

# **Projekt stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování**

Bc. Daniela Slováčková

---

Diplomová práce  
2018

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2017/2018

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Daniela Slováčková**  
Osobní číslo: **M150110**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty vybrané společnosti pomocí výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

#### I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte postupy a metody využívané pro stanovení hodnoty podniku.

#### II. Praktická část

- Zpracujte strategickou a finanční analýzu vybrané společnosti.
- Na základě analýzy zpracujte finanční plán vybrané společnosti.
- Stanovte hodnotu zvolené společnosti pomocí vybraných výnosových metod oceňování.

### Závěr

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

Seznam odborné literatury:

ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken: John Wiley, 2010, 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.

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

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

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

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

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: 15. prosince 2017  
Termín odevzdání diplomové práce: 17. dubna 2018

Ve Zlíně dne 15. prosince 2017



doc. Ing. David Tuček, Ph.D.  
děkan



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
ředitelka ústavu

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

### Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s příjmem – tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

### Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 17.04.2018

Jméno a příjmení: Daniela Slováčková



podpis diplomanta

## **ABSTRAKT**

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty konkrétní společnosti pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Její obsah je strukturován do teoretické a praktické části, která je dále rozdělena na část analytickou a projektovou. V teoretické části je nejdříve provedena kritická rešerše literatury, zabývající se problematikou oceňování podniku. Na ni poté navazuje část praktická, kde je nejdříve představena oceňovaná společnost a vypracována strategická i finanční analýza. Následně je uskutečněna predikce generátorů hodnoty a sestaven strategický finanční plán. Na základě výsledků analýz a samotné prognózy hospodaření společnosti je na konec stanovena i hodnota podniku, která je doprovázena citlivostní analýzou.

Klíčová slova: strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, stanovení hodnoty, výnosové metody oceňování

## **ABSTRACT**

This master's thesis deals with the determination of the value of the company by using chosen yield valuation methods. The thesis consists of theoretical and practical parts. The former contains the critical literary research with focus on business valuation while the latter involves general introduction of the company followed by the strategic and financial analysis. The practical part is also divided into analytical and project subsections. After that the prognosis of the value generator and strategic financial plan are drawn up. Based upon analysis results and prognosis of financial performance of the company the business valuation associated with sensitivity analysis is determined.

Keywords: strategic analysis, financial analysis, financial plan, determining the value, yield valuation methods

Ráda bych tímto poděkovala vedoucí mé diplomové práce prof. Dr. Ing. Drahomíře Pavelkové za její vstřícnost, trpělivost a poskytnutí odborných rad. Současně děkuji i managementu společnosti, za umožnění zpracování tématu a poskytnutí informací, bez kterých by nebylo možné tuto práci realizovat.

*„Účelem vzdělání není zaplnit mysl, ale otevřít ji.“*

(Neznámý autor)

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>9</b>
<b>CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE</b> .....	<b>10</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>11</b>
<b>1 OBECNÝ TEORETICKÝ RÁMEC PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>12</b>
1.1    PODNIK JAKO POJEM.....	12
1.2    NEJČASTĚJŠÍ DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU.....	13
1.3    HODNOTA PODNIKU.....	14
1.3.1    Hladiny hodnoty.....	15
1.3.2    Kategorie hodnoty.....	15
1.3.2.1    Tržní hodnota.....	15
1.3.2.2    Subjektivní (investiční) hodnota.....	16
1.3.2.3    Objektivizovaná hodnota.....	16
1.3.2.4    Kolínská škola.....	18
1.4    PRÁVNÍ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	18
1.5    PŮSOBNÍ FAKTORU ČASU A RIZIKA .....	19
1.5.1    Faktor času .....	19
1.5.2    Faktor rizika .....	19
1.5.3    Diskontní míra.....	21
<b>2 ZÁKLADNÍ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>23</b>
2.1    SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	24
2.2    STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	24
2.2.1    Analýza okolí podniku .....	25
2.2.1.1    Makrookolí.....	25
2.2.1.2    Mikrookolí .....	26
2.2.2    Analýza vnitřního potenciálu podniku .....	26
2.2.3    SWOT analýza .....	26
2.3    FINANČNÍ ANALÝZA .....	27
2.3.1    Analýza absolutních ukazatelů.....	27
2.3.2    Analýza rozdílových ukazatelů .....	28
2.3.3    Analýza poměrových ukazatelů .....	28
2.3.3.1    Rentabilita.....	28
2.3.3.2    Likvidita.....	29
2.3.3.3    Aktivita .....	29
2.3.3.4    Zadluženost.....	29
2.3.4    Soustavy poměrových ukazatelů.....	30
2.3.5    Souhrnné ukazatele hospodaření.....	30
2.4    ROZDĚLENÍ AKTIV PODNIKU NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....	30
2.5    ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	31
2.6    TVORBA FINANČNÍHO PLÁNU.....	32
<b>3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b> .....	<b>33</b>

3.1	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE MAJETKU.....	33
3.2	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU.....	34
3.3	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSŮ .....	35
3.3.1	Metoda diskontovaného cash flow .....	35
3.3.1.1	Metoda DCF Entity.....	36
3.3.1.2	Metoda DCF Equity.....	38
3.3.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	39
3.3.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	41
3.4	KOMBINOVANÉ METODY .....	43
3.5	SOUHRNNÉ OCENĚNÍ A CITLIVOSTNÍ ANALÝZA .....	43
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST .....</b>	<b>44</b>
<b>4</b>	<b>PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉHO PODNIKU .....</b>	<b>45</b>
<b>5</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>46</b>
5.1	MAKROPROSTŘEDÍ .....	46
5.1.1	Politické a legislativní faktory .....	46
5.1.2	Ekonomické faktory .....	47
5.1.3	Technologické faktory .....	47
5.1.4	Sociální a demografické faktory .....	48
5.2	MIKROPROSTŘEDÍ .....	49
5.2.1	Relevantní trh .....	49
5.2.2	Analýza atraktivity trhu.....	49
5.3	ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU A KONKURENČNÍ SÍLY .....	51
5.3.1	Stanovení tržního podílu .....	51
5.3.2	Analýza konkurenční síly.....	52
5.4	PERSPEKTIVNOST PODNIKU .....	54
5.5	SWOT ANALÝZA .....	55
<b>6</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA .....</b>	<b>56</b>
6.1	ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	56
6.1.1	Analýza majetkové struktury .....	56
6.1.2	Analýza finanční struktury .....	57
6.1.3	Zlaté pravidlo financování .....	58
6.1.4	Zlaté pravidlo vyrovnání rizika.....	59
6.1.5	Zlaté pari pravidlo .....	60
6.1.6	Analýza nákladů.....	60
6.1.7	Analýza výnosů .....	61
6.2	ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	62
6.3	POMĚROVÉ UKAZATELE .....	62
6.3.1	Analýza rentability .....	62
6.3.2	Analýza likvidity .....	63
6.3.3	Analýza aktivity .....	64
6.3.4	Analýza zadluženosti .....	65
6.4	SPIDER ANALÝZA .....	66
6.5	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	68
6.5.1	Z-skóre .....	68
6.5.2	Index IN05 .....	69



<b>7</b>	<b>ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ PROVEDENÝCH ANALÝZ.....</b>	<b>70</b>
<b>8</b>	<b>ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ.....</b>	<b>72</b>
8.1	PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ AKTIVA .....	72
8.1.1	Dlouhodobý finanční majetek .....	72
8.1.2	Peněžní prostředky .....	72
8.2	PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	73
8.3	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ .....	73
<b>9</b>	<b>ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY.....</b>	<b>74</b>
9.1	TRŽBY .....	74
9.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE.....	75
9.3	PRACOVNÍ KAPITÁL .....	76
9.4	INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU .....	78
<b>10</b>	<b>SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU .....</b>	<b>79</b>
10.1	ROZVAHA.....	79
10.2	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY .....	81
<b>11</b>	<b>OCENĚNÍ PODNIKU POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD.....</b>	<b>83</b>
11.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY .....	83
11.1.1	Náklady na cizí kapitál.....	83
11.1.2	Náklady na vlastní kapitál .....	83
11.1.2.1	Model oceňování kapitálových aktiv .....	84
11.1.2.2	Stavebnicový model .....	85
11.1.2.3	Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál.....	86
11.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál .....	87
11.2	STANOVENÍ TEMPA RŮSTU.....	87
11.3	VÝPOČET HODNOTY METODOU DCF ENTITY .....	88
11.4	VÝPOČET HODNOTY METODOU ZALOŽENOU NA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTĚ.....	90
11.5	VÝPOČET HODNOTY METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ .....	92
11.6	STANOVENÍ VÝSLEDNÉ HODNOTY PODNIKU A CITLIVOSTNÍ ANALÝZA.....	94
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>96</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>98</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK .....</b>	<b>102</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>105</b>
	<b>SEZNAM GRAFŮ .....</b>	<b>106</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>107</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>109</b>

## ÚVOD

Oceňování podniku se stává stále rozšířenější disciplínou, které se věnují nejen katedry vysokých škol či znalecké ústavy, ale také samotné vedení a majitelé společností. Důvodů pro stanovení hodnoty podniku je mnoho, ať už je to prodej, vstup nového investora, restrukturalizace podniku nebo potřeby managementu, který má za cíl zvyšování tržní hodnoty podniku a dodržování stanovené strategie. Výstupem tohoto náročného procesu je určitá představa o hodnotě daného podniku v peněžním vyjádření. Z důvodu existence různých metod, jejich postupů a širokého spektra možných účelů ocenění, kterými je tato představa vytvářena je logické, že se mohou výsledky ocenění lišit nejen v závislosti na volbě konkrétní metody, ale i zdůvodněného subjektivního názoru oceňovatele.

Diplomová práce je rozdělena do dvou hlavních částí, a to teoretické a praktické. Teoretická část se v úvodu věnuje obecnému teoretickému rámci, kde je nejdříve popsán podnik jako předmět ocenění, a poté i hladiny a kategorie hodnoty. Dále jsou vyjmenovány nejčastější důvody, jež vyvolávají potřebu ocenění a přehled předpisů, které tento složitý proces upravují. Posléze je v základní rovině popsáno působení faktoru rizika a času a schematicky znázorněn obecný postup celého oceňovacího procesu podniku. Závěr teoretické části představuje kapitola popisující jednotlivé přístupy a způsoby ocenění podniku, kde je největší pozornost z důvodu zaměření diplomové práce soustředěna zejména na výnosové metody.

Úvod praktické části nejdříve představuje analýza, v rámci které je prvně uvedena krátká charakteristika oceňované společnosti, a poté vypracována strategická analýza. Jejím cílem je identifikace vnějších a vnitřních faktorů, jež ve své podstatě utváří budoucí strategický potenciál podniku. Na tuto analýzu následně navazuje kapitola zabývající se analýzou finančního zdraví, která na druhou stranu poskytuje obraz o finanční stabilitě a výkonnosti v úvodu představeného podniku. Druhá část má podobu samotného projektu, kdy je nejdříve sestavena prognóza základních generátorů hodnoty a následně i strategický finanční plán. Poté následuje stanovení hodnoty vybraného podniku pomocí nejpoužívanějších výnosových metod a citlivostní analýza výsledků.

Tato diplomová práce tudíž poskytuje vedení vybrané společnosti nejen informaci o hodnotě samotného podniku, ale nabízí také analýzu jeho strategického postavení i finančního zdraví a společné poznatky těchto dvou analýz mohou být využitelné i v budoucím řízení.

## CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti k 1. 1. 2017 pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Konkrétně se jedná o metodu diskontovaného cash flow, metodu založenou na koncepci ekonomické přidané hodnoty a metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Tento výběr byl učiněn z důvodu jejich nejčastějšího využívání v současné oceňovací praxi a zároveň použitelnosti v podmínkách České republiky. Z důvodu citlivosti uváděných dat si management společnosti nepřeje, aby byl v diplomové práci zmiňován její konkrétní název, proto není nikde uveden.

K dosažení stanoveného cíle je v rámci teoretické části nejdříve využita kritická literární rešerše, jež poskytuje dostatečný teoretický rámec pro aplikaci dalších potřebných postupů. Následně je zpracována strategická analýza, která obsahuje analýzu makroprostředí, jež je vypracována pomocí PEST analýzy a analýzu mikroprostředí i vnitřního potenciálu podniku, jejichž cílem je především identifikace postavení vybrané společnosti a zároveň i vlivů, které na ni působí. Celá strategická analýza je završena SWOT analýzou a sestavením Bostonské matice. Veškeré takto zjištěné poznatky později představují podklad pro prognózu tržeb podniku, jež je uskutečněna za pomoci korelační a regresní analýzy v programu MS Excel. Další kapitola se zabývá finanční analýzou, v níž je provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, přehled o dodržování zlatých bilančních pravidel, analýza rozdílových ukazatelů, analýza poměrových ukazatelů a analýza souhrnných ukazatelů, které společně vedou k syntéze všech výsledků doposud aplikovaných analýz. Následně je zpracován strategický finanční plán, vycházející z předchozí predikce tržeb a základních generátorů hodnoty. Před samotnou aplikací jednotlivých výnosových metod je nejdříve určena diskontní míra. Výsledná hodnota podniku je stanovena za pomoci již zmíněných vybraných výnosových metod oceňování, kterou dále doprovází citlivostní analýza, udávající míru vlivu při zvýšení či snížení jednoho ze dvou vstupních parametrů na hodnotu vlastního kapitálu vybrané společnosti. Jejím účelem je tedy určit citlivost výsledné hodnoty podniku na vstupní parametry v podobě tempa růstu a diskontní míry s cílem zjistit, jak ovlivňují celkový výsledek.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 OBECNÝ TEORETICKÝ RÁMEC PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Potřeba výrazněji se v naší zemi znovu zabývat problematikou oceňování podniku vyvstala především v souvislosti s transformací ekonomiky a vlastnických vztahů, kdy najednou zavládla potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv i jejich tržní hodnotu, jež je bez pochyby zajímavá pro investory, vlastníky i věřitele (Kislingerová, 2001, s. 1).

Dle Allmana (2010, s. 1) je při oceňování nutné porozumět dvěma důležitým a zároveň nesourodým faktorům, kterými jsou finance a technologie. U financí je nesmírně důležité znát pojmy jako je časová hodnota peněz, úroveň růstu, kalkulace dluhu a řadu dalších témat, jež spojují matematiku, ekonomii a účetnictví. Z hlediska technologií je potom nutné umět vybrat srozumitelný program nebo přímo programový jazyk, aby bylo zaručeno jeho správné použití.

Oceňování podniku je vlastně teoretická a zároveň i praktická disciplína, která staví na poznacích ekonomické teorie, teorie a praxe podnikových financích a oceňovacích standardech. Krabec (2009, s. 30) se ve své publikaci dále místo používání výrazu oceňování podniku více přiklání k označení ohodnocování podniku.

### 1.1 Podnik jako pojem

Podnik je dle Majdúchové a Neumannové (2014, s. 1) subjekt, jež se zabývá hospodářskou činností a je základním stavebním kamenem hospodářství jako takového. Hospodářství poté dále popisují, jako soustavu různých odvětví a oborů, ve kterých dochází k výkonům různých činností a výrobě výrobků ze strany lidského kapitálu, které mají uskutečnitelnou formu, jsou užitečné, dokáží uspokojovat potřeby a je možné je přeměnit na příjmy, ze kterých se dá zabezpečit vlastní životní existence. Cisco a Štofková (2013, s. 20) dále řadí podnik mezi základní subjekty tržní ekonomiky, který má typické vlastnosti, znaky a své postavení získává ze vzájemného působení na okolí.

Jiní autoři uvádí, že podnik je prakticky jakýkoliv subjekt. Stačí, když jeho činnost spočívá v nabízení zboží nebo služeb na trhu. Přitom není podstatné, zda podnik vůbec dosahuje zisku. Důležité je především jeho oslovování zákazníků a nabízení svých výrobků či služeb. Jeho základním cílem je přežít a uchovat se jako podnik (Dvořáček a Slunčík, 2012, s. 1).

Samozřejmě je možné nalézt mnoho dalších definic od různých autorů, jež se mohou částečně lišit. Pro potřeby oceňování je každopádně nejvýznamnější definice daná právním řádem.

Po dokončení procesu rekodifikace soukromého práva je s účinností od 1. 1. 2014 předmět právní úpravy původního obchodního zákoníku rozdělen do více právních předpisů. Jedním z nich je nový občanský zákoník, který stanovuje obecnou právní úpravu. Dalším je zákon o obchodních korporacích. Ten vychází ze skutečnosti, že základním předpisem soukromého práva je právě občanský zákoník a věnuje se jen specifickým obchodním korporacím. Oproti původnímu obchodnímu zákoníku, byl v novém občanském zákoníku pojem podnik nahrazen nově používaným výrazem obchodní závod.

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

S ohledem na zavedenou terminologii v ekonomických oborech bude pro účely této práce nadále používán místo pojmu obchodní závod výraz podnik či společnost.

## 1.2 Nejčastější důvody pro ocenění podniku

Vlastníci jednotlivých podniků se poslední dobou čím dál častěji vyskytují v situaci, kdy by potřebovali znát hodnotu svého podniku nebo přímo i jejich podílu. Díky tomu roste potřeba oceňování jako takového a je potřeba ho provádět s přesností i jistou dávkou rafinovanosti (Risius, 2007, s. 1).

Ocenění má bezpochyby využití pro každý podnik během celé jeho existence. Svou důležitost má nejen pro malé podniky, které přemýšlí o expanzi, ale také pro ty velké, jež se rozhodují o vstupu na burzu (Damodaran, 2011, s. 6).

Kislingerová (2001, s. 11) za nejběžnější podněty vyvolávající potřebu ocenění řadí:

- koupě a prodej podniku jako celku, případně jeho částí;
- zvýšení či snížení základního kapitálu;
- splynutí, sloučení nebo rozdělení obchodních společností;
- vklad podniku nebo jeho částí do obchodní společnosti;
- transformace obchodní společnosti ve smyslu změny právní formy;
- restrukturalizace podniku;
- rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku;
- uvádění společnosti na kapitálový trh;
- přijetí a poskytování úvěru;

- potřeba managementu hodnotit výsledky práce v souvislosti s plněním základního cíle, zvyšování tržní hodnoty podniku, pro vlastníky podniku;
- pojištění podniku;
- privatizace podniku nebo jeho částí;
- placení různých daní.

I již dříve zmíněný Krabec (2009, s. 27) ve své publikaci mimo jiné uvádí, že důvodů pro ocenění podniku je v prostředí České republiky opravdu mnoho. Těmi hlavními jsou dle něj úřední odhady, různá ocenění vycházející z právních předpisů, a i různé ekonomické analýzy, které jsou určeny pro podporu budoucího rozhodování managementu.

### 1.3 Hodnota podniku

Hodnota je vlastně ekonomický pojem, jenž označuje cenu, na které by se nejpravděpodobněji dohodl prodávající a kupující daného zboží nebo služby, které jsou způsobilé ke koupi. Hodnota tedy není skutečnost, ale pouze odhad pravděpodobné ceny, které by měla být za zboží nebo službu zaplacená v konkrétní chvíli (Mařík, 2011, s. 21).

Naopak Kislingerová (2001, s. 11) ve své publikaci uvádí, že hodnotu podniku nelze ztotožňovat s cenou, jak je tomu zvykem u jiného zboží, protože v rovině podniku lze mezi hodnotu a cenu umístit znaménko rovná se jen výjimečně. Výsledná prodejní cena podniku je výsledkem působení celé řady dalších faktorů, které při jejím utváření hrají podstatnou roli. Lze sem zařadit faktory psychologické, časovou tíseň, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím a v neposlední řadě také obratnost při samotném jednání o ceně.

Hodnota podniku představuje určitou interakci mezi konkrétními subjekty za předpokladu racionálního chování (Peemöller, 2001, s. 3). Hodnotu pro vlastníky podnik vytváří tím, že se snaží získat díky aktuálně investovaným finančním prostředkům v budoucnu mnohem více. Porovnáním počátečních peněžních vkladů a celkové velikosti nákladů investic, které jsou uskutečněny, lze poté identifikovat rozdíl v hodnotě, jež podnik vytváří. V této souvislosti se nesmí opomenout skutečnosti související s časovou hodnotou peněz a rizikem, jelikož jistý obnos finančních prostředků získaný určitým subjektem zítra má menší hodnotu, než kdyby byl pro něj k dispozici již dnes (Koller, Goedhart a Wessels, 2015, s. 17).

### 1.3.1 Hladiny hodnoty

Podnik lze oceňovat na různých hladinách, a to na hodnotu brutto nebo netto.

Mařík (2011, s. 16) pro hodnotu brutto uvádí, že se jedná o hodnotu podniku jako celku, tedy podnikatelské jednotky jako takové. Je zde zahrnuta hodnota pro vlastníky i pro věřitele.

Hodnotou netto se pak rozumí ocenění na úrovni vlastního kapitálu. Je zapotřebí mít na vědomí, že vlastní kapitál z pohledu oceňování nemusí vždy souhlasit s jeho účetním pojetím (Mařík, 2011, s. 16).

### 1.3.2 Kategorie hodnoty

Hodnoty podniku lze rozdělit do čtyř základních kategorií neboli standardů, které dle Maříka (2011, s. 21) plynou ze tří základních otázek.

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce a kolik bychom dostali na trhu?
- Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou?

Postupem času se z těchto myšlenek vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku, a to tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota a Kolínská škola.

#### 1.3.2.1 Tržní hodnota

Mezinárodní organizace pro oceňování stanovila definici tržní hodnoty následovně (IVS, 2013, s. 8): „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“

Z výše uvedeného vyplývá, že je vznik tržní ceny podmíněn existencí trhu s podniky a případně vlastnickými podíly stejně tak, jako větším množstvím kupujících a prodávajících, kteří na tomto trhu působí (Mařík, 2011, s. 22).

Tržní hodnota je Maříkem (2011, s. 24) také vnímána, jako hodnota aktiva bez ohledu na náklady vznikající při prodeji nebo koupi a stejně tak i vyměřených daních. Dále tento pojem předpokládá cenu, která je sjednána na volném a zároveň konkurenčním trhu. Tržní oceňování jsou založena především na informacích týkajících se srovnatelných majetků a proces oceňování od oceňovatele vyžaduje provedení adekvátního a relevantního průzkumu trhu. Žádné ocenění se ovšem neobejde bez jeho vlastního úsudku. Tam, kde by byly údaje



omezené nebo by vůbec neexistovaly, musí oceňovatel náležitě objasnit situaci a uvést, zda byl nějakým způsobem kvůli neadekvátnosti údajů omezen. Zpráva pak musí uvádět, do jaké míry jsou předpoklady oceňovatele zakládány pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu nebo je díky nedostatku srovnatelných údajů založen spíše na jeho vlastním úsudku.

### **1.3.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota**

V mezinárodních oceňovacích standardech se nesetkáme s pojmem subjektivní hodnota, jelikož je zde definována pod značením investiční hodnota, a to následujícím způsobem (IVS, 2013, s. 20-21): „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.*“

Mařík (2011, s. 26-27) se v souvislosti s touto hodnotou zmiňuje o kategoriích hodnoty, které se nejčastěji objevují v posudcích českých odhadců a znalců. Uvádí, že investiční hodnotu v nich jako explicitní cíl takřka nenalezneme. Výhradním cílem bývá nalézt hodnotu tržní, a i když bývá v posudku kladena za cíl, fakticky často obsahuje právě hodnotu investiční.

V návaznosti na tuto skutečnost Mařík (2011, s. 27) dále upozorňuje na dvě základní charakteristiky investiční hodnoty.

- Budoucí peněžní toky jsou odhadovány skoro výhradně na základě představ managementu oceňovaného podniku a jejich přiměřenost není odpovídajícím způsobem testována. Případně jsou oproti představě mírně poupraveny směrem dolů.
- Stanovení diskontní míry probíhá na základě alternativních možností investovat, které oceňovaný subjekt má.

Investiční hodnota odráží do značné míry znalosti a schopnosti investora. Dále výnosový potenciál, očekávané riziko, postoj k riziku vůbec, a také obchodní strategii či silné a slabé stránky podniku. Velmi často bývá tato hodnota označována jako hodnota pro vlastníka (Hitchner, 2017, s. 5; 35-36).

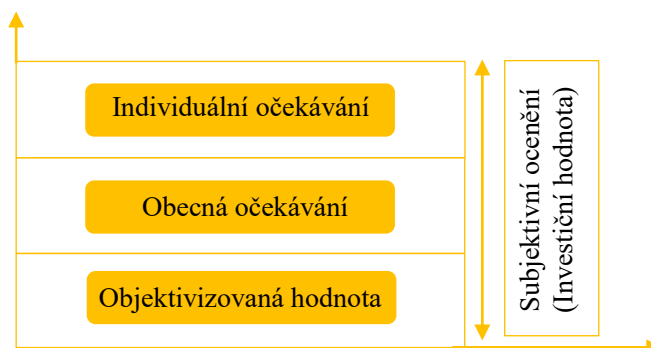
### **1.3.2.3 Objektivizovaná hodnota**

Objektivizovaná hodnota by měla podle Vochozky a Mulače (2012, s. 120-121) odrážet v maximální možné míře ekonomický potenciál provozní základny podniku, ne u

konkrétního vlastníka, který tuto základnu využívá pro své podnikání. Tento přístup odmítá subjektivní náhled a pokouší se o to, aby bylo možné jeho výstupy, co nejvíce přiblížit univerzální hodnotě podniku. Objektivizovaná hodnota by měla vycházet z všeobecně uznávaných dat a při výpočtu by měly být používány následující zásady:

- **udržovat substanci** – z podniku nesmí být odváděno příliš mnoho finančních prostředků, aby nedošlo k jeho ohrožení.;
- **volný zisk** – ten představuje takovou částku zisku, která může být vybrána, aniž by byla ohrožena substance.;
- **nepotřebný majetek** – majetek podniku je rozdělen na část provozně nutnou a část ostatní. Výnosové ocenění se týká pouze provozně nezbytné části majetku. Zbytek je oceněn samostatně.;
- **možnosti změn** – při ocenění se vychází ze stavu k datu ocenění, a i pokračování podnikatelské činnosti se předpokládá v rámci současné situace. Případné změny jsou uvažovány jen za podmínky, že jsou součástí stávající situace.;
- **metoda ocenění musí být jednoznačná a jasná** – tudíž nezávislá na oceňovateli. Případný jiný oceňovatel by měl dospět ke stejným, či velmi podobným výsledkům.;
- **management** – při využití výnosové metody se předpokládá přetrvání stejného vedení podniku.;
- **zdanění** – je vhodné zohlednit daně také na úrovni vlastníka podniku.

Z výše uvedeného je patrná skutečnost, že objektivizované ocenění by mělo obsahovat subjektivní prvky pouze minimálně, ideálně vůbec a posudky, jež si kladou za cíl stanovení objektivizované hodnoty, by se měly vyznačovat velkou reprodukovatelností (Vochozka a Mulač, 2012, s. 121).



Obr. 1. Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění (Mařík, 2011, s. 29)

### 1.3.2.4 Kolínská škola

Především v Německu si tento přístup získal v oceňovací praxi značné uznání. Vochozka a Mulač (2012, s. 121) jej popisují, jako jakousi syntézu předchozích přístupů, ze kterých je vybráno vždy to nejlepší. Kolínská škola na základě pořadí důležitosti vymezuje pro oceňování následující funkce:

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

Dle Janíčka a Marka (2013, s. 377) je ocenění u tohoto přístupu modifikováno na obecných funkcích, nikoli dílčích podnětech a hledanou hodnotu lze nalézt mezi hraničními hodnotami vymezeného relevantního intervalu.

## 1.4 Právní úprava oceňování podniku

V současné době v České republice neexistuje pro potřeby oceňování podniku bohužel žádný zákon nebo předpis, který by tuto problematiku komplexně upravoval. Díky tomu se oceňovatelé opírají především o ekonomické teorie (Mařík, 2011, s. 18). Následující tabulka (Tab. 1.) udává přehled předpisů, které se uplatňují alespoň určitým dílčím způsobem.

Tab. 1. Uplatňované právní předpisy (Vlastní zpracování na základě Maříka, 2011, s. 18)

ČESKÉ PŘEDPISY	
Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR	Zákon o oceňování majetku je závazný pouze v konkrétních situacích. Navíc je vhodný spíše pro ocenění dílčích majetkových položek než celého podniku. Metodický pokyn ČNB musí být dodržen u znaleckých posudků, které jsou předkládány ČNB.
Metodický pokyn ČNB	
Zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb.	
Nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb.	
MEZINÁRODNÍ A EVROPSKÉ OCEŇOVACÍ STANDARDY	
Mezinárodní oceňovací standardy (IVS)	Oba standardy obsahují definice hodnoty a povinně dodržované rámcové zásady.
Evropské oceňovací standardy (EVS)	
NÁRODNÍ STANDARDY NĚKTERÝCH ZEMÍ	
Americké oceňovací standardy US PAP	Oceňovateli mohou být inspirací také doporučení platná v jiných zemích.
Německý standard IDW S1	

Pro všechny standardy uvedené v tabulce platí, že je zapotřebí stále sledovat jejich aktuální znění, neboť jsou velmi často upravovány.

## 1.5 Působení faktoru času a rizika

Čas a riziko představují základní stavební kámen celého procesu oceňování podniku, a jako styčný bod slouží pro celou řadu dalších úvah. Oba faktory se při oceňování promítají skrze diskontní míru (Mařík, 2011, s. 39).

### 1.5.1 Faktor času

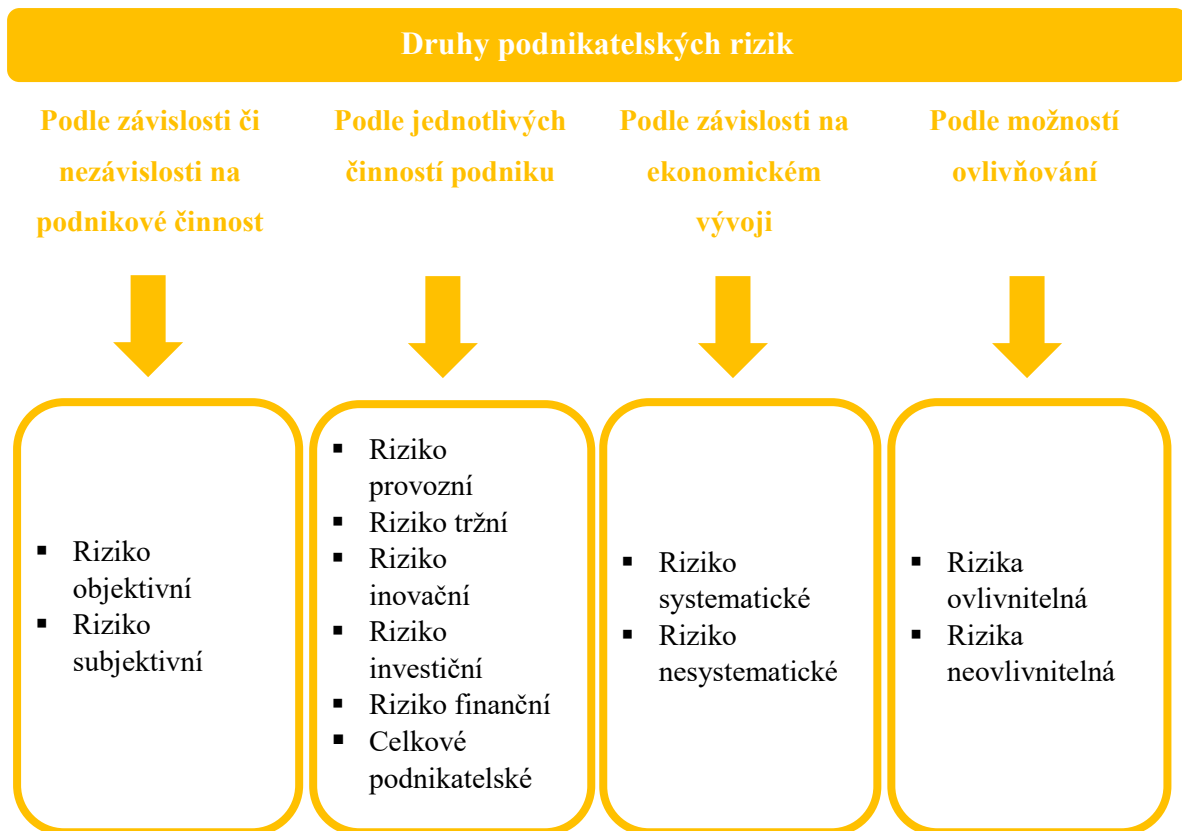
Dle názoru Gallagera a Andrewa (2003, s. 190-191) jsou pro správné pochopení faktoru času důležité úrokové míry. Peněžní prostředky získané dnes, mají pro každého držitele mnohem větší hodnotu než stejný objem těchto prostředků získaný v budoucnu. Aktuální obnos totiž může být nabídnut jinému subjektu, který za něj bude ochotný platit úrok, čímž původnímu držiteli vznikne výnos. Tento princip se nazývá časová hodnota peněz.

Z výše uvedeného vyplývá, že není možné budoucí příjmy podniku v rámci ocenění pouze jednoduše sečíst. Nejdříve musí být veškeré budoucí příjmy k datu ocenění přepočteny na současnou hodnotu, a poté mohou být tyto současné hodnoty teprve sečteny (Mařík, 2011, s. 39).

### 1.5.2 Faktor rizika

Kromě rozdílné hodnoty peněžních prostředků, které má podnik k dispozici dnes nebo bude mít v budoucnu, je pro výslednou hodnotu také důležitá pravděpodobnost, s jakou tyto peněžní prostředky vůbec získá. Dle Kislingerové (2011, s. 104) má analýza rizika, konkrétně jeho určení a měření, klíčovou roli na výsledné správné ocenění podniku. Čím je míra rizika vyšší, tím vyšší musí být pro investora logicky i míra výnosu. Mařík (2011, s. 40) se ztotožňuje s názorem, že hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy takřka jisté, a naopak bude hodnota nižší, čím vyšším rizikem budou příjmy zatíženy.

Pokud existuje nebezpečí, že by se mohly dosažené výsledky podnikání odchylovat od výsledků předpokládaných, jedná se o riziko podnikatelské (Valach, 2010, s. 171). Následující obrázek (Obr. 2.) zobrazuje nejzákladnější dělení podnikatelského rizika dle různých hledisek.



Obr. 2. Hlavní příčiny a druhy podnikatelských rizik (Vlastní zpracování na základě Valacha, 2010, s. 174-176)

Podnikatelské riziko bývá v některé literatuře vysvětlováno jen jako možnost vzniku ztrát v hospodářské činnosti. Není to ovšem úplné, jelikož odchylka od předpokládaného výsledku může být příznivá nebo nepříznivá. Je tedy zapotřebí toto riziko hodnotit vždy ze dvou stránek, a to pozitivní (naděje vyššího úspěchu a zisku) nebo negativní (nebezpečí horších hospodářských výsledků) (Valach, 2010, s. 171).

Dle Maříka a Maříkové (2007, s. 17) je pro oblast oceňování z hlediska kalkulační diskontní míry nejdůležitější riziko finanční a provozní, jež je nejvíc uplatňováno právě při sestavování rizikové přírážky v rámci diskontní míry dle jednotlivých dílčích rizik. Z hlediska účelu, pro který má dané ocenění sloužit, a tedy i diskontní míra, je nutné plně rozumět riziku systematickému a nesystematickému.

Finanční riziko odráží míru zapojení cizích zdrojů při financování podniku a každé zvýšení podílu cizích zdrojů v celkových zdrojích zvyšuje finanční riziko akcionářů (Kislingerová, 2001, s. 123). Provozní riziko je na druhou stranu dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech (Mařík a Maříková, 2007, s. 19).

Systematické riziko bývá často označováno také jako tržní riziko, které připadá na celý trh nebo tržní segment a není možné jej tedy diverzifikovat. Faktory vyvolávající jeho vznik jsou pro všechny podniky společně a jde jim jen velmi těžko předcházet. Obecně jsou sem zahrnovány hrozby spojené především s ekonomickým cyklem. Pokud by z nějakého důvodu došlo k ekonomickému poklesu, mohla by silně poklesnout i poptávka v některých odvětvích, čímž by došlo ke vzniku systematického rizika pro podniky, které v daném odvětví podnikají. Velikost tohoto rizika se značí beta –  $\beta$  (Fotr a Hnilica, 2014, s. 265-266). I když se podniky nemohou těmto rizikům vyhnout, lze predikovat jejich dopad. U každého odvětví může být vliv systematických hrozeb jiný a tato teze platí i pro různé podniky v rámci jednoho odvětví. Jednou z fází procesu oceňování je proto také snaha o analýzu tohoto rizika (Vasigh, 2015, s. 117-118).

Nesystematické riziko lze diverzifikovat a bývá někdy označováno také jako riziko specifické nebo jedinečné. Bývá vyvoláno příčinami specifickými pro daný podnik (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 174). Jako příklad této kategorie rizika Valach (2010, s. 176) uvádí riziko výbuchu v plynárnách nebo riziko technologické inovace v elektronice.

Mařík (2011, s. 46) v souvislosti s tímto tématem upozorňuje na chybný názor objevující se v literatuře, kde bývá ztotožňováno riziko specifické s rizikem podnikovým, a bývá dále členěno na riziko obchodní a finanční. Tato úvaha je zavádějící, jelikož jak obchodní riziko, tak i to finanční obsahuje složku systematickou i specifickou.

### 1.5.3 Diskontní míra

Jak faktor času, tak i rizika se do hodnoty podniku promítají právě pomocí diskontní míry. Diskontní míra se stanovuje nejen na základě výnosnosti, kterou investor očekává, ale je přihlédnuto i k riziku, jež hrozí (Koller, Goedhart a Wessels, 2015, s. 42-43). Její úloha konkrétně spočívá v převedení budoucích výnosů na současnost, vyjádření očekávané výnosnosti investice v čase, a také zohlednění míry rizika, jenž se s investicí pojí. Teorie financí obecně konstatuje, že čím je vyšší míra rizika, tím vyšší výnos investor očekává (Kislingerová, 2001, s. 174).

Základním východiskem při kalkulaci diskontní míry je zvolení takové úrovně výnosů, jež přináší aktivum nezátížené riziky. Lze obecně konstatovat, že žádná zcela bezriziková aktiva neexistují. Nejvíce se tomuto požadavku přibližují pouze státní pokladniční poukázky. Jelikož se při stanovování hodnoty podniku doporučuje použít instrumenty s podobnou délkou životnosti, jakou mají podkladová aktiva, mnoho odborníků se přiklání k tomu, aby

se v této situaci využívala výnosnost desetiletých státních obligací (Vochozka a Mulač, 2012, s. 152).

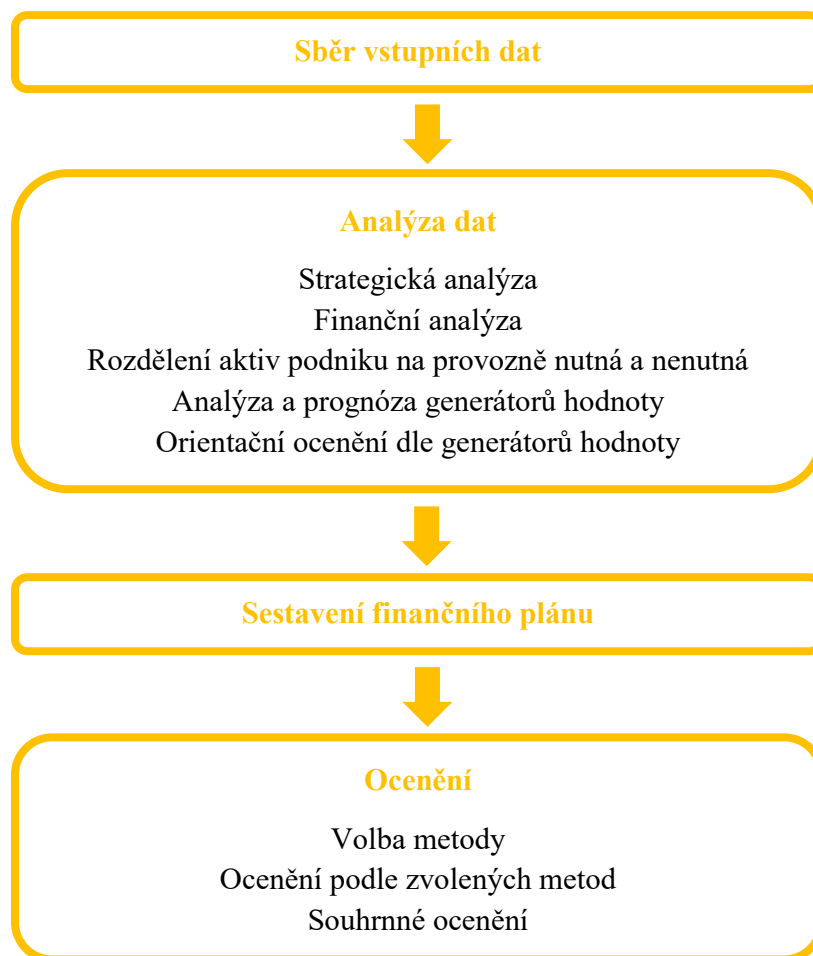
Koupě podniku je ovšem téměř vždy zatížena rizikem, proto Mařík (2011, s. 49) nabízí dvě možnosti, které lze uskutečnit. První možnost v praxi zatím zcela převládá a spočívá v tom, že oceňovatel pracuje s rizikovou přírážkou k právě již zmíněné bezrizikové úrokové míře. Druhá potom představuje použití jistotního ekvivalentu výnosů. Volba metody pro kalkulaci diskontní míry by neměla být v žádném případě ponechána jen v režii dobré víry oceňovatele. V postupu kalkulace by se měla odrážet jak kategorie hodnoty, tak typ potenciálního investora.

S ohledem na možné kategorie hodnoty je dle Maříka (2011, s. 51) u tržní hodnoty nutné stanovení diskontní míry opřít o tržní data a tomu odpovídající metody. Při investiční hodnotě se primárně vychází z konkrétní situace daného investora, především pak z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu. Naopak u objektivizovaného ocenění je třeba vycházet z bezrizikové úrokové míry a rizikových přírážek, které se opírají o uzance, třídy rizika a expertní názor oceňovatele.

Typy potenciálních investorů pak Mařík (2011, s. 51) rozděluje do dvou základních druhů. Ten první představuje veřejná společnost, jejíž akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu a investoři v podobě akcionářů mohou tvořit portfolio cenných papírů. Zde je možné se omezit jen na riziko, které honoruje kapitálový trh. Tedy riziko systematické. Druhým typem je soukromá společnost, kde nemají její investoři obecně možnost snížit své riziko diverzifikací vlastnických podílů mezi více podniků. Pak je třeba v rámci rizikové přírážky počítat nejen s rizikem systematickým, ale i specifickým.

## 2 ZÁKLADNÍ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Vzhledem k širokému spektru možných účelů, přístupů i metod oceňování, není možné stanovit jeden univerzálně platný postup při stanovování hodnoty podniku. Mezi autory však panuje do jisté míry v této otázce shoda a nastiňují alespoň určitý rámec, jež celý proces strukturuje do jednotlivých kroků.



Obr. 3. Obecný postup při ocenění podniku (Mařík, 2010, s. 53)

Díky rozvoji výpočetní techniky se v posledních letech stalo oceňování mnohem více komplexnějším. Informace nutné pro provádění analýz jsou poměrně snadno dostupné a přesnost samotných předpovědí je vázána především na detailní podobu právě těchto vstupních informací. Damodaran (2011, s. 11-12) proto dále upozorňuje na někdy vhodnější zvolení jednoduššího modelu, aby došlo k eliminování chyb plynoucích z velkého množství vstupních dat a bylo tak při ocenění dosaženo, co nejlepšího výsledku. Allman (2010, s. 4) s jeho názorem souhlasí a zároveň upozorňuje na nutnost pečlivě naplánovaného postupu, jehož nestanovení by mohlo způsobit katastrofální výsledek celého oceňovacího procesu.



## 2.1 Sběr vstupních dat

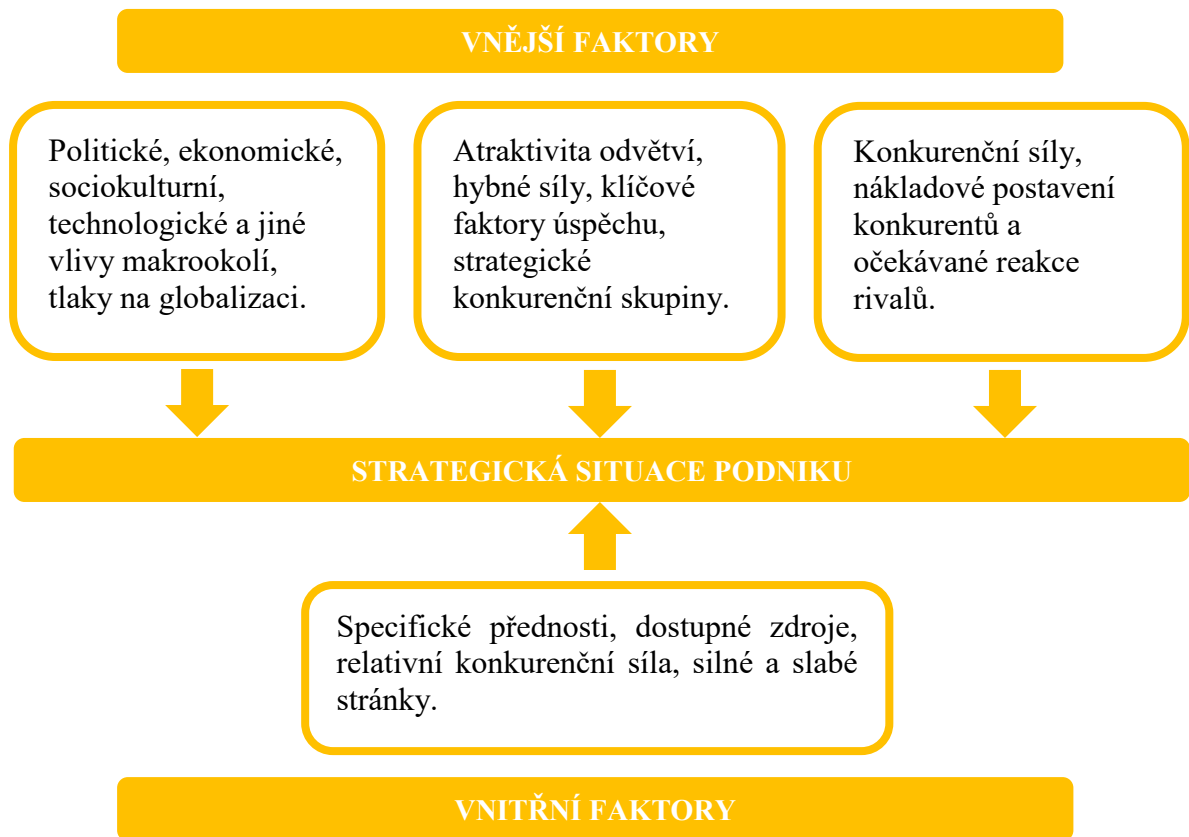
Pro kvalitní ocenění je velmi důležité mít k dispozici jak informace z podniku, tedy o jeho minulosti, současnosti a budoucnosti, tak i o prostředí, ve kterém daná společnost působí. To znamená znát odvětví, do kterého podnik patří a rovněž také jeho makroekonomické prostředí (Kislingerová, 2001, s. 25-26).

Mařík (2011, s. 54-56) sběr dat dále rozděluje do následujících sedmi skupin:

- **základní data o podniku** – tedy data, na jejichž základě lze identifikovat podnik, předmět podnikání a informace o majetkových podílech;
- **ekonomická data** – zahrnují účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditora, a pokud společnost má podnikové plány, tak se berou v úvahu samozřejmě také;
- **relevantní trh** – jde o vymezení trhu, na kterém se podnik pohybuje, jeho segmentace, faktory atraktivity a faktory vývoje trhu;
- **konkurenční struktura relevantního trhu** – což znamená identifikace hlavních konkurentů a informací o nich, možných substitutů, bariér vstupu do odvětví a poměření sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům;
- **odbyt a marketing** – do této skupiny spadají data, zabývající se strukturou odbytu, produkty, cenovou politikou, odbytovými cestami, reklamou a výzkumem;
- **výroba a dodavatelé** – konkrétně řízení a certifikáty kvality, charakter výroby, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku a informace o struktuře dodávek a dodavatelů;
- **pracovníci** – do této kategorie se řadí struktura pracovníků a nároky na jejich kvalifikaci, situace na trhu práce, vztahy mezi zaměstnanci, produktivita práce a personální náklady.

## 2.2 Strategická analýza

Při stanovení hodnoty podniku je klíčem prognóza jeho budoucího vývoje. Ta ovšem není možná bez důkladného prozkoumání aktuálního stavu podniku. Hlavním úkolem strategické analýzy je definování pozice podniku v rámci svého okolí a popis jeho výchozí situace pro činnost v budoucnu (Vochozka a Mulač, 2012, s. 128). Při posuzování strategického postavení podniku je využívána řada analýz, které jsou podrobněji popsány v následujících podkapitolách.



Obr. 4. Schématické znázornění strategické analýzy (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10)

### 2.2.1 Analýza okolí podniku

Při této analýze dochází dle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 13) k zacílení pozornosti nejen na faktory, které okolí podniku ovlivňují nyní, ale také na ty, jež budou jeho strategické postavení ovlivňovat v budoucnu. Jsou zde zkoumány trendy jednotlivých složek makrookolí i mikrookolí a jejich souvislosti. Analýza okolí podniku by měla mít široký rozsah, ale o objemu informací je rozhodnuto vždy individuálně na základě všech věcných a personálních okolností daného podniku. Dále je přímo nezbytné, aby po analýze minulého a současného stavu byla zpracována také prognóza budoucího vývoje.

#### 2.2.1.1 Makrookolí

Sedláčková a Buchta (2006, s. 16) tvrdí, že: „Makrookolí představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, v němž se podnik pohybuje.“ K analýze vlivů, které působí na makrookolí se využívají především dvě metody. Konkrétně jde o PEST analýzu a metodu „4C“. Výsledky PEST analýzy se promítají i do dalších částí strategické analýzy, jako je např. SWOT analýza. Metoda „4C“ se pak zaměřuje na analýzu faktorů globalizace. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10-11)

Makrookolí zahrnuje podmínky a vlivy vznikající mimo podnik a ten nemá prakticky možnost stav tohoto okolí ovlivňovat. Může ovšem měnit směr svého vývoje díky přípravám na určité alternativy a rozhodnutím, která učiní (Dvořáček a Slunčík, 2012, s. 3).

### **2.2.1.2 Mikrookolí**

Analýza mikrookolí obsahuje především analýzu odvětví. Jejím cílem je identifikace těch faktorů, které činí odvětví více či méně atraktivním. Vychází ze základních charakteristik odvětví a její stěžejní částí je vymezení sil, jež významně ovlivňují vývoj a změnu odvětví, stejně jako klíčových faktorů úspěchu a neúspěchu daného podniku v rámci celého odvětví (Dvořáček a Slunčík, 2012, s. 35).

### **2.2.2 Analýza vnitřního potenciálu podniku**

Tato analýza si klade za cíl identifikovat strategicky významné zdroje, schopnosti a přednosti podniku. Škála orientace této analýzy musí být velmi široká, proto se dotýká podnikových činností, jako je výroba, marketing, řízení lidských zdrojů a mnoha dalších, aby byla pokryta prakticky celá činnost podniku. Do rozboru vnitřního potenciálu lze zařadit také finanční analýzu, která ale bývá v převážně většině publikací uváděna samostatně (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 74).

Výstupem analýzy zdrojů podniku je verdikt, udávající míru jeho konkurenceschopnosti, který se při dalším postupu ocenění jako první promítne do odhadu doby životnosti podniku, což představuje rozhodnutí o možnosti akceptace předpokladu trvalého pokračování podniku. Výstupy analýzy vnitřního prostředí jsou dále především východiskem pro odhad tržního podílu podniku, který má klíčový význam pro prognózu tržeb (Vochozka a Mulač, 2012, s. 133).

### **2.2.3 SWOT analýza**

Dvořáček a Slunčík (2012, s. 15) popisují SWOT analýzu jako jednoduchý přístup, jež hodnotí vnitřní a vnější okolí příslušného podniku. Identifikuje silné a slabé stránky, které jsou spojeny s vnitřním okolím a porovnává je s příležitostmi a hrozbami vycházející z vnějšího okolí. Nevýhodou této analýzy je její staticnost vzhledem k měnícímu se prostředí.

Značné omezení této analýzy je především dle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 91) vyvoláno požadavkem odlišení silných stránek od slabých a příležitostí od hrozeb, poněvadž bývá

často obtížné odhadnout, zda se jedná o příležitost či hrozbu nebo jestli určitá charakteristika představuje pro podnik jeho silnou, případně slabou stránku. Ohrožení se totiž může v jistý okamžik změnit na příležitost a naopak.

## 2.3 Finanční analýza

Hlavním úkolem finanční analýzy je dle Dluhošové (2010, s. 71) komplexně zhodnotit finanční zdraví podniku, posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnu a připravit opatření, které podniku případně pomůže zlepšit svou ekonomickou situaci, zajistí jeho další prosperitu a dopomůže ke kvalitnějším rozhodovacím procesům. Vochozka a Mulač (2012, s. 136) v souvislosti s oceňováním podniku připomínají také její druhý účel, jež představuje základní podklad pro pozdější tvorbu finančního plánu.

Hlavní zdroj informací pro finanční analýzu představují výkazy účetní závěrky. Tedy rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích, přehled o změnách vlastního kapitálu a příloha k účetní závěrce. Řadu cenných informací lze nalézt také ve výroční zprávě. Do hlavní knihy a případně i analytické evidence se nahlíží jen při vybraných operacích a položkách, které by v případě jejich opomenutí zapříčinili významnou nepřesnost výsledků. Při finanční analýze není možné vycházet pouze z aktuálních výkazů a je nutné pracovat s údaji v řádu alespoň tří let zpětně (Vochozka a Mulač, 2012, s. 71).

K základním metodám využívaným při finanční analýze patří (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017, s. 65):

- analýza absolutních ukazatelů za pomoci horizontální a vertikální analýzy;
- analýza rozdílových ukazatelů;
- analýza poměrových ukazatelů;
- analýza soustav ukazatelů;
- souhrnné ukazatele hospodaření.

Podle Scholleové (2017, s. 167) je vhodné horizontální a vertikální analýzu obohatit také rozborem dodržování bilančních pravidel, a to konkrétně pravidla financování, pravidla vyrovnání rizika, pari pravidla a růstového pravidla.

### 2.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele slouží k analýze vývojových trendů a procentnímu rozboru komponent. Analýza vývojových trendů se z pravidla provádí za pomoci horizontální analýzy, která

slouží k porovnání změn položek jednotlivých výkazů v časové posloupnosti. Naopak k procentnímu rozboru slouží aparát vertikální analýzy, jež spočívá ve vyjádření jednotlivých položek účetních výkazů jako procentního podílu k zvolené základně představující 100 % (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017, s. 71).

Vochozka a Mulač (2012, s. 136-137) v souvislosti s oceňováním podniku staví právě analýzu absolutních ukazatelů výše než jiné. Je to především z důvodu klíčové role horizontální a vertikální analýzy výkazů pro následnou tvorbu finančního plánu. Poměrové ukazatele pak pro účely oceňování plní především roli indikátorů perspektivnosti podniku do budoucna. Spolu s východisky strategické analýzy poté slouží pro potvrzení či vyvrácení předpokladu trvalého pokračování podniku a zvolení vhodné oceňovací metody.

### **2.3.2 Analýza rozdílových ukazatelů**

Rozdílové ukazatele napomáhají managementu podniku analyzovat a také řídit finanční situaci podniku se zaměřením na jeho likviditu. Nejvýznamnějším a nejvíce sledovaným rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál. Jeho výši představuje rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji (Scholleová, 2017, s. 89-90). Sám o sobě má velmi významný vliv na platební schopnost podniku, jelikož má-li být podnik likvidní musí mít přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji. Ve své podstatě čistý pracovní kapitál představuje právě tu část oběžného majetku, která je financována dlouhodobým kapitálem (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017, s. 85).

### **2.3.3 Analýza poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele se vypočítávají jako poměr jedné nebo několika účetních položek výkazů k jiné položce nebo i skupině. Růčková (2015, s. 53) upozorňuje na možnou situaci, kdy se konstrukce poměrových ukazatelů můžou značně lišit. Tato skutečnost je dána zaměřením analýzy, díky čemuž může dojít ke změně požadavků na vstupní informace a celého parametru. Z toho důvodu apeluje při každé změně oproti standardu na nutnou obezřetnost, jelikož se změnou vstupních parametrů samozřejmě mění i způsob interpretace výsledku. Následující podkapitoly se věnují těm nejhojněji využívaným analýzám spolu s jednotlivými ukazateli.

#### **2.3.3.1 Rentabilita**

Ukazatele rentability bývají někdy označovány také jako ukazatele výnosnosti či návratnosti. Ve své podstatě vyjadřují poměr výsledného hospodářského výsledku, jež byl podnikem

dosažen k určitému vstupu. Tím vstupem mohou být celková aktiva, kapitál nebo tržby. Všechny tyto ukazatele lze vykládat obdobně, neboť udávají, kolik korun zisku připadá na jednu korunu jmenovatele. Za základní ukazatele rentability se považují rentabilita investovaného kapitálu (ROCE), rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) a rentabilita tržeb (ROS) (Vochozka, 2011, s. 22–23).

### **2.3.3.2 Likvidita**

Likvidnost určité složky obecně představuje vyjádření vlastnosti dané složky rychle a bez velké ztráty hodnoty se přeměnit na finanční hotovost. Naproti tomu likvidita podniku vyjadřuje jeho schopnost uhradit včas své platební závazky. Z hlediska finanční rovnováhy je likvidita velmi důležitá, neboť jen dostatečně likvidní podnik může dostát svým závazkům. Příliš vysoká likvidita ovšem není pro vlastníky podniku příznivá, jelikož jsou tím pádem finanční prostředky vázány v aktivech, která nepracují na jejich zhodnocování a snižují tak rentabilitu (Růčková, 2015, s. 54-55). Mezi základní ukazatele likvidity patří běžná likvidita (likvidita III. stupně), pohotová likvidita (likvidita II. stupně) a hotovostní (okamžitá) likvidita (likvidita I. stupně) (Vochozka, 2011, s. 27).

### **2.3.3.3 Aktivita**

Ukazatele aktivity hodnotí, jak efektivně podnik se svými aktivy hospodaří. Má-li podnik více aktiv, než je účelné, vznikají mu tím zbytečné náklady. Naopak pokud má aktiv málo, přichází o možné tržby (Hrdý a Krechovská, 2016, s. 217). Vochozka (2011, s. 24) v souvislosti s touto problematikou popisuje dvě formy tohoto ukazatele, a to dobu obratu a počet obrátů. „*Počet obrátů znamená počet obrátů za rok a doba obratu vyjadřuje počet dní. Ukazatele aktivity pracují s jednotlivými částmi majetku, které jsou následně poměřovány k tržbám, k výnosům nebo k jiným dalším položkám.*“ Nejčastěji sledovanými ukazateli aktivity jsou obrat dlouhodobého majetku, obrat zásob, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek a doba obratu závazků.

### **2.3.3.4 Zadluženost**

Váchal a Vochozka (2013, s. 224) ukazatele zadluženosti v obecné rovině popisují jako schopnost podniku dostát svým závazkům. Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker (2017, s. 87-91) tyto ukazatele pojmenovávají indikátory rizika, protože čím více je podnik zadluženější, tím více rizika nese. Musí být totiž schopen později dostát svým závazkům. Vždy platí, že cizí kapitál je levnější než ten vlastní. Navíc úroky z cizího kapitálu snižují

daňové zatížení, protože úrok jako součást nákladů snižuje zisk. Určitá výše zadlužení je pro podnik rozhodně žádoucí, je jen zapotřebí nalézt ten správný poměr mezi kapitálem vlastním a cizím. Do skupiny těchto ukazatelů se řadí především celková zadluženost, úrokové krytí, doba splácení dluhů či krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem.

#### **2.3.4 Soustavy poměrových ukazatelů**

Cílem soustavy poměrových ukazatelů je pokusit se souhrnně charakterizovat celkovou ekonomickou situaci a výkonnost podniku pomocí jednoho ukazatele (Hrdý a Krechovská, 2016, s. 222). Soustavy ukazatelů poukazují na vzájemné souvislosti mezi jednotlivými ukazateli, které byly při finanční analýze využity. Prvním typem ukazatelových soustav je paralelní soustava ukazatelů, kde jsou jednotlivé ukazatele řazeny vedle sebe a není zde tedy žádný vrcholný syntetický ukazatel, ze kterého by se ty ostatní odvozovaly. Druhým typem je pyramidová soustava ukazatelů, u které se naopak jeden vrcholný syntetický ukazatel postupně v jednotlivých úrovních dle vazeb rozpadá na dílčí ukazatele a vytváří pyramidu (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017, s. 129).

#### **2.3.5 Souhrnné ukazatele hospodaření**

Snahou finančních analytiků je nalézt ukazatel, který by byl schopen zhodnotit celkovou situaci podniku a říct, zda je na tom podnik dobře nebo špatně. V současné chvíli literatura rozlišuje dvě skupiny souhrnných ukazatelů. Jednu tuto skupinu tvoří bankrotní modely, jež se snaží identifikovat, zda v dohledné době podniku hrozí bankrot. Při výpočtu vychází obvykle z hodnoty likvidity, výše čistého pracovního kapitálu a ROCE. Do těchto modelů patří např. Z-skóre (Altmanův model), indexy IN, což jsou indexy důvěryhodnosti či Tafflerův model. Další skupina se nazývá bonitní modely. Ty jsou založeny na stanovení finančního zdraví podniku pomocí bodového hodnocení jednotlivých oblastí hospodaření. Souhrnné ukazatele patřící do této skupiny jsou např. Tamariho model nebo Kralickův Quicktest (Knápková, Pavelková, Remeš a Šteker, 2017, s. 132).

### **2.4 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná**

Provozně nutná aktiva se vztahují k hlavní činnosti podniku a umožňují vytváření hodnoty. To se při stanovování hodnoty podniku odráží v podobě vygenerovaných peněžních příjmů. Charakteristickým znakem těchto aktiv je v případě jejich vyřazení právě pokles příjmů podniku (Vochozka a Mulač, 2012, s. 137-138).

Naopak aktiva provozně nenutná se na tvorbě volného peněžního toku nepodílejí a jejich hodnota tedy nemůže být ve výnosovém ocenění zahrnuta. Do této kategorie se nejčastěji řadí volné pozemky a budovy, krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek a aktiva nad rámec výrobní kapacity (Vochozka a Mulač, 2012, s. 138).

Vochozka a Mulač (2012, s. 138) se tomuto rozdělení aktiv ve své publikaci věnují podrobněji a jako hlavní důvod vyčlenění neprovozního majetku uvádí skutečnost, že neprovozní výnosy mohou mít jiný rizikový profil než ty z hlavní činnosti. Je tedy nezbytné jim přiřadit jinou diskontní sazbu. Jako další důvod toho rozčlenění uvádí možnost existence nevyužité výrobní kapacity, která se nepodílí na tvorbě peněžního toku a jejímž prodejem by podnik získal peněžní příjem, aniž by došlo k poklesu volného peněžního toku. Tato úvaha funguje i z opačné strany, kdy by mohla být tato kapacita v případě budoucí expanze využita ke zvýšení obrátu bez nutnosti investic, a to by znamenalo úsporu peněžních výdajů.

## 2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Koller (2011, s. 15, 24) shledává podstatu tvorby hodnoty podniku pro vlastníky v investici aktuálně dostupných peněžních prostředků, aby jich měl podnik v budoucnu ještě více. V souvislosti s generátory hodnoty podle něj cokoli, co nevede ke zvýšení cash flow, netvoří hodnotu.

Mařík (2011, s. 125) generátory hodnoty obecně popisuje, jako soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Konkrétně k nim řadí:

- tržby a jejich růst;
- marži provozního zisku;
- investice do pracovního kapitálu;
- investice do provozně nutného majetku;
- diskontní míru;
- způsob financování;
- dobu existence podniku.

Pro již zmíněného Kollera (2011, s. 15, 24) je při tvorbě hodnoty podstatné dosažení bilance mezi růstem a návratností investovaného kapitálu.



## 2.6 Tvorba finančního plánu

Koller, Goedhart a Wessels (2015, s. 185-186) poukazují ještě před samotným sestavením finančního plánu na nutnost promyšlení časového horizontu tohoto plánu. Obvykle se plán stavuje na pár let, a poté je stanovena pokračující hodnota prostřednictvím perpetuity. Plánované období je zapotřebí nastavit tak, aby společnost dosáhla stabilního stavu, determinovaného konstantním tempem růstu a návratností kapitálu.

Při tvorbě finančního plánu se vychází z již naplánovaných generátorů hodnoty, ale aby bylo možné sestavit kompletní rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků je potřeba tyto generátory hodnoty doplnit o (Mařík, 2011, s. 150-151):

- plán financování (splátky úvěru, přijímání nových úvěrů a navyšování vlastního kapitálu);
- méně významné položky výnosů, nákladů, pohledávek a závazků;
- položky nesouvisející s hlavním provozem podniku;
- výplaty dividend nebo podílů na zisku;
- formální dopočty všech potřebných položek účetních výkazů.

### 3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Pro zjištění hodnoty podniku je možné využít metod založených na analýze majetku, analýze trhu, analýze výnosů či kombinovaných metod.

#### 3.1 Metody založené na analýze majetku

Mařík (2011, s. 321) tvrdí, že: „*Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění.*“ Stanovení hodnoty podniku na základě majetkových metod je možné díky pěti přístupům. Pokud se předpokládá pokračování činnosti podniku i v budoucnu jsou jimi účetní hodnota na principu historických cen, substanční hodnota na principu reprodukčních cen, substanční hodnota na principu úspory nákladů a majetkové ocenění na principu tržních cen. V opačném případě se volí ocenění na úrovni likvidační hodnoty. (Mařík, 2011, s. 321).

Metoda v podobě likvidační hodnoty spočívá ve stanovení hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. V tento okamžik se předpokládá, že podnik již nebude pokračovat ve své činnosti, jednotlivá aktiva budou rozprodána a dojde ke splacení veškerých závazků podniku (Dluhošová, 2010, s. 179).

Účetní hodnotu na principu historických cen považuje Hálek (2009, s. 152) za jednu z nejjednodušších metod, protože vychází z údajů obsažených v bilanci podniku. Jejím vyústěním je tedy hodnota, za kterou by byl majetek skutečně pořízen. Výhodu při jejím použití spatřuje v jednoduchosti zjištění a průkaznosti údajů. V oceňovacích posudcích bývá tato metoda zpravidla uváděna jako výchozí hodnota.

Hálek (2009, s. 154) shledává podstatu metody substanční hodnoty na principu reprodukčních cen v analýze jednotlivých složek majetku. V podstatě dochází k vyčíslení, kolik by stálo znovuvybudování oceňovaného podniku. Substanční hodnotu brutto lze získat odečtením opotřebení od reprodukční ceny majetku. Pokud jsou pak od hodnoty brutto odečteny ještě veškeré závazky daného podniku, lze stanovit i netto substanční hodnotu podniku.

Substanční hodnota na principu úspory nákladů se používá v případech, kdy se investor rozhoduje, zda podnik koupí nebo vybuduje nový. V takovéto situaci nejsou dle názoru

Maříka (2011, s. 327-328) předchází dvě hodnoty přiměřeným kritériem pro jeho rozhodování. Pokud je známá pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, tak hodnota podniku uvažovaného ke koupi vychází ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje plynoucí z vybudování nového podniku. Hodnota podniku je zde dána schopností nahradit plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům. Mařík dále ještě upozorňuje, že na rozdíl od metody předcházející, u této nedochází k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku, jelikož se zde pracuje s peněžními toky spojenými s jednotlivými položkami majetku podniku.

Poslední přístup spočívá v ocenění každé majetkové položky daného podniku jejími tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu se u tohoto ocenění stanovuje jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o závazky. Přístup je vhodný použít zejména u investičních společností a podniků holdingového typu (Mařík, 2011, s. 329).

### **3.2 Metody založené na analýze trhu**

Dluhošová (2010, s. 179-180) tyto metody zařazuje do metod komparativních. Značí je také jako metody relativního očekávání nebo tržního srovnání. Podstatou tohoto přístupu je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Nejčastěji se tato metoda používá u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány na finančních trzích. Největší výhody této metody vidí především v jednoduchosti výpočtu a velké rychlosti získání hledané hodnoty. Nevýhodou je pak použitelnost na úrovni České republiky, jelikož využití této metody závisí na četnosti prodeje obdobných podniků. Obecně lze navíc konstatovat, že je velmi obtížné nalézt srovnatelný podnik, neboť je každý specifický svou strukturou činností, typem, fází vývoje apod.

Metody založené na analýze trhu jsou nejčastěji využívány především ve vyspělých ekonomikách s historickým a aktivním trhem, protože je poměrně jednoduché z něj hodnoty přímo získat nebo alespoň odvodit (Petřík, 2009, s. 303). Podle Maříka (2011, s. 303) je podstata právě těchto metod i obyčejnému občanovi nejbližší, protože pokud potřebuje něco prodat, nejdříve se obvykle informuje, za kolik se v daném období daná věc prodává. V případě podniku se rozeznávají dvě základní situace. První představuje přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a druhá ocenění metodou tržního porovnávání.

### 3.3 Metody založené na analýze výnosů

Z důvodu zaměření práce a velké výkonnosti i finanční stability, jež vybraný podnik dosahuje, lze předpokládat využití právě výnosových metod, tudíž jim bude v této kapitole věnován oproti předchozím metodám mnohem větší prostor.

Nejdůležitější obecný předpoklad aplikace těchto metod spočívá ve schopnosti podniku generovat výnosy i v budoucnu (Allman, 2010, s. 39). V literatuře se tato skutečnost obecně označuje jako předpoklad trvalé existence podniku (going concern). Dluhošová (2010, s. 175) k nejdůležitějším krokům, při použití těchto metod řadí definování konkrétních budoucích výnosů, volbu časového horizontu a správné stanovení nákladů na kapitál.

#### 3.3.1 Metoda diskontovaného cash flow

Pratt a Grabowski (2010, s. 359) uvádějí, že se jedná o metodu, kdy je hodnota podniku zjištěna diskontováním (převedením) volných peněžních toků na jejich současnou hodnotu. Tyto toky popisují jako reálný příjem, který plyne z daného podniku jeho majitelům.

Allman (2010, s. 2) a Mařík (2011, s. 165) u metody diskontovaného cash flow (dále jen „DCF“) rozlišují tři přístupy. Smyslem všech je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku neboli vlastního kapitálu. Prvním z nich je metoda entity, která vychází se z volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (dále jen „FCFF“). Druhý představuje metoda equity, jež pracuje s volnými peněžními toky pouze pro vlastníky (dále jen „FCFE“) a poslední přístup reprezentuje metoda APV, u které je nejdříve stanovena hodnota podniku součtem hodnoty nezadluženého podniku a současné hodnoty daňových úspor z úroků, a poté dochází k odečtení cizího kapitálu. S touto metodou se lze setkat v praxi jen zřídka, a to i v zahraničí.

Allman (2010, s. 2) ve své publikaci poukazuje na využívání metody diskontovaných peněžních toků v mnoha oblastech financí. Příkladem může být ocenění dluhopisů, analýza cenných papírů a projektování hodnoty. Z metody DCF vyplývají celkem tři základní okruhy problémů, které Kislíngrová (2001, s. 160) vymezuje následovně:

- „co budeme diskontovat, tj. jaký tvar budoucích výnosů (FCFF, FCFE);
- jakým způsobem budeme diskontovat, tj. jaký model použijeme;
- čím budeme diskontovat, tj. jak stanovíme diskontní míru.“

### 3.3.1.1 Metoda DCF Entity

Výpočet u této metody probíhá ve dvou krocích. Nejdříve je zapotřebí stanovit FCFF, jehož výpočet znázorňuje tabulka níže (Tab. 2.). Hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto) lze poté určit jeho diskontováním. Pro stanovení výsledné hodnoty vlastního kapitálu (hodnota netto) je zapotřebí od zjištěné hodnoty brutto ještě odečíst hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění (Mařík, 2011, s. 165). Při použití metody entity se diskontní míra stanovuje na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (dále jen „WACC“) (Koller, Goedhart a Wessels, 2015, s. 102).

Tab. 2. Výpočet volného peněžního toku pro DCF Entity (Mařík, 2011, s. 170)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
- Upravená daň z příjmů (=KPVH <sub>D</sub> x daňová sazba)
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
<b>= Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)</b>

Aby mohl být posléze zjištěn FCFF, je v prvním kroku nezbytné nejdříve stanovit korigovaný výsledek hospodaření. Tyto úpravy výsledku hospodaření vyžadují vyloučení placených úroků, mimořádných položek, výnosů z mimořádných aktiv, nákladů na výzkum a vývoj a vzdělávání zaměstnanců apod. (Allman, 2010, s. 2; Mařík, 2011, s. 171). Jak již bylo uvedeno výše, propočítání metodou entity probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku je zapotřebí nalézt hodnotu podniku jako celku, kterou lze vypočítat pomocí obecného vzorce (Mařík, 2011, s. 178):

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

kde:

FCFF<sub>t</sub> volné CF v roce „t“

i<sub>k</sub> diskontní míra

n počet let předpokládané existence podniku.

Jelikož není možné naplánovat peněžní toky pro období nekonečně dlouhé existence podniku, kterou praxe předpokládá, tak se pro výpočet využívá nejčastěji dvoufázová metoda nebo metody, jež jsou založeny na odhadu průměrných temp růstu. Hodnota podniku podle dvoufázové metody se zjistí následujícím způsobem (Mařík, 2011, s. 178):

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2)$$

kde:

FCFF<sub>t</sub> volné CF v roce „t“

T délka trvání první fáze v letech

PH pokračující hodnota

i<sub>k</sub> kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu).

Dle Maříka (2011, s. 178) vychází dvoufázová metoda z jednoduché představy rozdělení budoucího období na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Obsahem druhé fáze je potom období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze se označuje jako pokračující hodnota.

Tuto pokračující hodnotu lze zjistit pomocí Gordonova vzorce. Při výpočtu je ovšem nezbytné dodržet jeho základní podmínku, kterou představuje kalkulovaná úroková míra převyšující plánované tempo růstu volného CF. Přesné znění Gordonova vzorce je dáno vztahem (Mařík, 2011, s. 183):

$$PH \text{ v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (3)$$

kde:

FCFF volný peněžní tok do firmy

T poslední rok prognózovaného období

i<sub>k</sub> kalkulovaná úroková míra (průměrné náklady kapitálu)

g předpokládané tempo růstu do nekonečna.

Další možnost stanovení pokračující hodnoty se naskýtá ve využití parametrického vzorce. Ten pracuje se dvěma základními generátory hodnoty. Prvním z nich je tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření a druhým potom očekávaná rentabilita nových investic do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Přesné znění tohoto vzorce je (Mařík, 2011, s. 186-187):

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{i_k - g} \quad (4)$$

kde:

$KPVH_{T+1}$  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).

Pomocí předchozích kroků je zjistitelná hodnota brutto, což je celková hodnota podniku zachycující pouze provozní část podniku. Výpočet výsledné hodnoty je poté následující (Tab. 3.).

*Tab. 3. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou DCF Entity (Mařík, 2011, s. 201)*

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

### 3.3.1.2 Metoda DCF Equity

S touto variantou se lze dle názoru Maříka (2011, s. 205) v oceňovací praxi setkat již podstatně méně než s předcházející. Při použití této metody dochází k bezprostřednímu vyčíslení hodnoty vlastního kapitálu a na rozdíl od metody entity, dochází ke stanovení diskontní míry na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Vyčíslení FCFE, jež je pro další výpočet nezbytný zachycuje tabulka (Tab. 4.).

Tab. 4. Výpočet volného peněžního toku pro DCF Equity (Mařík, 2011, s. 205)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
<b>= Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)</b>

Výsledkem diskontování FCFE je výnosová hodnota vlastního kapitálu. Pokračující hodnota se vypočítá pomocí Gordonova vzorce, který již byl popsán. Hodnota podniku se tedy zjistí dle následujícího vztahu (Mařík, 2011, s. 206):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_{T+1}}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (5)$$

kde:

FCFE volný peněžní tok v roce „t“

$i_k$  kalkulovaná úroková míra

$g$  předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi.

### 3.3.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Mařík a Maříková (2005, s. 10) poukazují na důležitost pochopení a rozlišování pojmů účetní a ekonomický zisk, někdy také označován jako nadzisk. Dle slov Pavelkové a Knápkové (2012, s. 52) se ekonomický zisk podniku, který ve své podstatě představuje ekonomickou přidanou hodnotu vytváří tehdy, jakmile dojde k uhrazení všech jeho nákladů včetně nákladů na kapitál, a to toho cizího i vlastního. Pokud podnik vykazuje účetní zisk, jež je vyšší než náklady na vlastní kapitál, musí vykazovat také zisk ekonomický. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty (dále jen „EVA“) je vyjádřen vzorcem:



$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (6)$$

kde:

NOPAT zisk z hlavní činnosti po zdanění

WACC průměrné vážené náklady kapitálu

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

„Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.“ Používá se k hodnocení investičních projektů, měření výkonnosti podniku, odměňování manažerů a oceňování podniků (Pavelková a Knápková 2012, s. 53).

Základní vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku za pomoci ekonomické přidané hodnoty je následující (Mařík a Maříková, 2005, s. 69):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (7)$$

kde:

$EVA_t$  ekonomická přidaná hodnota v roce t

$NOA_0$  čistá operační aktiva k datu ocenění

T počet let plánovaných EVA

WACC průměrné vážené náklady kapitálu

$CK_0$  hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění

$A_0$  neoperační aktiva k datu ocenění.

Tito autoři také uvádí, že je možné současnou hodnotu budoucích EVA chápat jako tržní přidanou hodnotu (MVA). Mařík (2011, s. 286) ve své publikaci uvádí východiska pro výpočet NOA, kterým je rozvaha a nezbytný krok představující vyčlenění neoperačních aktiv z celkových aktiv podniku. Také je velmi vhodné snížit aktiva o neúročený cizí kapitál, vyloučit mimořádné položky a převést aktiva z účetních hodnot na skutečné hodnoty.

Pro určení výše NOPAT je nutné upravit výkaz zisku a ztráty. Pokud je upravován výsledek hospodaření z běžné činnosti, je nezbytné vyloučit placené úroky z finančních nákladů, jinak by se při výpočtu EVA projeví dvakrát. Také je zapotřebí, aby došlo k vyčlenění výnosů z nepotřebných aktiv a položek, které se svou výší již nebudou opakovat. Jako příklad v tomto případě může posloužit odstupné pro větší počet zaměstnanců, mimořádné odpisy majetku či rozpouštění nevyužitých rezerv. Dále je potřeba vyloučit náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělávání zaměstnanců, reklamu a další a započítat odhadované odpisy aktivovaných nákladů (Pavelková a Knápková 2012, s. 62).

Pokud je při stanovování hodnoty podniku použita metoda DCF a EVA, měla by dle Lückeho teorému vyjít totožná hodnota v případě dodržení tří zásad, a to, že korigovaný provozní výsledek bude odpovídat veličině NOPAT z metody EVA, provozně nutný investovaný kapitál se bude rovnat veličině NOA v metodě EVA a musí být použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu u obou metod (Mařík a Maříková, 2005, s. 79).

### 3.3.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Princip metody kapitalizovaných čistých výnosů nebo někdy také zisků spočívá v tzv. trvale udržitelné úrovni zisku podniku, který se diskontuje mírou kapitalizace (Kislingerová, 2001, s. 153). Mařík (2011, s. 257) u této metody poznamenává, že se jedná o metodu „netto“, což znamená, že je výnosová hodnota počítána pouze z výnosů pro vlastníky a výsledná hodnota tedy určuje přímo hodnotu vlastního kapitálu. Vlastní propočet výnosové hodnoty může probíhat buď analytickou, nebo paušální metodou.

Analytická metoda je postavena na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Je tedy obdobou metody DCF, ovšem u této metody je očekávaný výnos z podniku kalkulován nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření. Pokud je splněna podmínka řady budoucích odnímatelných čistých výnosů, což jsou ty nejméně účetní politikou ovlivněné budoucí výsledky hospodaření, jež mohou být rozděleny, aniž by došlo k ohrožení výnosového potenciálu podniku a podmínka trvalé existence podniku, může být použita dvoufázová metoda se vzorcem (Mařík, 2011, s. 270-271):

$$H_n \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (8)$$

kde:

$\check{C}V_t$	odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
T	délka období, pro které jsme schopni odhadnout čistý výnos (první fáze)
T $\check{C}V$	trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi, stabilní úroveň
$i_k$	kalkulovaná úroková míra.

Paušální metoda se používá zejména tehdy, pokud je obtížné stanovit prognózu budoucích výsledků. Týká se to především podniků, jejichž budoucnost je nejistá. Typickým příkladem jsou menší podniky pracující na zakázku. Ocenění za použití paušální metody je založeno na předpokladu, že podnik bude v budoucnu dosahovat alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti (Mařík, 2011, s. 271-272).

Jako vážený průměr upravených čistých výnosů spočítáme trvale odnímatelný čistý výnos následovně (Mařík, 2011, s. 273):

$$TO\check{C}V = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \cdot \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (9)$$

kde:

$\check{C}V_t$	minulé upravené čisté výnosy
$q_t$	váhy, které určují významnost minulého čistého výnosu pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu
K	počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Výsledná hodnota je pak dána následujícím vztahem:

$$H_n = \frac{TO\check{C}V}{i_k} \quad (10)$$

kde:

TO $\check{C}V$	trvale odnímatelný čistý výnos
$i_k$	kalkulovaná úroková míra.

### 3.4 Kombinované metody

Tyto metody se snaží o kombinované ocenění majetkové a výnosové. První ze dvou často využívaných kombinovaných metod je Schmalenbachova metoda střední hodnoty. Ta je založena na úvaze, že je hodnota podniku dána jeho majetkovou základnou i očekávanými budoucími výnosy. Konkrétně „... *prostým aritmetickým průměrem výnosové hodnoty stanovené metodou kapitalizace zisku a netto hodnotou majetku určenou metodou substanční hodnoty.*“ Takovéto slučování majetkové a výnosové hodnoty nemá nikde v literatuře logické zdůvodnění, proto se poměrně často setkává s kritikou. Její využití je vhodné především u podniků, kde převažují hmotná aktiva a existuje znatelná vazba mezi majetkovou a výnosovou hodnotou (Vochozka a Mulač, 2012, s. 162-163).

Druhou metodu představuje metoda nadzisku. Podstata této metody spočívá ve srovnání vyprodukovaného zisku a alternativního bezrizikového výnosu investovaného kapitálu. Rozdíl mezi nimi se poté nazývá právě nadzisk. Majetkové ocenění se projevuje při určování výše investovaného kapitálu, jelikož to odpovídá velikosti substance (Vochozka a Mulač, 2012, s. 162-163).

### 3.5 Souhrnné ocenění a citlivostní analýza

Mařík (2011, s. 423-426) ve své publikaci apeluje na dodržování zásady, kdy je při ocenění podniku nutné použít minimálně dvě oceňovací metody. Výsledky jednotlivých metod se často liší, ale rozhodně není možné při stanovování výsledku použít mechanicky spočítaný průměr jednotlivých metod. Průměr je možné použít pouze v případě, kdy se výsledky použitých metod příliš neliší (rozdíl mezi nimi do zhruba 5 %). Výsledná hodnota podniku by měla být stanovena na úrovni některé konkrétní metody dle situace a volby oceňovatele. Výsledky ostatních použitých metod by pak měly určitým způsobem posloužit k orámování zvolené hodnoty.

Velmi užitečné je také ocenění doplnit o analýzu citlivosti. Tato analýza zjišťuje citlivost určitého klíčového ekonomického ukazatele na různých rizikových faktorech, jež jej ovlivňují. V případě ocenění nejčastěji představuje základní kritérium výsledná hodnota podniku. Rizikové faktory potom nejčastěji představují WACC či tempo růstu. Určitá změna rizikových faktorů vyvolává změnu základního kritéria. Velikost této změny potom určuje důležitost jednotlivých rizikových faktorů pro posuzování změn základního kritéria pomocí stanovení citlivosti ve spojitosti s analyzovanými faktory (Petřík, 2009, s. 186).

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 4 PŘEDSTAVENÍ VYBRANÉHO PODNIKU

Vybraný podnik vznikl v Jihomoravském kraji na počátku tisíciletí a dokázal si poměrně rychle vybudovat svou pozici na trhu a prakticky od svého založení každoročně navyšuje svůj obrat. Oblast jeho výroby se obecně zaměřuje na široké spektrum plastových součástek, které nachází uplatnění v různých odvětvích, především pak v automotive. Podnik klade velký důraz na výrobek jako takový, jeho vlastnosti a s ním spojené výrobní procesy, aby byla zajištěna co největší optimalizace a efektivita výroby za účelem úspory a optimalizace nákladů.

Veškeré výrobní jednotky tohoto podniku jsou certifikovány dle norem ISO TS 16949:2009 a ISO 9001:2008 a jeho činnost je zasvěcena především dosažení absolutní spokojenosti zákazníka. Vzhledem k všeobecným požadavkům na ochranu životního prostředí a úspore všech přírodních zdrojů podnik redukuje dopad jeho výroby na ekosystém a řídí se heslem „zredukovat, znovu použít a recyklovat“. Dlouhodobé záměry a strategické cíle podniku jsou orientovány především na udržení trvalého růstu a neustálé zvyšování prosperity.

Zaměstnanci jsou zde považováni za nejdůležitější článek vůbec. Podnik jim nabízí spoustu příležitostí pro profesní i osobní rozvoj. V současné době zaměstnává několik desítek zaměstnanců a dochází k využívání také agenturního zaměstnávání, ať už na hlavní pracovní poměr či na dohody o pracích konaných mimo pracovní poměr.

*Tab. 5. Vývoj počtu zaměstnanců podniku v letech 2013-2016 (Výroční zpráva podniku, 2013-2016)*

	2013	2014	2015	2016
Průměrný počet zaměstnanců	64	68	71	73
Z toho řídicích pracovníků	2	2	2	2

Řídicími pracovníky se rozumějí dva nejvyšší pracovníci dle organizační struktury společnosti. Tedy ne všichni, kteří mají pod sebou podřízené osoby.

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

## 5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Cílem strategické analýzy je především identifikace, analýza a zhodnocení všech relevantních faktorů, které ve své podstatě utváří podnik a lze předpokládat jejich vliv na volbu cílů a strategie podniku.

### 5.1 Makroprostředí

K analýze makroekonomického prostředí je využita PEST analýza, jejímž účelem je identifikace a popis faktorů, které mají vliv na budoucí vývoj podniku.

#### 5.1.1 Politické a legislativní faktory

Z hlediska platné legislativy ČR podnik nejvíce ovlivňuje zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb., který nabyl platnosti začátkem roku 2014. Ve stejnou chvíli vešel v platnost i nový občanský zákoník č. 89/2012 Sb. Dalším důležitým předpisem je zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb., zákon o dani z přidané hodnoty č. 235/2004 Sb., zákon o daních z příjmů č. 586/1992 Sb. a zákoník práce č. 262/2006 Sb.

Kvůli dlouhodobým daňovým únikům platí od 1. 1. 2016 zákonná povinnost podávat kontrolní hlášení pro plátce DPH, které se podává prostřednictvím elektronického formuláře. Pro vybraný podnik tato povinnost představovala úpravy softwaru a zvýšení výdajů spojených se školením zaměstnanců, včetně zajištění externího poradenství. Dále dochází od 1. 1. 2018 k opětovnému navýšení minimální mzdy z dosavadních 11 000 na 12 200 korun.

Jelikož podnik v celém sledovaném období vykazoval zisk, je pro něj důležitým faktorem také zdanění jeho příjmů. Sazba daně je již několik let ve stejné výši 19 % a nedávné návrhy spíše levicové vlády o zvyšování této sazby a progresivním zdanění, nakonec nebyly úspěšné. V říjnu 2017 ovšem vyhrálo v parlamentních volbách s relativně velkým náskokem hnutí ANO, jehož předsedu prezident republiky pověřil vyjednáváním o vládě, která po sléze nezískala od parlamentu důvěru. Nyní je tedy tato jednobarevná vláda v čele s premiérem Andrejem Babišem v demisi a lze jen velmi těžko předvídat, jak bude druhé kolo vyjednávání probíhat, jaké parlamentní strany budou nakonec ve vládě zastoupeny a jaké případné změny v oblasti legislativy, které by podnik v budoucnu ovlivnily budou schváleny.

### 5.1.2 Ekonomické faktory

Z tabulky (Tab. 6.) je patrné, že ekonomická výkonnost od roku 2014 stále roste. V roce 2015 napomohla růstu zejména měnová politika a výrazné vládní investice. Bezpochyby pomohla také zahraniční poptávka a pokles cen pohonných hmot. Ekonomický růst byl v roce 2016 doprovázen velmi nízkou inflací. Na její pozdější zrychlení měly největší vliv ceny potravin a také pohonných hmot, ve kterých se projevila rostoucí cena ropy. V roce 2017 růstu pomohlo čerpání fondů EU z programového období 2014-2020, které podpořilo nejen vládní, ale i soukromé investice. V tomto roce došlo také k ukončení kurzového závazku ČNB, které vedlo k posílení reálného měnového kurzu. Pozitivní trend ekonomiky lze očekávat i v následujících dvou letech, kdy by měl být růst nadále tažen spotřebou domácností odrážející navyšování mezd při extrémně nízké míře nezaměstnanosti.

Tab. 6. Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů v letech 2013-2019 (MFČR, 2018)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Predikce						
HDP v b.c. (mld. Kč)	4 098	4 314	4 596	4 773	5 042	5 304	5 530
HDP v b.c. (%)	-0,5	2,7	5,3	2,6	4,3	3,4	2,6
Prům. míra inflace (%)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,6	2,1
Míra nezaměstnanosti (%)	7,0	6,1	5,1	4,0	2,9	2,4	2,3
Měnový kurz CZK/EUR	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,4	25,0
Spotřeba domácn. (%)	0,5	1,8	3,7	3,8	4,0	3,8	3,5

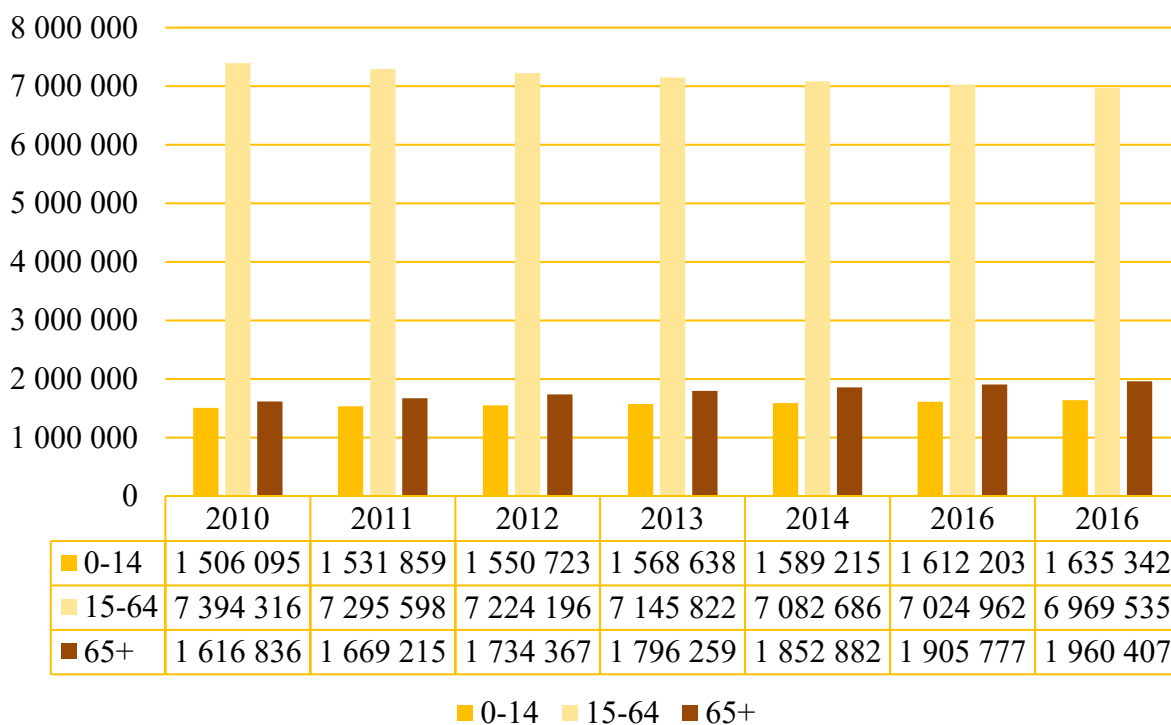
### 5.1.3 Technologické faktory

Z hlediska technologií podnik do jisté míry ovlivňuje automobilový průmysl. Různé automobilky představují převážnou část portfolia jeho zákazníků, a proto musí podnik sledovat vývoj tohoto odvětví a být schopen reagovat na nové požadavky. V poslední době jsou pro automobilový průmysl charakteristické trendy v oblasti pokračujícího snižování nákladů, kdy dochází ke stále většímu využívání právě plastových dílů, zpříšňování ekologických a bezpečnostních standardů, změny u autosvětél, systémy autonomního řízení a vývoj alternativních pohonů. Zákazníci na podnik kladou především požadavky související s vysokou mírou kvality výrobků, kterou může zabezpečit neustálá modernizace výrobního procesu. Snaha o další zdokonalování se pak může projevit nárůstem investic s cílem podpořit výzkum a vývoj. Dále je tu trend automatizace výroby, jež může pro podnik představovat další nárůst nákladů a způsobit změny v zaměstnanosti.



### 5.1.4 Sociální a demografické faktory

Tyto faktory se zaměřují na postoj, životní úroveň a strukturu obyvatelstva. Délka života obyvatel se neustále prodlužuje (Graf. 1.). Na druhou stranu, ale ubývá obyvatel v produktivním věku, což si žádá především příchod slibované důchodové reformy. Její konkrétní znění a nastavení jednotlivých parametrů, by pro podnik mohlo znamenat jisté případné změny v oblasti osobních nákladů. V poslední době také roste vzdělanost obyvatelstva, kdy stoupá počet osob se středoškolským a vysokoškolským vzděláním a bohužel ubývá těch, kteří jsou vyučeni v různých řemeslech. Pro vybraný podnik to představuje stále obtížnější hledání dostatečně kvalifikovaných pracovníků na obsluhu zařízení a rovněž zvyšování nákladů na udržení kvalitních pracovníků ve výrobě. Další náklady může představovat také růst celkové životní úrovně obyvatelstva. Předchozí tabulka (Tab. 6) značí zvyšující se spotřebu obyvatelstva, čímž dochází k tlaku ze strany zaměstnanců na růst mezd, což dokládá i každoročně se zvyšující výše průměrné mzdy.



Graf. 1. Struktura obyvatelstva ČR v letech 2010-2016 (ČSÚ, 2017)

## 5.2 Mikroprostředí

V rámci analýzy mikrookolí podniku je nejdříve identifikován trh, na kterém podnik působí, na což navazuje následná analýza jeho atraktivity.

### 5.2.1 Relevantní trh

Vybraný podnik se dle mezinárodní klasifikace ekonomických činností NACE řadí do sekce C (zpracovatelský průmysl) a oddílu 22, který je možný dále rozdělit na skupinu 22.1, kam se řadí výroba pryžových výrobků a skupinu 22.2, zahrnující výrobu plastových výrobků. Tento oddíl již několik let vykazuje vysokou dynamiku ve zvyšování tržeb, účetní přidané hodnoty a počtu zaměstnanců.

### 5.2.2 Analýza atraktivity trhu

Tato analýza by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem. V případě podniku jde o CZ-NACE 22.2. Každému z daných kritérií (Tab. 7.) je přiřazena váha a bodové hodnocení. Výsledná atraktivita je posléze stanovena na základě získaných bodů, které jsou vynásobeny příslušnými váhami. Konkrétní zdůvodnění udělených bodů lze nalézt pod tabulkou.

Tab. 7. Analýza atraktivity trhu (Vlastní zpracování na základě Mařika, 2011, s. 66)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3							x	18
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3				x				9
Průměrná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1					x			4
Možnosti substituce	1						x		5
Citlivost na konjunkturu	1				x				3
Struktura zákazníků	2		x						2
Vlivy prostředí	1				x				3
<b>CELKEM</b>	<b>16</b>								<b>62</b>

Maximální počet bodů =  $16 \cdot 6 = 96$

Dosažené hodnocení =  $62/96 = 64 \%$

**Růst trhu** – V posledních letech skupina 22.2, do které se vybraný podnik řadí patří k nejstabilněji vyvíjejícím odvětvím. Vývoj tržeb zaznamenal propad pouze v roce 2009, od té doby neustále rostou. Dynamickému rozvoji celého zpracovatelského odvětví v nejbližších letech nasvědčují také ohlašované investiční záměry. Výdaje z veřejných zahraničních zdrojů na výzkum a vývoj v posledních letech rostly (MPO, 2017). Je možné, že by se v následujících letech mohlo toto tempo mírně snížit, ovšem pokud budou firmy úspěšné při získávání prostředků z nových programů, nemuselo by k významnému propadu vůbec dojít.

**Velikost trhu** – Skupina 22.2 patří k významným oblastem hospodářství České republiky. Během posledních let zde vzniklo mnoho nových zpracovatelských jednotek a rostl i počet zaměstnanců, který je pro rok 2016 bez mála 63 700 osob. Podíl zpracovatelského průmyslu na hrubé přidané hodnotě je 27 %, což je nejvíce ze všech odvětví a skupina 22.2. dosahuje v rámci podílu na tržbách celého zpracovatelského průmyslu hodnoty necelých 5 % (MPO, 2017).

**Intenzita přímé konkurence** – Díky převažující zakázkové výrobě a široké škále zaměření podniků lze na tomto trhu vnímat průměrnou intenzitu konkurence. Pro každý podnik je samozřejmě důležité získat určitou konkurenční výhodu, pomocí které si získají, a hlavně udrží své zákazníky. Strategie vybraného podniku je právě orientována především na zákazníka. V současnosti se ve skupině 22.2. pohybuje zhruba 2 900 podniků, z nichž většina jsou velké a střední podniky. V tržbách celého oddílu 22 zaujímají dlouhodobě velké podniky skoro dvě třetiny a střední podniky více než čtvrtinu (MPO, 2017).

**Průměrná rentabilita, substitute a bariéry vstupu** – Úspěšnost nových podniků v tomto odvětví je dána technologií, kterou disponují, a díky které mohou nabízet výrobky za příznivé ceny v požadované kvalitě. Základní bariéry vstupu představuje nedostatek finančních prostředků na počáteční investice a nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Možnosti substitute jsou omezené díky převažující zakázkové výrobě. Průměrná rentabilita odvětví je vyšší, čím větší jsou bariéry vstupu a nižší možnosti substitute. Konkrétně dosahuje rentabilita tržeb u skupiny 22.2. zhruba 7 % zatímco v rámci celého zpracovatelského průmyslu je to poté 17 %, tedy nejvíce z celého průmyslu vůbec (MPO, 2016). Vybraný podnik se u tohoto ukazatele pohybuje kolem 13 %.

**Citlivost na konjunkturu** – Toto kritérium je hodnoceno průměrně z toho důvodu, že citlivost v rámci jednotlivých podniků je dána jejich profilací na konkrétní zákazníky.

**Struktura zákazníků** – Na trhu panuje silné propojení s dalšími odvětvími zpracovatelského průmyslu, především automobilového a elektrotechnického, ale i se stavebnictvím a strojírenstvím. Dále se jedná také například o zdravotnictví. Svým zaměřením na konkrétní skupinu odběratelů a výrobou na zakázku si leckterý podnik obrazně uzavírá možnost své výrobky případně nabídnout někomu jinému. Z tohoto důvodu je tento bod vnímán poměrně negativně.

**Vlivy prostředí** – Podnik je nejen při své činnosti, ale také rozhodování ovlivňován prostředím, ve kterém působí. Je nutné sledovat nové trendy a postupy konkurentů. Zároveň může dojít k ovlivnění, ze strany některého z faktorů makroprostředí, jež podnik nemůže ovlivnit, ale může tyto změny alespoň předvídat a podniknout případná opatření.

### 5.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Pro výsledné zhodnocení perspektivnosti podniku je zapotřebí ještě identifikovat trendy v rámci tržního podílu a provést analýzu konkurenční síly, která se snaží posoudit, zda je vybraný podnik schopen využít příležitostí trhu, a jak dokáže čelit konkurenci a hrozbám.

#### 5.3.1 Stanovení tržního podílu

Tržní podíl vybraného podniku lze zjistit jako poměr jeho tržeb a tržeb za dané odvětví, které představuje CZ-NACE 22.2.

*Tab. 8. Vývoj dosavadního tržního podílu podniku (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku 2011-2016; MPO, 2016)*

Rok	CZ-NACE 22.2 (tis. Kč)	Tržby podniku (tis. Kč)	Tržní podíl (%)
2011	100 518 316	121 795	0,12
2012	101 105 397	139 051	0,14
2013	103 125 463	192 054	0,19
2014	116 280 434	201 808	0,17
2015	124 584 514	241 110	0,19
2016	127 937 633	274 863	0,21

Z vývoje tržního podílu v minulých letech je patrné, že se podniku daří stabilně upevňovat svoji pozici na trhu a zvyšovat tržní podíl. Výjimku představuje pouze rok 2014.

### 5.3.2 Analýza konkurenční síly

Tato analýza se snaží posoudit, zda je vybraný podnik schopen využít příležitostí, které trh nabízí a do jaké míry dokáže čelit konkurenci a hrozbám. Faktory, které mají vliv na tržní podíl podniku je možné prvotně rozdělit na přímé, jež jsou výrazně vnímané zákazníkem a nepřímé neboli podpůrné. Jestliže je dosažené hodnocení v rozmezí 40-60 %, je konkurenční síla podniku na úrovni hlavních konkurentů. Pokud se hodnocení nachází pod úrovní 40 %, podnik svou pozici spíše ztratí a nad úrovní 60 % ji bude nadále posilovat.

Body jsou v rámci analýzy konkrétním kritériím přiřazeny na základě standardizovaného rozhovoru s managementem společnosti. Zdůvodnění udělených bodů lze nalézt pod tabulkou.

Tab. 9. Analýza konkurenční síly podniku (Vlastní zpracování na základě Maříka, 2011, s. 89-90)

Kritérium		Hodnocení						
		Převaha konkurence		Průměr		Převaha podniku		
		0	1	2	3	4	5	6
Přímé faktory	Kvalita výrobků						x	
	Technická úroveň výrobků						x	
	Cenová úroveň					x		
	Intenzita reklamy			x				
	Výhody místa					x		
	Výhody distribuce				x			
	Image podniku						x	
	Servis a služby					x		
Nepřímé faktory	Kvalita managementu						x	
	Výkonný personál						x	
	Výzkum a vývoj					x		
	Majetek a investice			x				
	Finanční situace						x	
Četnost bodů				2	1	4	6	
Body x četnost				4	3	16	30	

$$\text{Maximální počet bodů} = 13 \cdot 6 = 78$$

$$\text{Získaný počet bodů} = 4 + 3 + 16 + 30 = 53$$

$$\text{Hodnocení} = 53/78 = 68 \%$$

**Kvalita, technická a cenová úroveň výrobků** – V podniku byla postupem času vyvinuta vysoká úroveň odbornosti v technologiích vyfukování a vstřikování především pro automobilový průmysl. Technické oddělení podniku řídí nové projekty od zadání zákazníkem, až po výrobu vyfukovacích forem, speciálních nástrojů, přípravků, měřidel, přes zpracování technologické dokumentace až po výrobu prototypů a zajištění sériové výroby. Samotnou cenovou úroveň výrobků vždy ovlivňují individuální požadavky ze strany zákazníka.

**Intenzita reklamy** – Podnik se účastní různých akcí a veletrhů, na kterých propaguje své výrobky, ale více spoléhá na zákazníky, se kterými již dlouhodobě spolupracuje.

**Výhody místa a distribuce** – Strategické umístění podniku v Jihomoravském kraji minimalizuje dopravní náklady především zákazníků z regionu Střední a Východní Evropy, kam celá řada světových koncernů přesunula své výrobní haly a montážní závody.

**Image podniku** – Za své více jak desetileté působení si podnik v rámci trhu vybudoval silnou pozici. Neustálou komunikací se zákazníky a zjišťováním jejich potřeb zůstává podnik v popředí společností, které se zabývají zpracováním plastů. I nadále se bude soustředit na výrobu technicky náročných výlisků a poskytování těch nejvyšších služeb svým zákazníkům.

**Servis a služby** – Toto kritérium je v rámci analýzy hodnoceno lehce nadprůměrně, protože podnik poskytuje téměř všem zákazníkům služby podle jejich specifických požadavků.

**Kvalita managementu a výkonnost personálu** – Management podniku tvoří zkušení a kvalifikovaní odborníci. Zaměstnanci podniku se těší z pracovního prostředí v moderní nové hale a administrativní budově. Podnik jim nabízí speciální trénink, profesní i osobní rozvoj a vylepšování znalostí. Dále je vypracován vnitřní mzdový systém, který je úspěšně motivuje k vyšším pracovním výkonům.

**Výzkum, vývoj, majetek a investice** – Pro výzkum a vývoj výrobků a procesů bylo ve vybraném podniku zřízeno samostatné technické oddělení, které odpovídá a zajišťuje kompletní technický rozvoj. Tento krok si vyžádala poptávka ze strany zákazníků, kteří požadují kvalitní výstupy s rychlou reakční dobou. Z pohledu majetku má vybraný podnik všechny pozemky a budovy v pronájmu.

**Finanční situace** – Podnik je trvale ziskový a dosahuje vysokých hodnot u ukazatele ROE, ROA i ROS, které jsou navíc v roce 2015 a 2016 dvojnásobné oproti odvětví. V rámci ukazatelů likvidit se podnik prakticky pohybuje v intervalech doporučovaných hodnot podobně je tomu i v oblasti aktivity. Podnik oproti odvětví mnohem lépe hospodaří se zásobami a efektivněji využívá celková aktiva. Z hlediska zadluženosti dosahuje vysokých hodnot úrokového krytí a každoročně snižuje svou celkovou zadluženost. Podrobnější údaje z finanční analýzy jsou obsahem následující kapitoly.

#### 5.4 Perspektivnost podniku

Perspektivnost podniku je dána atraktivností trhu, na kterém se pohybuje a konkurenční silou, kterou se vyznačuje. Na základě předchozí analýzy atraktivity trhu dosáhl podnik 64 % a u analýzy konkurenční síly 68 %. Podnik se v rámci „bostonské matice“ (Tab. 10.) nachází v sektoru 2, která je určena pro podnik s dobrou perspektivou.

Tab. 10. Matice k posouzení perspektivnosti podniku (Vlastní zpracování na základě Mařika, 2011, s. 93)

KONKURENČNÍ SÍLA	Velká	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání. 3	<b>Podniky s dobrou perspektivou.</b> <b>PODNIK</b> 2	Podniky s jednoznačnou perspektivou. 1
	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání. 6	Podniky s přijatelnou perspektivou. 5	Podniky s dobrou perspektivou. 4
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy. 9	Podniky s malou perspektivou. 8	Podniky s omezenou perspektivou. 7
		Nízká	Střední	Vysoká
ATRAKTIVITA TRHU				

## 5.5 SWOT analýza

### Silné stránky

- Finanční analýza odhalila vysokou rentabilitu a nízkou zadluženost. Podnik má dostatečný prostor pro přijetí úvěru a podniknutí větších investic.
- Podnik působí na trhu již řadu let. Vybuodoval si silnou pozici.
- Poměrně solidní tuzemská dodavatelská základna (85 %). Podnik není výrazně závislý na dovozu.

### Slabé stránky

- Závislost na zákaznících v automobilovém průmyslu, bez kterých by podnik přišel o značnou část odběratelů.
- Relativní nízký podíl sofistikovaných produktů. Převažuje zakázková výroba.
- K financování majetku je zbytečně využíván drahý vlastní kapitál. Větší specifika lze nalézt opět ve finanční analýze.

### Příležitosti

- Dynamický růst ve využívání plastů, kdy dochází k nahrazování tradičních materiálů, jako jsou kovy nebo dřevo.
- Kombinace plastů s jinými materiály a možný vstup do dalších odvětví průmyslu, čímž by podnik získal nové odběratele.
- Státní podpora odvětví a dotační programy.

### Hrozby

- Velká část portfolia klientů v odvětví automotive. To je momentálně na vrcholu hospodářského cyklu a lze očekávat jeho pokles.
- Technologický vývoj automobilového průmyslu. Současné požadavky velkých klientů se mohou v budoucnu výrazně změnit a tomu bude potřeba přizpůsobit výrobu. S tím souvisí také rostoucí investiční náročnost nových projektů.
- Vyvíjení stále většího tlaku ze stran odběratelů na snižování cen a marží. Ze strany EU pak na ekologičnost.



## 6 FINANČNÍ ANALÝZA

### 6.1 Absolutní ukazatele

Při analýze absolutních ukazatelů bude využito horizontální a vertikální analýzy. Jak již bylo uvedeno v teoretické části, horizontální analýza srovnává vývoj položek v čase a vertikální analýza vyjadřuje procentní podíly položek k určité základně. Při analýze majetkové struktury bude základnu představovat výše aktiv a při analýze finanční struktury pak výše pasiv. Při analýze výnosů to budou celkové výnosy a při analýze nákladů potom celkové náklady.

#### 6.1.1 Analýza majetkové struktury

Díky vertikální a horizontální analýze majetkové struktury podniku (Tab. 11.) je identifikovatelný patrný trend postupného snižování dlouhodobého majetku, a naopak vyjma posledního roku, růst oběžných aktiv. Nejvýznamnější položku dlouhodobého majetku podniku tvoří bezpochyby dlouhodobý hmotný majetek. Jeho výše po sledované období 2013-2015 postupně klesala, protože výše odpisů byla vždy vyšší než realizované investice v daném roce. To se ovšem změnilo v roce 2016, kdy došlo k projevení investic do výrobních technologií. Při bližší analýze dlouhodobého hmotného majetku z rozvahy, která je součástí přílohy (P I) zjistíme, že podnik nevlastní žádné stavby, a to z toho důvodu, že si dlouhodobě výrobní prostory pronajímá. Největší změnu u dlouhodobého nehmotného majetku představuje rok 2016, kdy došlo oproti předchozím rokům, ke zvýšení položky ocenitelných práv a poskytnutých záloh. Největší zastoupení na oběžných aktivech mají krátkodobé pohledávky. Právě u této položky lze pozorovat v roce 2015 poměrně velký nárůst. Ten byl z největší části způsoben růstem pohledávek z obchodních vztahů a pohledávkou za ovládající osobou, která byla v dalším roce splacena. Dlouhodobé pohledávky dosahují tak malých hodnot, že netvoří ani jedno procento z celkových aktiv podniku. Největší výkyvy lze zaznamenat u výše peněžních prostředků, které byly ovlivněny především objemem zakázek. Co se týká položky časového rozlišení, z největší části ji vytváří nájemné, u kterého došlo v roce 2016 k jednorázovému navýšení na dalších 10 let.

Tab. 11. Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury podniku (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

	2013	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>	<b>27%</b>	<b>1%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>43%</b>	<b>36%</b>	<b>31%</b>	<b>29%</b>	<b>-1%</b>	<b>11%</b>	<b>-8%</b>
DNM	0%	0%	0%	1%	36%	-46%	1071%
DHM	43%	36%	22%	27%	-1%	-22%	25%
DFM	0%	0%	9%	0%	0%	0%	-100%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>54%</b>	<b>61%</b>	<b>68%</b>	<b>67%</b>	<b>34%</b>	<b>41%</b>	<b>0%</b>
Zásoby	18%	14%	9%	12%	-5%	-18%	38%
Pohledávky	34%	35%	56%	37%	20%	106%	-34%
<b>Krátkodobé</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>56%</b>	<b>37%</b>	<b>20%</b>	<b>106%</b>	<b>-34%</b>
<b>Dlouhodobé</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-84%</b>	<b>0%</b>	<b>1850%</b>
Peněžní prostředky	2%	12%	2%	18%	711%	-75%	658%
<b>Časové rozlišení A</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>	<b>18%</b>	<b>-72%</b>	<b>578%</b>

### 6.1.2 Analýza finanční struktury

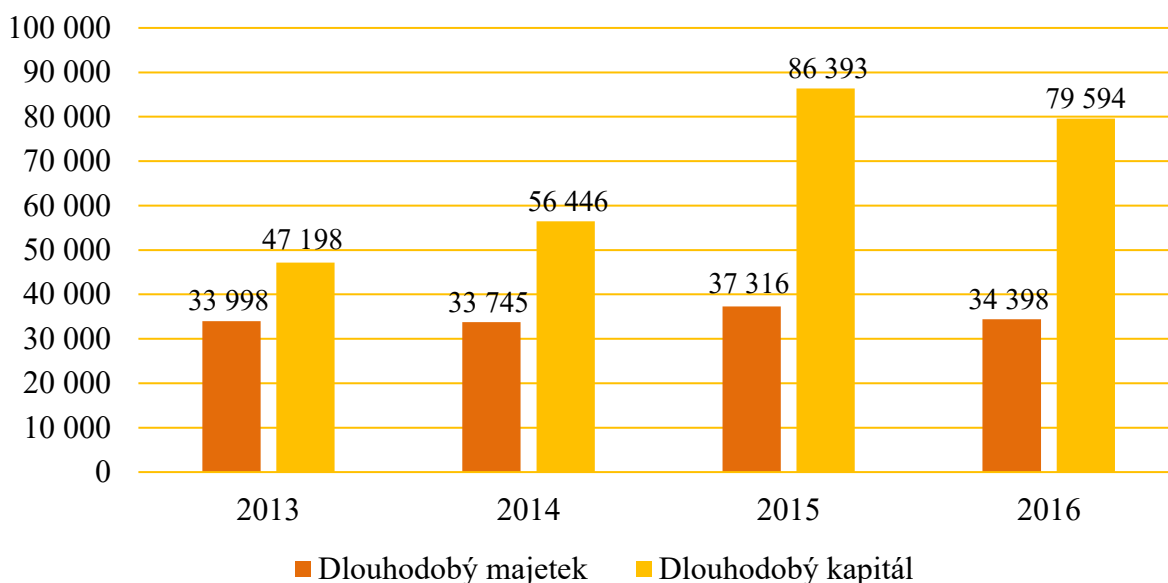
Z hlediska horizontální a vertikální analýzy finanční struktury (Tab. 12.) stojí za pozornost zvyšování podílu vlastního kapitálu na celkových pasivech a snižující se podíl cizích zdrojů. Výjimku tvoří pouze rok 2016, kdy došlo k drobnému nárůstu, respektive poklesu těchto položek. V roce 2016 rozhodla valná hromada o výplatě dividend, čímž bylo přerušeno akumulování předchozích zisků. Přesto ale položka odrážející zisky minulých let po celé sledované období rostla. Největší zastoupení v cizím kapitálu mají krátkodobé závazky, a to především v podobě závazků z obchodních vztahů. Za pozornost stojí také ostatní závazky, kde dochází ke každoročnímu růstu závazků k zaměstnancům a bezmála stejné výše v roce 2016 dosahují také dohadné účty pasivní, které jsou z převážné výše tvořeny z odhadů dosud nevyfakturovaných dodávek a služeb. Dlouhodobé závazky v podobě bankovního úvěru, který byl důsledkem dřívější investice podnik každoročně snižuje.

Tab. 12. Horizontální a vertikální analýza finanční struktury podniku (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

	2013	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>19%</b>	<b>27%</b>	<b>1%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>48%</b>	<b>53%</b>	<b>68%</b>	<b>63%</b>	<b>31%</b>	<b>62%</b>	<b>-6%</b>
Základní kapitál	30%	30%	30%	30%	0%	0%	0%
Fondy ze zisku	1%	1%	1%	2%	58%	56%	35%
VH minulých let	7%	14%	21%	27%	134%	87%	34%
VH běžného ú.o.	10%	13%	26%	33%	52%	161%	26%
Výplata podílu na zisku	0 %	0%	0%	-18%	0%	0%	0%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>51%</b>	<b>47%</b>	<b>32%</b>	<b>37%</b>	<b>6%</b>	<b>-14%</b>	<b>19%</b>
Rezervy	1%	1%	1%	1%	-10%	-17%	40%
Závazky	50%	45%	31%	36%	7%	-14%	18%
<b>Dlouhodobé</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>-30%</b>	<b>-19%</b>	<b>-32%</b>
K úvěrovým institucím	10%	6%	3%	2%	-34%	-25%	-43%
Ovládaná, ovládající osoba	1%	1%	1%	1%	21%	26%	12%
<b>Krátkodobé</b>	<b>39%</b>	<b>38%</b>	<b>26%</b>	<b>33%</b>	<b>18%</b>	<b>-13%</b>	<b>26%</b>
K úvěrovým institucím	4%	3%	1%	1%	-4%	-44%	0%
Z obchodních vztahů	22%	26%	15%	19%	37%	-26%	30%
Ovládaná, ovládající osoba	6%	0%	0%	0%	-100%	0%	0%
Ostatní	7%	9%	10%	13%	65%	36%	25%
<i>K zaměstnancům</i>	2%	2%	4%	4%	13%	39%	49%
<i>Soc. zabezpečení a zdr. poj.</i>	1%	1%	2%	3%	9%	43%	55%
<i>Daňové závazky a dotace</i>	1%	4%	9%	8%	306%	97%	-4%
<i>Dohadné účty pasivní</i>	3%	4%	3%	4%	40%	-31%	67%
<i>Jiné závazky</i>	0%	0%	0%	0%	2%	-50%	-98%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>149%</b>	<b>-15%</b>	<b>-17%</b>

### 6.1.3 Zlaté pravidlo financování

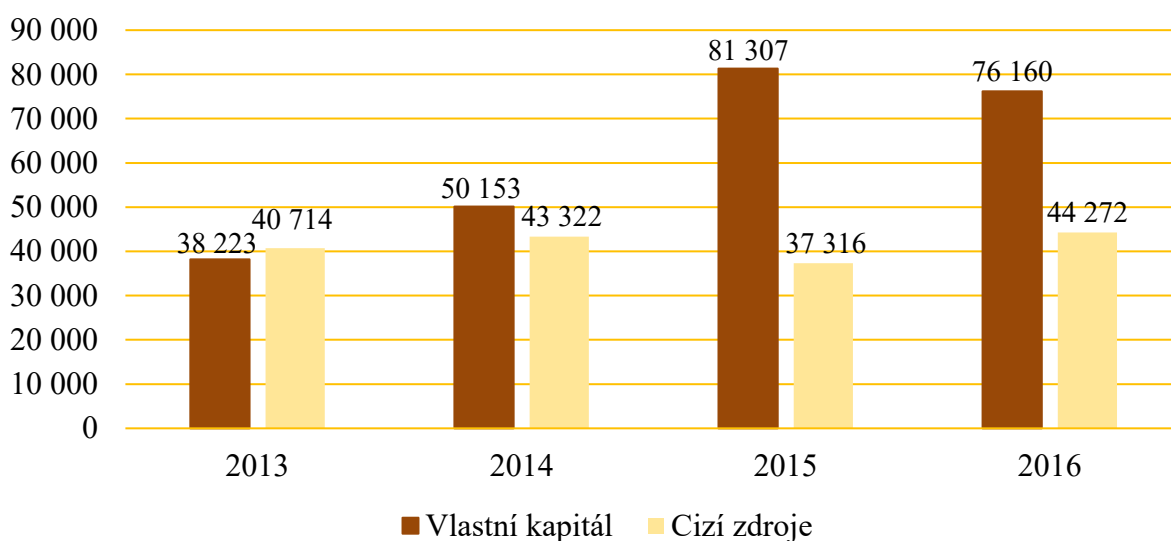
Aplikací zlatého pravidla financování lze dobře hlídat umístění zdrojů do majetku a vybraný podnik kryl dlouhodobým kapitálem, který je tvořen součtem vlastního kapitálu a dlouhodobých cizích zdrojů svůj dlouhodobý majetek v celém sledovaném období (Graf. 3.). Dlouhodobý kapitál podniku s výjimkou roku 2016 narůstal a díky poměrně stagující celkové výši majetku je jasné, že právě z těchto zdrojů podnik financuje i krátkodobá aktiva. Následná analýza čistého pracovního kapitálu posoudí, zda to není pro podnik zbytečně drahé.



Graf. 2. *Financování dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem (v tis. Kč) (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)*

#### 6.1.4 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika

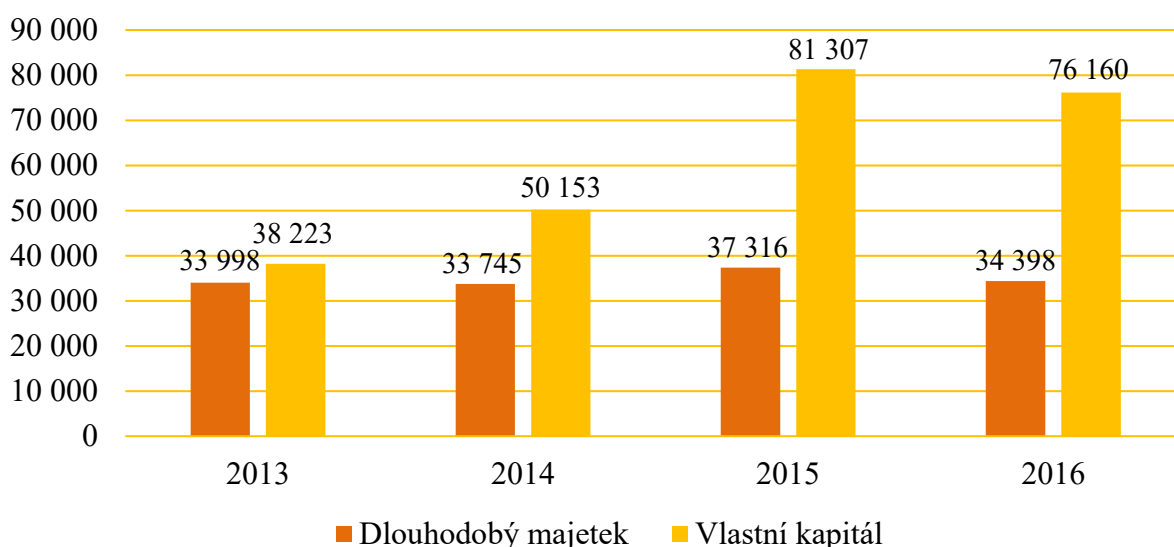
Pro dosažení nízkého rizika se obecně požaduje, aby v jednotlivých podnicích bylo vždy více vlastního kapitálu než toho cizího. V krajním případě se mohou rovnat. Vybraný podnik tuto podmínku splňuje (Graf. 4.), ovšem jak již bylo zjištěno, vlastní kapitál se prakticky neustále zvyšoval a díky klesajícímu zadlužení měl při financování dominantní pozici. V roce 2016 je již patrný mezi hodnotou vlastního kapitálu a cizích zdrojů snižující se poměr.



Graf. 3. *Vyrovnání rizika podnikem (v tis. Kč) (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)*

### 6.1.5 Zlaté pari pravidlo

Poslední pravidlo proti sobě staví položky, které již zkoumala pravidla předcházející, a to dlouhodobý majetek a vlastní kapitál. Toto pravidlo prakticky zpřesňuje kritérium zlatého pravidla financování. Dlouhodobý majetek by dle něj měl být financován dlouhodobým kapitálem a na tomto dlouhodobém kapitálu by se měl podílet s převahou vlastní kapitál, ale také dlouhodobý cizí kapitál, jelikož by měl být vytvořen prostor pro tzv. zdravé zadlužení. Použití cizího kapitálu v přijatelné míře totiž za jistých podmínek zvyšuje díky efektu finanční páky rentabilitu vlastního kapitálu. Vybraný podnik si bohužel drží zejména v posledních dvou letech ve vztahu k dlouhodobému majetku extrémně vysoké hodnoty vlastního kapitálu (Graf. 5.).



Graf. 4. Dodržování pari pravidla podnikem (v tis. Kč) (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

### 6.1.6 Analýza nákladů

Na vývoji nákladů v následující tabulce (Tab. 13.) se odráží trend rostoucího zisku. Jelikož je vybraný podnik výrobního charakteru, je možné si všimnout největšího zastoupení na celkových nákladech, který představuje výkonová spotřeba. Nejvýrazněji se na výkonové spotřebě podílí spotřeba materiálu a energie a poté služby. Další největší položku představují osobní náklady, jež každoročně rostou. Položka aktivace je ve všech sledovaných letech rovna nule. Z tohoto důvodu nebyla do tabulky k analýze zahrnuta.

Tab. 13. Horizontální a vertikální analýza nákladů podniku (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

	2013	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
Výkonová spotřeba	74%	69%	69%	73%	4%	7%	12%
Náklady na prodané zboží	2%	3%	1%	2%	102%	-47%	8%
Spotřeba materiálu a energie	54%	48%	48%	50%	-2%	8%	13%
Služby	18%	18%	20%	21%	13%	15%	12%
Změna stavu zásob vl. čin.	0%	1%	1%	-1%	-288%	50%	-200%
Osobní náklady	16%	16%	16%	18%	1%	12%	16%
Úpravy hodnot v pr. oblasti	4%	5%	4%	4%	31%	-8%	-3%
Ostatní provozní náklady	1%	6%	5%	1%	361%	-11%	-71%
ZC prodaného DM	0%	0%	0%	0%	-100%	0%	-96%
ZC prodaného materiálu	1%	6%	5%	1%	495%	-12%	-78%
Daně a poplatky	0%	0%	0%	0%	15%	20%	39%
Rezervy v provozní oblasti	0%	0%	0%	0%	-146%	45%	-302%
Jiné provozní náklady	0%	0%	0%	0%	21%	12%	1%
Nákladové úroky a podobné N	0%	0%	0%	0%	2%	-29%	-31%
Ostatní finanční náklady	4%	2%	2%	1%	-12%	-11%	-21%
Daň z příjmů	1%	1%	3%	4%	41%	151%	26%
<b>NÁKLADY CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>

### 6.1.7 Analýza výnosů

Struktura tržeb (Tab. 14.) jen potvrzuje, že má vybraný podnik výrazně výrobní charakter, protože zhruba 95 % celkových výnosů tvoří tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Tržby z prodeje zboží představují jen malý podíl na celkových výnosech, což odpovídá i situaci v odvětví.

Tab. 14. Horizontální a vertikální analýza výnosů podniku (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

	2013	2014	2015	2016	13/14	14/15	15/16
Tržby za prodej vl. výrobků a sl.	95%	88%	91%	96%	5%	19%	14%
Tržby za prodej zboží	2%	3%	2%	2%	61%	-30%	19%
Ostatní provozní výnosy	1%	7%	5%	1%	630%	-12%	-80%
Tržby z prodaného DM	0%	0%	0%	0%	-100%	0%	69%
Tržby z prodaného materiálu	1%	7%	5%	1%	675%	-15%	-84%
Jiné provozní výnosy	0%	0%	0%	0%	366%	28%	-24%
Ostatní finanční výnosy	2%	2%	2%	1%	-8%	50%	-46%
<b>VÝNOSY CELKEM</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>	<b>8%</b>

## 6.2 Rozdílové ukazatele

V rámci rozdílových ukazatelů bude analyzován nejčastěji sledovaný ukazatel v podobě čistého pracovního kapitálu (Tab. 15.), který představuje rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji.

*Tab. 15. Vývoj ČPK podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)*

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
ČPK	11 919	21 038	49 332	40 997

Čistý pracovní kapitál nabývá ve všech sledovaných letech kladných hodnot a s výjimkou roku 2016 vykazuje rostoucí trend. To znamená, že jsou krátkodobé závazky nižší než krátkodobý majetek, který představuje zdroj pro splácení právě těchto závazků. Pro poslední rok 2016 má tedy podnik k dispozici finanční polštář ve výši bezmála 41 mil. Kč.

## 6.3 Poměrové ukazatele

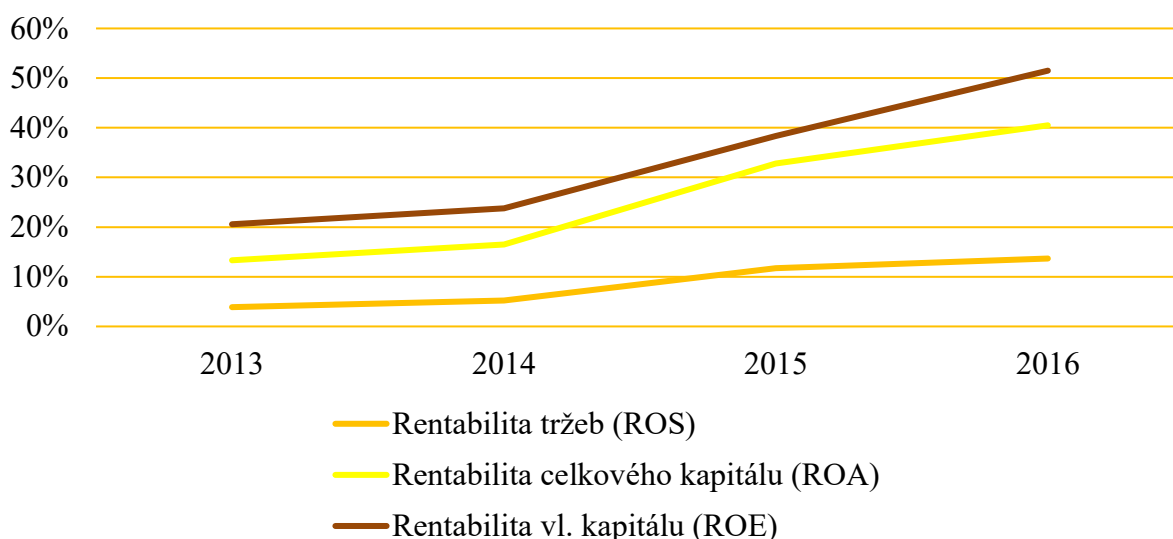
Pro lepší představu o finanční situaci a postavení podniku budou u následujících jednotlivých ukazatelů uvedeny také výsledky odvětví, jež reprezentuje CZ-NACE 22.2., do kterého podnik díky svému portfoliu vyráběných výrobků patří.

### 6.3.1 Analýza rentability

Ukazatele rentability zobrazené v tabulce (Tab. 16.) ukazují, že je vybraný podnik trvale ziskový a až na dvě výjimky dosahuje větších hodnot než odvětví. Od roku 2013 rentabilita tržeb, celkového i vlastního kapitálu neustále roste. Asi největší tempo růstu reprezentuje rok 2015, kdy došlo k výraznému navýšení zisku. Na druhou stranu u odvětví je navíc možné v posledním uvedeném roce sledovat u všech rentabilit snížení dosažených hodnot. Měřením rentability vlastního kapitálu lze vyjádřit výnosnost kapitálu vloženého vlastníky. Za povšimnutí zajisté stojí také vztah ROA a ROE, a to u podniku i samotného odvětví. Ukazatel ROE je ve všech sledovaných letech větší než ROA, což indikuje menší relativní výtěžnost celkového kapitálu než vlastního kapitálu. Tato situace je zapříčiněna dostatečnou ziskovostí se zadlužeností, kterou je vybraný podnik schopen udržovat a hradit.

Tab. 16. Ukazatele rentability podniku a odvětví (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016; MPO, 2016)

	2013	2014	2015	2016
<b>PODNIK</b>				
Rentabilita tržeb (ROS)	3,9%	5,2%	11,7%	13,7%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	13,3%	16,5%	32,8%	40,5%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	20,6%	23,8%	38,3%	51,5%
<b>ODVĚTVÍ</b>				
Rentabilita tržeb (ROS)	5,5%	6%	7,2%	7,1%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	8,6%	10%	11,9%	11%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	13,1%	15,1%	17,4%	15,5%



Graf. 5. Vývoj rentability podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

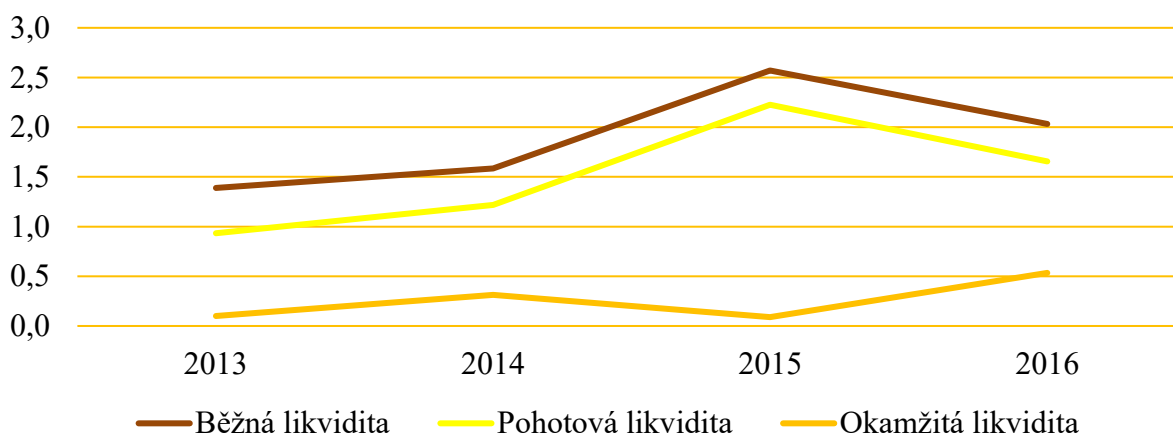
### 6.3.2 Analýza likvidity

Prakticky u všech ukazatelů likvidit (Tab. 17.) se podnik po celé sledované období pohybuje v rozmezí doporučených hodnot. Jedinou výraznou výjimku představuje vyšší hodnota pohotovové likvidity v roce 2015 a 2016 a nižší hodnota okamžité likvidity v letech 2013 a 2015. Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech se pohybuje v rozmezí 30 až 60 procent, což opět potvrzuje vysokou finanční stabilitu. Celkově je možné konstatovat, že vybraný podnik nemá problém se splácením svých krátkodobých závazků. Podobně je na tom i odvětví.



Tab. 17. Ukazatele likvidity podniku a odvětví (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016; MPO, 2016)

	2013	2014	2015	2016
<b>PODNIK</b>				
Běžná likvidita	1,4	1,6	2,6	2,0
Pohotová likvidita	0,9	1,2	2,2	1,7
Okamžitá likvidita	0,1	0,3	0,1	0,5
Podíl ČPK na OA	30%	40%	60%	50%
Podíl ČPK na A	20%	20%	20%	30%
<b>ODVĚTVÍ</b>				
Běžná likvidita	1,5	1,6	1,7	1,8
Pohotová likvidita	1,1	1,2	1,2	1,2
Okamžitá likvidita	0,3	0,3	0,3	0,4
Podíl ČPK na OA	30%	40%	40%	40%
Podíl ČPK na A	20%	20%	20%	20%



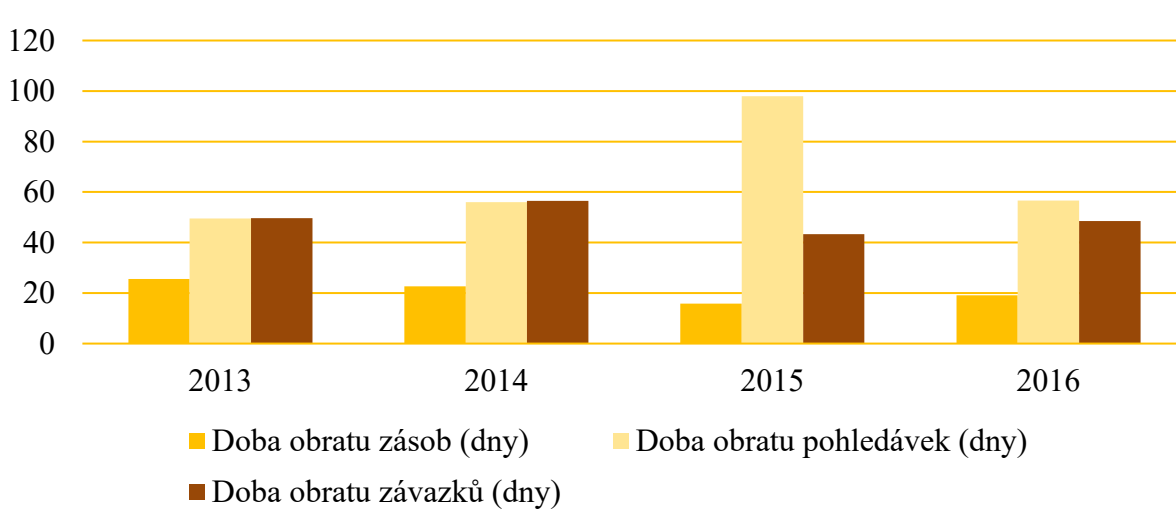
Graf. 6. Vývoj likvidity podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

### 6.3.3 Analýza aktivity

Z hlediska aktivity (Tab. 18.) je možné v roce 2013 a 2014 u podniku pozorovat prakticky identické doby obratu u pohledávek i závazků. To se ovšem změnilo v letech 2015 a 2016, kdy se dostal do nevýhodné role věřitele a začal neefektivně úvěrovat své odběratele. V posledním uvedeném roce je alespoň možné pozorovat patrnou snahu podniku o obrácení role. Naopak odvětví, které se vyvíjelo po celou dobu velmi podobně, rozdíl mezi dobou obratu pohledávek a závazků dále prohlubuje. Co se týká obratu aktiv, podnik na rozdíl od odvětví ve všech letech u tohoto ukazatele dvakrát převýšil jeho minimální hodnotu.

Tab. 18. Ukazatele aktivity podniku a odvětví (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016; MPO, 2016)

	2013	2014	2015	2016
<b>PODNIK</b>				
Doba obratu zásob (dny)	25,5	22,7	15,8	19,1
Doba obratu pohledávek (dny)	49,6	56,0	98,0	56,7
Doba obratu závazků (dny)	49,7	56,5	43,3	48,5
Obratovost pohledávek	7,3	6,4	3,7	6,4
Obratovost závazků	8,6	6,4	8,3	7,4
Obratovost aktiv	2,5	2,2	2,1	2,3
<b>ODVĚTVÍ</b>				
Doba obratu zásob (dny)	45,3	43,4	43,9	47,7
Doba obratu pohledávek (dny)	78,4	74,1	69,4	73,0
Doba obratu závazků (dny)	78,5	70,5	64,2	60,7
Obratovost pohledávek	4,6	4,9	5,2	4,9
Obratovost závazků	4,6	5,1	5,6	5,6
Obratovost aktiv	1,2	1,3	1,3	1,2



Graf. 7. Vývoj vybraných dob obratu podniku v letech 2013–2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

#### 6.3.4 Analýza zadluženosti

Vybraný podnik vykazuje skoro každoročně trend snižování celkové zadluženosti (Tab. 19.), což je dáno splácením krátkodobých závazků a dlouhodobých bankovních úvěrů. Výjimku tvoří opět pouze rok 2016. O pozitivní situaci vypovídá i ukazatel úrokového krytí, který se po celé období drží daleko nad doporučenou hodnotou. Odvětví si v rámci celkové

zadluženosti drží po celé období prakticky konstantní úroveň kolem 45 % a v posledních dvou letech nevyužívá ke krytí dlouhodobého majetku tak velkou část vlastního kapitálu jako podnik. Z pohledu zadluženosti lze konstatovat, že podnik nemá problém s vytvářením potřebných zisků, aby byl schopen krýt úroky z půjček a má dostatečnou kapacitu, aby mohl přijmout případný další úvěr. Aktuálně by mu zvýšení zadlužení i prospělo, což dokládá multiplikátor vlastního kapitálu. V případě vybraného podniku by zvýšení podílu cizích zdrojů mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu ve všech analyzovaných letech 2013-2016, protože multiplikátor dosahuje hodnoty větší než jedna. Podnik přistupuje k financování konzervativní cestou, čímž si zabezpečuje vysokou finanční stabilitu.

Tab. 19. Ukazatele zadluženosti podniku a odvětví (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016; MPO, 2016)

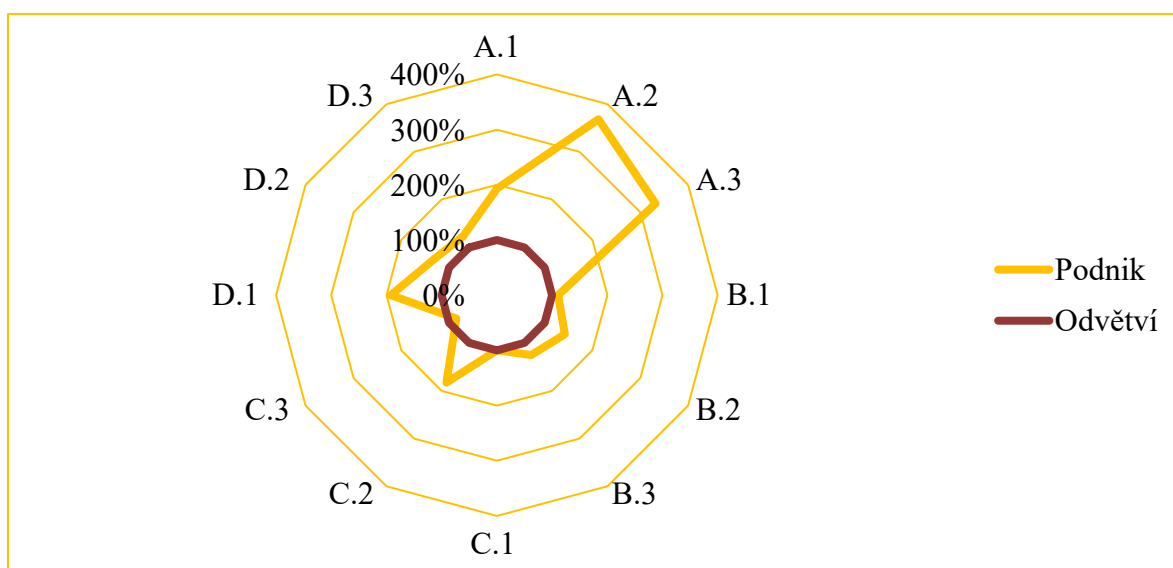
	2013	2014	2015	2016
<b>PODNIK</b>				
Celková zadluženost	51,5%	46,2%	31,4%	36,7%
Míra zadluženosti	1,1	0,9	0,5	0,6
Ukazatel úrokového krytí (z EBIT)	18,6	26,7	94,4	172,5
VK/A	0,5	0,5	0,7	0,6
VK/DM	1,1	1,5	2,2	2,2
Multiplikátor VK	2,0	1,8	1,4	1,6
<b>ODVĚTVÍ</b>				
Celková zadluženost	48,8%	48,4%	45%	43,4%
Míra zadluženosti	1	0,9	0,8	0,8
Ukazatel úrokového krytí (z EBIT)	12,3	15,5	19,0	17,4
VK/A	0,5	0,5	0,5	0,6
VK/DM	1,1	1,1	1,2	1,2
Multiplikátor VK	1,8	1,8	1,7	1,7

#### 6.4 Spider analýza

Hodnoty jednotlivých poměrových ukazatelů zjištěné pro rok 2016 z předchozích analýz jak u vybraného podniku, tak celého odvětví jsou reflektovány v následující tabulce (Tab. 20.) a posléze i grafu (Graf. 9.) pomocí spider analýzy. Graf obsahuje křivku představující linii odvětví v hodnotě 100 % a slouží jako základna pro výpočet jednotlivých poloh ukazatelů podniku. Zjednodušeně je tedy možné říci, že čím je křivka podniku položena dále od středu, tím je na tom podnik lépe. Tato interpretace samozřejmě neplatí u každého ukazatele a vždy je potřeba přihlídnout k jeho podstatě a interpretaci ve vztahu k dalším hodnotám.

Tab. 20. Porovnání poměrových ukazatelů podniku s odvětvím v roce 2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016; MPO, 2016)

		Podnik	Odvětví
Rentabilita	A.1 Rentabilita tržeb	13,7%	7,1%
	A.2 Rentabilita celkového kapitálu	40,5%	11,0%
	A.3 Rentabilita VK	51,5%	15,5%
Likvidita	B.1 Běžná likvidita	2,0	1,8
	B.2 Pohotová likvidita	1,7	1,2
	B.3 Okamžitá likvidita	0,5	0,4
Zadluženost	C.1 Vlastní kapitál/Aktiva	0,6	0,6
	C.2 Vlastní kapitál/DM	2,2	1,2
	C.3 Celková zadluženost	36,7%	43,4%
Obratovost	D.1 Obratovost aktiv	2,3	1,2
	D.2 Obratovost pohledávek	6,4	4,9
	D.3 Obratovost závazků	7,4	6



Graf. 8. Spider analýza poměrových ukazatelů podniku a odvětví v roce 2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016; MPO, 2016)

Vybraný podnik vykazuje u všech rentabilit (A.1, A.2, A.3) mnohonásobně lepší výsledky než odvětví. Z hlediska likvidit (B.1, B.2, B.3) vykazuje podnik i odvětví podobné hodnoty a celkově výrazně nevybočují z doporučených hodnot. Celkovou zadluženost (C.3) si podnik drží nižší než odvětví a dosahuje oproti němu i dvakrát větší obratovosti aktiv (D.1). Obratovost pohledávek a závazků (D.2, D.3) již podnik o tolik větší nemá. Největší rozdíl je na první pohled patrný především u ukazatelů rentabilit.

## 6.5 Souhrnné ukazatele

Souhrnné ukazatele se snaží zhodnotit celkovou situaci podniku a podat obraz o tom, zda je na tom podnik dobře nebo špatně.

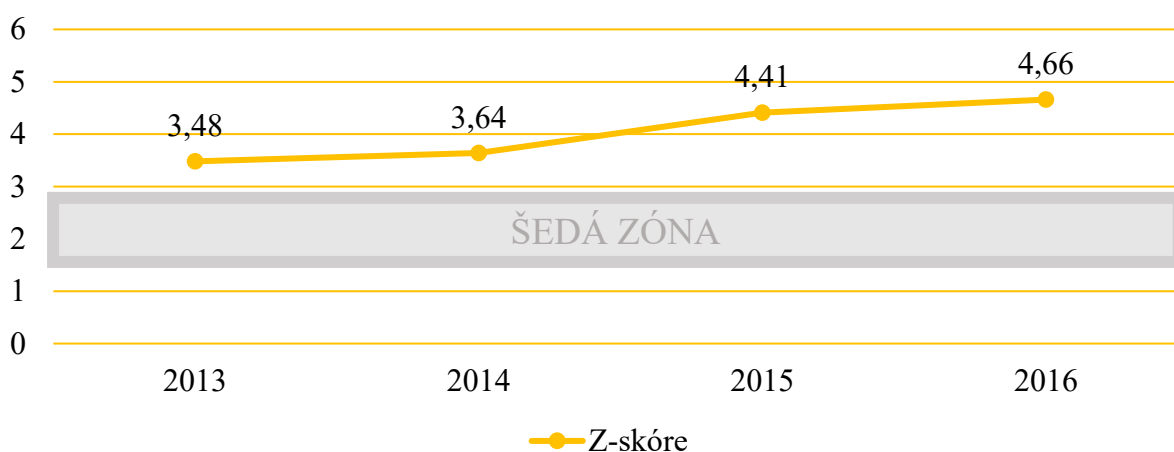
### 6.5.1 Z-skóre

Z-skóre neboli Altmanův model vychází z diskriminační analýzy a hodnotí finanční situaci podniku. Pokud je hodnota tohoto ukazatele vyšší než 2,99, dosahuje podnik uspokojivé finanční situace, a naopak hodnota menší než 1,81 značí silné finanční problémy.

Tab. 21. Výsledky Z-skóre podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

	2013	2014	2015	2016
0,717*(ČPK/A)	0,11	0,16	0,13	0,24
0,847*(nerozdělený zisk/A)	0,06	0,12	0,17	0,09
3,107*(EBIT/A)	0,41	0,51	1,02	1,26
0,420*(VK/CZ)	0,39	0,49	0,92	0,72
0,998*(T/A)	2,51	2,36	2,18	2,35
Z-skóre	3,48	3,64	4,41	4,66

Jak lze vidět z uvedené tabulky (Tab. 21.) či grafu (Graf. 10.), podnik se nachází ve všech letech nad šedou zónou, která představuje interval hodnot 1,81-2,99. Vybraný podnik se tedy dle toho ukazatele nachází v uspokojivé finanční situaci.



Graf. 9. Vývoj Z-skóre podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

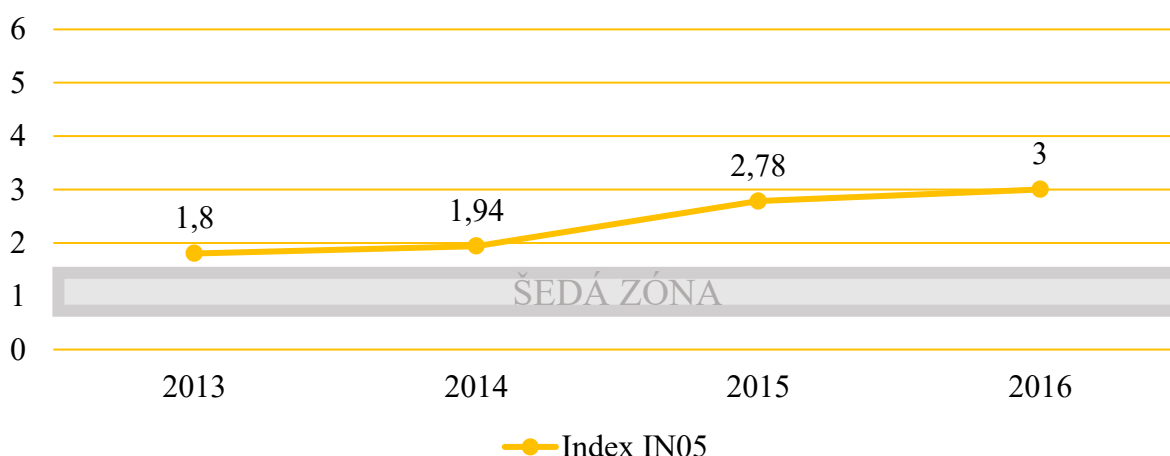
### 6.5.2 Index IN05

Asi největší problém u tohoto indexu nastává ve chvíli, kdy je daný podnik, který je jím hodnocen zadlužen jen velmi málo nebo vůbec. Jelikož v takovýchto situacích dosahuje ukazatel úrokového krytí vysokých hodnot, doporučuje se jej pro méně zkreslený výsledek omezit na hodnotu devět. Přesně tato situace nastala i v případě vybraného podniku, proto došlo v tabulce (Tab. 22.) k ponížení na tuto hodnotu. Na vysokých hodnotách ukazatele IN05 se z největší části podílí hodnoty rentability aktiv, díky čemuž dochází k akceptování nejen věřitelského hlediska, ale i toho vlastnického.

Tab. 22. Výsledky Indexu IN05 podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

	2013	2014	2015	2016
0,13*(A/CZ)	0,25	0,28	0,41	0,35
0,04*(EBIT/NU)	0,36	0,36	0,36	0,36
3,97*(EBIT/A)	0,53	0,65	1,30	1,61
0,21*(V/A)	0,54	0,51	0,47	0,50
0,09*(OA/KZ)	0,13	0,14	0,23	0,18
Index IN05	1,8	1,95	2,78	3,00

Stejně jako u předchozího ukazatele, se i v tomto případě přes uvedenou úpravu podnik nachází po celou sledovanou dobu nad úrovní šedé zóny, jež představuje interval hodnot 0,9-1,6 (Graf. 11.). Lze obecně konstatovat, že vytváří hodnotu.



Graf. 10. Vývoj Indexu IN05 podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

## 7 ZÁVĚREČNÉ ZHODNOCENÍ PROVEDENÝCH ANALÝZ

Z uskutečněné strategické analýzy vyplývá pozitivní vývoj budoucí činnosti podniku. Analýza makroprostředí potvrdila během následujících dvou let pokračující růst ekonomiky, který bude nadále tažen spotřebou domácností odrážející navyšování mezd při extrémně nízké míře nezaměstnanosti. Provedené analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly odhalily, že se podnik pohybuje na poměrně atraktivním trhu s poměrně výraznou konkurenční silou. Tuto skutečnost potvrzuje i stanovený tržní podíl, který se prakticky každoročně zvyšuje. V podniku byla vyvinuta vysoká úroveň odbornosti v technologiích vyfukování a vstřikování, která je zaměřena především na zákazníky z oblasti automotive. Pro výzkum a vývoj svých výrobků a procesů podnik dokonce zřídil samostatné technické oddělení, které zajišťuje kompletní technický rozvoj přání zákazníků.

Co se týká provedené finanční analýzy, aplikace zlatých bilančních pravidel fakticky potvrdila výsledky úvodní horizontální a vertikální analýzy rozvahy. Z hlediska dlouhodobé finanční stability a rovnováhy nehospoďář s dlouhodobým kapitálem podnik příliš efektivně. Jako nejdražší zdroj využívá podnik vlastní kapitál nejen k financování dlouhodobého majetku, ale i toho krátkodobého, což je pro něj zbytečně drahé.

I přesto, že podnik využívá tuto konzervativní strategii financování, dosahuje velmi vysokých hodnot u všech zjišťovaných rentabilit, které navíc každým rokem rostou a v posledních dvou letech jsou dvojnásobné oproti odvětví. V rámci ukazatelů likvidit se podnik spolu s odvětvím pohybují více méně v intervalech doporučovaných hodnot a výrazně z nich nevybočují. Největší výjimky představuje výše pohotové likvidity podniku v roce 2015 a 2016, kdy vykazoval neobvykle vysokou hodnotu krátkodobých pohledávek. Ovšem poslední zmíněný rok opět naznačuje postupné nastolení ideálního stavu. V oblasti aktivity podnik až na pár výjimek opět prakticky kopíruje hodnoty odvětví. Na počátku sledovaného období podnik i odvětví nejdříve inkasovaly své pohledávky a až poté platily své závazky nebo byla jejich doba obratu alespoň skoro stejná. Posléze se ale dostaly do nevýhodné role věřitele, a podnik stejně jako odvětví aktuálně neefektivně úvěruje své odběratele. U podniku je alespoň v posledním roce patrný zlepšující se stav, ovšem v odvětví se doba obratu závazků stále každým rokem snižuje. Navíc podnik také mnohem lépe hospoďář se zásobami a efektivněji využívá celková aktiva. Analýza zadluženosti potvrdila zjištění vertikální analýzy rozvahy o klesající míře zadlužení, kdy je celková zadluženost podniku aktuálně na úrovni 36,7 %. Naproti tomu odvětví si u tohoto ukazatele drží stabilně

velikost kolem 45 %. Nejmarkantnější rozdíl oproti odvětví bezpochyby představuje vysoká hodnota úrokového krytí podniku, která byla zapříčiněna dosažením velkého zisku a každoročně se snižujících nákladových úroků. Podíl vlastního kapitálu na financování aktiv je u podniku stejný jako v celém odvětví, ovšem ukazatel krytí dlouhodobého majetku vlastními zdroji potvrdil závěry bilančních pravidel. Z tohoto pohledu je na tom odvětví lépe.

Postavení podniku v rámci celého odvětví z hlediska vypočtených poměrových ukazatelů názorně nastínila spider analýza, která zviditelnila nejmarkantnější rozdíly v roce 2016, kdy podnik dosahoval zejména mnohem větších hodnot u všech rentabilit. Celá analýza finančního zdraví byla završena výpočtem souhrnných indexů, jež zhodnotily finanční situaci podniku jako uspokojivou. Pokud by se podnik v budoucnu zaměřil na oblast financování, která jej momentálně sice neohrožuje, ale dochází ke zbytečnému využívání drahého vlastního kapitálu, mohlo by mu to určitě pomoci dále rozvíjet svůj potenciál.

Díky provedeným analýzám je možné potvrdit splnění předpokladu nepřetržitého trvání, který je podmínkou pro použití výnosových metod a je tedy možné přistoupit k dalším postupům v rámci projektové části.



## 8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ

Před samotným oceněním podniku bude potřeba podniknout několik kroků a jedním z nich je právě i rozčlenění aktiv.

### 8.1 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva

Mezi provozně nepotřebná aktiva nejčastěji patří dlouhodobý finanční majetek, krátkodobý finanční majetek, peněžní prostředky a ostatní provozně nepotřebná aktiva. Avšak krátkodobým finančním majetkem ani žádnými dalšími provozně nepotřebnými aktivy podnik nedisponuje, a tak je možné za provozně nepotřebná aktiva označit pouze dlouhodobý finanční majetek a peněžní prostředky.

#### 8.1.1 Dlouhodobý finanční majetek

Tento majetek ke své činnosti rozhodně nevyužívá, a navíc byl zařazen pouze v roce 2015 ve formě zápůjčky ovládající osobě. Bude tedy v celé výši vyřazen.

*Tab. 23. Vývoj DFM podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)*

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	10 976	0

#### 8.1.2 Peněžní prostředky

K určení potřebné výše peněžních prostředků bude využit ukazatel hotovostní likvidity. Každý podnik musí udržovat peněžní prostředky v určité výši nezbytné pro svůj provoz. Mařík (2011, s. 121) doporučuje ponechat výši peněžních prostředků ve výši 20 % krátkodobých závazků.

*Tab. 24. Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)*

	2013	2014	2015	2016
Hotovostní likvidita podniku	0,1	0,3	0,1	0,5
Provozně nutná likvidita (max. 0,2)	0,1	0,2	0,1	0,2
Krátkodobé závazky (tisk. Kč)	30 639	36 042	31 407	39 686
Peníze (pokladna + BÚ) (tis. Kč)	1 387	11 252	2 794	21 194
Peníze provozně nutné (tis. Kč)	1 387	7 208	2 794	7 937

## 8.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Po předchozím kroku je již možné vyčíslit provozně nutný investovaný kapitál. Všechny veličiny představují pouze provozně nutnou výši, jakou vyžaduje základní činnost podniku a krátkodobé závazky byly poníženy o krátkodobé bankovní úvěry.

Tab. 25. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	196	266	144	1 687
+ Dlouhodobý hmotný majetek	33 802	33 479	26 196	32 711
Dlouhodobý majetek provozně nutný	33 998	33 745	26 340	34 398
+ Zásoby	13 968	13 208	10 823	14 913
+ Pohledávky	27 203	32 621	67 122	44 575
+ Provozně nutná výše peněz	1 387	7 208	2 794	7 937
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení)	2 499	2 945	820	5 561
- Krátkodobé závazky	27 349	33 891	29 638	37 910
- Ostatní pasiva (časové rozlišení)	118	295	252	209
Pracovní kapitál provozně nutný	17 590	21 796	51 669	34 867
Investovaný kapitál provozně nutný	51 588	55 541	78 009	69 265

## 8.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Po úpravě aktiv je potřeba přistoupit i k úpravě výsledku hospodaření, a to z toho důvodu, že v něm taktéž mohou být zahrnuty náklady nebo výnosy, které nesouvisí s hlavní činností podniku. Takto upravený výsledek hospodaření je tedy generovaný čistě provozně nutným investovaným kapitálem (dále jen „KPVH“).

Tab. 26. Výpočet KPVH (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
Provozní VH	11 826	16 463	37 854	49 178
- Tržby z prodeje DM a materiálu	2 000	14 963	12 874	2 142
+ ZC prodaného DM a materiálu	2 121	12 585	11 173	2 456
KPVH před daněmi	11 947	14 085	36 153	49 492
+ Odpisy dlouhodobého majetku	8 232	10 214	9 633	9 523
KPVH před odpisy a daněmi	20 179	24 299	45 786	59 015

## 9 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Před tvorbou samotného finančního plánu, jež je potřebný pro ocenění formou výnosových metod je potřeba sestavit prognózu generátorů hodnoty, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.

### 9.1 Tržby

V mnohé literatuře se jako nejpoužívanější způsoby prognózy tržeb uvádí analýza časového trendu a regresní analýza. Při regresní analýze tvoří tržby podniku vysvětlovanou proměnou nejčastěji některé z makroekonomických veličin, čímž dochází k překonání nevýhody při použití analýzy časového trendu, kdy nejsou reflektovány předpokládané změny v ekonomice. Z tohoto důvodu budou nejdříve stanoveny jednotlivé korelační koeficienty, a teprve pokud nebude shledána dostatečně silná míra korelace s žádným z uvažovaných ukazatelů, bude přistoupeno k provedení prognózy tržeb na základě jejich vývoje v minulosti.

Následující tabulka (Tab. 27.) obsahuje tržby podniku představující vysvětlovanou proměnou a další tradičně využívané vysvětlující proměnné v podobě hlavních makroekonomických ukazatelů, ale i dalších potenciálních, které odhalila strategická analýza.

Tab. 27. Srovnání tržeb podniku s dalšími ukazateli (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2011-2016; MPO, 2016; MF, 2018)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby podniku (tis. Kč.)	121 795	139 051	192 054	201 808	241 110	274 863
Změna (%)	-	14,1	38,1	5,0	19,0	14,0
Prům. tempo růstu (%)	18,04					
Tržby odvětví (mil. Kč.)	100 518	101 105	103 125	116 280	124 584	127 937
Změna (v %)	-	0,6	2,0	12,8	7,1	2,7
Tržby automotive (mil. Kč)	713 676	738 718	784 373	939 178	1052 660	1151 676
Změna (%)	-	3,5	6,2	19,7	12	9,4
HDP v b.c. (mld. Kč)	4 023	4 042	4 098	4 314	4 596	4 773
Změna (%)	-	0,5	1,4	5,3	6,5	3,9
Průměr. míra inflace (%)	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7
Míra nezaměstnanosti (%)	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1	4,0

Největší statistické závislosti bylo dosaženo u ukazatele HDP, kdy byl stanoven korelační koeficient na úrovni 0,95. Dále byl odhalen vysoký koeficient závislosti u tržeb automobilového průmyslu i samotného odvětví, ovšem ze vzájemných korelačních koeficientů všech nezávislých proměnných, jež jsou vyšší než 0,75 vyplývá nemožnost je všechny použít v regresní funkci. Pro predikci tedy může být využit pouze jeden z těchto regresorů, a tím byl zvolen ukazatel HDP, jelikož dosahuje nejvyššího koeficientu. Ostatní uvažované ukazatele byly díky nízké míře korelace vyřazeny.

Tab. 28. Predikce tržeb podniku (Vlastní zpracování na základě MF, 2018)

	2017	2018	2019	2020
HDP v b.c. (mld. Kč)	5 042	5 304	5 530	5 754
Změna (%)	5,6	5,2	4,3	4,0
Tržby podniku (tis. Kč)	322 561	367 734	406 699	445 320
Změna (%)	17,3	14,0	10,6	7,8
Průměr. tempo růstu (%)	12,4			

Vývoj hodnot hrubého domácího produktu byl získán z makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR, čímž je zajištěna jejich vysoká míra spolehlivosti. Z predikce je patrné pokračování v navyšování tržeb, i když stále menším tempem. Průměrné tempo růstu pro období 2017-2020 se odhaduje na 12,4 %, což je oproti předchozímu období 2011-2016 zhruba o 6 % méně.

S přihlédnutím k prostředí, ve kterém podnik působí lze takového růstu tržeb dosáhnout především zvýšením produkce. Vzhledem k využití aktuálních výrobních kapacit a neplánování dalších větších investic, je zapotřebí tempo růstu ještě dále korigovat (Tab. 29.).

Tab. 29. Výsledná predikce tržeb podniku (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
Tržby	291 355	305 923	318 159	327 704
Změna (%)	6	5	4	3
Průměr. tempo růstu (%)	4,5			

## 9.2 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marži lze definovat jako podíl KPVH před odpisy a tržeb. Nejdříve bude provedena analýza minulého vývoje, na kterou posléze naváže prognóza provozní ziskové marže metodou „shora“.

Tab. 30. Vývoj provozní ziskové marže podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
KPVH před odpisy a daněmi	20 179	24 299	45 786	59 015
Tržby	192 054	201 808	241 110	274 863
Provozní zisková marže (%)	10,5	12,0	19,0	21,5

Prognóza ziskové marže bude provedena pomocí lineární regrese na základě vývoje tržeb v minulých letech s přihlédnutím ke konkurenční pozici podniku.

Tab. 31. Predikce provozní ziskové marže podniku (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
KPVH před odpisy a daněmi	59 600	60 987	59 983	58 634
Tržby	291 355	305 923	318 159	327 704
Provozní zisková marže (%)	20,5	19,9	18,8	17,9

### 9.3 Pracovní kapitál

Pro potřeby plánování a následného ocenění, není možné vycházet z ukazatele klasického pracovního kapitálu, ale je zapotřebí jej upravit. Vývoj a výpočet tohoto provozně nutného pracovního kapitálu v minulých letech upravuje následující tabulka (Tab. 32.). Všechny veličiny byly započteny pouze v provozně nutné výši, jakou vyžaduje základní činnost podniku a krátkodobé závazky byly poníženy o krátkodobé bankovní úvěry. Od roku 2013 až do roku 2015 vykazoval pracovní kapitál rostoucí trend díky snižujícím se krátkodobým závazkům. To se změnilo v roce 2016, kdy došlo k jejich nárůstu. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu je v rámci celého období 20,9 %.

Tab. 32. Vývoj provozně nutného pracovního kapitálu podniku v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
+ Zásoby	13 968	13 208	10 823	14 913
+ Pohledávky	27 203	32 621	67 122	44 575
+ Provozně nutná výše peněz	1 387	7 208	2 794	7 937
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení)	2 499	2 945	820	5 561
- Krátkodobé závazky	27 349	33 891	29 638	37 910
- Ostatní pasiva (časové rozlišení)	118	295	252	209
Pracovní kapitál provozně nutný	17 590	21 796	51 669	34 867

K výpočtu plánovaných hodnot pracovního kapitálu bude využit jednak minulý vývoj jeho položek, ale i doby obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků, čímž dojde k vyjádření jejich vztahu k tržbám.

Tab. 33. Vývoj dob obratu podniku v letech 2013-2016 a jejich predikce (Vlastní zpracování)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doba obratu zásob	26	23	16	19	22	22	23	23
Doba obratu pohledávek	50	56	98	57	50	50	50	50
Doba obratu závazků	49	57	43	49	49	50	51	52

Jednotlivé plánované doby obratu vychází z jejich minulého vývoje s přihlédnutím k aktuální situaci podniku. Již v rámci finanční analýzy bylo možné u těchto ukazatelů identifikovat v roce 2015 asi nejvýraznější změnu oproti jinak poměrně konstantní výši v ostatních letech, a to především u doby obratu pohledávek. Stalo se tak z důvodu získání nových zákazníků, kterým byla poskytnuta delší doba splatnosti. V dlouhodobém horizontu se podnik snaží o udržení úrovně 50 dnů. Vzhledem k vzájemnému nevýhodnému vztahu doby obratu pohledávek a závazků v celém odvětví nelze očekávat u podniku výrazně lepší stav. I nadále se budou tyto dva ukazatele pohybovat zhruba na stejné úrovni. Jelikož se podniku podařilo dojednat výhodnější obchodní podmínky, bude se doba obratu závazků mírně navyšovat, až se nakonec stabilizuje na hodnotě 52 dnů. Doba obratu zásob mírně vzroste, ale i tak bude stále dosahovat polovičních hodnot oproti odvětví.

Tab. 34. Predikce provozně nutného pracovního kapitálu podniku (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
+ Zásoby	17 805	18 695	20 327	20 937
+ Pohledávky	40 466	42 489	44 189	45 514
+ Provozně nutná výše peněz	9 101	9 815	10 753	11 872
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení)	5 561	5 561	5 561	5 561
- Krátkodobé závazky	39 657	42 489	45 073	47 335
- Ostatní pasiva (časové rozlišení)	209	209	209	209
Pracovní kapitál provozně nutný	33 068	33 862	35 548	36 340

Budoucí hodnoty zásob, pohledávek a závazků byly stanoveny pomocí určených dob obratu. Peněžní prostředky byly odhadnuty na základě jejich minulého vývoje. Časové rozlišení aktivní je tvořeno především nájemným, u kterého došlo v roce 2016 k jednorázovému navýšení na celou dobu nájmu (10 let). Pro příští období bude ponecháno stejně jako časové

rozlišení pasivní na hodnotě roku 2016. Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu je pro predikované období ve výši 2,8 %.

#### 9.4 Investice do dlouhodobého majetku

Poslední predikovaný generátor má podobu dlouhodobého majetku. Z vypočtené tabulky (Tab. 35.) je díky kladné hodnotě netto investic patrná investiční činnost podniku v roce 2016, a to jak u dlouhodobého hmotného majetku, tak i u toho nehmotného. To ovšem odhalila již vertikální analýza rozvahy. Koefficient náročnosti růstu tržeb na růst investic do dlouhodobého hmotného majetku byl ve sledovaném období díky větší hodnotě odpisů, jak podniknutých investic v průměru -1,3 % a koefficient náročnosti růstu tržeb na růst investic do dlouhodobého nehmotného majetku pak 1,8 %.

Tab. 35. Vývoj investic podniku do provozně nutného DM v letech 2013-2016 (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
DHM provozně nutný	33 802	33 479	26 196	32 711
Investice netto	-	-323	-7 283	6 515
Investiční náročnost růstu tržeb (%)	-1,3			
DNM provozně nutný	196	266	144	1 687
Investice netto	-	70	-122	1 543
Investiční náročnost růstu tržeb (%)	1,8			

Z důvodu nedostatku informací o plánovaných investicích ze strany podniku, budou investice do dlouhodobého majetku stanoveny pomocí globálního přístupu, který představuje jednu ze tří variant plánování investiční činnosti. Vychází z predikovaných tržeb pro následující čtyři roky a vypočteného koeficientu investiční náročnosti růstu tržeb.

Tab. 36. Plán DM a investic podniku (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
DHM provozně nutný	32 537	32 362	32 188	32 013
DNM provozně nutný	1 924	2 162	2 399	2 637
Celkem	34 461	34 524	34 587	34 650

## 10 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Nyní již může být vyhotoven konkrétní finanční plán. Ten se bude skládat z rozvahy a výkazu zisku a ztráty na období následujících čtyř let. Pro porovnání s minulostí budou uvedeny i poslední známé hodnoty v roce 2016. Celý plán bude poměrně ve velké míře vycházet z kapitoly pojednávající o generátorech hodnoty a konkrétně nejvíce z prognózy tržeb, která byla provedena na základě výsledků strategické analýzy.

### 10.1 Rozvaha

Výše dlouhodobého nehmotného i hmotného majetku bude převzata právě ze zmíněné předchozí kapitoly. Dlouhodobý finanční majetek podnik evidoval pouze v roce 2015 v podobě zápůjčky ovládající osobě. V budoucnu nelze nic podobného očekávat, proto bude dlouhodobý finanční majetek v následujícím období, stejně jako v roce 2016 roven nule. Celkově bude dlouhodobý majetek plánován jen v provozně nutné výši a neočekávají se výrazné investice. Prakticky po celé plánované období se bude držet zhruba na konstantní výši. Oběžná aktiva na druhou stranu každým rokem porostou. Zásoby taktéž, ovšem pouze v provozně nutné výši. Naprosto dominantní podíl na oběžných aktivech budou mít pohledávky, které jsou tvořeny pouze krátkodobými pohledávkami. Dlouhodobé pohledávky měl podnik pouze ve velmi malé výši a příští rok lze očekávat jejich splacení, proto s nimi nebude dále uvažováno. Peněžní prostředky se budou zvyšovat, protože podnik bude každoročně dosahovat zisku, který nebude využit pro případné investice. Krátkodobým finančním majetkem v podobě podílů podnik vůbec nedisponuje. Z tohoto důvodu s ním nebude uvažováno ani do budoucna. Časové rozlišení aktivní bude ponecháno na úrovni roku 2016. Tvoří ho především nájemné, které bylo v roce 2016 navýšeno.

Základní kapitál a přiděl do rezervního fondu zůstanou ve stejné výši jako v posledním roce. Položka nerozděleného zisku se bude každoročně navyšovat o dosažený zisk, který bude převzat z výsledovky a snižovat o výplatu podílu. Co se týká cizích zdrojů, rezervy budou i nadále navyšovány jako v minulém období. Položka dlouhodobých závazků se skládá z dlouhodobých závazků k bankovním institucím a odloženého daňového závazku. Dlouhodobé bankovní úvěry se budou v příštím období kvůli neinvestiční činnosti nadále snižovat o určené splátky a daňový závazek mírně růst jako v minulých letech. Krátkodobé závazky pak obsahují jednak krátkodobé závazky k úvěrovým institucím, ale také krátkodobé závazky z obchodních vztahů a ostatní závazky. Potřeba krátkodobých bankovních úvěrů bude růst tak, aby byly pokryty krátkodobé finanční potřeby podniku.



Hodnota krátkodobých závazků z obchodních vztahů a ostatních krátkodobých závazků opět vychází z kapitoly o generátorech hodnoty. Časové rozlišení pasivní bude ponecháno na úrovni roku 2016.

Aktiva dosahují stejných hodnot jako pasiva, čímž je splněn princip bilanční kontinuity.

Tab. 37. Plán rozvahy (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>120 641</b>	<b>121 643</b>	<b>123 749</b>	<b>128 937</b>	<b>136 242</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>34 398</b>	<b>34 461</b>	<b>34 524</b>	<b>34 587</b>	<b>34 650</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 687	1 924	2 162	2 399	2 637
Dlouhodobý hmotný majetek	32 711	32 537	32 362	32 188	32 013
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>80 682</b>	<b>81 621</b>	<b>83 664</b>	<b>88 789</b>	<b>96 031</b>
Zásoby	14 913	17 805	18 695	20 327	20 937
Pohledávky	44 575	40 466	42 489	44 189	45 514
Peněžní prostředky	21 194	23 350	22 479	24 274	29 580
Peněžní prostředky provozně nenutné	13 257	14 249	12 664	13 521	17 708
Peněžní prostředky provozně nutné	7 937	9 101	9 815	10 753	11 872
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>5 561</b>	<b>5 561</b>	<b>5 561</b>	<b>5 561</b>	<b>5 561</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>120 641</b>	<b>121 643</b>	<b>123 749</b>	<b>128 937</b>	<b>136 242</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>76 160</b>	<b>71 310</b>	<b>69 718</b>	<b>69 989</b>	<b>71 448</b>
Základní kapitál	24 100	24 100	24 100	24 100	24 100
Fondy ze zisku	2 252	2 252	2 252	2 252	2 252
Výsledek hospodaření minulých let	32 711	49 808	44 958	43 366	43 637
VH běžného účetního období (+/-)	39 221	40 109	41 774	43 907	46 555
Výplata podílu na zisku	-22 184	-44 958	-43 366	-43 637	-45 096
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>44 272</b>	<b>50 124</b>	<b>53 822</b>	<b>58 740</b>	<b>64 585</b>
Rezervy	1 153	1 483	1 813	2 143	2 473
Závazky	43 119	48 641	52 009	56 597	62 112
Dlouhodobé závazky	3 434	3 134	2 934	2 834	2 753
Krátkodobé závazky	39 686	45 507	49 075	53 763	59 359
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>209</b>	<b>209</b>	<b>209</b>	<b>209</b>	<b>209</b>

## 10.2 Výkaz zisku a ztráty

Tržby podniku budou každým rokem stoupat. Tržby za vlastní výrobky a služby, již byly naplánovány v předchozí kapitole. Oproti výsledkům regresní analýzy je byla potřeba upravit tak, aby odpovídaly aktuální výrobní kapacitě podniku. Takto stanovené budoucí tempo růstu bylo použito i pro tržby za prodej zboží. U výkonové spotřeby se očekává stejný vývoj jako u tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, z tohoto důvodu bude výkonová spotřeba představovat takový poměr k těmto tržbám, jakého průměrně dosahovala za minulé období. Naplánovaný vývoj položky změna stavu zásob jasně odráží zvýšenou výrobu. Položka aktivace byla v podniku po celé sledované období rovna nula, proto s ní nebude počítáno ani v budoucnu. Osobní náklady společnosti se budou i nadále zvyšovat, a to stejným tempem jako růst tržeb. Bude to zapříčiněno především přijetím nových zaměstnanců a zvýšením mezd těm stávajícím. Úpravy hodnot budou určeny z vytvořeného plánu investic a převzatého odpisového plánu. Po celé plánované období bude tato položka mírně růst kvůli zvyšujícímu se dlouhodobému majetku. Do ostatních provozních výnosů se řadí tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, a také jiné provozní výnosy v podobě darů, smluvních pokut a dalších výnosů podobného charakteru. Do položky ostatních provozních nákladů pak spadají rezervy, daně a poplatky a další jiné provozní náklady. Obě tyto zbylé provozní položky budou naplánovány na základě historického vývoje. Výsledkem všech těchto položek je provozní výsledek hospodaření, jež v plánovaných letech poroste.

S položkou výnosových úroků není opět uvažováno, protože ji podnik neevidoval ani v minulosti. Výše nákladových úroků bude vycházet z konkrétní výše bankovních úvěrů a očekávaného vývoje úrokových sazeb, jež se odvíjí od průměrné úrokové sazby. Lze očekávat, že bude tato položka v budoucnu růst. Do ostatních finančních výnosů a nákladů se řadí zejména kurzové zisky a ztráty, které podnik realizuje na základě nákupu od zahraničních dodavatelů. Jejich výše bude naplánována v hodnotě roku 2016. Celkově se bude finanční výsledek hospodaření každým rokem mírně zhoršovat.

Finální výsledek hospodaření před zdaněním bude v každém plánovaném roce kladný. Celkově poroste a nejsou plánovány výrazné výkyvy jako v minulosti. Změnu sazby daně nelze očekávat, proto je i nadále uvažováno s 19 %.

Tab. 38. Plán výkazu zisku a ztráty (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby z prodeje výrobků a služeb	274 863	291 355	305 923	318 159	327 704
Tržby za prodej zboží	6 470	6 858	8 201	7 489	7 714
Výkonová spotřeba	180 922	195 208	208 027	216 348	222 839
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-2 591	-3 109	-3 731	-4 477	-5 373
Osobní náklady	43 882	46 515	48 841	50 794	52 318
Úpravy hodnot DN a HM	9 523	9 540	9 557	9 574	9 592
Ostatní provozní výnosy	2 766	3 043	3 347	3 682	4 050
Ostatní provozní náklady	3 424	2 945	2 532	2 178	1 873
<b>PROVOZNÍ VH</b>	<b>49 178</b>	<b>50 157</b>	<b>52 244</b>	<b>54 912</b>	<b>58 219</b>
Nákladové úroky a podobné náklady	283	311	342	377	414
Ostatní finanční výnosy	2 728	2 728	2 728	2 728	2 728
Ostatní finanční náklady	3 057	3 057	3 057	3 057	3 057
<b>FINANČNÍ VH</b>	<b>-612</b>	<b>-640</b>	<b>-671</b>	<b>-706</b>	<b>-743</b>
<b>VH před zdaněním</b>	<b>48 566</b>	<b>49 517</b>	<b>51 572</b>	<b>54 207</b>	<b>57 475</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	9 345	9 408	9 799	10 299	10 920
<b>VH po zdanění</b>	<b>39 221</b>	<b>40 109</b>	<b>41 774</b>	<b>43 907</b>	<b>46 555</b>
VH za účetní období	39 221	40 109	41 774	43 907	46 555
Čistý obrat za účetní období	286 827	303 984	320 198	332 058	342 196

## 11 OCENĚNÍ PODNIKU POMOCÍ VYBRANÝCH VÝNOSOVÝCH METOD

Následující kapitola se již bude zabývat samotným stanovením hodnoty zvoleného podniku pomocí vybraných výnosových metod oceňování, kterými budou metoda diskontovaného cash flow, metoda ekonomické přidané hodnoty a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Ovšem ještě než k nim bude přistoupeno je zapotřebí stanovit výši diskontní míry.

### 11.1 Stanovení diskontní míry

U metody kapitalizovaných čistých výnosů bude použita diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu a u metody diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty bude vycházet z průměrných vážených nákladů na kapitál, ve které jsou opět zahrnuty náklady na vlastní kapitál, ale také na ten cizí. Pro stanovení diskontní míry se bude vždy vycházet z údajů platných k datu ocenění.

#### 11.1.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál budou dány podílem nákladových úroků a bankovních úvěrů. Vzhledem k tomu, že podnik využívá více bankovních úvěrů od různých subjektů a to např. i formou kontokorentu, bude výsledná úroková míra vypočtena podílem nákladových úroků a průměrného stavu úvěrů, který je dán počáteční a konečnou hodnotou daného roku.

*Tab. 39. Výpočet nákladů na cizí kapitál (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016)*

Položka (tis. Kč)	Hodnota
Závazky k úvěrovým institucím ke konci roku	4 152
Průměrný stav	5 030
Nákladové úroky	283
Úroková sazba – stav ke konci roku (%)	6,82%
Úroková sazba – průměrný stav	5,63%

#### 11.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál budou stanoveny pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (dále jen „CAPM“) a následně i stavebnicového modelu. Jednotlivým metodám budou posléze přiděleny váhy a výsledná hodnota bude stanovena na základě váženého průměru.

### 11.1.2.1 Model oceňování kapitálových aktiv

Model CAPM je obecně považován za základní přístup pro určení nákladů vlastního kapitálu. Pro jeho výpočet je nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémie trhu a koeficient beta. Přesné znění vzorce je následující (Pavelková a Knápková, 2012, s. 168):

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (11)$$

kde:

$r_e$  = náklady vlastního kapitálu v %

$r_f$  = bezriziková úroková míra

$\beta$  = relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

$r_m$  = průměrná výnosnost kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$  = riziková prémie kapitálového trhu.

Bezriziková úroková míra bude stanovena na základě výnosů desetiletých státních dluhopisů. Koeficient  $\beta$  nezadlužený podobných podniků bude převzat z webových stránek profesora Damodarana. Bude použita metoda analogie, kdy bude hodnota zadluženého koeficientu beta vyčíslena pomocí následujícího vzorce (Pavelková a Knápková, 2012, s. 169):

$$\beta_Z = \beta_N * \left( 1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (12)$$

kde:

$\beta_Z$  =  $\beta$  vlastního kapitálu u zadluženého podniku

$\beta_N$  =  $\beta$  vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

T = sazba daně z příjmu

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál.

Riziková prémie bude čerpána taktéž ze stránky profesora Damodarana a její hodnota vychází z ratingového ohodnocení České republiky.

Tab. 40. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM (Vlastní zpracování na základě Damodaran Online, 2018; MPO, 2016)

Položka	Hodnota
$r_f$	1,55%
$\beta$ - nezadlužená	1,23
$\beta$ - zadlužená	1,28
$(r_m - r_f)$	6,69%
$r_e$	10,14%

Tabulka (Tab. 40.) zobrazuje všechny potřebné údaje pro výpočet nákladů na kapitál. Beta nezadlužený koeficient byl přepočten na koeficient beta zadlužený pomocí vzorce (12) a následně byl spolu s hodnotou bezrizikové úrokové míry a rizikové prémie dosazen do vzorce (11). Výsledná výše nákladů vlastního kapitálu dle této metody činí 10,14 %.

### 11.1.2.2 Stavebnicový model

Stavebnicový model INFA je používán Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Byl vytvořen v součinnosti s manželi Neumaierovými a je založen na přičítání rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Ze stránek Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO, 2017) je možné získat konkrétní podmínky pro přidělení určených hodnot jednotlivých přírážek i znění samotného vzorce, které je následující:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{FINSTRU} \quad (13)$$

kde:

$r_f$  = bezriziková úroková míra

$r_{LA}$  = riziková přírážka za velikost podniku

$r_{POD}$  = riziková přírážka za podnikatelské riziko

$r_{FINSTAB}$  = riziková přírážka za finanční stabilitu

$r_{FINSTRU}$  = riziková přírážka za finanční strukturu.

Přírážka za velikost podniku je dána hodnotou úplatných zdrojů, tedy součtem vlastního kapitálu a bankovních úvěrů podniku. Jelikož vybraný podnik nedosahuje hraniční hodnoty 100 mil., bude ve výši 5 %. Přírážka za podnikatelské riziko je navázána na velikost ukazatele ROA. Z důvodu jeho vysoké hodnoty musí být tato přírážka převzata z odvětví, kde je pro čtvrté čtvrtletí roku 2016 u CZ-NACE 22 stanovena na úrovni 2,41 %. Další

přirážka zohledňuje běžnou likviditu daného subjektu. Vybraný podnik dosahuje větší hodnoty této likvidity, než je pohotová likvidita odvětví, tudíž bude rovna nule. Přirážka za finanční strukturu nebude díky vysokému úrokovému krytí taktéž připočtena.

Následující tabulka (Tab. 41.) již udává souhrn veškerých stanovených rizikových přirážek včetně bezrizikové úrokové míry. Náklady na vlastní kapitál jsou na základě této metody přiřazeny na úrovni 8,96 %.

*Tab. 41. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicového modelu INFA (Vlastní zpracování na základě MPO, 2017)*

Položka	Hodnota
$r_f$	1,55%
$r_{LA}$	5%
$r_{POD}$	2,41%
$r_{FINSTAB}$	0%
$r_{FINSTRU}$	0%
$r_e$	8,96%

### 11.1.2.3 Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál

Pro pozdější výpočty je zapotřebí nejdříve stanovit výslednou výši nákladů na vlastní kapitál. Jak již bylo uvedeno, jednotlivým metodám budou přiděleny váhy a výsledná hodnota bude stanovena na základě váženého průměru. Nejvyšší váha bude přiřazena metodě CAPM, jelikož cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vybraného podniku a tento model s náhradními odhady beta vychází právě z tržních dat. Stavebnicovému modelu INFA je přidělena menší váha, protože jde o metodu vhodnější pro stanovení subjektivní (investiční) hodnoty. Ostatní přístupy v podobě dividendového modelu, stanovení nákladů vlastního kapitálu na základě rentability odvětví či odvození z nákladů cizího kapitálu využity nebudou, protože vybraný podnik není akciovou společností, dosahuje mnohem větší rentability vlastního kapitálu než odvětví nebo dochází k ovlivnění ze strany subjektivního názoru oceňovatele a mohlo by tedy dojít ke zkreslení výsledné hodnoty. Navíc zejména poslední dvě metody nejsou obecně v praxi příliš doporučovány.

*Tab. 42. Přehled nákladů na vlastní kapitál (Vlastní zpracování)*

Položka	Váha	Hodnota
CAPM	2	10,14%
INFA	1	8,96%
Výsledná hodnota $N_{VK}$		9,75%

### 11.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Po stanovení nákladů na cizí a vlastní kapitál mohou být určeny i vážené průměrné náklady kapitálu, a to podle vzorce (Mařík, 2011, s. 253):

$$WACC = N_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + N_{VK} * \frac{VK}{K} \quad (14)$$

kde:

$N_{CK}$  = náklady na cizí kapitál

$N_{VK}$  = náklady na vlastní kapitál

D = sazba daně z příjmu

K = celkový kapitál.

Níže uvedená tabulka (Tab. 43.) udává veškeré veličiny, jež jsou potřebné pro výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál (dále jen „WACC“). V samotném výpočtu je zohledněna i sazba daně z příjmů, jelikož jsou nákladové úroky daňově uznatelné.

Tab. 43. Výpočet WACC (Vlastní zpracování)

Položka	Hodnota
$N_{CK}$	5,63%
$N_{VK}$	9,75%
CK/K	5,17%
VK/K	94,83%
WACC	9,48%

## 11.2 Stanovení tempa růstu

Před samotným stanovením hodnoty vybrané společnosti je nutné vyčíslit tempo růstu pro pokračující hodnotu. Při jeho stanovení je možné vycházet z predikce vývoje HDP ve stálých cenách, jehož tempo růstu činilo v roce 2016 2,6 %. V příštím roce je možné očekávat růst ve výši 4,3 %. Poté se již bude tempo růstu tohoto ukazatele každým rokem mírně zmenšovat. Další možnost představuje odvození od tempa růstu tržeb pro minulé i budoucí období, tedy roky 2011-2020, kdy je tempo růstu 15 %. Je nutné přihlídnout i k životní fázi cyklu podniku, přičemž vybraný podnik se nachází ve fázi zralého podniku, u kterého lze předpokládat rychlejší vývoj v první fázi a ustálení tempa na nižší úrovni ve fázi další. Po přihlídnutí ke všem uvedeným faktorům a také po zohlednění zásady opatrnosti lze tempo růstu (g) odhadnout na úrovni 3 %, což je o 1 procentní bod nad inflačním cílem ČNB.



### 11.3 Výpočet hodnoty metodou DCF Entity

Metoda diskontovaných peněžních toků představuje nejpoužívanější výnosovou metodu. Konkrétně bude využita metoda entity, a to dvoufázová metoda. Tudiž bude budoucí vývoj rozdělen na celkem dvě fáze. V první fázi dojde k využití informací ze stanoveného finančního plánu a ve druhé pak bude pokračující hodnota vypočtena dle již vysvětleného Gordonova a parametrického vzorce.

Následující tabulka (Tab. 44.) udává jednotlivé hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu, se kterými se bude dále pracovat při následném výpočtu volného peněžního toku.

Tab. 44. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu podniku (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020
+ Provozně nutný dlouhodobý majetek	34 398	34 461	34 524	34 587	34 650
+ Provozně nutný upr. pracovní kapitál	34 867	33 068	33 862	35 548	36 340
Provozně nutný investovaný kapitál	69 265	67 529	68 386	70 135	70 990

Tohoto volného peněžního toku do podniku bude dosaženo úpravou KPVH o daň, odpisy a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Přesný postup znázorňuje tabulka (Tab. 45.).

Tab. 45. Výpočet volného peněžního toku do podniku (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
KPVH před daněmi	50 059	51 429	50 409	49 042
- Upravená daň	9 511	9 772	9 578	9 318
KPVH po dani	40 548	51 215	50 405	49 316
+ Odpisy	9 540	9 557	9 574	9 592
Předběžný peněžní tok z provozu	50 088	60 772	59 980	58 908
- Investice do DM (brutto)	9 603	9 621	9 637	9 655
- Investice do PK	-1 799	795	1 685	792
Volný peněžní tok do podniku (FCFF)	42 285	50 357	48 657	48 460

Pro vyčíslení hodnoty první fáze již nyní stačí pouze zjištěný volný peněžní tok do podniku převést na současnou hodnotu pomocí kalkulované diskontní míry na úrovni zjištěné hodnoty WACC. Následným součtem všech takto diskontovaných peněžních toků, bude dosaženo současné hodnoty první fáze, která bude později s hodnotou fáze druhé utvářet samotné ocenění podniku. Konkrétní hodnoty je možné vidět v tabulce (Tab. 46.).

Tab. 46. Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF Entity (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
Volný peněžní tok do podniku (FCFF)	42 285	50 357	48 657	48 460
Diskontní míra (%)	9,48			
Odúročitel pro diskontní míru	0,9134	0,8343	0,7621	0,6961
Diskontované FCFF	38 623	42 014	37 081	33 732
Současná hodnota 1. fáze	151 450			

Druhá fáze představuje pokračující hodnotu, která trvá od konce první fáze, tedy roku 2021 do nekonečna a je chápána jako současná hodnota očekávaných peněžních příjmů. Lze ji určit pomocí Gordonova nebo parametrického vzorce, které již byly popsány v teoretické části.

Pro výpočet pomocí Gordonova vzorce je nutné určit KPVH po zdanění v roce 2021 tak, že se minulý KPVH po dani zvýší o tempo růstu  $g$ . Poté budou stanoveny čisté investice roku 2021 pomocí provozně nutného investovaného kapitálu roku 2020 s ohledem na tempo růstu. Rozdíl mezi  $KPVH_{2021}$  a  $Investicemi_{netto2021}$  budou získané volné peněžní toky pro první rok druhé fáze, které budou následně diskontovány za pomoci WACC na současnou hodnotu. Finálním výsledkem bude hodnota druhé fáze, resp. pokračující hodnoty.

$$KPVH_{2021} = KPVH_{2020} * (1+g) = 49\,316 * 1,03 = 50\,795 \text{ tis. Kč}$$

$$Investicemi_{netto2021} = K_{2020} * g = 70\,990 * 0,03 = 2\,130 \text{ tis. Kč}$$

$$FCFF_{2021} = KPVH_{2021} - Investicemi_{netto2021} = 50\,795 - 2\,130 = 48\,666 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{FCFF_{2021}}{i_k - g} = \frac{48\,666}{0,0948 - 0,03} = 751\,014 \text{ tis. Kč}$$

Další možnost výpočtu pokračující hodnoty představuje parametrický vzorec. KPVH pro rok 2021 je již znám, tudíž je nutné pro dosažení do vzorce dopočítat ještě míru investic netto, ze které bude následně zjištěna jejich rentabilita.

$$m_i = \frac{Investicemi_{netto2021}}{KPVH_{2021}} = \frac{2\,130}{50\,795} = 4,19 \%$$

$$r_i = \frac{g}{m_i} = \frac{0,03}{0,0419} = 71,60 \%$$

$$PH = \frac{KPVH_{2021} * (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g} = \frac{50\,795 * (1 - \frac{0,03}{0,716})}{0,0948 - 0,03} = 751\,014 \text{ tis. Kč}$$

Oba použité vzorce dospěly ke stejným výsledkům pokračující hodnoty. Nespornou výhodou parametrického vzorce je skutečnost, že poukazuje na to, zda podnik tvoří hodnotu. To lze poznat na základě vzájemného vztahu nákladů na kapitál a rentability investic, které musí být vyšší.

Stanovení výsledné hodnoty podniku pomocí metody DCF Entity již zobrazuje následující tabulka (Tab. 47.). Ocenění podniku na hodnotu brutto je dáno součtem současných hodnot první a druhé fáze. Současné hodnoty druhé fáze lze dosáhnout součinem pokračující hodnoty a odúročitele pro rok 2020, který již byl vypočten v předchozí tabulce (Tab. 46.). Následným odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění je možné určit hodnotu podniku netto a závěrečným přičtením hodnoty neprovozních aktiv k datu ocenění již lze dosáhnout výsledné hodnoty podniku. Ta je ve výši 683 326 tis. Kč.

Tab. 47. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF Entity (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
+ Současná hodnota 1. fáze	151 450
+ Současná hodnota 2. fáze	522 771
Hodnota podniku brutto	674 221
- Hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění	4 152
Hodnota podniku netto	670 069
+ Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění	13 257
Výsledná hodnota VK	683 326

#### 11.4 Výpočet hodnoty metodou založenou na ekonomické přidané hodnotě

Hodnota podniku bude stanovena také pomocí metody založené na ekonomické přidané hodnotě. Ta představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížen o náklady cizího a vlastního kapitálu. Opět se zde bude vycházet z KPVH po dani, který je možné označit za NOPAT. Hodnota NOA představuje neoperativní čistá aktiva, které budou odpovídat provozně nutnému investovanému kapitálu. Diskontní míra bude opět stanovena na úrovni WACC, a i samotný výpočet bude znovu rozdělen na dvě fáze s tempem růstu ve výši 3 %.

V tabulce (Tab. 48.) je možné vidět výpočet hodnoty první fáze, která dosahuje 131 600 tis. Kč. Pro stanovení hodnoty EVA byly jednotlivé údaje dosaženy do vzorce (6), který je již uveden v teoretické části.

Tab. 48. Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020
NOPAT	40 548	51 215	50 405	49 316
NOA	67 529	68 386	70 135	70 990
WACC (%)	9,48			
WACC * NOA <sub>T-1</sub>	6 566	6 402	6 483	6 649
EVA	33 982	44 813	43 922	42 667
Diskontní míra (%)	9,48			
Odúročitel pro diskontní míru	0,9134	0,8343	0,7621	0,6961
Diskontovaná EVA	31 039	37 389	33 472	29 700
Současná hodnota 1. fáze	131 600			

Výpočet druhé fáze bude opět stejný, jako u předchozí metody. Pokračující hodnota bude stanovena na základě budoucí hodnoty ukazatele EVA v roce 2021. Pro určení hodnoty druhé fáze je zapotřebí nejdříve vyčíslit hodnotu NOPAT pro rok 2021, a to tím způsobem, že bude NOPAT za poslední rok plánu vynásoben tempem růstu. Následným dosazením ekonomické přidané hodnoty za rok 2021 do vzorce již lze získat hledanou pokračující hodnotu.

$$EVA_{2021} = NOPAT_{2021} - NOA_{2020} * WACC$$

$$EVA_{2021} = 49 316 * 1,03 - 70 990 * 0,0948 = 44 066$$

$$PH = \frac{44 066}{0,0948 - 0,03} = 680 024 \text{ tis. Kč}$$

Nyní je již možné určit výslednou hodnotu podniku (Tab. 49.). Ukazatel tržní přidané hodnoty (MVA) je dán součtem současných hodnot první a druhé fáze. Současnou hodnotu druhé fáze je opět možné zjistit pomocí součinu pokračující hodnoty a odúročitele pro rok 2020. Následným přičtením investovaného kapitálu k MVA vzniká hodnota podniku brutto, od které se posléze odečte úročený cizí kapitál. Výslednou hodnotu vlastního kapitálu pak bude tvořit součet hodnot podniku netto a neprovozních aktiv.

Tab. 49. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
+ Současná hodnota 1. fáze	131 600
+ Současná hodnota 2. fáze	473 356
MVA	604 956
+ NOA k datu ocenění	69 265
Hodnota podniku brutto	674 221
- Hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění	4 152
Hodnota podniku netto	670 069
+ Hodnota neprovozního majetku k datu ocenění	13 257
Výsledná hodnota VK	683 326

### 11.5 Výpočet hodnoty metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Toto ocenění je za použití paušální metody založeno na analýze dosažených výsledků hospodaření v minulosti a jejich odhadu následného vývoje do budoucna. Základ ocenění zde představuje výnosový potenciál k datu ocenění. Tato metoda tedy jinými slovy vychází z minulé výkonnosti podniku a budoucí růstové možnosti zde nejsou vůbec brány v úvahu. Nejdříve je nutné identifikovat trvale odnímatelný čistý výnos, který tvoří zásadní vstupní veličinu pro následné stanovení hodnoty podniku.

Výsledek hospodaření před zdaněním bude v následující tabulce (Tab. 50.) upraven o odpisy a náklady i výnosy, které nesouvisí s hlavní činností podniku. Výsledek této korekce bude představovat upravený VH před daní, jež bude následně přepočten cenovým indexem na ceny k datu ocenění, neboť je tato metoda založena na předpokladu stálých cen. Jelikož je zde výnosový potenciál podniku vyvozován z předchozí úrovně výnosů, je zapotřebí VH objektivizovat a přiřadit jim váhy tak, aby trvale odnímatelný čistý výnos odpovídal výhledům podniku.

Tab. 50. Přehled úprav vedoucí ke stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu (Vlastní zpracování na základě výročních zpráv podniku, 2013-2016; ČSÚ, 2018)

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
+ VH před zdaněním	9 961	14 882	38 571	48 566
+ Odpisy	8 232	10 214	9 633	9 523
- Tržby z prodeje DM a materiálu	2 000	14 963	12 874	2 142
+ ZC prodaného DM a materiálu	2 121	12 585	11 173	2 456
Upravený VH před zdaněním	18 314	22 718	46 503	58 403
Cenový index řetězový	1,014	1,004	1,003	1,007
Cenový index bazický	0,986	0,990	0,993	1,000
Upravený VH o inflaci	18 574	22 947	46 831	58 403
Váhy	1	1	3	4
Upravený VH o inflaci * váha	18 574	22 947	140 492	233 612

Nyní bude následným vydělením součtu posledního řádku tabulky (Tab. 50.) celkovou hodnotou vah dosaženo trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy. Ten bude následně právě o odpisy posledního roku snížen, stejně jako o daň. Tímto postupem bude dosaženo trvale odnímatelného čistého výnosu po dani. Jak již bylo uvedeno v úvodu této kapitoly, v rámci této metody bude použita úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu, která ale ještě musí být dále upravena o odhad dlouhodobé inflace dle inflačního cíle ČNB (2 %). Provozní hodnota vlastního kapitálu bude vypočtena podílem trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a právě této úrokové míry upravené o inflaci. Výsledné hodnoty vlastního kapitálu bude poté dosaženo následným přičtením neprovozních aktiv k datu ocenění. Následující tabulka (Tab. 51.) udává veškeré konkrétní hodnoty těchto zmíněných položek.

Tab. 51. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou KČV (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	
+ Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	46 181
- Odpisy	9 523
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech a před daní	36 658
- Daň (19%)	6 965
Trvale odnímatelný čistý výnos po odpisech a dani	29 693
/ Úroková míra (N <sub>VK</sub> -inflace) (%)	7,75
Provozní hodnota VK	383 132
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	13 257
Výsledná hodnota VK	396 389

Na závěr je nutné podotknout, že hodnota vlastního kapitálu získána paušální metodou bude považována spíše jako odhad dolní hodnoty vybraného podniku, jelikož nebere v úvahu příležitosti budoucího růstu.

## 11.6 Stanovení výsledné hodnoty podniku a citlivostní analýza

Pro stanovení hodnoty vybraného podniku byly využity tři základní výnosové metody, a to konkrétně DCF Entity, EVA a paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Konkrétní hodnoty jejich výsledků shrnuje tabulka níže (Tab. 52.). Metoda DCF Entity a EVA poskytla stejné výsledky, jelikož byla při výpočtu použita stejná úroveň WACC, stejný provozně nutný investovaný kapitál a stejný KPVH. Na základě těchto dvou metod byla hodnota podniku stanovena na částku 683 326 tis. Kč. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů nezohledňuje budoucí vývoj podniku, a oproti předchozím metodám nevychází z hodnoty WACC, ale z nákladů na vlastní kapitál, které jsou ještě poníženy o hodnotu dlouhodobé inflace. Z tohoto důvodu byla hodnota vlastního kapitálu za pomoci paušální metody ve výsledku stanovena na 396 389 tis. Kč. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů však doplňuje metodu DCF Entity a EVA a výsledný rozdíl mezi dvěma zmíněnými hodnotami (286 937 tis. Kč) představuje růstový potenciál společnosti.

Tab. 52. Přehled výsledků použitých výnosových metod oceňování (Vlastní zpracování)

Výnosová metoda ocenění	Hodnota VK (tis. Kč)
DCF Entity	683 326
Ekonomická přidaná hodnota	683 326
Kapitalizované čisté výnosy	396 389

Výsledek metody kapitalizovaných čistých výnosů představuje dolní hranici hodnoty podniku a jeho výslednou hodnotu reprezentuje shodný výsledek použitých metod DCF Entity a EVA, což je konkrétně **683 326 tis. Kč**.

Pro posouzení citlivosti výsledků jednotlivých metod při změně určitého vstupního parametru bude ještě provedena citlivostní analýza (Tab. 53.). Tento parametr bude představovat snížení či zvýšení tempa růstu nebo diskontní míry o 1 procentní bod. Analýza nebude předpokládat změnu obou parametrů současně, ale vždy jen jednoho, s tím, že druhý zůstane nezměněn.

Tab. 53. Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku (Vlastní zpracování)

(tis. Kč)	Diskontní míra			Tempo růstu		
	-1 p. b.	Původní	+1 p. b.	-1 p. b.	Původní	+1 p. b.
DCF	8,48%	9,48%	10,48%	2%	3%	4%
+	805 259	683 326	593 949	605 454	683 326	775 969
EVA	+18,84%	-	-13,08%	-11,40%	-	+13,56%
KČV	6,75%	7,75%	8,75%	-	-	-
	453 149	396 389	352 602	-	-	-
	+13,32%	-	-11,05%	-	-	-

Z výsledků citlivostní analýzy je patrné, že hodnotu podniku nejvíce ovlivňuje změna diskontní míry u metody DCF a EVA. Při jejím snížení se hodnota VK podniku zvýší o bezmála 19 %, ale při jejím zvýšení se hodnota zmenší pouze o zhruba 13 %. U metody kapitalizovaných čistých výnosů se změna diskontní míry projevuje na hodnotě podniku mnohem menší celkovou změnou, což může být způsobeno rozdílnou velikostí a strukturou kapitálu. Změna sazby tempa růstu vykazuje podobnou citlivost jako metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Z důvodu zjištěné citlivosti změny parametrů na hodnotu vlastního kapitálu je důležité věnovat jejich stanovení náležitou pozornost, aby zůstal zachován věrný obraz hodnoty podniku.



## ZÁVĚR

Hlavním cílem této diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti k 1. 1. 2017, a to za pomoci vybraných výnosových metod. První část diplomové práce se nejdříve s využitím kritické literární rešerše zaměřovala na teoretické poznatky z oblasti oceňování podniku. Rešerše byla zpracována z relevantních českých i zahraničních zdrojů, čímž vytvořila dostatečný základ pro následné dosažení již zmíněného cíle.

Na základě zjištěných informací již poté bylo možné přistoupit k vypracování praktické části. V rámci analytické části byl nejdříve stručně představen oceňovaný podnik, na což dále volně navázala strategická analýza. Ta obsahovala nejdříve analýzu makrookolí, která byla provedena s využitím PEST analýzy, jež zkoumala politicko-legislativní, ekonomické, technologické a sociálně-demografické prostředí působící na podnik. Následná analýza mikrookolí a vnitřního potenciálu se zabývala identifikací trhu (CZ-NACE 22.2), stanovením tržního podílu a analýzou jeho atraktivity i konkurenční síly podniku. Bylo zjištěno, že vybraný podnik vyjma jednoho roku každoročně zvyšuje svůj tržní podíl, i když přitom působí na relativně atraktivním trhu, což je především dáno jeho poměrně velkou konkurenční silou. Výstupy těchto analýz byl potvrzen předpoklad jeho další existence. Následující finanční analýza prokázala, že se jedná o finančně zdravou a stabilní společnost, která každoročně navyšuje svůj výsledek hospodaření. Závěrem analytické části byla provedena syntéza všech předchozích výsledků a byl definitivně potvrzen předpoklad neomezeného trvání, který je podmínkou pro využití výnosových metod oceňování.

V rámci projektové části došlo nejdříve k rozčlenění aktiv podniku na provozně nutná a nenutná a posléze k predikci jednotlivých generátorů hodnoty. Tím nejdůležitějším jsou bezpochyby tržby, které byly srovnávány s mnoha ukazateli, aby bylo možné nalézt největší korelační koeficient, jež by představoval základ pro jejich následnou prognózu. Toho bylo dosaženo u ukazatele HDP. Výsledky uskutečněné predikce byly vzápětí ještě upraveny tak, aby výsledný růst tržeb odpovídal aktuální výrobní kapacitě, jelikož podnik v plánovaném období neplánuje výrazné investice. Následně již bylo přistoupeno k sestavení finančního plánu a stanovení diskontní míry, která do hodnoty společnosti promítá faktor rizika a času. K jednotlivým použitým metodám byla přiřazena diskontní míra na různých úrovních a její vliv na výslednou hodnotu podniku prokázala v samotném závěru uskutečněná citlivostní analýza. Ke stanovení hodnoty vybrané společnosti bylo využito nejčastěji používaných výnosových metod oceňování, kam patří metoda DCF Entity, EVA a paušální metoda KČV.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu byla určena na úrovni totožných výsledků metody DCF a EVA s tím, že výsledek metody KČV poskytuje informaci o dolní hranici výnosového ocenění. Hlavní cíl diplomové práce byl tedy tímto krokem naplněn a hodnota vybrané společnosti činí konkrétně 683 326 tis. Kč.

Jelikož byl tento projekt realizován z důvodu interní potřeby managementu, doufám, že veškeré dílčí poznatky i samotný jeho výsledek poskytne vedení vybrané společnosti užitečné informace.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY**

ALLMAN, Keith A, 2010. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken: John Wiley, 275 s. Wiley finance. ISBN 978-0-470-48179-0.

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN, 2014. *Principles of corporate finance*. 11th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, 889 s. ISBN 9780078034763.

CISKO, Štefan a Jana ŠTOFKOVÁ, 2013. *Ekonomika podniku*. V Žiline: Žilinská univerzita, 468 s. ISBN 978-80-554-0756-2.

ČESKO, 2012. *Zákon č. 89/2012 ze dne 3. února 2012 Občanský zákoník*. In: Sbíрка zákonů [online]. [cit. 2017-11-01]. Dostupné z: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakon.jsp?page=0&nr=89~2F2012&rpp=15#seznam>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2017. *Demografická příručka – 2016*. [online]. [cit. 2018-02-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/demograficka-prirucka-2016>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD, 2018. *Inflace - druhy, definice, tabulky*. [online]. [cit. 2018-02-11]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace)

Damodaran Online, 2018. *Risk Premiums for Other Markets; Levered and Unlevered Betas by Industry*. [online]. [cit. 2018-02-11]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

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

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.

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

FOTR, Jiří a Jiří HNILICA, 2014. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 299 s. ISBN 978-80-247-5104-7.

GALLAGHER, Timothy James a Joseph D. ANDREW, 2003. *Financial management: principles and practice*. 3rd ed. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, 613 s. ISBN 978-0130674883.

HÁLEK, Vítězslav, 2009. *Oceňování majetku v praxi*. 1. vyd. Bratislava: DonauMedia, 247 s. ISBN 978-80-89364-07-7.

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

HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ, 2016. *Podnikové finance v teorii a praxi*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 271 s. ISBN 978-80-7552-449-2.

*International valuation standards 2013*. London: International Valuation Standards Council. ISBN 978-0-9569313-6-8. Dostupné také z: [http://www.ots.nl/files/HC\\_2014\\_BV/7.%20IVS%202013.pdf](http://www.ots.nl/files/HC_2014_BV/7.%20IVS%202013.pdf)

JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK, 2013. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada, 592 s. ISBN 978-80-247-4127-7.

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

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER, 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 228 s. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOLLER, Tim, 2011. *Valuation workbook: step-by-step exercises and tests to help you master valuation*. 5th ed. Hoboken, N.J.: Wiley. ISBN 978-0-470-42465-0.

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

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

MAJDÚCHOVÁ, Helena a Anna NEUMANNOVÁ, 2014. *Podnik a podnikanie*. Druhé přepracované a doplnené vydanie. Bratislava: Sprint 2, 215 s. ISBN 978-80-89710-04-1.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI : přepracované a rozšířené vydání*. Vyd. 2. Praha: Ekopress, 164 s. ISBN 8086119610.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2007. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

- MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČR, 2018. *Makroekonomická predikce - leden 2018*. [online]. [cit. 2018-02-11]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, 2016. *Interaktivní tabulka*. [online]. [cit. 2018-02-11]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, 2017. *Panorama zpracovatelského průmyslu a souvisejících služeb ČR 2016*. Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu. ISBN 978-80-906942-1-7. Dostupné také z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/2017/10/Panorama-2016-CZ.pdf>
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 333 s. ISBN 9788072018727.
- PEEMÖLLER, V.H., 2001. *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. Berlin.
- PETŘÍK, Tomáš, 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy: Manažerské účetnictví v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada, 736 s. ISBN 978-80-2477-035-2.
- PRATT, Shannon P. a Roger J. GRABOWSKI, 2010. *Cost of capital: applications and examples*. 4th ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 704 s. ISBN 978-0-470-47605-5.
- RISIUS, M. Jeffrey, 2007. *Business Valuation: A Primer for the Legal Profession*. American Bar Association, 196 s. ISBN 9781590317464.
- RŮČKOVÁ, Petra, 2015. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 152 s. ISBN 978-80-247-5534-2.
- SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 121 s. ISBN 8071793671.
- SCHOLLEOVÁ, Hana, 2017. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 271 s. ISBN 978-80-271-0413-0.
- VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, 2013. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 685 s. ISBN 978-80-247-4642-5.

VALACH, Josef, 2010. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.

VASIGH, Bijan. 2015. *Foundations of airline finance: methodology and practice*.

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

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

Výroční zprávy podniku, 2011-2016.

**SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK**

(rm-rf)	Riziková premie kapitálového trhu
A	Aktiva
b.c.	Běžné ceny
BÚ	Bankovní účet
C	Celkový kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CK	Cizí kapitál
CZ	Cizí zdroje
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
ČV	Čistý výnos
D	Daň z příjmů
DCF	Diskontované peněžní toky
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	Zisk před úroky a daněmi
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
EVS	Evropské oceňovací standardy
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitel

---

g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Diskontní míra
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MF	Ministerstvo financí České republiky
$m_i$	Míra investic
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
MVA	Tržní přidaná hodnota
n	Počet let
$N_{CK}$	Náklady cizího kapitálu
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Zisk z hlavního provozu podniku po zdanění
$N_{VK}$	Náklady vlastního kapitálu
OA	Oběžná aktiva
p. b.	Procentní bod
PEST	Analýza politických, ekonomických, sociálních a technologických vlivů
PH	Pokračující hodnota
PK	Pracovní kapitál
$r_e$	Náklady vlastního kapitálu
$r_f$	Bezriziková úroková míra
$r_{FINSTAB}$	Riziková přírážka za finanční stabilitu
$r_{FINSTRU}$	Riziková přírážka za finanční strukturu
$r_i$	Rentabilita investic
$r_{LA}$	Riziková přírážka za velikost podniku



---

$r_m$	Průměrná výnosnost kapitálového trhu
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita investovaného kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
$r_{POD}$	Riziková přírážka za podnikatelské riziko
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb
T	Délka období
TOČV	Trvale odnímatelný čistý výnos
ú. o.	Účetní období
US PAP	Americké oceňovací standardy
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu
ZC	Zůstatková cena
$\beta$	Koeficient rizikovosti podniku k průměrné rizikovosti trhu

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

<i>Obr. 1. Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění .....</i>	<i>17</i>
<i>Obr. 2. Hlavní příčiny a druhy podnikatelských rizik.....</i>	<i>20</i>
<i>Obr. 3. Obecný postup při ocenění podniku .....</i>	<i>23</i>
<i>Obr. 4. Schématické znázornění strategické analýzy.....</i>	<i>25</i>

**SEZNAM GRAFŮ**

<i>Graf. 1. Struktura obyvatelstva ČR v letech 2010-2016 .....</i>	<i>48</i>
<i>Graf. 3. Financování dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem (v tis. Kč) .....</i>	<i>59</i>
<i>Graf. 4. Vyrovnání rizika podnikem (v tis. Kč) .....</i>	<i>59</i>
<i>Graf. 5. Dodržování pari pravidla podnikem (v tis. Kč) .....</i>	<i>60</i>
<i>Graf. 6. Vývoj rentability podniku v letech 2013-2016 .....</i>	<i>63</i>
<i>Graf. 7. Vývoj likvidity podniku v letech 2013-2016) .....</i>	<i>64</i>
<i>Graf. 8. Vývoj vybraných dob obratu podniku v letech 2013–2016 .....</i>	<i>65</i>
<i>Graf. 9. Spider analýza poměrových ukazatelů podniku a odvětví v roce 2016 .....</i>	<i>67</i>
<i>Graf. 10. Vývoj Z-skóre podniku v letech 2013-2016 .....</i>	<i>68</i>
<i>Graf. 11. Vývoj Indexu IN05 podniku v letech 2013-2016 .....</i>	<i>69</i>

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1. Uplatňované právní předpisy .....</i>	18
<i>Tab. 2. Výpočet volného peněžního toku pro DCF Entity .....</i>	36
<i>Tab. 3. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou DCF Entity.....</i>	38
<i>Tab. 4. Výpočet volného peněžního toku pro DCF Equity.....</i>	39
<i>Tab. 5. Vývoj počtu zaměstnanců podniku v letech 2013-2016 .....</i>	45
<i>Tab. 6. Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů v letech 2013-2019 .....</i>	47
<i>Tab. 7. Analýza atraktivity trhu .....</i>	49
<i>Tab. 8. Vývoj dosavadního tržního podílu podniku .....</i>	51
<i>Tab. 9. Analýza konkurenční síly podniku .....</i>	52
<i>Tab. 10. Matice k posouzení perspektivnosti podniku .....</i>	53
<i>Tab. 11. Horizontální a vertikální analýza majetkové struktury podniku .....</i>	57
<i>Tab. 12. Horizontální a vertikální analýza finanční struktury podniku.....</i>	58
<i>Tab. 13. Horizontální a vertikální analýza nákladů podniku .....</i>	61
<i>Tab. 14. Horizontální a vertikální analýza výnosů podniku .....</i>	61
<i>Tab. 15. Vývoj ČPK podniku v letech 2013-2016.....</i>	62
<i>Tab. 16. Ukazatele rentability podniku a odvětví .....</i>	63
<i>Tab. 17. Ukazatele likvidity podniku a odvětví.....</i>	64
<i>Tab. 18. Ukazatele aktivity podniku a odvětví .....</i>	65
<i>Tab. 19. Ukazatele zadluženosti podniku a odvětví .....</i>	66
<i>Tab. 20. Porovnání poměrových ukazatelů podniku s odvětvím v roce 2016.....</i>	67
<i>Tab. 21. Výsledky Z-skóre podniku v letech 2013-2016 .....</i>	68
<i>Tab. 22. Výsledky Indexu IN05 podniku v letech 2013-2016.....</i>	69
<i>Tab. 23. Vývoj DFM podniku v letech 2013-2016.....</i>	72
<i>Tab. 24. Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků .....</i>	72
<i>Tab. 25. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu.....</i>	73
<i>Tab. 26. Výpočet KPVH.....</i>	73
<i>Tab. 27. Srovnání tržeb podniku s dalšími ukazateli .....</i>	74
<i>Tab. 28. Predikce tržeb podniku .....</i>	75
<i>Tab. 29. Výsledná predikce tržeb podniku .....</i>	75
<i>Tab. 30. Vývoj provozní ziskové marže podniku v letech 2013-2016 .....</i>	76
<i>Tab. 31. Predikce provozní ziskové marže podniku .....</i>	76
<i>Tab. 32. Vývoj provozně nutného pracovního kapitálu podniku v letech 2013-2016.....</i>	76

<i>Tab. 33. Vývoj dob obratu podniku v letech 2013-2016 a jejich predikce .....</i>	<i>77</i>
<i>Tab. 34. Predikce provozně nutného pracovního kapitálu podniku .....</i>	<i>77</i>
<i>Tab. 35. Vývoj investic podniku do provozně nutného DM v letech 2013-2016.....</i>	<i>78</i>
<i>Tab. 36. Plán DM a investic podniku .....</i>	<i>78</i>
<i>Tab. 37. Plán rozvahy .....</i>	<i>80</i>
<i>Tab. 38. Plán výkazu zisku a ztráty.....</i>	<i>82</i>
<i>Tab. 39. Výpočet nákladů na cizí kapitál.....</i>	<i>83</i>
<i>Tab. 40. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM.....</i>	<i>85</i>
<i>Tab. 41. Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicového modelu INFA..</i>	<i>86</i>
<i>Tab. 42. Přehled nákladů na vlastní kapitál.....</i>	<i>86</i>
<i>Tab. 43. Výpočet WACC .....</i>	<i>87</i>
<i>Tab. 44. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu podniku.....</i>	<i>88</i>
<i>Tab. 45. Výpočet volného peněžního toku do podniku.....</i>	<i>88</i>
<i>Tab. 46. Výpočet hodnoty 1. fáze metodou DCF Entity.....</i>	<i>89</i>
<i>Tab. 47. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF Entity.....</i>	<i>90</i>
<i>Tab. 48. Výpočet hodnoty 1. fáze metodou EVA.....</i>	<i>91</i>
<i>Tab. 49. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA.....</i>	<i>92</i>
<i>Tab. 50. Přehled úprav vedoucí ke stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu .</i>	<i>93</i>
<i>Tab. 51. Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu metodou KČV .....</i>	<i>93</i>
<i>Tab. 52. Přehled výsledků použitých výnosových metod oceňování.....</i>	<i>94</i>
<i>Tab. 53. Analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku .....</i>	<i>95</i>

## SEZNAM PŘÍLOH

P I ROZVAHA 2013-2016

P II VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY 2013-2016

## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA 2013-2016

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>79 055</b>	<b>93 770</b>	<b>118 875</b>	<b>120 641</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>33 998</b>	<b>33 745</b>	<b>37 316</b>	<b>34 398</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>196</b>	<b>266</b>	<b>144</b>	<b>1 687</b>
Ocenitelná práva	190	266	144	315
-Software	190	266	144	315
Poskytnuté zálohy na DNM a nedokon. DNM	6	0	0	1 372
-Poskytnuté zálohy na DNM	6	0	0	1 011
-Nedokončený DNM	0	0	0	361
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>33 802</b>	<b>33 479</b>	<b>26 196</b>	<b>32 711</b>
Hmotné movité věci a soubory MV	26 077	26 691	21 147	29 224
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	7 477	6 788	4 834	3 075
-Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	7 477	6 788	4 834	3 075
Poskytnuté zálohy na DHM a nedokon. DHM	248	0	213	412
-Poskytnuté zálohy na DHM	248	0	213	290
-Nedokončený DHM	0	0	0	122
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>10 976</b>	<b>0</b>
Zápůjčka a úvěry - ovládaná, ovládající os.	0	0	10 976	0
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>42 558</b>	<b>57 081</b>	<b>80 739</b>	<b>80 682</b>
<b>Zásoby</b>	<b>13 968</b>	<b>13 208</b>	<b>10 823</b>	<b>14 913</b>
Materiál	7 238	7 884	8 034	9 683
Výrobky a zboží	6 730	5 290	2 762	5 230
-Výrobky	6 562	5 174	2 714	5 230
-Zboží	168	116	48	0
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	34	27	0
<b>Pohledávky</b>	<b>27 203</b>	<b>32 621</b>	<b>67 122</b>	<b>44 575</b>
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>88</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>281</b>
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	88	14	14	281
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>27 115</b>	<b>32 606</b>	<b>67 107</b>	<b>44 294</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	22 124	29 475	55 041	42 805
Pohledávky - ovládaná, ovládající os.	0	0	10 976	0
Pohledávky - ostatní	5 791	3 131	1 090	1 489
-Stát - daňové pohledávky	2 557	2 362	891	690
-Krátkodobé poskytnuté zálohy	68	17	42	338
-Dohadné účty aktivní	3 135	753	157	435
-Jiné pohledávky	31	0	0	26
<b>Peněžní prostředky</b>	<b>1 387</b>	<b>11 252</b>	<b>2 794</b>	<b>21 194</b>
Peněžní prostředky v pokladně	43	42	25	46
Peněžní prostředky na účtech	1 344	11 210	2 769	21 148
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>2 499</b>	<b>2 945</b>	<b>820</b>	<b>5 561</b>
Náklady příštích období	2 301	2 747	622	5 256
Příjmy příštích období	198	198	198	305

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>79 055</b>	<b>93 770</b>	<b>118 875</b>	<b>120 641</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>38 223</b>	<b>50 153</b>	<b>81 307</b>	<b>76 160</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>24 100</b>	<b>24 100</b>	<b>24 100</b>	<b>24 100</b>
Základní kapitál	24 100	24 100	24 100	24 100
<b>Fondy ze zisku</b>	<b>674</b>	<b>1 066</b>	<b>1 663</b>	<b>2 252</b>
Ostatní rezervní fondy	674	1 066	1 663	2 252
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>5 586</b>	<b>13 057</b>	<b>24 390</b>	<b>32 771</b>
Nerozdělený zisk minulých let	5 586	13 057	24 390	32 771
<b>VH běžného účetního období (+/-)</b>	<b>7 863</b>	<b>11 930</b>	<b>31 154</b>	<b>39 221</b>
<b>Rozhodnuto o výplatě podílu na zisku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-22 184</b>
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>40 714</b>	<b>43 322</b>	<b>37 316</b>	<b>44 272</b>
<b>Rezervy</b>	<b>1 099</b>	<b>986</b>	<b>823</b>	<b>1 153</b>
Ostatní rezervy	1 099	986	823	1 153
<b>Závazky</b>	<b>39 614</b>	<b>42 336</b>	<b>36 493</b>	<b>43 119</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>8 975</b>	<b>6 294</b>	<b>5 086</b>	<b>3 434</b>
Závazky k úvěrovým institucím	8 352	5 541	4 138	2 376
Odložený daňový závazek	623	753	948	1 058
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>30 639</b>	<b>36 042</b>	<b>31 407</b>	<b>39 686</b>
Závazky k úvěrovým institucím	3 290	3 151	1 769	1 776
Závazky z obchodních vztahů	17 726	24 363	18 070	23 487
Závazky – ovládaná, ovládající osoba	4 454	0	0	0
Závazky ostatní	5 170	8 528	11 568	14 423
-Závazky k zaměstnancům	1 413	1 599	2 216	3 295
-Závazky ze soc. zabezpečení a zdr. poj.	891	971	1 393	2 163
-Stát - daňové závazky a dotace	744	3 019	5 962	5 698
-Dohadné účty pasivní	2 038	2 853	1 954	3 266
-Jiné závazky	84	86	43	1
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>118</b>	<b>295</b>	<b>252</b>	<b>209</b>
Výnosy příštích období	118	295	252	209



## PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY 2013-2016

(v tis. Kč)	2013	2014	2015	2016
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	<b>192 054</b>	<b>201 808</b>	<b>241 110</b>	<b>274 863</b>
<b>Tržby za prodej zboží</b>	<b>4 783</b>	<b>7 702</b>	<b>5 426</b>	<b>6 470</b>
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>143 749</b>	<b>149 723</b>	<b>160 897</b>	<b>180 922</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	3 349	6 761	3 609	3 914
Spotřeba materiálu a energie	105 103	103 095	111 351	125 616
Služby	35 297	39 867	45 937	51 392
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	<b>-917</b>	<b>1 719</b>	<b>2 580</b>	<b>-2 591</b>
<b>Osobní náklady</b>	<b>33 593</b>	<b>33 797</b>	<b>37 684</b>	<b>43 882</b>
Mzdové náklady	24 719	24 882	27 601	32 088
Náklady na soc. zabezp., zdr. poj.a ostatní N	8 874	8 915	10 083	11 794
-Náklady na soc. zabez. a zdr. poj.	8 070	8 152	9 349	10 903
-Ostatní náklady	804	763	734	890
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	<b>7 896</b>	<b>10 380</b>	<b>9 578</b>	<b>9 285</b>
Úpravy hodnot DN a HM	8 232	10 214	9 633	9 523
-Úpravy hodnot DN a HM - trvalé	8 232	10 214	9 633	9 523
Úpravy hodnot zásob	-336	47	0	-238
Úpravy hodnot pohledávek	0	119	-55	0
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>2 138</b>	<b>15 604</b>	<b>13 694</b>	<b>2 766</b>
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	70	0	91	154
Tržby z prodeje materiálu	1 930	14 963	12 783	1 988
Jiné provozní výnosy	138	641	820	624
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>2 830</b>	<b>13 032</b>	<b>11 638</b>	<b>3 424</b>
ZC prodaného dlouhodobého majetku	5	0	83	3
ZC prodaného materiálu	2 116	12 585	11 090	2 453
Daně a poplatky	10	12	14	20
Rezervy v provoz. obl. a komplexní N př. obd.	247	-113	-163	330
Jiné provozní náklady	452	548	614	618
<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>11 826</b>	<b>16 463</b>	<b>37 854</b>	<b>49 178</b>
<b>Nákladové úroky a podobné náklady</b>	<b>566</b>	<b>580</b>	<b>413</b>	<b>283</b>
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>3 660</b>	<b>3 349</b>	<b>5 017</b>	<b>2 728</b>
<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>4 957</b>	<b>4 350</b>	<b>3 887</b>	<b>3 057</b>
<b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>-1 865</b>	<b>-1 581</b>	<b>717</b>	<b>-612</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>9 961</b>	<b>14 882</b>	<b>38 571</b>	<b>48 566</b>
<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>2 098</b>	<b>2 952</b>	<b>7 417</b>	<b>9 345</b>
Daň z příjmů splatná	1 740	2 771	7 222	9 235
Daň z příjmů odložená	358	181	195	110
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>7 863</b>	<b>11 930</b>	<b>31 154</b>	<b>39 221</b>
Výsledek hospodaření za účetní období	7 863	11 930	31 154	39 221
Čistý obrat za účetní období	202 636	228 462	265 247	286 827