jdou určit náklady vlastního kapitálu. Tyto náklady budou pomocí CAPM modelu vypočítány dle následujícího vzorce:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (7)$$

Pro dosažení do vzorce je nutno znát hodnotu bezrizikové úrokové míry, koeficientu beta a také rizikové prémie. Bezriziková úroková míra, by měla představovat výnosnost desetiletých státních dluhopisů. Pro tuto diplomovou práci byla použita hodnota ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu, která v roce 2015 odpovídala 0,58 %. Koeficient beta vyjadřuje citlivost investice vůči trhu a určuje tržní, neboli systematické riziko. Tento koeficient vychází z koeficientu beta nezadluženého podobných podniků. Informace o těchto koeficientech byly převzaty z internetových stránek profesora Damodarana. Vyčíslení zadluženého koeficientu beta proběhlo pomocí následujícího vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N * \left( 1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (8)$$

Poslední neznámou pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je riziková prémie. Ta vyjadřuje výnosové ocenění rizikovosti tržního portfolia, a vypočítá se jako rozdíl předpokládané výnosnosti kapitálu na trhu a bezrizikové úrokové míry. Hodnota rizikové prémie vychází z ratingu pro Českou republiku, informace o rizikové prémii byly taktéž převzaty z internetových stránek profesora Damodarana.

Tabulka 37 ukazuje potřebné údaje pro výpočet nákladů vlastního kapitálu, kde byl přepočten nezadlužený koeficient beta na zadlužený a následně byl tento koeficient spolu s hodnotou bezrizikové úrokové míry ( $r_f$ ) a rizikové prémie dosazen do vzorce (7). Výsledná výše nákladů vlastního kapitálu v roce 2015 činí 18,08 %.

Tabulka 37 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015
$r_f$	2,26%	1,58%	0,58%
$\beta$ – nezadlužená	0,61	0,71	0,90
$\beta$ – zadlužená	2,65	2,54	2,38
Riziková prémie	6,05%	6,80%	7,36%
<b><math>r_e</math></b>	<b>18,28%</b>	<b>18,82%</b>	<b>18,08%</b>

### 11.1.2.2 Stavebnicový model

Tento stavebnicový model je založen na principu přičítání rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Jedná se o přírážku za likvidnost akcie, obchodní riziko, finanční strukturu a stabilitu. Veškeré tyto informace je možno získat ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky. Vzorec pro stavebnicový model je následující:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{FinStab} + r_{finstr} \quad (9)$$

Následující Tabulka 38 udává hodnoty veškerých rizikových přírážek, které jsou potřebné pro stanovení hodnoty nákladů vlastního kapitálu. Dle stavebnicového modelu byly tyto náklady v roce 2015 vyhodnoceny na úrovni 7,41 %.

Tabulka 38 Výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicové metody  
(vlastní zpracování dle údajů MPO, © 2005 – 2017)

	2013	2014	2015
$r_f$	2,26%	1,58%	0,58%
$r_{LA}$	1,95%	1,18%	1,15%
$r_{podnikatelské}$	3,00%	3,38%	3,60%
$r_{FinStab}$	0,49%	2,04%	2,08%
$r_{finstr}$	0,00%	0,00%	0,00%
<b><math>r_e</math></b>	<b>7,70%</b>	<b>8,19%</b>	<b>7,41%</b>

### 11.1.2.3 Průměrná rentabilita v odvětví

Dá se říci, že se jedná o nejjednodušší metodu pro určení nákladů na vlastní kapitál. Data o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu je možné získat, stejně jako v předchozím případě, z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu. V roce 2015 byly tyto náklady ve výši 8,78 %.

Tabulka 39 Odvození nákladů vlastního kapitálu pomocí průměrné rentability (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015
Rentabilita v odvětví	18,27%	9,82%	8,78%

#### 11.1.2.4 Přehled nákladů vlastního kapitálu

Po zjištění výše nákladů vlastního kapitálu pomocí různých modelů, budou tyto výsledky zprůměrovány, a tím bude určena výše nákladů vlastního kapitálu. Následující Tabulka 40 udává výsledky ze všech metod, a následné zprůměrování těchto metod. Výše nákladů vlastního kapitálu, se kterou bude dále počítáno, je 11,42 %.

Tabulka 40 Přehled nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015
CAPM model	18,28%	18,82%	18,08%
Stavebnicový model	7,70%	8,19%	7,41%
Rentabilita v odvětví	18,27%	9,82%	8,78%
<b>Průměr</b>	<b>14,75%</b>	<b>12,28%</b>	<b>11,42%</b>

#### 11.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Po určení nákladů vlastního a cizího kapitálu mohou být vypočteny i vážené průměrné náklady kapitálu. Výpočet vychází ze vzorce:

$$WACC = N_{CK} * \frac{CK}{C} + N_{VK} * \frac{VK}{C} \quad (6)$$

Tabulka 41 ukazuje všechny potřebné údaje pro výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu, a to náklady cizího kapitálu, náklady vlastního kapitálu, poměr cizího kapitálu a vlastního kapitálu na celkový kapitál podniku. Ve výpočtu je zohledněna také sazba daně z příjmů, nákladové úroky jsou totiž daňově uznatelné.

Tabulka 41 Výpočet WACC (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015
$N_{CK}$	6,55%	6,35%	6,46%
$N_{VK}$	14,75%	12,28%	11,42%
$CK/C$	80,34%	76,17%	67,03%
$VK/C$	19,66%	23,83%	32,97%
<b>WACC</b>	<b>8,16%</b>	<b>7,77%</b>	<b>8,10%</b>



## 11.2 Tempo růstu

Dle prognózy tempa růstu tržeb v následujících třech letech tržby porostou v průměru o 7,50 %. Avšak toto tempo růstu se nedá očekávat stále. Ve druhé fázi bude stanoveno tempo růstu ve výši očekávané inflace, tedy ve výši 2 %.

## 11.3 Stanovení hodnoty metodou DCF entity

Metoda diskontovaných peněžních toků je považována za základní výnosovou metodu. V této diplomové práci bude použita konkrétně metoda DCF entity. Podstatou této metody je diskontování peněžních toků, jež jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele podniku, kdy je tedy získána hodnota podniku jako celku (brutto). Následným odečtením cizího kapitálu ke dni ocenění dojde k zjištění hodnoty vlastního kapitálu (netto). Jelikož bude použita dvoufázová metoda, bude budoucí období rozděleno na dvě fáze. V první fázi budou použity informace vycházející z finančního plánu. Ve druhé fázi bude pokračující hodnota vypočtena dle Gordonova a parametrického vzorce.

Tabulka 42 znázorňuje údaje o provozně nutném investovaném kapitálu. Konkrétně se jedná o netto hodnotu tohoto kapitálu. Tyto údaje jsou nutné pro výpočet volného peněžního toku.

Tabulka 42 Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019
Provozně nutný dlouhodobý majetek	466 043	453 078	440 112	427 147
Provozně nutný upr. pracovní kapitál	58 726	47 963	36 562	22 546
<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>524 769</b>	<b>501 040</b>	<b>476 674</b>	<b>449 693</b>

Tabulka 43 ukazuje, že upravením korigovaného provozního výsledku hospodaření o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a do provozně nutného pracovního kapitálu, bude dosaženo volného peněžního toku do společnosti.

Tabulka 43 Výpočet volných peněžních toků (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
<b>KPVH před daní</b>	<b>239 686</b>	<b>248 249</b>	<b>250 879</b>
Upravená daň z příjmů	45 540	47 167	47 667
<b>KPVH po dani</b>	<b>194 145</b>	<b>201 082</b>	<b>203 212</b>
Investice do provozně nutného DM	-12 965	-12 965	-12 965
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-10 764	-11 401	-14 016
<b>Volný peněžní tok do společnosti (FCFF)</b>	<b>217 874</b>	<b>225 449</b>	<b>230 193</b>

Pro první fázi bude stanovena hodnota diskontováním vypočteného volného cash flow. Diskontní míra pro tuto metodu je na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál, tedy ve výši 8,10 %. Součtem všech diskontovaných peněžních toků, bude dosaženo současné hodnoty první fáze. Tabulka 44 znázorňuje veškeré informace pro výpočet současné hodnoty první fáze.

Tabulka 44 Stanovení hodnoty první fáze (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
Volný peněžní tok do společnosti (FCFF)	217 874	225 449	230 193
Diskontní míra (WACC)		8,10%	
Diskontované FCFF k 1. 4. 2016	201 556	192 943	182 248
<b>Současná hodnota první fáze k 1. 4. 2016</b>		<b>576 747</b>	

Hodnota druhé fáze bude stanovena podle parametrického vzorce i podle Gordonova modelu. Pro zjištění pokračující hodnoty je třeba učít korigovaný provozní výsledek v prvním roce po uplynutí doby prognózy (rok 2020), rentabilita investic, míru investic, investice netto v roce 2020 a volné cash flow v roce 2020. Jak už bylo uvedeno dříve, tempo růstu pro druhou fázi je stanoveno na úrovni 2 % a diskontní míra je na úrovni 8,10 %.

Při výpočtu pokračující hodnoty dle Gordonova vzorce se vychází z volného cash flow v prvním roce druhé fáze. Dle Gordonova vzorce je pokračující hodnota následující

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} = \frac{198\,283}{8,10\% - 2\%} = 3\,252\,661 \text{ tis. Kč.} \quad (3)$$

Dle parametrického vzorce je pokračující hodnota následující

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} = \frac{207\,276 * \left(1 - \frac{2\%}{46,09\%}\right)}{8,10\% - 2\%} = 3\,252\,661 \text{ tis. Kč} \quad (4)$$

Jelikož pokračující hodnota dle parametrického i Gordonova vzorce je shodná, je možno pokračovat ve výpočtu současné hodnoty pokračující hodnoty.

V Tabulce 45 jsou vyjádřeny všechny informace potřebné pro výpočet současné hodnoty pokračující hodnoty pomocí parametrického vzorce. Současná hodnota pokračující hodnoty se vypočte diskontováním pokračující hodnoty. Současná hodnota pokračující hodnoty je 2 575 193 tis. Kč.

Tabulka 45 Stanovení současné hodnoty pokračující hodnoty (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)

KPVH	207 276
Investice netto	8 994
Míra investic	4,34%
Rentabilita investic	46,09%
<b>Pokračující hodnota</b>	<b>3 252 661</b>
<b>Současná hodnota pokračující hodnoty</b>	<b>2 575 193</b>

Po vypočtení současné hodnoty první a druhé fáze zůstávají poslední úpravy pro výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu. Ocenění podniku brutto je dosaženo sečtením současných hodnot první a druhé fáze. Následným odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění, bude dosaženo ocenění podniku netto. Konečným přičtením hodnoty neprovozních aktiv k datu ocenění bude dosažena výsledná hodnota podniku, která je ve výši 2 754 050 tis. Kč. Tabulka 46 znázorňuje výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu.

Tabulka 46 Výsledná hodnota podniku podle metody DCF entity (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)

Současná hodnota první fáze	576 747
Současná hodnota druhé fáze	2 575 193
<b>Ocenění podniku brutto</b>	<b>3 151 940</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	507 660
<b>Ocenění podniku netto</b>	<b>2 644 280</b>
Hodnota neprovozních aktiv	109 771
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 4. 2016</b>	<b>2 754 050</b>

## 11.4 Stanovení hodnoty metodou založenou na ekonomické přidané hodnotě

Druhou metodou pro stanovení hodnoty podniku bude metoda založená na ekonomické přidané hodnotě. Ekonomická přidaná hodnota představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížen o náklady cizího i vlastního kapitálu. Výsledná hodnota ocenění metodou EVA by měla přinést stejný výsledek jako metoda DCF entity. Samozřejmě aby bylo dosaženo stejného výsledku, musí být i vstupní data stejné, musí být tedy použita stejná výše vážených průměrných nákladů kapitálu, stejného výsledku hospodaření a stejného provozně nutného investovaného kapitálu.

V následující Tabulce 47 je uveden postup pro výpočet současné hodnoty první fáze. Nejdříve však nutné stanovit vstupní data. Jako zisk z hlavního provozu podniku po dani (NOPAT) bude použit korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani. Neoperativní čistá aktiva (NOA), odpovídají provozně nutnému investovanému kapitálu a průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), jsou stanoveny ve výši 8,10 %. Dosazením těchto údajů do následujícího vzorce (10), bude dosažena ekonomická přidaná hodnota.

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (10)$$

Tabulka 47 znázorňuje výpočet ekonomické přidané hodnoty a dále také stanovení hodnoty první fáze. Současná hodnota první fáze byla vypočtena jako součet diskontovaných EVA v letech 2017 – 2019.

Tabulka 47 Stanovení současné hodnoty první fáze pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2017	2018	2019
NOPAT	194 145	201 082	203 212
NOA	501 040	476 674	449 693
WACC		8,10%	
WACC * NOA <sub>T-1</sub>	42 485	40 564	38 592
<b>EVA</b>	<b>151 660</b>	<b>160 518</b>	<b>164 621</b>
Diskontní míra		8,10%	
EVA diskontovaná	140 301	137 374	130 333
<b>Současná hodnota první fáze k 1. 4. 2016</b>		<b>408 008</b>	

Pro výpočet druhé fáze, musí opět platit stejné vstupní údaje jako u metody DCF entity. Temp růstu (g) je stanoveno ve výši 2% a průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) zůstanou na úrovni 8,10 %. Ekonomická přidaná hodnota v prvním roce druhé fáze bude následující:

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2020} - NOA_{2019} * WACC = 207 276 - 36 407 = 170 869 \text{ tis. Kč.}$$

Výpočet pokračující hodnoty je následující:

$$PH = \frac{170 869}{8,10\% - 2\%} = 2 802 968 \text{ tis. Kč.}$$

Následně je nutné tuto pokračující hodnotu převést na současnou hodnotu. Diskontováním pokračující hodnoty bude dosažena současná hodnota druhé fáze, která je ve výši 2 219 162 tis. Kč.

Součtem současných hodnot první i druhé fáze bude dosažena tzv. tržní přidaná hodnota (MVA), od které je nutno odečíst hodnotu čistých operativních aktiv k datu ocenění, výsledkem je provozní hodnota brutto. Následným odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění bude dosažena provozní hodnota netto. Ke stanovení výsledné hodnoty vlastního kapitálu pak už zbývá jen k provozní hodnotě netto přičíst neprovozní majetek k datu ocenění. Tabulka 48 znázorňuje výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu.

Tabulka 48 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
Současná hodnota 1. fáze	408 008
Současná hodnota 2. fáze	2 219 162
<b>MVA</b>	<b>2 627 170</b>
NOA k datu ocenění	524 769
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>3 151 940</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	507 660
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>2 644 280</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	109 771
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 4. 2016</b>	<b>2 754 050</b>

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 4. 2016 je stejná jak pro metodu DCF entity, tak i pro metodu založenou na ekonomické přidané hodnotě. Hodnota podniku podle těchto metod je ve výši 2 754 050 tis. Kč.

### 11.5 Stanovení hodnoty metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Při oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů bude použita paušální metoda. Podstatou této metody je, že vychází z údajů v minulosti. Při podrobení analýzy výkazu a ztráty jistým korekcím, je možné stanovit hodnotu podniku pomocí trvale odnímatelného čistého výnosu.

Výsledek hospodaření před zdaněním bude upraven o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a o zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku. Výsledkem těchto korekcí je tzv. upravený výsledek hospodaření před odpisy. Tento výsledek hospodaření bude následně přepočten cenovým indexem na ceny k datu ocenění.

Údaje o inflaci byly získány z internetových stránek Českého statistického úřadu (© 2017a). Dále budou upravenému výsledku hospodaření o inflaci přiřazeny váhy, kdy nejbližší rok k datu ocenění bude mít největší váhu. Výsledkem veškerých těchto úprav bude upravený výsledek hospodaření o inflaci a váhu. Veškeré údaje potřebné pro výpočet tohoto výsledku hospodaření jsou uvedeny v následující Tabulce 49.

Tabulka 49 Výpočet upraveného výsledku hospodaření (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
<b>VH před zdaněním</b>	<b>39 526</b>	<b>106 994</b>	<b>148 626</b>
Odpisy	68 318	61 864	59 778
Finanční výnosy	-67 166	-42 913	-44 618
Tržby z prodeje DM	18 050	15 287	17 816
Zůstatková cena prodaného DM	13 210	14 083	16 795
<b>Upravený VH před odpisy</b>	<b>170 170</b>	<b>210 567</b>	<b>252 001</b>
Cenový index řetězový	1,004	1,003	1,007
Cenový index bazický vztažený k roku 2015	0,990	0,993	1,000
<b>Upravený VH o inflaci</b>	<b>171 889</b>	<b>212 051</b>	<b>252 001</b>
Váhy	1	2	3
<b>Upravený VH o inflaci * váha</b>	<b>171 889</b>	<b>424 103</b>	<b>756 003</b>

Následným vydělením součtu upraveného výsledku hospodaření o inflaci a váhy celkovou hodnotou vah, bude dosaženo trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy. Tento odnímatelný výnos bude dále snížen o odpisy rovnající se výši posledního roku a o daň. Tím bude dosaženo trvale odnímatelného čistého výnosu po dani. Jak už bylo uvedeno dříve, u této metody bude použita úroková míra ve výši nákladů vlastního kapitálu, tato úroková míra však musí být upravena o odhad dlouhodobé inflace. Provozní hodnota vlastního kapitálu bude vypočtena jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a této úrokové míry upravené o inflaci. Následným přičtením neprovozních aktiv k datu ocenění bude dosažena výsledná hodnota vlastního kapitálu. Následující Tabulka 50 znázorňuje veškeré informace a výpočty potřebné pro zjištění této hodnoty.

Tabulka 50 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a následné zjištění výsledné hodnoty vlastního kapitálu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy</b>	<b>225 332</b>
Odpisy z reprodukčních cen	59 778
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před daní</b>	<b>165 554</b>
Daň 19%	31 455
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos po dani</b>	<b>134 099</b>

Předpokládaná dlouhodobá inflace	2%
Úroková míra ( $N_{VK}$ - inflace)	9,42%
<b>Provozní výnosová hodnota</b>	<b>1 423 208</b>
Neprovozní majetek k datu ocenění	109 771
<b>Výsledná hodnota VK</b>	<b>1 532 979</b>

Výslednou hodnotou vlastního kapitálu při použití paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů je 1 532 979 tis. Kč. Nutno však podotknout, že tato hodnota je považována spíše jako dolní odhad výnosové hodnoty dané společnosti. Toto ocenění totiž nebere v potaz příležitosti budoucího růstu společnosti.

### 11.6 Shrnutí výsledků použitých výnosových metod oceňování

Ke stanovení hodnoty podniku Jihomoravská armaturka spol. s r.o. bylo využito několik výnosových oceňovacích metod. Konkrétně se jedná o metodu diskontovaných peněžních toků, metodu založenou na ekonomické přidané hodnotě a metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Metoda DCF a metoda EVA budou základním východiskem pro stanovení hodnoty podniku. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů se používá zejména tehdy, když nejde využít metodu DCF, jelikož odráží pouze současný výnosový potenciál. Paušální metoda se využívá zejména v případě, kdy je obtížné odhadnout budoucí vývoj podniku. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů však doplňuje metodu DCF a poskytuje tak doplňkovou informaci o spodní hranici výnosového ocenění.

Tabulka 51 Srovnání výsledků výnosových metod oceňování (vlastní zpracování)

Výnosová metoda ocenění	Hodnota VK k 1. 4. 2016 (v tis. Kč)
DCF entity	2 754 050
Ekonomická přidaná hodnota	2 754 050
Kapitalizované čisté výnosy	1 532 979

Je tedy vhodné zvolit výslednou hodnotu podniku na úrovni konkrétní metody, a to metody DCF entity a EVA a použít také výsledky metody kapitalizovaných čistých výnosů pro stanovení dolní hranice hodnoty.

Výsledná hodnota podniku je tedy stanovena na úrovni výsledků použitých metod – DCF entity a EVA – na úrovni 2 754 050 tis. Kč. Dolní hranici představuje výsledek paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů, který je ve výši 1 532 979 tis. Kč. Rozdíl mezi

těmito hodnotami, který je ve výši 1221 071 tis. Kč, se dá považovat za ocenění budoucích růstových příležitostí podniku.

### 11.6.1 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti slouží k posouzení míry změn výsledné hodnoty při změně určitého vstupního parametru, kterým může být zvýšení či snížení tempa růstu o nebo diskontní míry o 1 % bod. V této analýze citlivosti se nebude počítat se změnou obou parametrů současně, ale vždy dojde ke změně pouze jednoho z nich a druhý zůstane beze změny.

V následující Tabulce 52 jsou uvedeny výsledky citlivostní analýzy výsledné hodnoty VK na změnu diskontní míry a tempa růstu o 1 % bod.

Tabulka 52 Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu diskontní míry a tempa růstu (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Diskontní míra			Tempo růstu		
	-1 p. b.	původní	+1 p. b.	-1 p. b.	původní	+1 p. b.
<b>DCF</b>	7,10%	8,10%	9,10%	1%	2%	3%
	3 357 141	2 754 050	2 320 530	2 418 644	2 754 050	3 221 092
	21,90%	-	-15,74%	-12,18%	-	16,96%
<b>EVA</b>	7,10%	8,10%	9,10%	1%	2%	3%
	3 357 141	2 754 050	2 320 530	2 418 644	2 754 050	3 221 092
	21,90%	-	-15,74%	-12,18%	-	16,96%
<b>KČV</b>	8,42%	9,42%	10,42%	-	-	-
	1 701 960	1 532 979	1 396 425	-	-	-
	11,02%	-	-9,91%	-	-	-

Z výsledků analýzy citlivosti lze vyčíst, že míra citlivosti hodnoty vlastního kapitálu na změnu diskontní míry je o dost vyšší než míra citlivosti na změnu tempa růstu. Je jasné, že pokud by se parametry změnily zároveň, projevil by se to ve vyšší míře citlivosti. Analýza potvrdila, že diskontní míra a tempo růstu významně ovlivňují výslednou hodnotu podniku, proto nutné dbát na to, aby tyto parametry byly správně zvoleny.



## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu vybrané společnosti s využitím výnosových metod oceňování. Pro správné ocenění však bylo nejprve nutné získat určité množství informací nejen o společnosti, ale také o prostředí, do kterého podnik spadá. Z tohoto důvodu byla provedena strategická analýza, ve které byl vymezen a analyzován relevantní trh a následně byla sestavena prognóza budoucího vývoje, jako další byla analyzována konkurence a také vnitřní potenciál společnosti. Výsledkem strategické analýzy bylo potvrzení, že se jedná o perspektivní společnost.

Finanční analýza, která měla za úkol celkově zhodnotit dosavadní vývoj společnosti, ukázala, že se jedná o finančně zdravou a stabilní společnost, a také potvrdila strategickou analýzu a předpoklad neomezeného trvání společnosti, což bylo hlavní podmínkou pro využití výnosových metod oceňování.

Pro zjištění hodnoty vybrané společnosti s použitím výnosových metod oceňování bylo nejdříve nutné sestavit dlouhodobý finanční plán, který se opíral o údaje strategické analýzy a následně vycházel z analýzy a prognózy generátorů hodnoty.

Dalším krokem, vedoucím k ocenění podniku, bylo stanovení diskontní míry, která je velmi důležitým parametrem pro následující výpočty. Diskontní míra totiž promítá do hodnoty společnosti faktor rizika a také času. K jednotlivým metodám patřila diskontní míra na různých úrovních. Vliv diskontní míry na výslednou hodnotu společnosti prokázala citlivostní analýza, která byla provedena v závěru práce.

Ke zjištění hodnoty vybrané společnosti byly využity nejčastěji používané výnosové metody oceňování. Do těchto nejpoužívanějších metod patří metoda diskontovaných peněžních toků „entity“, metoda založená na ekonomické přidané hodnotě a nakonec paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Hodnota vybrané společnosti byla stanovena na úrovni jednotného výsledku použitých metod DCF entity a EVA, a pomocí kapitalizovaných čistých výnosů byla stanovena dolní hranice výnosového ocenění.

Jelikož ocenění bylo provedeno z důvodu interní potřeby managementu, doufám, že výsledky této práce poskytnou vedení vybrané společnosti užitečné informace.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

*AVK VOD-KA: AVK VOD-KA, a.s. - vodárenské a plynárenské armatury*, © 2017. [online]. [cit. 2017-02-01]. Dostupné z: <http://www.avkvodka.cz/>.

*BÜSCH Technology GmbH: BÜSCH Technology – 35 let vývoje armatur*, © 2017. [online]. [cit. 2017-02-01]. Dostupné z: <https://www.buesch.com/cs/o-firme/o-nas/>.

*CZ NACE: NACE kódy*, © 2017. [online]. [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/nace/28-14-vyroba-ostatnich-potrubnich-armatur/>.

ČESKO, 2012. Zákon č. 89/2012 ze dne 3. února 2012 Občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 33 [cit. 2017-01-29]. Dostupné z: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakon.jsp?page=0&nr=89~2F2012&rpp=15#seznam>.

ČESKOSLOVENSKO, 1991. Zákon č. 513/1991 ze dne 5. listopadu 1991 Obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů* [online]. Částka 98 [cit. 2017-01-29]. Dostupné z: <http://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=39560&fulltext=&nr=513~2F1991&part=&name=&rpp=15>.

Český statistický úřad: *Průměrná roční míra inflace v letech 1994 - 2016\**, © 2017a. [online]. [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/2-inflace\\_1994](https://www.czso.cz/csu/czso/2-inflace_1994).

Český statistický úřad: *Registr ekonomických subjektů - informace o subjektu*, © 2013. [online]. [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: [http://apl.czso.cz/irsw/detail.jsp?prajed\\_id=3486384](http://apl.czso.cz/irsw/detail.jsp?prajed_id=3486384).

Český statistický úřad: *Statistiky*, © 2017b. [online]. [cit. 2017-03-03]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/statistiky>.

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran online*, © 2017. [online]. [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Deloitte: *Česká ekonomika by měla v následujících letech udržet růst*, © 2017. [online]. [cit. 2017-02-02]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/about-deloitte/articles/cze-ceska-ekonomika-by-mela-udrzet-rust.html>.

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

FIBÍROVÁ, Jana a Libuše ŠOLJAKOVÁ, 2005. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. Praha: ASPI, 263 s. ISBN 80-7357-084-X.

*HAWLE: HAWLE ARMATURY spol. s r.o.*, ©2014. [online]. [cit. 2017-04-03]. Dostupné z: <http://www.hawle.cz/cz/menu/o-nas/>.

HITCHNER, James R., 2011. *Financial valuation: applications and models*. 3rd edition with website. Hoboken: Wiley, 1286 s. ISBN 978-0-470-50687-5.

HRDÝ, Milan a Michaela HOROVÁ, 2009. *Finance podniku*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 179 s. ISBN 978-80-7357-492-5. Dostupné také z: [http://toc.nkp.cz/NKC/201001/contents/nkc20092009109\\_1.pdf](http://toc.nkp.cz/NKC/201001/contents/nkc20092009109_1.pdf).

IVSC Glossary, © 2017. IVSC [online]. [cit. 2017-01-23]. Dostupné z: <https://www.ivsc.org/standards/glossary>.

*JMA: JMA Image brožura*, ©2017. [online]. [cit. 2017-01-29]. Dostupné z: [http://www.jmahod.cz/index.php?eID=tx\\_nawsecuredl&u=0&g=0&t=1491399100&hash=c31cb6979cdbf34e7aefc09457812d261dcc9660&file=fileadmin/VAG\\_Websites/JMA\\_Czech\\_Republic/PDF\\_soubory/JMA\\_image\\_brozura\\_2014\\_CS.pdf](http://www.jmahod.cz/index.php?eID=tx_nawsecuredl&u=0&g=0&t=1491399100&hash=c31cb6979cdbf34e7aefc09457812d261dcc9660&file=fileadmin/VAG_Websites/JMA_Czech_Republic/PDF_soubory/JMA_image_brozura_2014_CS.pdf).

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

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5. Dostupné také z: [http://toc.nkp.cz/NKC/200909/contents/nkc20071725882\\_1.pdf](http://toc.nkp.cz/NKC/200909/contents/nkc20071725882_1.pdf).

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2015. *Valuation: measuring and manage the value of companies*. 6th edition. Hoboken: Wiley, 825 s. ISBN 978-1-118-87370-0.

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

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

MARŠÍK, Miloš, 2011b. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MARŠÍK, Miloš, 1998. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 206 s. ISBN 80-86119-09-2.

*Ministerstvo financí České republiky: Daně*, © 2005 – 2013a. [online]. [cit. 2017-02-02]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/dane>.

*Ministerstvo financí České republiky: Makroekonomická predikce - leden 2017*, © 2005 – 2013b. [online]. [cit. 2017-02-03]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-leden-2017-27446>.

*Ministerstvo průmyslu a obchodu: Panorama zpracovatelského průmyslu*, © 2005 – 2017. [online]. [cit. 2017-01-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/>.

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

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

*SAINT GOBAIN PAM*, © 2010. [online]. [cit. 2017-02-01]. Dostupné z: <http://www.saint-gobain-pam.cz/o-nas/>.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 121 s. ISBN 8071793671.

SVOBODA, Stanislav, 2000. *Informační systém podnikatelských subjektů*. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 304 s. ISBN 80-245-0058-2.

### **Ostatní zdroje**

Interní informace a Výroční zprávy společnosti za období 2013 – 2016.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

$\beta$	Koeficient rizikovosti podniku k průměrné rizikovosti trhu
A	Aktiva
b. c.	Běžné ceny
C	Kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
CZK	Česká koruna
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
d	Daň z příjmů
DCF	Diskontované peněžní toky
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EBIT	Zisk před úroky a daněmi
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele

---

g	Tempo růstu
H <sub>B</sub>	Hodnota brutto
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Diskontní míra
JMA	Jihomoravská armaturka
KBÚ	Krátkodobý bankovní úvěr
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	Krátkodobé závazky
MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Zisk z hlavního provozu podniku po zdanění
NÚ	Nákladové úroky
N <sub>CK</sub>	Náklady cizího kapitálu
N <sub>VK</sub>	Náklady vlastního kapitálu
OA	Oběžná aktiva
p. b.	Procentní bod
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
r <sub>e</sub>	Náklady vlastního kapitálu
r <sub>f</sub>	Bezriziková úroková míra
r <sub>finstab</sub>	Přirážka za finanční stabilitu
r <sub>finstr</sub>	Přirážka za riziko dílčí produkční síly

---

$r_i$	Rentabilita investic
$r_{LA}$	Přirážka za velikost podniku
$r_m$	Průměrná výnosnost kapitálového trhu
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
s.r.o.	Společnost s ručením omezeným
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
T	Tržby
V	Výnosy
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu
ZC	Zůstatková cena

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

Obrázek 1 Vztah mezi zdroji rizika výsledku hospodaření .....	18
Obrázek 2 Vhodný postup při oceňování podniku .....	21
Obrázek 3 Výsledky Z-skóre společnosti .....	60
Obrázek 4 Výsledky indexu IN05 společnosti .....	61



**SEZNAM TABULEK**

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku pro DCF Entity .....	32
Tabulka 2 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku.....	35
Tabulka 3 Výpočet volného peněžního toku pro DCF Equity.....	35
Tabulka 4 Diskontní míra pro jednotlivé modely .....	36
Tabulka 5 Hlavní makroekonomické indikátory. ....	48
Tabulka 6 Vývoj základních údajů o obyvatelstvu .....	49
Tabulka 7 Srovnání tržeb a HDP .....	50
Tabulka 8 Predikce tržeb .....	51
Tabulka 9 Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury podniku.....	53
Tabulka 10 Horizontální a vertikální analýzy finanční struktury podniku.....	54
Tabulka 11 Horizontální a vertikální analýza výnosů podniku .....	55
Tabulka 12 Horizontální a vertikální analýza nákladů podniku .....	55
Tabulka 13 Vývoj přidané hodnoty a výsledku hospodaření podniku .....	56
Tabulka 14 Ukazatel čistého pracovního kapitálu .....	57
Tabulka 15 Ukazatele likvidity .....	57
Tabulka 16 Ukazatele rentability .....	58
Tabulka 17 Ukazatele aktivity .....	58
Tabulka 18 Ukazatele zadluženosti .....	59
Tabulka 19 Výpočet Z-skóre společnosti .....	60
Tabulka 20 Výpočet indexu IN05 společnosti.....	61
Tabulka 21 Vývoj hotovostní likvidity .....	64
Tabulka 22 Propočet provozně potřebných peněžních prostředků.....	64
Tabulka 23 Provozně nutný investovaný kapitál .....	65
Tabulka 24 Korigovaný provozní výsledek hospodaření .....	65
Tabulka 25 Prognóza vývoje tržeb .....	66
Tabulka 26 Vývoj provozní ziskové marže .....	66
Tabulka 27 Prognóza ziskové marže .....	67
Tabulka 28 Vývoj a predikce doby obratu.....	67
Tabulka 29 Vývoj upraveného pracovního kapitálu.....	68
Tabulka 30 Predikce upraveného pracovního kapitálu.....	68
Tabulka 31 Vývoj investic do provozně nutného dlouhodobého majetku .....	69
Tabulka 32 Plán dlouhodobého majetku a investic .....	69

Tabulka 33 Plán rozvahy – aktiva.....	70
Tabulka 34 Plán rozvahy – pasiva.....	71
Tabulka 35 Plán výkazu zisku a ztráty.....	73
Tabulka 36 Stanovení nákladů cizího kapitálu.....	74
Tabulka 37 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM.....	76
Tabulka 38 Výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicové metody.....	76
Tabulka 39 Odvození nákladů vlastního kapitálu pomocí průměrné rentability.....	77
Tabulka 40 Přehled nákladů na vlastní kapitál.....	77
Tabulka 41 Výpočet WACC.....	77
Tabulka 42 Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu.....	78
Tabulka 43 Výpočet volných peněžních toků.....	78
Tabulka 44 Stanovení hodnoty první fáze.....	79
Tabulka 45 Stanovení současné hodnoty pokračující hodnoty.....	80
Tabulka 46 Výsledná hodnota podniku podle metody DCF entity.....	80
Tabulka 47 Stanovení současné hodnoty první fáze pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě.....	81
Tabulka 48 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě.....	82
Tabulka 49 Výpočet upraveného výsledku hospodaření.....	83
Tabulka 50 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a následné zjištění výsledné hodnoty vlastního kapitálu.....	83
Tabulka 51 Srovnání výsledků výnosových metod oceňování.....	84
Tabulka 52 Analýza citlivosti výsledné hodnoty VK na změnu diskontní míry a tempa růstu.....	85

## SEZNAM PŘÍLOH

PI Rozvaha 2014 – 2016

PII Výkaz zisku a ztráty 2014 - 2016

## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA 2014 – 2016

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 202 090</b>	<b>1 344 079</b>	<b>1 332 722</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>492 332</b>	<b>493 987</b>	<b>466 043</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>1 377</b>	<b>1 291</b>	<b>1 208</b>
Software	815	840	1 208
Nedokončený DNM	562	451	-
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>490 955</b>	<b>492 696</b>	<b>464 835</b>
Pozemky	7 689	7 689	7 689
Stavby	229 409	231 968	218 801
Hmotné movité věci a soubory movitých věcí	139 558	130 526	175 136
Nedokončený DHM	39 428	54 706	3 695
Poskytnuté zálohy na DHM	-	614	-
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	74 871	67 193	59 514
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>708 375</b>	<b>850 092</b>	<b>866 622</b>
<b>Zásoby</b>	<b>292 982</b>	<b>259 892</b>	<b>264 134</b>
Materiál	99 940	86 805	82 573
Nedokončená výroba a polotovary	109 030	99 483	94 661
Výrobky	73 362	63 107	78 406
Zboží	10 650	10 497	8 494
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>351 588</b>	<b>453 773</b>	<b>353 261</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	331 969	428 556	341 145
Stát - daňové pohledávky	19 111	23 921	11 369
Krátkodobé poskytnuté zálohy	726	1 268	747
Jiné pohledávky	-218	28	-
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>63 805</b>	<b>136 427</b>	<b>249 227</b>
Peníze	301	404	240
Účty v bankách	63 504	136 023	248 987
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIV</b>	<b>1 383</b>	<b>-</b>	<b>57</b>
Náklady příštích období	1 383	-	57

(Výroční zpráva JMA, s.r.o. 2014 – 2016)

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>1 202 090</b>	<b>1 344 079</b>	<b>1 332 722</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>236 260</b>	<b>319 639</b>	<b>439 081</b>
Základní kapitál	75 618	75 618	75 618
Kapitálové fondy	-	-	-
Fondy ze zisku	7 303	7 562	7 562
Nerozdělený zisk minulých let	120 206	153 080	236 459
VH běžného účetního období	33 133	83 379	119 442
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>965 437</b>	<b>1 021 735</b>	<b>892 741</b>
<b>Rezervy</b>	<b>761</b>	<b>1 720</b>	<b>6 677</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>188 929</b>	<b>188 970</b>	<b>188 782</b>
Ovládaná nebo ovládající osoba	183 000	-	-
Závazky ke společníkům	-	183 000	183 000
Odložený daňový závazek	5 929	5 970	5 782
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>775 747</b>	<b>831 045</b>	<b>697 282</b>
Z obchodních vztahů	233 768	278 477	318 023
Ovládaná nebo ovládající osoba	489 909	-	-
Závazky ke společníkům	-	491 516	324 660
K zaměstnancům	12 591	13 251	14 985
Sociální a zdravotní pojištění	6 139	6 344	7 211
Stát - daňové závazky a dotace	3 637	15 156	13 509
Krátkodobé přijaté zálohy	18	84	163
Dohadné účty pasivní	29 685	26 217	18 731
Jiné závazky	-	-	-
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIV</b>	<b>393</b>	<b>2 705</b>	<b>900</b>
Výdaje příštích období	393	2 705	900

(Výroční zpráva JMA, s.r.o. 2014 – 2016)

## PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY 2014 - 2016

(v tis. Kč)	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	145 818	144 758	142 328
Náklady vynaložené na prodané zboží	123 702	120 988	118 748
<b>Obchodní marže</b>	<b>22 116</b>	<b>23 770</b>	<b>23 580</b>
<b>Výkony</b>	<b>1 122 394</b>	<b>1 231 753</b>	<b>1 364 369</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 131 586	1 252 345	1 353 103
Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 10 386	- 20 932	11 127
Aktivace	1 194	340	139
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>756 982</b>	<b>818 312</b>	<b>879 762</b>
Spotřeba materiálu a energie	680 399	722 351	791 003
Služby	76 583	95 961	88 759
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>387 528</b>	<b>437 211</b>	<b>508 187</b>
Osobní náklady	238 543	246 226	271 287
Daně a poplatky	1 113	1 121	1 053
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	68 318	61 864	59 778
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	18 050	15 287	17 816
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	13 210	14 083	16 795
Změna stavu rezerv a opravných položek	-4 372	-4 918	375
Ostatní provozní výnosy	20 648	18 173	19 103
Ostatní provozní náklady	2 722	2 388	2 574
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>106 692</b>	<b>149 907</b>	<b>193 244</b>
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	-	-	-
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	-	-	-
Výnosové úroky	26	52	11
Nákladové úroky	41 788	43 522	39 854
Ostatní finanční výnosy	30 175	33 501	14 378
Ostatní finanční náklady	55 579	32 944	19 153
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-67 166</b>	<b>-42 913</b>	<b>-44 618</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>6 393</b>	<b>23 615</b>	<b>29 184</b>
splatná	9 546	23 574	29 372
odložená	-3 153	41	-188
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>33 133</b>	<b>83 379</b>	<b>119 442</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>33 133</b>	<b>83 379</b>	<b>119 442</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>39 526</b>	<b>106 994</b>	<b>148 626</b>

(Výroční zpráva JMA, s.r.o. 2014 – 2016)